

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年10月6日（14:00～16:11）

10月7日（9:00～11:55）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 黒田東彦（総 裁）  
岩田規久男（副 総 裁）  
中曾 宏（ 〃 ）  
白井さゆり（審議委員）  
石田浩二（ 〃 ）  
佐藤健裕（ 〃 ）  
木内登英（ 〃 ）  
原田 泰（ 〃 ）  
布野幸利（ 〃 ）

政府からの出席者：

|     |      |               |
|-----|------|---------------|
| 財務省 | 太田 充 | 大臣官房総括審議官（6日） |
|     | 宮下一郎 | 財務副大臣（7日）     |
| 内閣府 | 西川正郎 | 内閣府審議官（6日）    |
|     | 西村康稔 | 内閣府副大臣（7日）    |

（執行部からの報告者）

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 理事          | 雨宮正佳               |
| 理事          | 門間一夫               |
| 理事          | 桑原茂裕               |
| 企画局長        | 内田眞一               |
| 企画局審議役      | 高口博英（7日 9:00～9:12） |
| 企画局政策企画課長   | 正木一博               |
| 金融市場局長      | 前田栄治               |
| 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                |
| 政策委員会室企画役   | 大賀健司                |
| 企画局企画調整課長   | 鈴木公一郎（7日 9:00～9:12） |
| 企画局企画役      | 武藤一郎                |
| 企画局企画役      | 飯島浩太                |
| 金融市場局市場調節課長 | 奥野聡雄（7日 9:00～9:12）  |

## 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、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、9 月 14、15 日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは太田充大臣官房総括審議官、内閣府からは西川正郎内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

金融経済情勢について、執行部から報告してもらおう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

前田金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。金融市場局では、前回会合で決定された調節方針に沿って市場調節を実施しており、図表1のマネタリーベースは9月末実績で338.4兆円と、2014年末の275.9兆円から約60兆円増えた。資産サイドの長期国債は262.8兆円と、こち

らも 60 兆円増えた。3 四半期で 60 兆円の増加なので、年間 80 兆円の増加ペースに沿った動きである。資産サイドを少し付言すると、C P 等は 2.2 兆円を維持することになっているが、9 月末は 2.0 兆円とそれを少し下回っている。これには、企業が期末に負債の圧縮を企図して C P の発行を抑制したことが影響している。一方、E T F は 6.2 兆円と、3 四半期で 2.4 兆円の増加、年率で 3.2 兆円の増加であり、年間 3 兆円を少し上回るペースである。ただ、C P 等、E T F いずれも一時的かつ小幅の乖離であって、買入方針に沿った運営と判断している。

図表 2 の国債買入オペについては、現時点で特段の支障なく買入れを継続している。例えば、期間 1 ～ 3 年は、4,000 億円のオファーに 3 ～ 4 倍の応札倍率が維持できている。春先に買入れが少し不調であったことから、その後一時的に買入額を減額していたが、9 月からは、8 月までの 3,750 億円から 4,000 億円に少し戻している。その中にあっても、相応の応札倍率が維持できている。

図表 3 の国債補完供給では、9 月末のオファー件数が 16 回となり、7 月、8 月に比べ増えた。やはり期末になると玉がなかなか出にくくなり、これが影響したと思う。それなりに多かった 3 月、6 月のオファー件数と比べると少なめであるが、傾向的には、われわれの補完供給のオファーが増えてきている。また、9 月末日には、1 日としては過去最多となる 17 銘柄を供給した。この補完供給の増加傾向の基本的な背景には、やはりわれわれの国債買入れ拡大に伴って銘柄によっては需給がタイト化しやすくなっていることがあると思う。そうしたことも意識しながら制度の使い勝手を良くしているので、市場を補完するかたちでわれわれの制度が使われているということだと思う。

図表 4 の短期金利は、(1) の無担コールレート (O/N)、G C レポレートは、期末日を越える決済についてはレートがかなり低下した。特に、G C レポレートはかなり深いマイナスとなった。(2) の国庫短期証券の利回りも、振れを伴いつつマイナスが続いているが、期末にかけては少しマイナスが深くなった。このように期末にレートが低下し、一部でマイナス

が深くなったことについては、大きくみて2つ程度理由がある。すなわち、1つは、一部邦銀が期末のバランスシートを意識しレポでの資金調達を抑制したこと、もう1つは、円転コストのマイナス幅が拡大したことがあると思う。その円転コストは、(3)にあるように、期末にかけてマイナス幅がかなり拡大した。その理由は、1つには、本邦投資家が海外投資を増やしていること、いわゆるリバランスに伴って、ドルの調達が増えてくる。これは、基調的な需要サイドの要因だが、ドル供給サイドとして、1つは、グローバルな不確実性の高まりに伴って市場全体としてリスクテイク姿勢が後退し、ドルが放出されにくくなったこと、もう1つは、各種の金融規制を背景に米欧金融機関がドル放出に慎重になったことなどが、指摘されている。

図表6は海外短期金利であるが、(1)の金融政策の見方、FFレートは、前回会合時と比べて直近時点はそれなりに下がっている。この背景としては、1つは9月半ばのFOMCでの利上げ見送り、イエレンFRB議長によるハト派的な記者会見、世界的な製造業部門の指標の鈍さ、さらには先週末の雇用統計の予想比大幅下振れで、米国の利上げ観測が後退したことがある。現時点でのFF金先レートに基づくと、年内利上げの可能性は30%前半位まで低下している。FOMC前は5割を超えていたが、現時点では1/3位の予想になっている。(3)のEONIAのスワップ・フォワード・レートも、前回会合からは少し低下しているが、これには、ECBの複数の高官発言がハト派的と受け止められたことが影響している。

そのもとで図表7の長期金利は、(1)の米国、ドイツで特に金利が低下している。日本は、既にかなり低い水準なので大きくは動いていないが、どちらかと言うと弱含んでいると思う。この間、わが国の金融政策についても、外国人投資家を中心に追加緩和の可能性を指摘する声が幾分増えている印象がある。その背景としては、世界経済の鈍さ、米国の利上げ先送り、そして日本のインフレ予想関連指標の鈍さが指摘されているようである。

図表 11 はデット市場であるが、(2) の米国クレジット市場、(3) の欧州クレジット市場は、市場のリスクセンチメントが慎重化する中で、ハイイールド債を中心にスプレッドが拡大している。セクター別では、資源関係、あるいはフォルクスワーゲン問題で自動車セクター辺りのスプレッドが拡大したと認識している。こうした中でも、図表 12 (1) の日本のクレジット市場については、安定した状態が続いていると思う。

図表 13 の株価は、下に行って来いという感じであった。前回会合以降、日米欧いずれも、振れを伴いつつじりじりと値を下げたあと、極く足もとでは反発してきている。インプライド・ボラティリティは、8月下旬に比べかなり低下してきた。特に米国はそういう感じであるが、過去の平均と比べればなお高めの水準で、若干不安定な状況が続いている。株価の下落の背景としては、1つ目は、新興国中心に世界経済の不確実性がより強く意識されたこと、2つ目に、米国の利上げ時期に関する不確実性が高まったことが影響していると思う。足もとの株価反発は、先週末の米雇用統計公表によって景気の鈍さが認識された一方で、さらなる利上げの後ずれ、いわば米国の金融政策の不確実性が当面は低下したことが好感されたものである。加えて、T P Pの大筋合意、原油価格の反発も材料視された模様である。図表 14 (2) のわが国の業種別株価騰落率は、上昇は小売、自動車、不動産などの内需関連で、不動産は金融緩和関連でもある。自動車については、T P Pで部品メーカーの株価が少し上がっている。一方で、弱いのは鉄鋼、商社、エネルギー資源関係、機械など、グローバル需要関連といったところだと思う。

最後に、図表 17 の為替レートは、(1) のドル／円は米国の利上げ見通しの後退を背景に幾分円高が進む局面もあったが、総じて 120 円前後で安定していた。円高が然程進んでいない背景としては、8月にかなり円高が進んだ時に円のショートポジションの解消がそれなりに進んだこと、日米の金融政策の方向性の違いが引き続き意識されているということがあり、日本では一部に追加緩和の可能性を指摘する向きも出てきていることがあると思う。図表 20 のエマージングの通貨は、振れはあるが、極々足も

とは少し戻っているがどちらかと言うと下落方向、あるいはなかなかはっきり反発しない状況が続いている。

以上を簡単にまとめると、過去数週間の市場の動きは、8月のように中国の為替切り下げがサプライズとなって日本を含め大きく変動したのとはやや異なり、世界経済の鈍さというファンダメンタルズ面がより意識されて、株安・債券高がじわじわ進む展開であったと思う。金融政策については、9月のFOMC後、米国の利上げ時期について、後ずれとともに不確実性の高まりが指摘され、これが市場の不安定要素として作用したと考えている。このうち、後者の金融政策に関しては、米国の雇用統計後には、当面利上げは見送られるだろうということで、当面の不確実性が低下し、取り敢えずは株価を押し上げている感がある。欧州も日本も、一頃に比べると追加緩和が意識される展開で、為替や株価に何がしか影響している可能性もあると思う。ただし、世界経済や金融政策を巡る不確実性は、当面続くと思われる。また、新興国通貨の下落が続いていること、米欧のクレジット市場における緩和した状態にも幾分変化がみられること、そして為替スワップ市場でのドル需給もややタイト感が強まっている感があることといった気になる点も幾つかみられるだけに、今後とも、市場動向については注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

2点質問がある。1点目は、図表5の(1)円投ドル転コストも(2)のユーロ投ドル転コストも上がっており、一般的に、ベーススワップレートでは円の方がユーロよりも高い——レートがマイナスになっている——が、その背景を教えて欲しい。欧州が資産買入れを始めて以降、fixed income の投資家なども米国への投資を増やしていることと、米国の企業が欧州の低金利を活かしてユーロ圏でユーロ建て債を発行し、その

ヘッジニーズもあってドル需要が高まっているそうであるが、全体としてみると、ユーロ投ドル転コストよりも円投ドル転コストの方が高い理由を教えてください。先程の説明では、円投コストが高くなっているのは、日本の投資家の海外投資への需要が高まっているためということである。ネットなので分かりにくいですが財務省の中長期債等の対外投資額をみると、9月にいつもの月より若干増えているが、特に大きくは増えているようにはみえない。この点、何か情報があれば教えてください。

2点目は、GCレポレートはマイナス、SCレポレートはもっとマイナスになり、9月末にはこのギャップが非常に大きくなったが、6月、9月とレートが極端にマイナスになるようになったと思う。期末要因があったとしても6月、9月は非常にマイナスが大きくなったと思うが、今後もそのような状況を想定しているのか。その辺りをもう少し教えてください。

#### 前田金融市場局長

円投ドル転コストがユーロ投ドル転コストに比べて特に期末に高い背景は、はっきりとしたところは分からないが、日本の金融機関、投資家が海外資産で運用する際、尻のドル不足を円投で賄う傾向が強いようであり、その分、需給がタイトになりやすい期末には、レートが跳ねやすいストラクチャーにあると聞いているので、今回もそういうことではないかと思う。期末以外では、円投とユーロ投でそこまではレートが変わらないので、そのようなことではないかと思う。先程、円転コストのマイナス、円投コストの上昇の背景として、基調的な動きとして需要要因を説明したが、その中で9月は供給要因が効いたのではないかと申し上げたのであって、9月に需要要因が特に強まったとは考えていない。

レポレートが期末にマイナスになったのは、円転コストがマイナスになると外国人投資家がマイナスでレポに出しても鞘が稼げるということもあると思うし、また、先程申し上げたように、期末に邦銀の一部でバランスシートを気にして、通常は、レポで調達し当座預金に積むようなオペレーションを行っている先で、やめておこうということがあったと思う。

ただ、特定銘柄を対象とするＳＣレポは需要がかなり高まり、金利がマイナスになって、図表 10（３）のＧＣ－ＳＣスプレッドが高まっている。期末にはどうしても玉が出にくいのでこのような傾向があるが、９月末はその傾向が少し強かったと思う。われわれの補完供給も、９月末日には 17 銘柄という過去最大の利用件数があったが、こうしたことからみると、われわれの買入れが進めば、これからも期末にはそのような傾向がそれなりに強まり得ると思っている。

#### 木内委員

２点質問する。１点目は、短期金利の低下についてである。図表 4（２）の短国利回りが期末にかなり低下した背景として、円転コスト低下が影響しているという説明であるが、１週間物などでみると、期末に下がって期初には比較的戻ってきている。それと比べ、短国の動きはやや遅れている感じがする。これは、調達したキャッシュを実際に投資するまでの時間差ということなのか。また、短国レートのうち１年物が特に大きく下がっているが、取引量では通常３か月物がメインだと思う。特に１年物が下がっているのは、例えば、外国人の影響力が１年物には相対的に大きいというような背景があるのか。この短国利回り低下の背景として、円調達コストの低下だけではなく、先行きの金利観の変化のようなものも部分的には影響しているという気がするが、どうか。

２点目は、社債のスプレッドについてである。欧米では、社債、特に格付の低い社債のスプレッドが、急激ではないが着実に拡大してきている中で、図表 12（１）の日本の社債市場は、従来からそうであるが無風である。一方、（２）のＣＤＳプレミアムは、欧米に連動して上がってきている。社債のスプレッドとＣＤＳプレミアムの動きの違いについて、プレイヤーの違いなど様々な理由はあると思うが、なぜＣＤＳの方がビビッドに動いて、社債スプレッドの方はグローバルの動きから乖離して無風となっているのか、教えて欲しい。



## 前田金融市場局長

2点目から申し上げますと、一般的に、日本のCDS市場は海外投資家のビヘイビアの影響が大きいと言われている。今回、米欧で上がったので、それをヘッジするために似たようなものが売られたということがあったと思う。その際になぜ大きく動くのかについては、外国人中心で流動性がかなり薄いので動きやすいということだと思う。過去にも同じようなことが起きているが、実勢よりも若干大きく動きやすいというクセがあると思う。

1点目については、国庫短期証券の利回りは期末以外でもほぼマイナスである。これには色々な要因があるが、基本的に需給が相当タイトになってきているということがある。われわれが買い入れているということもあるし、発行面でも、政府の資金繰りが良くなってきて発行が減っているということもある。例えば、3か月物の発行は、ピークでは1週間に1回で5.7兆円であったと思うが、今は4.8兆円まで下がってきている。その中で、需給が非常にタイト化している。そして、円転コストは常に少しマイナスに出るので、最近では外国人投資家の比率が相当高まっているために、特に期末にマイナスになるが、常に少しマイナスに出やすい市場になっていると思う。3か月物、6か月物、1年物のレートを合理的に説明することはなかなか難しいが、先々の金融政策の見方が反映されているというよりは、1年物の発行額が1番少なく1か月に2.5兆円——3か月物は1週間に4.8兆円——であったので、需給の変動が価格に表れやすく、一部投資家の動きによって結構マイナスになりやすいという傾向があると思っている。

## 佐藤委員

3点質問する。1点目は、ドル調達コストについてである。9月末以降の動きをみると、年末越えのドル調達コストが幾分上がってきているように思う。前回会合でも申し上げたが、ボルカールール全面適用後の初の年末越えなので、世界的にもう少しストレスが高まると思っていたが、今の

ところ、思いのほか落ち着いているようにみえる。中長期のベーススワップなどもそうで、上がってはいるががんがん上がっていく感じはない。9月にF e dが利上げを見送ったことも影響しているかもしれないが、先週末の雇用統計でF e dの年内利上げ確率が30%位まで低下するなど、利上げ観測が一段と後退しているようである。こうしたことは、ドル調達のストレスをさらに軽減する方向に働くと考えて良いのか。

2点目は短期金利についてである。期末要因もあって短国利回りが大きくマイナスに振れているが、例えば投信のように、マイナス金利では短国を買えない投資家がいる。聞くとところでは、マイナスでは買えないので、少しでもイールドのあるもの、すなわちクレジット物やC Pなどにシフトしているようである。先程C Pが少し買いにくくなっており、それは企業が発行を抑制しているため残高が少し落ちているという説明であったが、本行がC Pを買いにくくなっているというようなことはないのか。

3点目はE T Fについてである。E T Fの買入れは、8月以降、株式市場が調整局面に入ったことで、買入れの頻度が若干高まっていると思う。9月末の実績は6.2兆円だが、年間で平準化すれば9月末は本来6兆円強だと思うので、ペースアップしているということだと思う。市場では、今年はあと3か月弱なので、年内に打てる玉が乏しくなっているのではないかという見方があるようだが、この辺りは大丈夫なのか。

#### 前田金融市場局長

1番目については、先々ドル調達コストがどうなるかは分からないが、9月末に上がった一因に、先程おっしゃったようなF e dの先々の利上げについての不確実性が高まったことが影響したという指摘があるが、もしそうであれば、利上げが見送られれば、一時的にはレートの上昇を抑制する要因になるかもしれないと思う。ただ、金融規制の影響など様々な要因があるので、現実にはどうなるかはもう少しみないと分からないと思う。

2点目については、佐藤委員ご指摘のとおり、最近はマイナス金利ではT Bを買えない投信が格付けの高いC Pの方にシフトしているというこ

とがあるが、今のところわれわれがC Pの買入で非常に苦労しているというほどでもない。ただ、これが単なる期末要因なのか、あるいはC P市場の需給を反映したファンダメンタルズが要因でなかなか買えないようになるかは、10月、11月の買入の状況をみて判断していきたい。現時点では、頂いているマンドートを実現できなくなるようなことはない、一応考えている。

3点目のE T Fについては、一定のルールに従って買っている、ここ数か月は買入が多少進んでいる。ただ、当然年間3兆円——ぴったり3兆円ということではないが——を意識しながら買い入れているので、あまりにも増えれば多少減らすが、だからと言って買わない訳でもなく多少減る位なので、マンドートとは大きな違いなくそれなりに買っていていると思っている。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。前回会合以降、米国経済、ユーロ経済はしっかりとした回復基調が続いていたが、一方で、多くの新興国の指標は相変わらず景気減速を示している、総括判断も前回同様、「世界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」としている。

最初に、米国経済である。図表1－1（1）の第2四半期の第3回GDP推計値は前期比年率＋3.9%と小幅に上方改訂されている。（2）のISM指数は、製造業が減速する一方、サービス業が好調という回復の構図は変わっていない。その原動力である個人消費については、（3）の実質個人消費は7～8月もしっかりと増加している。（4）の自動車販売も9月に一段と伸びを高めている。（5）の住宅投資も緩やかな持ち直し基調を

たどっている。こうした家計主導の回復を受けて、(6)の非国防資本財受注も増加に転じるなど、設備投資も全体としては持ち直していると判断している。こうした中で、図表1－2(1)の輸出関連は、9月のFOMCで利上げが見送られた際に指摘されたとおり、ドル高や新興国の減速などの影響から引き続き勢いがなく、主たるリスク要因となっていると思っている。(2)のFOMC参加者の成長率見通しは、2016年と2017年で下方修正されている。先週末に公表された(3)の雇用者数は、8月分の下方改訂も含めて、総じて事前の予想を大きく下回る内容であったと思っている。年初来、かなり速いテンポで改善してきていたので、どこかで増勢が鈍化することはある程度予想していたが、業種の内訳などをみても、堅調な個人消費、サービス業辺りの強さを踏まえると、今回の弱さには、統計の振れも相応に影響しているのではないかと思っている。いずれにせよ、重要な指標だけに今後注意深くみていきたい。

次に、図表2の欧州経済である。(1)のPMI生産指数が示しているように、製造業もサービス業もともに緩やかな回復を続けている。その原動力である個人消費については、(3)の個人消費関連指標は、着実な雇用・所得環境の改善を背景に順調に増加を続けているという姿である。

(4)の輸出は、既往のユーロ安などを背景に、緩やかながら増加している。ただ、実質ベースの輸出は幾分増勢が鈍化してきているので、輸出受注PMIは50を優に上回ってはいるが、いずれユーロ圏の輸出についても、新興国経済減速の影響が徐々に出てくるのではないかと思っている。こうした中で、(5)の国内投資財出荷も緩やかな増加基調を続けるなど、設備投資には持ち直しの動きがみられている。この間、(6)の物価面では、9月のHICPの前年比は総合ベースで6か月振りのマイナスとなっている。これは、主にエネルギー価格下落の影響によるもので、市場参加者の予想では、年末にかけて前年比プラスに転じていくとの見方が多いようである。同時に、金融市場では、ECBによる資産買入プログラムが来年9月以降も継続ないし強化されとの見方が増えているようである。

図表3の中国経済については、(1)の9月の製造業PMIは、国家統

計局ベースでは漸く踏みとどまった感じであるが、財新／Markit ベースは一段と悪化している。(2)にあるように、新規受注の低迷と在庫の積み上がりが続いており、特に(3)の輸出は、国家统计局ベース、財新／Markit ベースの両指標とも弱めの動きが続いていることを示唆している。内需面では、(4)の実質小売売上高は引き続き安定した伸びを続けていると思うが、固定資産投資については、不動産市場の回復傾向は続いているが、全体として前年比伸び率の鈍化傾向に歯止めがかかったとはまだ言い切れないと思っている。中国経済の先行きについては、(5)の財政支出は一段と伸びを高めており、7～8月で前年比 25%を超えている。これまで財政執行の制約となっていた資金繰り面で、問題を解決する各種方策も打ち出されており、汚職対策でかなり萎縮していた地方政府の幹部の尻を叩くような中央からの指示もかなり効いてきているようである。この結果、中国の成長率は、第3四半期に一旦減速したあと、第4四半期には徐々に伸び率を戻すというわれわれの見方は変えていない。その一方で、(6)の金利政策では、数次に亘る緩和策にもかかわらず、穏健な政策姿勢は変わっておらず、引き続き、景気刺激の主役という位置付けではないようである。実質貸出金利も昨年初から水準は然程変わっておらず、インターバンク金利はむしろ徐々に上がっているのが現状である。

図表4の中国以外の新興国経済は、(1)の製造業PMIをみると、比較的好調なユーロにぶら下がる中東欧を除いて、アジア、ラ米が50を大きく割り込む落ち込みを示している。これまで比較的持ちこたえてきたNIEs・ASEANが大きく悪化している背景としては、(2)の輸出、特に中国向け輸出の不振があると思っている。これを受けて、(3)のNIEs・ASEANの生産も前年比マイナスで推移しており、IT財の出荷・在庫バランスも、7月までのデータしかないが、まだはっきりした改善は確認できていない。加えて、(4)の内需面でも、家計債務の積み上がり、政情不安など国によって様々な要因があるが、消費者コンフィデンスが低下気味である。(5)のその他の大きな新興国経済に目を転じて、資源価格下落、通貨安、高インフレなど各国固有の構造問題があり、ブラ

ジル、ロシアではどの指標をみても、まだ厳しさを一段と増している感じで、コンフィデンスも落ち続けている。このように、新興国経済は、当面は減速した状態が続く見通しであるが、やや長い目でみると、先進国の景気回復が波及してくること、金融・財政両面からの景気刺激策などで内需が徐々に持ち直してくることで、徐々に成長率を戻していくという見通しを持っている。実際、(6)の金融政策対応では、前回会合以降、台湾とインドで利下げが行われている。

図表5－1の金融面では、先程、前田金融市場局長から説明があったとおり、FOMCの利上げ見送りで利上げペースに関する予想は先送りとなり、長期金利は低下しているが、その中でも、市場はまだ引き続き緊張感を持った神経質な動きとなっており、それが株価のボラティリティの高さに象徴されている。

図表5－2(1)の米国、ユーロ圏の社債のスプレッドは、投資適格に絞ってみると、4月、5月頃から上昇傾向にあり、足もと一段と拍車がかかっている。また(5)にあるように、特に危機以降、新興国におけるドル建て社債が急速なペースで積み上がっており、この巻き戻しの懸念がマーケットではかなり議論されている。こうした国際金融市場の緊張自身、米国の利上げを巡る不確実性と新興国経済の調整の底がまだみえない不安の2つが組み合わさったものとみている。こうした金融面の緊張が実体経済と負のフィードバックにならないように注意深くモニタリングをしていきたい。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

ユーロ圏に関して2点質問する。1点目は、難民問題についてである。難民問題は、金融の世界ではそれほど話題にはならないが、政治的には大きな問題になっている。そこで、短期、中長期の経済的な効果については

どのようにみれば良いのだろうか。特にドイツでは、中長期的には経済には非常にプラスだということかなり楽観的な論調も目立つが、短期的には、社会的、政治的な不安定要因である。労働力不足が起こりそうな国にとっては、難民の受け入れは中長期的に潜在成長率を押し上げるのでプラスなのだろうか。これについて、何かアイデアがあれば教えて欲しい。

2点目は、ユーロ圏でのマネースtockと貸出の伸び率の差についてである。両者の差は依然大きく、マネースtockがM2で+4%程度、貸出は改善してきているが漸く僅かなプラスと、格差が非常に大きい。以前質問した時には、外貨建て資産の増加がギャップの背景ではないかという説明であり、実際そうだと思うが、一方で、ここ数か月間でも、ECBの国債買取りが大分進み、そうすると銀行以外からECBが資産を買い入れた時には銀行の預金が増えることになると思うが、その影響が足もと強まってきているのではないか。統計で確認できるかどうか分からないが、そのような影響が乗ってきた結果として貸出とマネーの乖離が起こっている、というようなことはないのか。

#### 長井国際局長

ユーロ圏の難民問題の影響については、色々な試算がこれから出てくると思うが、数字としてはまだあまり出てきていない。極めて短期的には、コンフィデンス指標にもあまり出ていないが、ドイツだけ消費者コンフィデンスが少し低下しているので、難民問題と関係があるかもしれないと言われている。一方で、小売業のコンフィデンスが上がっており、難民が大勢来ると物を買うからといったような話もあるが、まだ非常に柔らかな段階である。長期的には、木内委員ご指摘のように、労働力がこれからは絶対的に不足していく、例えば、スペインでオリーブを実際に収穫するような労働力は絶対的に足りないので、ある程度移民が入ってくことはプラスであるという論調が多いようである。ただ、実際に移民をEUの中でどのように分配するかについて、EUプロセスで決めようとして色々と不協和音が出てきており今も揉めている。これまでも反EUの動きがヨーロッ

パで強まっているが、いずれも「移民」がキーワードになっている。EU統合で移民が来て職が奪われるといったことが問題になっている。今回、このように多くの移民を受け入れ、貧しい国にも強制的に割り当てられるかたちになって、不満が溜まって、難民問題が反EUの動きへのトリガーになってしまうと、中長期的にはマイナスになってしまうのではないかという懸念を持っている。

2点目のマネーストックと貸出の差については、木内委員が指摘されたように、経常黒字のユーロ圏では必然的に対外資産が増えて、国内での与信とのギャップを埋めているという構図だと思っている。その中で、ECBが国債を銀行以外から買い入れたことによるシフトという点については、相手先が国内の証券会社なのかどうかといったこととも関係してくると思うが、データを仔細にみていないので別の機会に説明させて頂きたい。

#### 中曽副総裁

先程、新興諸国では金融・財政面からの政策余地があるという説明があったが、これに関し、特にアジアの新興諸国では、通貨が結構下落している。タイ、インドネシア、マレーシアといった国では——中国でも多少そのような面があるのかもしれないが——、通貨下落、資本流出が怖いので、どうしてもインターバンク市場をややタイトにする、あまり緩めないということが必要になってしまい、思うようには景気刺激的にはできず、それが景気減速の状態が続いている一因になっているという面もあるのではないか。そうだとすると、今言ったような国々では、もう少し財政政策の発動余地はあるのだろうか。この辺りを教えて欲しい。

#### 長井国際局長

中曽副総裁が指摘された懸念は、まさに今彼等が直面している問題であり、パフォーマンスの良かったNIEs・ASEANの国々でも、国によっては景気はかなり悪く、デフレ気味の雰囲気がある中でも、色々な制約が金利を下げられない要因になっているようである。その中で、各国は様々



なかたちで財政政策を行っており、実際、多くのプロジェクトが出てきている。ただ、例えばインドネシアやタイでは、実際にそれを上手く執行するための政府の体制が、財政を出したい気持ちに追いついていかないというようなところがある。われわれも、インドネシアやタイなどに出張し、現地の日本企業の関係者などに話を伺っているが、そこでは、やる気はあるがなかなか執行が追いつかない、それが故になかなか景気が好転しないというような懸念が出てきている。例えば、インドネシアの高速鉄道の関係で二転三転したが、これに象徴されるように公共工事がなかなか一筋縄では執行できないと言われている。N I E s ・ A S E A Nでは、公共投資の計画は足もと結構ばたばたと出てきているので、財政政策、特に公共投資のインフラ関係に景気刺激や今後の成長率を高めるための鍵があるという認識は、当局も共有していると思っている。

#### 原田委員

フォルクスワーゲンの問題がドイツ経済に与える影響は、かなり大きいのではないかと思う。その中で難民が来ている訳だが、短期的には労働力が来ることになるので、景気が良ければ、社会的、文化的な問題を別にすれば、経済にはプラスである。ただ、フォルクスワーゲンを中心とした自動車関連産業で、さらに雇用が逼迫してくるという状況でないとすると、財政の持ち出しだけが大きく、マイナスの影響を与えてしまうことにならないかと思うが、その点はどのようにみているのか。

#### 長井国際局長

フォルクスワーゲンの問題については、まさに進行中なので、どの程度の影響があるか、われわれも測りかねているところである。車の販売という観点では、ある程度代替効果もあるので、世界経済への影響はそれほど大きくないと思っているが、フォルクスワーゲン自身が、今後の様々な訴訟負担等も含めてどの程度経営の立て直しを迫られるのか、あるいは生産調整を迫られるのかは、みていきたいと思っている。いずれにせよ、フォ

ルクスワーゲンは、欧州域内での新車登録の大体 1 / 4 程度のシェアがあり、また色々な部品を供給しているのでドイツだけではなくユーロ域内の各国に部品工場があり、また日本メーカーも納入するなど色々な関係があるので、どのような影響があるか慎重にみていかなければならないと思っている。

難民問題との関係では、先程木内委員のご質問への回答の中で、短期的にも長期的にも人手不足だと申し上げたが、自動車などは比較的賃金の高い、ある程度スキルの必要な良い仕事とみなされていると思うが、一方で、ユーロ地域の先進国で圧倒的に足りないと言われているのは、より低付加価値の 3 K とも言えるような仕事を担う人で、これは他の先進国と共通の問題である。こういったところを移民にある程度補ってもらうことで、経済が上手く回っていくのではないかという期待があると思う。その意味で、移民にも色々なレベルの移民がいると思うが、自動車産業など高付加価値の製造業に直接雇用されて、その結果、仕事が奪われるといったことは、今のところあまり心配されていないと思っている。

原田委員

ただ、ベンツでもトルコ人が作っていると思うので、フォルクスワーゲンならなおさら色々な国の人が作っているのではないかと思う。

長井国際局長

今多く流入しているシリアからの難民で、以前自動車を作っていたという人はあまりいないと思う。ただ、移民全般では、色々なところから入ってきて、高学歴な人ほど、祖国を離れてより良い職場を求めてドイツやイギリスに行きたいという気持ちがあるので、そのような面はあると思う。

白井委員

4 点質問する。1 点目は、米国についてである。図表 1 - 1 (2) の製造業の I S M をみると、長い目でみると上がったたり下がったりしているが、

雇用をみると製造業の回復は非常に悪いと思う。9月にマイナスになったということもあるが、もっと長い目でリーマン・ショック前からみても、1番戻りが悪いのが製造業で、他はサービス産業を中心にリーマン・ショック前を超えて雇用が伸びている。その中で、製造業での雇用回復は非常に遅いと思う。製造業の生産水準をみると、リーマン・ショック前の水準を100とすれば、今は95%程度にまで戻っているが、これに比べ雇用の回復はもっと悪いという感じである。これをどのように解釈するかについては、昨今のドル高だけの話ではないという気がする。見方を変えると、労働集約的でない製造業が伸びたのかもしれないが、それにしても回復が遅い。この点、製造業について情報があれば教えて欲しい。また、生産性の1番高い製造業でまだリーマン・ショック前の状況を回復していないということは、米国の生産性が上昇しないことの背景にこのことがあるような気がする。図表1-2(5)の賃金の伸びは2%強だが、Fedがサステイナブルで望ましいとする賃金の伸びである3~3.5%からは程遠い。どうもそこと関係がある気がするが、それについて教えて頂きたい。

2点目は欧州についてである。図表2(3)の小売売上数量が非常に伸びているが、誰が牽引しているかというと、フランスとドイツである。レベルでみると、フランスが圧倒的に高く、ドイツは追っているがずいぶん差がある。1人当たりの賃金の対前年比の伸びは、ドイツは3.5%、それも2011年頃から3%で、リーマン・ショック前よりも賃金が高い。フランスは、リーマン・ショック前は3%位であったが、今は1%まで下がっている。にもかかわらず、フランスの消費は非常に強い。家計マインドをみると、先程長井国際局長から説明があったように、ドイツの消費者コンフィデンスが足もと下がっているが、レベル的にはフランスとは比べものにならない位高い。ドイツはプラスになっているが、フランスは低水準で横ばいという感じである。そこで、フランスの消費意欲がどこから来ているかだが、1つの可能性としては、金利水準がドイツよりも低めで貸出がドイツよりも伸びているので、それが好調な消費に影響していると考えられる。このように、賃金が伸びているドイツで然程消費が伸びていない現

状について、どのようにみているのか。

3点目は中国についてである。中国では、2014年第2四半期頃から資本流出的な状況が起きているが、国際収支表をみると、その他と誤差脱漏の項目のマイナスが大きくなっている。これには2つ見方がある。1つは、外国の投資家が資金を回収しているということもあるが、中国の企業が、元々人民元高期待がある時にドルショート・人民元ロングのポジションを持っていたが、そのポジションがどうも崩れてきているということなので、両方の要因があるという気がする。中国人民銀行がなぜあれほど外国為替市場に介入し——今もしているらしいが——、元安を抑えようとしているかと言うと、よく言われる人民元のSDRへの採用ということよりも、中国国内の居住者のドルロング・人民元ショートポジションを懸念しているのではないかという気がする。その辺について、情報があれば教えて欲しい。また、外貨準備は8月までのデータしかないが、結構減ってきているので、その後の状況についても教えて欲しい。もし外貨準備を減らして介入する場合、当然その分マネタリーベースの伸び率が減少するが、SHIBORをみるとまだ高止まりしている。以前の資料によると、リバースレポを出す相手は国有銀行なので、中小銀行には直接資金が回らず、それがSHIBORの高止まりの理由であり、その後改善したと書いてあったが、データでみる限り改善していないように見える。その辺りはどのようなになっているのか。

最後に、図表5-2(1)の米国とユーロ圏の社債スプレッドについてである。元々ドイツで金利が急騰しボラティリティが拡大したことがきっかけで1度上がり、直近ではフォルクスワーゲンの影響で上がっていると思う。私が欧州に出張した時には、社債の発行について問題があるという話は全然聞かれなかった。昨年末から1月、2月にかけて、金利が低い時に結構長期の社債を発行したそうで、その後ボラティリティが高くなった時に発行を減らしており、それほど困っていないと聞いた。9月の資料によれば、9月に社債の発行額がまた増えていたと思うので、私はそれほど問題ではないと考えているが、これについて意見を伺いたい。

長井国際局長

1 点目の米国の製造業のアウトプットが戻っているわりには雇用が戻らない背景としては・・・。

白井委員

アウトプットも低いが、相対的に雇用の戻りが遅い。

長井国際局長

相対的に雇用の戻りが遅い背景としては、きちんと分析している訳ではないが、以前、構造物投資に関連してご説明したことがあるが、例えばシェールをきっかけに化学工場が多く建設されたという話があるが、そこで多くの人が雇用されるかということ、少し違うタイプの工場だろうと思う。また、自動車工場もある程度増えていると思うが、時代的にロボット化が進んでいることもあり、製造業の雇用があまり戻ってこないという面はあると思っている。同じような問題に直面している英国では、意外に賃金もじわじわ上がり始め、生産性も米国と比べると戻り始めている。英国では、究極のサービス化、脱産業化のあと、最近はむしろ manufacturing の要素を少し取り戻し始めているので、そのような要素もあるのかもしれない。きっちりとした分析をした訳ではないが、白井委員ご指摘のような面はあるのだろうと思っている。

フランスがドイツに比べなぜ消費が強いのかについては、賃金の伸びや家計マインドなどのデータはご指摘のとおりである。ただ、フランス人がローンで消費を増やしているという話はあまり聞かないので、頭に浮かぶこととしては、フランスでは、賃金水準は下がってきているが公的機関のシェアが高く、従って、多くの人が安定した雇用環境が引き続き守られているということである。そうした中で、世界的に7月、8月は個人消費が良く、これは、漸く初めて原油安の影響が個人消費にストレートに効いている環境だと思うが、そのような追い風が、安定した雇用環境の中でマイ

ンドも良かったので消費に表れやすかったのではないかということ位しか思いつかない。あるいは、ドイツ人の生き方として、真面目でありお金を使わないという面があるかもしれない。

中国の資本フローの内訳については、まさにBOPの誤差脱漏などに入っているところで、白井委員ご指摘のように、中国の企業が貿易決済資金をいつドルに換えるか、あるいは元のままで持っておくかという昔よく言われたリーズ・アンド・ラグズの判断が、元安期待や元高期待に依存しているというデータはある。それが、かなりの部分を占めているのではないかと考えている。外国人の資金が中国国内に入ったり出たりというよりも、むしろ中国国内の企業がグローバルに資金の管理を、元レートに関する期待をベースに行っているように思う。その意味で、人民銀行は介入を実施しているが、規制で資本流入を左右する以上に、今後元がどちらの方向に行きそうかという期待を今までは上手く管理し、マネーマーケットオペレーションを実施してきたが、8月の市場の制度変更でこうした期待の管理が難しくなってきた、今苦労しているということだと思う。その意味で、白井委員ご指摘の期待のところは、非常に微妙な局面にあると思っている。

最後の社債のスプレッドについては、私自身これをどこまで深刻に受け止めるべきか悩みつつも、気づいてみると4、5月から着々と上がり続けていたということである。社債の需給やご指摘のような点を色々調べてみたが、別に今年に入って急に増えたということではなく、需給で上がっているようにはどうもみえない。前回会合時対比では、株は下がり上がっていたが、この間、このスプレッドはあまり戻らなかった。これは、中央銀行の流動性期待が薄れ、新興国の底がみえない不安等と相俟って、成長あるいは企業収益に対する不安が出てきて、加えて、先程申し上げたようなボラティリティの上昇やマーケットの緊張感が、ある程度素直に出ているのではないのかと思う。図表5-2（1）でみるとドラマチックであるが、中長期ではまだ大した水準ではないので、これが何かの兆しかどうかをチェックする段階だと思っているが、少し気になったのでご報告した。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒーストップを取りたいと思う。再開は15時09分をお願いします。

(15時04分中断、15時09分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

それでは、国内経済情勢について説明をお願いします。

関根調査統計局長

資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。まず、図表1の短観の業況判断D Iは、(1)の製造業の大企業は9月短観にかけて若干垂れているが、これには中国経済をはじめとした新興国経済減速の影響が出ている。ただ、中小企業は、外需のエクスポージャーが小さいために横ばいの動きであった。(2)の非製造業の大企業に至っては、1991年11月以来の高い水準まで改善している。このように、総じてしっかりとした内容であった。全産業全規模ベースでも改善している。

続いて、図表6の実質輸出は、8月の前月比は $-0.2\%$ 、7～8月の4～6月対比も $-0.2\%$ とほぼ横ばいの動きである。この地域別の内訳を図表8(1)で確認すると、実は先月からほとんど姿は変わっていない。7～8月の4～6月対比は、米国は $-1.1\%$ となっているが、水準でみると振れを伴いながらもまだ増加基調を維持している。主力の自動車関連も、米国販売好調を受けて増加基調を保っている。EU向けについても、自動車関連を中心に増加している。それに対し、東アジア向けは、総じて弱い状態が続いている。中国、NIEsともにマイナスであり、ASEAN向けはプラスだが第2四半期の大幅減からの戻りとしては弱い状態が続いている。その他地域向けはプラスだが、これは船舶で嵩上げされている。

続いて、企業セクターである。図表 13 の短観における経常利益の状況についてみると、2015 年度の計画は、交易条件の改善や円安の影響で、大企業、中小企業とも、どのセクターも修正幅はプラス、すなわち上方修正されている。レベルについても、どのセクターでみても高い水準の収益を見越していることは既にご案内のとおりである。これを受けた設備投資であるが、図表 16 の短観の 2015 年度計画は、全産業全規模で前年比 +6.4%となっている。これに金融機関の設備投資を加えると、+8.4%という高い伸びになる。SNAベースの名目設備投資額は、4～6月の前年比が+2.6%であったので、ずいぶん差があると思われるかもしれないが、9月短観については、年度越えの実績になるまでに下方改訂されるクセがある。その一方で、SNAベースの設備投資も、先程申し上げた高い収益水準のもとで、今後年度が進むにつれて徐々に加速し、仕上がりとしては4～6月の発射台よりも高いところで着地することが見込まれる。このようなかたちで、両者の乖離はある程度縮まるのではないかと考えている。この間、足もとの状況をみると、図表 18 の先行指標は、(1)の機械受注は前回会合から数字は変わっていないが、(2)の建築着工床面積は8月が前月比-13.6%と大幅減となったので、民間合計の最後のところが若干垂れたような姿になっている。ただし、この統計も、機械受注同様、月次では振れの大きな統計であるので、均してみれば、緩やかな増加基調にあるという基調判断を変える必要はないと思っている。建築着工床面積に関して付け加えると、床面積は振れを均せば緩やかな増加という程度だが、最近の建築単価の上昇を受けて、建築工事費予定額は大幅に増加している。7～8月の前年同期比を計算すると、床面積は若干増加する程度で+2.5%である一方、工事費予定額は+24%と大幅増加である。このような建築工事費の増大は、今後進捗展開すると、いずれかのタイミングで法人季報の建設仮勘定に表れるかたちになり、最終的にはSNAの名目設備投資額の押し上げに寄与すると考えられる。ただし、工事費予定額の増加が単に単価の上昇だけであれば、デフレーターも上昇してしまうので、実質の設備投資の押し上げには寄与しない。ここに幾ばくか付加価値の増加



があれば、実質ベースでも少しは増えることになる。

続いて、図表 20 の個人消費は、7～9月の4～6月対比は、先月時点ではまだら模様と申し上げたが、先月よりもプラスが増えた感じになっている。具体的には、GDP統計に使われる系列に近い家計調査の消費水準指数の実質・除く住居等が、4～6月が前期比-0.9%ののちに7～8月の4～6月対比は+1.0%となった。商業動態統計の小売業販売額（実質）も、4～6月は前期比-0.5%であったが、7～8月の4～6月対比は+0.5%となっている。これには、猛暑という天候要因がプラスに効いていることもあるが、4～6月の消費の落ち込みには、天候要因や家計調査の振れといった一時的な要因が寄与しており、これらを除くと消費は底堅い動きを続けているという判断で良いと考えている。

次に、図表 27 の鉱工業生産は、8月は前月比-0.5%、7～8月の4～6月対比は-1.0%となった。8月は、先月時点の予測指数が+2.8%であったので、-0.5%とマイナスに転じたことはサプライズであった。実際、予測指数の修正状況をみても、実現率はやや大幅の下方修正となっている。この結果、7～9月の生産は前期に続きマイナスになるのはほぼ確実という状況と思っている。われわれのミクロヒアリングでも、前月時点では大体横ばいないし僅かなプラスという予測であったが、今月は-1%を超えるマイナスもあり得るというかたちで下方修正されている。

この背景としては、3つのショックが加わっていると考えられると思う。1つ目は、中国をはじめとする新興国経済の減速の影響である。先程の短観の業況判断DIの業種別の内訳をみても、同じような話だが機械類が弱めであり、ここに来て生産計画を下方修正するところもあり、前期比ベースに直しても大きめのマイナスとなる見込みである。機械類の中でも、今まで影響は建設機械といった一部に限られていたが、ヒアリング情報では、ここに来てより広い範囲に広がっている感じがしている。具体的には、自動車向けや産業用ロボットといったところにまで影響が出てくるかたちで、少し広がりが見られている。2つ目のショックは自動車関連であり、これは、軽自動車の在庫調整が尾を引く中で、一部のメーカーが、今月、

それ以外の車種について、従来やや強気な計画を立てていた国内販売計画を見直すということがあった。最後は、iPhone 向けの部材であり、これについては生産トラブルがあったと聞いている。今申し上げた3つの要因のうち、自動車については、新型車の受注が好調であるとか、一部の海外生産が国内回帰されると聞いているので、10～12月には尾を引かない見込みである。3つ目で申し上げた iPhone 向け部材の生産トラブルも解消すると聞いている。問題は、1つ目である。新興国経済減速の影響については、機械類は10～12月は既に前期比マイナスの計画になっており、状況によってはさらに下振れる可能性もなおかなり高いと考えている。われわれのミクロヒアリングでは、10～12月はプラスに転じる見込みであるが、その幅も含めてなお状況は見極め切れないうところが残っている。このように申し上げたうえで、鉱工業生産の基調判断としては、まず、7～9月がどのような仕上がりになりそうかを振り返ると、7～9月は、海外経済減速の影響を受けて外需が横ばい圏内の動きを続ける中で、今申し上げた自動車の国内販売計画の見直しや一部電子部品メーカーの生産トラブルといった国内要因も加わって、2期連続のマイナスになりそうである。ただし、マイナス幅は小幅であるということであり、先程下方修正の可能性があると申し上げたが、今のところは10～12月にはプラスに復する見込みにある。このようなことからすると、横ばい圏内という基調判断を変える必要までには至っていないのではないかと考えている。

生産に関連してもう1点付け加えると、このような生産動向をみて、マーケットでは、GDPも2期連続のマイナスになるのではないかという予測が出てきている。これについては強いポジションを取れるものではないが、まだマイナスになるとは言い切れないと思っている。というのも、図表27の第3次産業・全産業活動指数をみると、GDPに対応するのは全産業活動指数になるかと思うが、こちらの方は、まだ7月しかないが、7月の走り出しは4～6月対比プラスである。全産業活動指数の作成方法は、鉱工業生産指数に第3次産業活動指数と建設業活動指数の情報を足し合わせて作っている。そうすると、仮に鉱工業生産がマイナスになったと

しても、ウエイトの大きな第3次産業活動指数がプラスになればGDPもプラスになり得る。因みに、ウエイトは、第3次産業活動指数の73%に対して建設業活動指数は6%、鉱工業生産指数は21%である。第3次産業活動指数については、確かにこの中には卸売りのように状況があまり良くないものもあるが、先程申し上げたように小売業販売額は8月もそれほど悪くない状況である。こうしたことからすると、前期比プラスの可能性を敢えて否定するところまでには至らないのではないかということである。ただ、繰り返しになるが、今の時点ではあまり強いポジションは取れないと考えている。

続いて、図表31の雇用関連であるが、8月をみると、職安統計の有効求人倍率は1.23倍とさらに上昇している。労働力調査の失業率については、3.4%と引き続き低い水準にある。この間の短観のDI等も踏まえて、労働需給はさらに引締まってきていると思う。毎勤統計の常用労働者数は、前年比で2%程度の伸びを続けている。さらに、名目賃金は、所定内給与、所定外給与で前月から伸び率を高めているが、今の段階は速報であり、速報から確報になる時に下方修正されるクセがあるので、この分は割り引く必要があると考えている。特別給与は、+0.6%であり、夏季賞与の時期に当たる6～8月の特別給与が出揃った。結局、6月の大幅減を取り戻すまでには至らず、6～8月平均で前年比-3.3%となった。ただ、この件については、前回会合でも議論させて頂いたとおり、われわれとしては主に30人以上事業所のサンプル替えの影響が大きく出ているのではないかと考えている。

最後に、物価動向である。図表40(2)の短観の需給ギャップは、改善傾向を続けている。図表44で全国CPIの数字を確認すると、8月は除く生鮮食品が-0.1%、除く生鮮食品・エネルギーは+1.1%となった。9月の東京等を参考にすると、除く生鮮食品の前年比は当面0%程度で推移する一方、除く生鮮食品・エネルギーは徐々に伸び率を高めていくと考えている。図表45(2)は今申し上げた除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーの推移だが、その他の指標についても、(1)の刈込平均や(3)

の上昇・下落品目比率でみてもしっかりと上昇してきているので、物価の基調がしっかりしていることはみてとれると思う。

以上をまとめると、先月から今月にかけて明らかになった情報のうち最も重要なポイントは、生産、短観いずれでみても、中国をはじめとした新興国経済の減速の影響が、やや広がりを伴うかたちで徐々に日本経済に実際の影響を与えつつあるということだと思う。先月時点では漠たる不安と申し上げたが、それがある程度現実のものになりつつあるということであり、この件については気掛かりである。しかし、短観をみる限り、原油価格下落による交易条件の押し上げ効果もあり、企業収益は改善し、業況判断D I も全産業全規模では改善している。こうしたことからすると、「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、緩やかな回復が続けている」という総括判断を維持することが適当ではないかと考えている。この間、物価の基調がしっかりと改善していることは、先月時点と変わりはない。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

2点質問したい。1点目は、図表17の稼働率についてである。労働需給では、例えば、有効求人倍率と短観の雇用人員判断D Iは、水準も方向もあまりずれていない感じだが、設備の需給、財の需給は、短観のD Iと稼働率が、水準も、そしてここ1年半位は方向もずれてきている。これはどのように考えれば良いのか。稼働率指数が正確ではないという答えかもしれないが、稼働率指数が正確でないということは生産能力指数が歪んでいるということになり、資本ストック統計と同様、陳腐化されたものもカウントしてしまっているということになる。この稼働率指数はあまり重要ではなく、定性的な判断の方を重視するということなのか。

2点目は、図表27の生産についてである。生産は、2期連続マイナス

だが緩やかな回復と判断している理由として、7～9月がマイナスとはいえそれほど大幅なマイナスではないことと、不確実とはいえ足もとは既にプラスに戻っているということであった。その根拠は、この予測指数よりマイクロヒアリングの結果の方を重視していると思うが、そのマイクロヒアリングについて、資料の作成も含めて教えて欲しい。今回のケースでは、7～9月は、従来プラスで見込んでいたものが大幅なマイナスに下方修正され、10～12月は増加率が確か0.3%から0.7%に小幅だが上方修正されている。マイクロヒアリングの資料では、10～12月は上方修正とあって、上方修正の理由が説明されているが、企業にとっては、季節調整済前期比という概念は全くなく、水準あるいは前年比の概念しかないと思う。そうすると、ヒアリング先の企業では10～12月も下方修正だと言う先の方が多いのではないかと思う。計数的にも多分そうだと思うが、資料では、前期比上方修正であり、それはこういう理由である、となっている。この点、やや無理をして、本当はネガティブな部分が多いのにポジティブなところだけを引っ張ってきて、季節調整済前期比が上方修正した理由として説明しているというようなことになっていないのだろうかという気がするが、どうか。

#### 関根調査統計局長

稼働率指数については、同じ製造業でみた場合に短観と乖離が生じているのはご指摘のとおりである。稼働率指数は、生産指数の中でも極く限られたものしかみていないので、全体とは少し違う動きをするということもご指摘のとおりである。だから短観だけみれば良いとまで言ってしまうと手前味噌過ぎるので、真実はその間のどこかにあるということだと思っているが、そのように幅をもってみて頂ければ良いのではないか思っている。

マイクロヒアリングについては、確かに別途の資料で10～12月に小幅の上方改訂をしているが、これは7～9月の水準が相当下がったあとの小幅上方改訂なので、生産指数のレベルとしては下がっている。このため、企業としては、むしろちょっと辛いという感じを持っていてもおかしくない

と思う。例えば、iPhone の部材が少し後ろ倒しになったといったようなことを理由に上方改訂している企業はあるが、機械類のようにどちらも下方改訂している先もある。全体としては、生産活動水準自身は、前月時点でみていたよりも少し低くなっている。

なお、メソドロジカルな点については、ヒアリングしているのは企業の生の声である。提出している資料にはないヒアリングの部分について、どうしてそのような結果になるのかというご質問だと思う。伝統的に、ヒアリング担当者にはインダストリースペシャリストになれと言っている。具体的には、企業の色々な情報を聞いたうえで生産指数を当てろということである。生産指数を当てにいくための手法は担当者にある程度任せているが、そのためには企業から聞いた話を非常に深くまでダイジェストしたうえで、統計のクセについてもかなり徹底した分析を行っている。マーケットにもインダストリースペシャリストは沢山いるが、われわれの部署でもそういったスペシャリスト達を有し、そのスペシャリストが企業から聞いた生の声を大切にしながら、それにわれわれなりに付加価値をつけたかたちで、ご報告の資料に昇華させているとお考え頂きたい。

#### 白井委員

図表 29（１）の生産予測指数の修正状況について、鉱工業生産指数は2015 年から低下トレンドにあり、そのもとで実現率も予測修正率もマイナスとなることが多い。ここには 2008 年以降のデータしかないが、どちらかと言えば、景気が良くなる時にプラスになっている気もするが、それにしてもずっとマイナスであり、システミックにいつも下方修正になっているような感じがある。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の時でも、下方修正が結構目立つ気がする。2008 年以降のデータしかないので、その前の状況と、いつもこのような繰り返しになっていることの背景を教えてください。特に、8 月に実現率と予測修正率がかなり大きなマイナスとなったので、全体的な説明をお願いしたい。

2 つ目は、資料にはないが食料品業界についてである。短観の食料品

メーカーの動きは、結構良い。例えば、企業の 2015 年度の売上高計画も結構良い。他の業種が大体 0 %位のところ、食料品は全規模で + 3 %、大企業で + 4 %である。輸出額と内需額のどちらも良く、上方修正している。特に輸出額が非常に伸びていることが目についた。どうも食料品メーカーは、何か変わってきているような気がする。販売価格判断 D I は、9 月が +13、12 月見通しも +10 であり、価格転嫁が相当できている感じである。経常利益見通しも、全規模で 13%と過去 2 年間よりも高い収益見通しである。食料品メーカーは、輸出も堅調であり、国内も相応に販売価格を上げられているので、今まで以上に収益を確保できている感じだが、何が起きているのか、どのような構造変化が起きているのか、教えて欲しい。新しい財を提供して需要を喚起できているのかもしれないが、今までよりも良くなっている数少ない業種なので、注目している。

最後は、実質賃金についてである。8 月は +0.2%、7 月は +0.5%、6 月はサンプル問題もあると思うが - 3 %と、実質賃金はずっと伸び悩んでいる。実質賃金を大雑把に要因分解すると、交易条件の変化、労働生産性の変化、そして労働分配率に分けられ、そのうち交易条件は非常に良くなっている。にもかかわらず、実質賃金が伸び悩んでいるということは、他の要因が相殺していることになる。労働生産性を賃金と同じく対前年比でみると、1 ~ 3 月、4 ~ 6 月とマイナスであり、労働生産性の伸びは非常に悪い。どうもこれが実質賃金を押し下げている可能性があり、加えて労働分配率も下がって、実質賃金の伸びに十分貢献していない。折角の交易条件の改善が他の要因で相殺され、実質賃金が伸び悩んでみえるが、今後はどのようになりそうか。

#### 関根調査統計局長

食料品については、良い例が思いつかないので、今後の課題にさせて頂きたい。

図表 29 の生産予測指数の修正状況については、これが弱い動きを続けているのは、生産が横ばい程度で動いているからということで、白井委員

のご指摘のとおりである。私の記憶が正しければ、2008 年以前は、景気循環に合わせて上方改訂されることもあれば下方改訂されることもある。クセとしては、景気が下にいく時は下方改訂され、良くなっていく時には上方改訂される。なぜならば、計画は慎重めに立てられるので、それに比べて足もとの受注が大きくなってくると上方改訂される結果になる。そのような目で下方改訂の幅をみると、日本経済に加わるショックの大きさがある程度表しているように思う。2008 年の時に落ちているのは当然リーマン・ショックであるし、2011 年は東日本大震災のショック、2012 年は欧州債務危機の影響もあると思う。足もとの中国ショック、新興国ショックは、それらとの比較みれば、この位だったのではないかという感じを今のところは持っている。大きい小さいかと言えば当然リーマン・ショックほどではないが、ショックが全くないという訳でもないという程度かと思っている。

実質賃金については、最終的には労働分配率をどのように考えるかということになるところがあり、白井委員ご指摘のように労働生産性との掛け算のようなところもある。まず、均衡の労働分配率がどの程度かは難しいが、非常に純粋な議論をすると、もし日本経済がコブ・ダグラス型の生産関数で近似できるとすれば、労働分配率は一定の水準に収束するはずであり、それは長期的には 50 何%程度だったと思う。そこに戻るはずだが、足もとの状況をみるとそこまで戻っているようには全然みえない。われわれとしては、企業セクターの方でまだ景気の手応えがそれほど強くないので、固定費の増大に繋がる人件費の拡大に対しては非常に慎重であると思っている。ただ、労働分配率を一定と仮定すると、実質賃金は労働生産性と平行に動くことになるので、足もとの実質賃金の伸びが低いところには、労働生産性の伸びが低いことも当然影響している——振れを均したかたちでみなければならぬが——と思う。かつての日本は、労働生産性が非常に高い状況であったので、実質賃金も非常に高い状況——1～2%や2～3%程度上がっていて当然——であったが、その後、1990 年代以降、労働生産性の基調的な動きが下方シフトしている可能性は、われ



われは否定していない。そのような目でみると、かなり低いところに実質賃金が収束する可能性は当然ある。なお、バーナンキ前F R B議長の本には、「生産性は中央銀行の政策によって変えられるものではない」と書いてあるということだが、非常に重要なポイントであると思う。

#### 佐藤委員

2点質問したい。1つは生産について、もう1つは先月の議論の蒸し返しになるが毎勤についてである。

生産については、先程3つのショックの説明があったが、私としては、それにしても短期間でなぜこれだけ予測が振れるのかという思いがある。経産省の製造工業生産予測調査は、8月10日締め切りで天津港の爆発事故の影響が入っていないと思うので、もしかするとそれが予測調査から実績への下振れの1つの大きな要因ではないかと思うが、一方で、9月初旬に配付された調査統計局のマイクロヒアリング結果では、その影響も勘案されていると思う。にもかかわらず、短期間でヒアリング結果からさらに下振れるのは、果たしてどのような理由なのか。3つのショック以外にも、テクニカルなものも含めて他に何か理由があるのか。先程、統計のクセという話もあったが、私が理由として考えられるのではないかと思うのは、季節調整が上手くかかっていない可能性である。8月は稼働日が少なく、原計数が非常に小さいので、季節調整計数で原計数を大きく膨らませるかたちになるが、それが曜日配列などで通常の年よりも稼働日が少ないために、季節調整が十分にかかり切っていない可能性もあるのではないかと思う。いずれにしても非常に技術的な話である。仮に、そのような季節調整の問題であれば、季節調整計数は事前に分かっているので事前に下振れるだろうと言えらると思う。この辺りを含めて、なぜ下振れが分からなかったのかを教えて欲しい。

もう1点は、毎勤統計についてである。昨日公表の毎勤統計で、速報段階ではあるが6～8月の夏季賞与の全容が出てきた。8月分を含めてみると、従業員500人以上の事業所のうち製造業がマイナスに転化している。

非製造業は6～7月分でもマイナスだったので、8月分を入れると製造業、非製造業両方とも500人以上でマイナスになっている。果たしてこの結果は何なのかと、かなり困惑している。500人以上のところは悉皆調査と聞いており、悉皆調査であればこれまでの説明にあったようなサンプル要因は出てこないはずである。それでは、500人以上の事業所のマイナス転化をどのように評価すれば良いのだろうか。今後、速報から確報へ変わっていく時に修正されるのだろうか。確報をみないと何とも言えないということかもしれないが、その辺りを教えて欲しい。

#### 関根調査統計局長

生産に関しては、天津港の爆発事故が生産の大きな下振れ理由になるかどうかについては、まだやや懐疑的に思っている。佐藤委員ご指摘のように、9月時点でわれわれは当然その情報を知っていたし、企業にも色々とヒアリングした。今回大きく下方修正するに当たって、もう1度ヒアリングし、天津の影響をどのようにみるか聞いているが、あまりそれを挙げてくる企業はなく、天津港の事故が大きく影響したとは相変わらず考えていないということである。そのうえで、何が起きているかについて、テクニカルな計数の解明ということでファクトを申し上げると、実現率の下振れは、原計数ベースでもみられており、それもアクロス・ザ・ボードに近いところで下振れている。そこが、私自身1番パズルに思ったところである。先程3つのショックと申し上げたことと、アクロス・ザ・ボードで落ちていることとをどのように整合的に説明できるかを局内でもディスカッションしたが、基本的には、機械類や自動車など裾野が広く広範囲に影響を及ぼす可能性があるところがメインに落ちたので、このようなかたちになったのではないかとみている。ただ、完全に解明できている訳ではない。そのうえで、季節調整の問題としてあるのは、そのような実現率の原計数ベースのちょっとした下振れが、ご指摘のように8月の指数は季節調整ベースでは膨らむ月なので、非常に大きく amplify されることはあると思う。このように、下振れた月が不幸にも8月であったこともあり、原

計数ベースでの下振れが、季節調整済計数で大きく出てきているということはある得ると思う。ただ、そもそも原計数ベースでなぜ全部で下振れたのかについては、広い業種に影響が及びそうな業種にショックが当たってしまったのではないかと考えている。

毎勤については、パズルがさらに深まってしまった感じがしており、困った状況である。私も困惑しているし、厚生労働省の統計担当者も恐らくかなり困惑しているのではないかと思うが、確報ベースである程度均されると有難いと思っている。厚生労働省では、6～8月の特別給与の中でボーナスに当たるものをピックアップして、今年の夏季賞与の実績という統計を作るが、これが多分来月に出てくると思う。そこで、彼等がどのように説明するかを楽しみ——「楽しみ」と言うと意地悪い言い方だが——にしている。彼等も、アンケート調査との違いには当然気付いており、サンプル替えの影響についても色々と考えるところがある——彼等もわれわれも統計メーカーなので、同じ気持ちをシェアするが——と思う。こういったところは、来月にかけて報告できるものがあれば報告したい。

#### 原田委員

設備投資について、計画に比べて投資関連の指標はそれほど悪くないというご説明だが、図表 16 の設備投資関連指標をみてもマイナスの数字がかなり多い。設備投資アンケート調査でみられるような強い設備投資が、本当に実現するのか疑問に思うが、この点どうか。

#### 関根調査統計局長

先程は、われわれのベースラインのシナリオとして申し上げた。短観等では、基本的には実績にかけてもう少し下方修正され、資料にあるほどの高い数字にはならないとは思いますが、原田委員が心配されているのは、もっと下に行くのではないかということだと思う。それについては、現在の非常にボラティリティの高い、不透明性の高い世界経済のもとで、企業経営者が本当に設備投資に踏み切るのかどうか、リスクシナリオとしては当然

下振れる可能性を否定する訳にはいかないと考えている。

#### 4. 金融環境等に関する報告(資料－5)

黒田議長

次に、金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

資料－5（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1は家計のインフレ予想であるが、(1)の生活意識に関するアンケート調査の9月が出ており、量的質問に対する回答、質的質問からの推計値ともに、前回6月対比ではほぼ横ばいである。例えば量的質問では、実感インフレ率が5%、今後1年が3%、今後5年が2%と、前回と同じである。原油、ガソリン価格が下がっているが、日用品で上がっているものが数多くあるので、家計の実感としては、物価上昇に対する感覚はあまり変わらず、下がっていないということである。

図表2は短観の企業のインフレ予想である。(1)の企業の価格判断D Iは、仕入価格判断D Iが、「上昇」超ではあるが25から15へと「上昇」超幅を大きく縮小している。これは、資源価格の下落によるものと思われる。このことが、販売価格判断D Iにも若干影響しているが、その度合いはかなり小さいと思う。同じことを数字で聞いている物価全般および販売価格の見通しであるが、まず(2)の物価全般、すなわちC P Iの見通しは、前回6月対比いずれも0.1%ポイントあるいは0.2%ポイントの下方修正になっている。例えば、5年後では前回の1.6%が今回は1.5%となった。前回もご説明しているが、各年限に亘って1年間位かけて0.1%ポイントずつ落ちてきたが、今回は3か月で0.1～0.2%ポイント落ちた感じになっている。図表2－1はこれを細かくみたものであるが、前回までは、いずれの年限についても「+2%程度」の回答はあまり変わっておらず、「+3%程度以上」すなわち非常に高いインフレ率を考えていた人が減っているので平均値が下がっているという説明をした。今回は、1年後、3

年後、5年後いずれも「+2%程度」の回答が下がっている一方で、例えば、1年後であれば0%程度、5年後であれば+1%程度という回答が増えているので、前回までと多少傾向が違っている。気になる動きなので、1回限りなのか、あるいは今後もこのような動きが続くのか、みていきたいと思う。図表2（3）の販売価格の見通しも、前回対比、若干下がっている。例えば5年後でみると、前回は2.1%、今回は1.8%となっている。これについては業種別に特徴がある。製造業では鉄鋼、石油・石炭などの素材産業で販売価格が下がっている。非製造業はその影響だと思うが、卸売、小売で下がっており、こちらは資源価格下落の影響が出ているのではないと思われる。

図表4は市場のインフレ予想である。これも同じような傾向で、（1）のQUICK月次調査では、緩やかな低下が続いている。（3）のBEIは、また若干下がり、前回0.91%、今回0.82%と8bp程度下がっている。米国で6bp、欧州で3bp、英国で4bpと各国とも下がっている。今回は日本の下がり方が少し大きい、世界的な傾向だと思う。これについてはこれまでご説明したとおりである。

図表7の資金調達コストについては、貸出約定平均金利が新規（総合・除く交付税特会向け）で7月が1.099%、8月が1.054%と多少下がっているが、ボトム圏での動きと理解して頂ければと思う。

図表11のボリューム関係では、貸出の計数はまだ発表されていないが、今日、CPと社債の末残が出ているので、申し上げると、CP・社債計が8月-0.1%のあと9月-1.0%、CPが-0.1%のあと-1.3%、社債が-0.1%のあと-1.0%となっている。いずれもマイナスになっているが、CPについては電機関係の個社要因である。社債については、貸出へのシフトがみられるような感じがあり、国内公募社債のフローの数字は、8月、9月といずれも3,000億円台と例年に比べ少なめになっている。ベースレートが下がっているのでスプレッドがワイド化するのを嫌がっているという話も若干あるが、先程も前田金融市場局長の説明にあったとおり、流通市場等で問題はあまり起きておらず、発行市場も特に窮屈とは聞いて

いない。むしろ、銀行借入の方が良い条件を出してくる例が結構あるので、そうした中で社債から銀行借入にシフトしているということではないかと思う。株式調達額は、8月、9月に200億円台とやや小さい数字が2回続いているが、9月は株価下落で様子見の動きが若干あると聞いている。すなわち、社債市場の方には特に株価下落の影響がある感じはないが、株式調達には若干影響が出ているようである。

図表16の短観の貸出態度判断DIは、1～3月20、4～6月20、7～9月20と変わらずである。資金繰りDIも12、12、12と変わっていない。レベル感を図表17でみると、(1)の貸出態度の方は大企業、中小企業とも2000年代中盤のピーク位の水準である。(2)の資金繰りの方は大企業は大体そのようなレベルであるが、中小企業はそのレベルを超えて「楽である」超となっている。そのようなレベル感である。

最後に、図表19のマネタリーベースは、9月に+35.1%となった。因みに、銀行券が+5.9%となり、このところ伸びが高いが、9月はシルバーウィークで銀行券需要が少し高まったようである。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

白井委員

図表2(3)の販売価格の見通しについて、この資料にはないが、製造業大企業で、現在の水準と比べた1年後、3年後、5年後が下落していたが、今回マイナスがもっと大きくなっていったと思う。その解釈としては、1つは新興諸国の経済が悪く、これからも思ったほどは成長が高まらない中で競争が激化するので、価格を上げにくいと考えているのか、あるいは原油価格の見通しが思っていたよりも上がらないと考える分が反映されたのか。分かる範囲で結構なので、意見を伺いたい。

2つ目は、図表4のインフレーション・スワップ市場と物価連動国債市場に関してである。他の先進国では両市場の流動性に結構違いがあり、イ

ンフレーション・スワップ市場の方が、アップフロントな支払いが要求されないから流動性が高いと言われているが、その分の流動性プレミアムの違いが、結果として出てくるB E I とインフレーション・スワップ・レートの違いに影響すると言われている。日本の場合、そのような違いはないという見方で良いのか。

もう1つは、原油価格が前回会合以降横ばいの中で、5年先5年のインフレーション・スワップ・レートとB E I 10年物が若干下がっているが、これは欧米も同じような動きなので、よく言われているインフレリスクプレミアムの下落という解釈で良いか。

内田企画局長

前者は結構難しく、販売価格の見通しが、元々1年後から3年後、5年後にかけて年率の上昇率が下がっていくところは上手く説明できない面がある。そのうえで申し上げますと、今回落ちたのは主として素材系だが、元々素材系は輸送機械や電気機械に比べると、上がっていくという見通しを立てていたが、上がっていくペースが落ちるかたちになっている。例えば、輸送機械は、前回ほぼゼロからマイナスで、5年後で-1%なのでむしろ今回は上方修正になっている。要するに、横ばいと考えて頂いて良い。一方で、石油や鉄鋼の動きで若干違う面があり、石油は足もと大きく落ちている一方、5年後はむしろ少し上がるかたちになっているので、必ずしも長引くとみている訳ではなさそうである。鉄鋼などは、5年後にかけて全部落ちるかたちになっており、その意味では、供給超過の面が明確に出ていると思う。ここは、石油や石炭と、鉄鋼のようにある種の供給超過という構造要因がある業種では、若干違いがあるかもしれない。ただ、大きく言えば素材が落ちたということだと思う。

インフレーション・スワップとB E I については、日本の場合、どちらかと言うとB E Iの方がまだ使いやすいと思う。実際、インフレーション・スワップ・レートは、時々飛ぶことがある。これは、取引がないのを無理やり作っているようなところがあるので、そのようなことが起きている

と思う。元々、米英に比べ市場は小さいので、どちらも信用できないところがあるという前提で、どちらを選ぶのかと言われれば、B E Iの方がまだ使えるのではないかという感じがする。ここ2回位、原油価格がほぼ横ばいあるいは若干上がる中で、世界的にインフレーション・スワップ・レート、あるいはB E Iが落ちているが、これは、白井委員がおっしゃるように、世界経済全般に対する見方も多少影響してきていると思う。ただ、それほど大きな動きではないので、大きく言えば、原油価格が低迷する中で起きていることという範囲の動きではないかと思う。

#### 木内委員

日銀券の伸び率が高まっていることに関し、9月はシルバーウィークの影響という説明であるが、9月だけではなく四半期でみても年初から伸び率は高まっている。消費はこのような動きでもないのに、実体経済の動きとは違うように思う。ただ、よく考えてみると、1年前は消費税で振れていたのに、1～3月が駆け込みで消費が強く、4～6月がその反動で落ちたという影響も大きいのではないかと思ったが、それ以外の要因もあるのだろうか。例えば、預金と現金との間の選好が変わったというような動き——預金金利が全然変わっていないので、そのようなことは起きにくいと思うが——があるのだろうか。あるいは、例えば、個人のインフレ期待が高まった時は、現金の需要、現金を選好する動きは弱まる方向なので、インフレ見通しが少し下方修正されてもう少し現金を持っても良いという動き——それで説明できるとは思っていないが——のような実体経済以外の要因で考えられるものはあるのか。

#### 内田企画局長

日銀券は、わが社の製品であるが1番説明が難しい。大きな背景としては、低金利環境があるのは間違いない。低金利の中で銀行に預けに行く意味がないということが、大きな背景としてある。ただ、これは、銀行券が減らない理由にはなるが、増えていく理由にはならず、ここに来てまだ



5%伸びていることについては、思っているよりも若干強いという感じをずっと持っている。その背景の1つには、木内委員がおっしゃったとおり、今年に関しては昨年の消費が弱かったことの裏があると思う。それがこの時点位までは効いているだろうと思うが、それだけでは説明しにくいほどの強さである。90兆円というレベルを取引需要だけで説明するのは、なかなか難しいのではないかと思うので、それ以外で様々な要因があり得ると思う。今のところ解明できていないが、高齢化の中で銀行券を選好する人が増えているのではないかという感じはある。ただ、これも、そのような話もあるのではないかという程度の話である。あとは、今は預金に限らず金融資産全般が増えているので、その中で銀行券がプロポーショナルに伸びること自体はそれほど不思議ではないので、そのような様々な要素が重なって銀行券が増えているのではないかと思う。ただ、あまりにも金額が大きいことや、例えば一部に今のE系列の前のD系列の銀行券が退蔵されているといったこともあり、明らかに取引とは関係のないかたちで退蔵されている可能性もあると思う。

## 5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

中村調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、「金融経済月報「概要」の前月との比較」で変更点をご説明したい。実体経済の現状パートでは、総括判断は変更していない。個別項目も変更はないが、今月は短観の公表月のため、「企業の業況感、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している」という業況感の記述を加えている。製造業大企業等一部で、新興国の減速や資源安の影響がみられているが、内需の堅調を背景に、全体としては業況感が高い水準を継続しているということである。前回の短観公表月である7月の月報では、「業況感は総じて良好な水準で推移して

いる」としていた。先行きについては、実体経済は総括判断、内訳とも変更はない。物価についても、現状、先行きとも変更はない。

#### 正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、総括判断は「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という表現を維持している。なお、今月は、前回会合以降公表された量的指標はマネタリーベースと社債、C P位であって、銀行貸出やマネースtockといった統計は来週以降の公表である。順次申し上げると、マネタリーベースは、前年比伸び率が8月+32.8%から9月は+35.1%と、若干だが伸び率を高めている。従って、資料では「3割台前半の伸び」となっているが、「3割台半ばの伸び」と修正をお願いしたい。

企業金融周りについては、短観の企業からみた金融機関の貸出態度あるいは企業の資金繰り判断が、いずれもD Iはほぼ変わらなかったもので、現状の「金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている」、「企業の資金繰りは、良好である」といった判断を変える必要はないと考えている。C P・社債は、「良好な発行環境が続いている」ことに変わりはないが、残高前年比は8月は-0.1%だったが9月は-1.0%となったので、資料の「C P・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている」を「C P・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている」と修正をお願いしたい。

最後に市況である。ターム物レートについては、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、「横ばい圏内の動き」で宜しいかと思う。その他の市況については、前回会合終了時点である9月15日は、10年債利回りが0.36%、日経平均株価が18,200円台、ドル/円レートが120円30銭台であった。その後、新興国経済の減速や米国の利上げ観測などを背景に、振れの大きな動きが続いたが、前回会合時との対比では、株価、為替、長期金利ともにほぼ前回と同じ水準なので、「前月と概ね同じ水準」との表現を維持している。これらについては、明日の会合終了時点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

何かご質問はあるか。なければ、本日の会合はこれまでとする。明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。

(16時11分中断、7日9時00分再開)

黒田議長

会合を再開する。まず、本日の議事進行をご説明する。本日は、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、9月14、15日開催分の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決 (資料－7)

黒田議長

最初の議題である「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件に入る。執行部からの説明、質疑応答ののち、採決を行いたいと思う。

高口企画局審議役

資料－7「担保掛け目等の年次レビュー結果について」をご覧頂きたい。

まず、1 頁目である。適格担保の担保掛け目については、現行の掛け目を昨年 10 月の金融政策決定会合において設定して頂いたが、その後概ね 1 年が経過したことから、市場金利の変動状況等を踏まえ、現行の掛け目の妥当性を検証し、その結果に基づき、定例的な見直しを行うこととしたいと思う。担保掛け目の設定の手法について簡単におさらいをしておくと、市場価格を把握できる国債等の債券については、時価に対する比率として、原則最近 10 年間の価格データを用いて担保割れ頻度を検証し、これが 1 % 程度となるよう掛け目を設定する。また、十分な価格データを得られない担保種類、残存期間については、一定のスプレッドを対応する残存期間の国債の掛け目から差し引くこととし、全体の整合性を確保する観点から、信用力や流動性を加味して設定している一定の順序性に従って水準を調整している。一方、市場価格を把握できない証書貸付債権、手形等については、額面に対する比率として、金利モデルに基づくシミュレーションにより、次回掛け目の定例見直しまでの先行き 1 年間における担保割れ頻度が 1 % 以下となるよう、掛け目の水準を設定している。

そのうえで、今回、従来の方法から見直している点が 1 点ある。それは、担保とする国内債券については、今月 13 日を予定している新日銀ネット全面稼動開始後は、時価値洗いの頻度を週次から日次へ引き上げることから、担保割れ頻度の検証を行う際の想定保有期間を、従来の 14 営業日から 10 営業日に短縮することとしたいと考えている。想定保有期間は、従来、市場で時価を取得して適用を開始するまでの期間、その時価を実際に適用する期間、そして万一の場合に担保処分に要する期間を合わせて、合計 14 営業日としていたが、値洗い頻度の引き上げにより、2 番目に該当する期間が 5 営業日から 1 営業日になるため、全体で 4 営業日の短縮が可能となる。なお、適格外国債券については、利用実績と事務負担の兼ね合いから、引き続き週次の時価値洗いを行うことから、従来の想定保有期間は不変とする。

4 頁は具体的な掛け目であるが、債券については、今申し上げた想定保有期間の短縮を受けてリスク量が減少することから、表のシャドー部分の

掛け目が上昇している。ヒストリカルボラティリティが相対的に高く、従来から掛け目が低めとなっている 10 年超の超長期ゾーンや物価連動国債、変動利付国債に保有期間短縮の効果がやや大きめに出ている。なお、国債の 30 年超のゾーンは、保有期間の短縮が掛け目を引き上げる方向で作用した一方で、今年 1～2 月の市場ボラティリティの上昇が掛け目を引き下げる方向で作用したため、掛け目は横ばいとなっている。

一方、6 頁の証書貸付債権、手形については、シャドー部分のように幾つかの担保種類、残存期間で若干掛け目が下がるが、全体として大きな動きはない。掛け目が低下した部分は、主に市場金利の低下に伴い、貸出の表面金利が低下したことによるものである。5～7 年、7～10 年ゾーンで 5%掛け目が低下しているところがあるが、これは 3 年超ゾーンのところは、保守的に 5%刻みで掛け目を設定していることによるもので、実勢は 1～2%の引き下げとなっている。

7 頁（2）の国債現先オペおよび国債補完供給における時価売買価格比率——日銀が資金を 1 供給する時に受け入れる担保国債の比率であり、担保掛け目の逆数となる——は、30 年超のゾーンが超長期ゾーンのボラティリティの上昇を受けてやや上昇、すなわち少し厳しめの掛け目となったほかは、概ね横ばいとなっている。

最後に、8 頁、5. 見直しの実施日については、債券の日次値洗いが可能となる新日銀ネット第 2 段階開発分の稼動開始日——10 月 13 日を予定している——から 1 か月以内に総裁が別に定める日、具体的には 10 月 29 日から実施することとしたいと考えている。

12 頁以降は本件に関する付議文である。内容は今ご説明したとおりなので省略する。以上である。

黒田議長

ご質問等があればどうぞ。

木内委員

内容について特に異論はないが、何点か質問したい。今回の見直しでは、4 頁の物価連動国債の担保掛け目の引き上げが目立つかたちになっているが、説明では、5～10 年のところが引き上げられて、それに応じて他のゾーンもスプレッドで引き上げられているということである。これは、新日銀ネット全面稼動開始によって想定保有期間を短くした影響がここに大きく表れたのだと思う。これに関して、ここでは5～10 年の新物価連動国債からこれを計算したのだと思うが、一方で旧物価連動国債も、取引量は少ないとはいえ一応価格情報は得られると思う。ここでは旧物価連動国債は全く反映されていないのか。また、1～5 年と5 年以上のところで大きな段差があり、これは旧物価連動国債と新物価連動国債の商品性の違いを反映していると思うが、新物価連動国債の残存期間が今後短くなってくると、重なってくるようにも思う。少し先の話だが、その時はどのような扱いにするのか。例えば、1～5 年でも新物価連動国債と旧物価連動国債が両方併存するようになった時には、これは違うものだということで2つの掛け目を設定することになるのか。

高口企画局審議役

物価連動国債の掛け目については、市場では、新物価連動国債は5～10 年のところ、旧物価連動国債は5 年以下のところ——1 年以内と1～5 年——に残存しているので、5～10 年のところは新物価連動国債の価格変動をもとに、一方、5 年以下のところは旧物価連動国債をもとに、担保掛け目を計算している。その意味では、旧物価連動国債の価格変動も勘案のうえで、全体の掛け目の設定を行っているということである。

木内委員

4 頁の表の下の説明で、「物価連動国債のうち、十分な時価情報が存在しない残存期間（5 年以内および10 年超）については、同残存期間の国

債の担保掛け目から一定のスプレッドを差し引いて設定」と書いてあるが・・・。

高口企画局審議役

これについては、実際には、5年超の掛け目の計算をする時には、旧物価連動国債にフロアがあったと仮定して調整したデータを使用し、1年以内、1～5年のところについては、フロアのない旧物価連動国債のデータを使用して掛け目を設定している。

先行き1～5年などで両方の残存期間が重なってくるような場合の扱いについては、これから検討していくことになるが、全体の残存比率なども勘案しながら検討していくこともあり得ると思っている。いずれにせよ、そこは今後の検討課題であると思う。

黒田議長

それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

原田審議委員

布野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

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

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

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢について、1 人 5 分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。原田委員から願います。

原田委員

米国、ヨーロッパ経済は基調的に回復しているが、新興国経済は減速している。中国経済については、民間調査機関の PMI 指数の速報が停止になるなど、益々分かりにくいものとなっている。中国の状況は一部のエコノミストが言うほどには悪くはないと前回の会合で申し上げたが、分かりにくさはさらに悪化している。フォルクスワーゲンのスキャンダルが、ヨーロッパ経済にどのように影響するかはまだ分からないが、ドイツの自動車関連の輸出は GDP の 1 割を占めており、実体経済への影響は無視できない。難民の受入れは、雇用拡大局面であれば経済的にプラスであるが、そうでなければ経済に悪影響を与える可能性がある。

日本経済は、輸出、生産の動きは弱いものとなっている。東アジア向けの輸出は、中国経済の減速を受けて、マイナスとなっている。生産は輸出の影響を受けて弱い状況が 9 月までは続くだろうと思う。消費は、家計調査の結果が 7 月、8 月とプラスであることから、GDP ベースの消費が 7 ～ 9 月期プラスになる可能性が生まれてきた。その結果、実質 GDP が 2



期連続のマイナスになる可能性がやや低下している。

10月1日の短観からは、3つのことが読み取れる。第1に、製造業の業況判断は輸出の低迷を受けて悪化しているが、非製造業はむしろ改善している。外需悪化に対して、非製造業の耐性が強まっているのかもしれない。第2に、設備投資計画が高い伸びとなっている。特に中小企業で、調査回ごとのクセがあるが、それを上回って上方に改訂されている。勿論、計画が実行されないこともある。投資計画がしっかりと伸びているのに対して、投資の先行・一致指数には弱いものがあり、楽観はできない。第3に、雇用人員判断DIは改善し、雇用から、賃金×雇用の総賃金、消費、物価への循環が失われていないことを示している。これは、有効求人倍率や失業率の基調的な改善と整合的である。労働者数と賃金を掛けた雇用者所得は、前年比2%以上の伸びとなっている。ただし、賃金の上昇は緩やかで、小売や介護など相対的に賃金の低い職種での雇用増が、平均の賃金上昇率を押し下げているようである。

要するに、経済情勢に関する執行部の見方に賛同するが、下方へのリスクがある。足もとの経済状況は、生産、輸出、設備投資に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なく、輸出の好転も難しいかもしれない。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る。特に、雇用が遅行指標であることに注意する必要もある。

物価については、次のラウンドで申し上げたい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

8月に俄かに不安定化した世界の株式市場は、徐々に安定を取り戻す方向にあるとみている。これを契機に、資金逼迫傾向や金融システム不安が高まるような兆候も今のところは観測されていない。主要国での異例の金融緩和状態が、そうしたリスクを減じていると思う。世界経済については、

8月以降の株価や商品市況の下落が先行きの下方リスクを高める可能性には注意が必要だが、今までに発表された9月の主要指標をみると、ドイツのIFO景況感指数、米国のコンファレンスボード消費者信頼感指数、中国の製造業PMIなど、予想比上振れているものも少なくない。良好な所得環境に支えられて米国消費の堅調が維持され、また中国で実効性のある景気対策が講じられていくことを前提にすれば、世界経済が失速に至るリスクは依然大きくないと考えている。

足もとの国内経済は、下方リスクを徐々に強めていると思う。7～9月期の鉱工業生産は2四半期連続の下落となる一方、7～9月期の成長率も、マイナスは回避されても低水準にとどまる見込みである。10～12月期も高めの成長率は期待しにくい状況で、国内景気は足踏み状況が暫く続くと思う。ただし、個人消費には持ち直しの方向がみられることなどから、経済が失速状態に至るまでにはなお距離があると考えている。また、成長ペースは0%台前半から半ば程度と推定される潜在成長率から大きく逸脱してはおらず、概ね中立的な需給ギャップが維持されている点にも留意が必要である。

こうした中、景気下振れ要因として最も注視すべきは、外需の動向である。7～9月期の実質輸出は、8月までの実績を踏まえると4～6月期比で横ばいペースとなっている。8月の実質輸出は、リーマン・ショック後の2010年以降の平均値とほぼ一致しており、この間、実質輸出はほぼ横ばいのトレンドにあったことが分かる。この点から、実質輸出が年初にかけての一時的な上向きから横ばい傾向に復したこと自体は、経済のトレンドに大きな影響を与えないとも言える。他方、9月の製造業PMIは、3か月振りに低下しつつも判断の分かれ目である50を上回っており、生産活動がなお失速を免れていることを示唆している。しかし、新規輸出受注指数が大幅に下落して50を下回り、2013年2月以来の水準となったのは気掛かりな点である。これが、仮に輸出の明確な下落傾向の始まりを意味する場合には、生産や雇用情勢、設備投資に追加的な悪影響が及ぶ可能性があり、比較的軽微な景気後退の可能性も含め、景気の一段の下振れリス

クを意識する必要が高まっていくと思う。

最後に、国内物価動向については、エネルギー価格下落の影響を除く消費者物価の基調は、全体としては比較的安定した状態を続けていると考えている。コアコア指数では、前年比、季調済前月比ともに足もとで改善傾向がみられる。昨年末から今年年初にかけての景気情勢の改善、昨年後半に急速に進んだ円安が、時間差を伴って物価押し上げに寄与している側面がある。しかしながら、足もとの景気情勢には再び下方リスクがやや高まっていること、前年比での円安効果が今後一巡していくこと、川上に位置する企業物価が下落基調にあること、企業向けサービス価格の上昇率も頭打ち状態を示していることなどの点を踏まえると、コアコア指数が今後さらに加速傾向を続けていく余地は、それほどは大きくないと思う。食料品など日用品に加えて、テレビなど耐久消費財の価格上昇も足もとでは目立っている。これは企業物価指数でも確認できるが、上昇しているのは輸入品である。このことは、耐久消費財価格の上昇が円安の影響を強く受けていることを示唆しており、円安効果の一巡で先行き上昇ペースが鈍る可能性が考えられる。

加えて重要なのが、物価と賃金との関係である。基調的な賃金動向を示す指標の1つである所定内賃金は、最新8月速報では前年比+0.5%にとどまった。さらに、先行きの賃金を大きく左右する春闘での賃上げ率が、来年には顕著に高まるとの期待は、消費者の間ではなかなか高まりにくいように思う。労働需給の逼迫や高水準の企業収益は、過去2回と同様に賃上げに追い風になるとしても、賃上げ率押し上げの追加的な影響力は大きくないと思う。他方、賃上げ交渉に大きな影響を与える前年の消費者物価上昇率の実績については、消費税率引き上げ効果の剥落とエネルギー価格下落の双方の影響から、前回、つまり今年の春闘と比べて明らかに逆風になる。こうした所得環境のもとで基調的な物価上昇率がさらに加速していけば、実質所得の悪化見通しが個人消費に再び抑制効果をもたらし、それが物価上昇率に抑制効果をかけるという展開が予想される。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

中国経済の減速を受けて新興国経済は減速しているが、先進国経済は緩やかに成長している。新興国経済は当面減速した状態が続くが、やや長い目でみれば、先進国の景気回復や新興国自身の金融・財政面からの景気刺激策により、徐々に回復に向かうと見込まれる。これが世界経済に関する基本シナリオであるが、現段階では、今後の中国経済の展開に関して不確実性が大きく、先進国経済自体が中国をはじめとする新興国経済の減速の影響を受けて減速し、その結果、世界経済が基本シナリオ以上に減速するリスクがあることには注意が必要である。

日本経済については、中国をはじめとする東アジア向け輸出の減少を主因に、鉱工業生産が 2015 年第 2 四半期に前期比マイナスに転じ、第 3 四半期も前期比マイナスが予想される。一方、個人消費は、各種販売統計をみると、7 月に続き 8 月も小売販売額、家電販売額、全国百貨店売上高、スーパー売上高など幅広く増加している。ヒアリング情報によれば、9 月の百貨店やスーパーの売上高は横ばい圏内で推移している。家計調査の実質消費水準指数（除く住居等）も、7～8 月は 4～6 月対比で 1 % の増加になっている。また、消費者マインドも雇用環境も改善傾向にある。そうしたもとで、毎勤統計の特別給与の前年同月比が 6 月に -6.7 % と減少し、7 月も +1.7 % の増加にとどまったことは意外である。しかし、各種のサーベイデータなどから判断して、これらの数値には毎勤統計のサンプル替え等が影響していると思われ、実際には、特別給与は毎勤統計の数値よりも大きく増加したと考える。従って、実質賃金の上昇率も毎勤統計を上回っていると考え。以上から、4～6 月期に前期比マイナスになった個人消費は、今後は実質賃金の上昇に支えられて、プラス基調に戻ると予想している。

設備投資は、9 月短観に示されているように、過去最高水準の収益を背

景に、緩やかに増加すると予想している。9月短観の非製造業大企業の先行きの業況判断指数が、最近よりも6ポイント低下していることが気掛かりであるが、これは、最近の業況判断指数が25と、1991年11月以来の高水準に達していることの反映であり、水準自体は依然として高い。ただし、これまでの実績と機械受注などの先行指標からみると、9月短観に示された設備投資計画ほどの増加は期待できないとみている。以上のように、新興国経済の減速のため、生産と輸出には弱さがみられるが、家計・企業両部門ともに、所得から支出への前向きな循環メカニズムは維持されている。

以上の基本シナリオに対するリスクは、中国経済の減速が想定以上に大きくかつ長引く結果、中国をはじめとする東アジアへの輸出が大きく減少し、それが生産や設備投資の下振れに繋がって、需給ギャップのプラス幅が縮小したり、企業と家計のマインドが悪化したりすることが挙げられる。

物価については、第2ラウンドで述べる。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

前回会合以降、国際金融資本市場は、引き続き、神経質な展開となった。9月のFOMCで、海外情勢の不確実性の高まりを理由に利上げの開始が見送られたことは、市場の新興国経済への懸念を却って煽る材料となった面もあるように思う。イエレン議長は、「引き続き年内の利上げを予想している」と述べているが、海外情勢の不確実性は直ぐには払拭されそうもないし、先週末公表された9月の雇用統計が市場予想を下回ったこともあって、市場では利上げ観測が若干遠のいたとみる向きがむしろ多い。ただ、米国の失業率は5.1%まで低下しており、やや長い目でみれば労働市場のスラックが小さくなってきているので、利上げ環境が整ってきていること自体は間違いない。

国際金融市場については、新興国経済の動向に加え、米国の利上げタイミングを巡るコミュニケーションギャップも残っていて、引き続き不確実性が高い。冷静にみていくことが重要な局面である。

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」との判断を維持することが適当である。先進国は、米国経済が良好な雇用・所得環境を背景に家計支出に支えられた回復を続けており、欧州経済も個人消費の増加や既往のユーロ安を受けた輸出の増加基調を背景に緩やかな回復を続けているとみている。

一方で、新興国では、焦点の中国経済は当面減速した状態が続く可能性があるが、政策当局が金融・財政両面から積極対応する姿勢を強めており、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考えている。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、減速している。先行きは、当面減速した状態が続くが、その後は、先進国の景気回復の好影響がいずれは波及するとともに、景気刺激策を背景に内需も持ち直すと予想されることから、成長率を徐々に高めていくとみている。

わが国経済であるが、前回会合以降の各種指標をみると、輸出、生産が横ばい圏内の動きにとどまっている一方、企業、家計の両部門で所得から支出への前向きの循環が働くもとで国内民需は底堅く推移している。輸出、生産は、8月の統計に新興国経済減速の影響が現れた。先行きの輸出については、当面横ばい圏内の動きが続くとみられるが、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のち、輸出の増加や軽自動車の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、9月短観で確認されたように、企業部門では、史上最高益を背景に、前向きの投資スタンスが維持されている。9月短観をみると、企業の業況感は、製造業の一部にやや慎重な動きもみられるが、非製造業大企業がバブル期以来の高水準となるなど、総じて良好な水準が維持されている。

本年度の事業計画をみても、過去最高水準の利益率が見込まれるもとで、設備投資計画は6月短観から上方修正され、堅調な内容となっている。設備投資は、企業収益の明確な改善が続くもとで、緩やかな増加基調にあり、先行きも緩やかな増加を続けるとみて良いだろうと思う。

家計部門では、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、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。個人消費について各種販売統計をみると、7月に続き8月も幅広く増加している。家計調査も7月の小幅増加のあと、8月ははっきりと増加した。先行きについても雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、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。

新興国経済の減速が輸出や製造業に及んでいることは確かであり、これが日本経済の先行き悲観論の背景になっている。しかしながら、短観の結果をみると、企業部門における所得から支出への前向きの循環は続いており、企業のセンチメントは、然程悪化していない。こうしたいわばギャップが生じている理由として考えられることを3点指摘したい。

1つ目は、夏場以降、国際金融資本市場のボラティリティが大きい中で、市場のセンチメントがやや悲観に傾き過ぎた可能性があることである。2つ目は、以前にも述べたことがあるが、今回の景気回復がこれまでの典型的なパターンとは異なるものであるということである。すなわち、従来の日本の景気回復は多くの場合、輸出の増加を起点に製造業の企業収益、設備投資が増加するというパターンであったが、今回は内需の堅調さを背景に非製造業が回復を主導している。そのため、輸出のもたつきの景気全体への影響は、過去のパターンに比べ相対的に小さいものとなっている可能性がある。3つ目は、今述べた点とも関係するが、グローバル経済の減速が資源価格の下落をもたらしており、そのもとで、日本経済全体としてみ

ると、数量と収益の間にある種のスタビライザー的な自動調整が働いているのではないかということである。すなわち、海外需要が減速しているので数量面では冴えない動きとなっている一方で、資源価格が下落しているので、交易条件の改善を通じたコストの低下などにより、収益性の面ではポジティブに作用している。勿論セクターごとに現れ方は異なるが、日本経済全体としてみた場合には、このようなかたちで数量面のマイナスを収益面のプラスがある程度相殺するというメカニズムが働いていることが考えられる。もっとも、グローバル経済が大幅に下振れたり減速が長引いたりするとこうしたメカニズムも壊れてしまうので、今後も予断を持たずに点検していく必要がある。

物価については、次のセッションで述べたい。以上である。

黒田議長

布野委員お願いします。

布野委員

わが国の景気は、「緩やかな回復を続けている」との執行部判断に違和感はない。実体経済の視点からみると、世界経済は、一方に中国の影響が深刻な新興国と資源国、他方に堅調な米国および緩やかな回復を続ける欧州と日本という明暗を二分した情勢にある。

まず、米国については、株式市場等は中国発の動きでボラティリティが高くなっているのは事実だが、今のところ実体経済への影響は限定的とみられ、景気回復の動きに変化はない。個人消費が堅調に推移しており、雇用面では弱含みの指数も出ているが、労働需給は引き続きタイトである。

ヨーロッパについては、押し寄せる難民の問題など新しい懸念材料もあるが、今のところ緩やかな回復を続けており、個人消費の堅調さにも変化はないとみている。自動車販売は米国、ヨーロッパともに好調である。なお、特記事項としてフォルクスワーゲンのディーゼル車の問題だが、その影響は未だ不透明ではあるが、日本の自動車メーカー並びに部品メーカー



による日本からの輸出に限定すれば、その影響は小さいと思われる。

次に中国である。言うまでもなく、中国はニューノーマルへのギアチェンジの途上にあり、このことがグローバルに大きな影響を与えている。今や中国は世界第2の経済規模であり、同時に成長率は日米欧を超える水準にあるので、その影響度合いが深刻なのは当然と言えば当然である。中国発の株式・為替市場への激震の影響は、今は一応落ち着いてはいるが、今暫くは安心するのは時期尚早だと思っている。自動車について申し上げると、本年に入り成長は完全にとまっており、このところ販売台数は毎月前年を下回り、減産も進んでいるために、自動車部品の日本からの輸入は減少している。また、製造業全般に勢いがなく、これに伴い原材料や部品の海外からの輸入は低迷している。

その他の新興国や資源国は、軒並み中国の影響を受けている。日本からの輸出という観点でみると、中国を含む東アジアで約50%を占めているので、特に東アジア経済の減速は懸念材料である。その中で、ASEANの中核国で日本企業の活動の基地となっているタイとインドネシアは、ともに国内の政治情勢が一層影を落としている。ただし、新興国と資源国は、中国の影響と米国の利上げのインパクトは、ともに既にある程度織り込みつつあるとみている。

次に、わが国の経済については、緩やかな回復を続けている。企業部門の収益状況は好調で、家計部門の雇用・所得環境も堅調に推移しているとみている。実質GDPは、4～6月の低迷から緩やかながらも回復軌道に復しつつあり、消費も徐々に回復しているとみている。個人消費について、各種販売統計をみると、百貨店やコンビニは特に好調である。自動車販売については、人手不足という供給サイドの制約もあり、本年4月の税制変更の影響の残る軽自動車を含めると、全体の販売台数としては前年を超えるところまでは未だ達してはいない。しかし、消費税引き上げから1年余りが経過し、長かったそのインパクトも薄れ始め、最近は新型車などを中心に魅力的な車種には売れ行きの良い車も散見されるようになってきている。

以上を俯瞰した私の見方の第1点は、世界経済は、非常に壊れやすい不安定な状態にはあるが、中国発の激震にもかかわらず、その緩やかな成長基調は今のところ壊れてはいない、ということである。もっとも、次に注目される変化点である米国の利上げについては、そのタイミングがいつか、特に新興国と資源国にどのようなインパクトをもたらすかなど、目が離せないのでしっかり注視したいと思う。第2点は、日本経済の内需拡大のテンポ、並びに物価の上昇ペースは、展望レポートの見通しに比してゆっくりではあるが、回復の歩みと経済の好循環の流れは壊れてはいない、ということである。ただし、新興国を中心とした海外経済の動向については、今後とも、引き続きしっかりとみていくつもりである。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、わが国経済の現状の全体像だが、良くも悪くもない、ぱっとしない状況が続いている。QQE導入以降の実質GDP水準を概観すると、消費税率引き上げによる落ち込み後、今年1～3月に漸く2013年末の水準に戻したが、その後は一進一退の状態にある。以下、企業部門についての特徴を4点、家計部門についての特徴を3点、それぞれ現状と今後の見通しおよびリスク要因を交えて、私の考えを申し上げる。

まず、企業部門の特徴だが、第1に、2015年入り後の鉱工業生産水準の下落傾向が目立つ。幅広い業種で低迷しており、足もと下落している業種としてははん用機械、電子部品・デバイス、電気機械、輸送機械等があり、やや高めの生産水準が続くのは、外国人旅行客の爆買いもあってか、日用品等を含む化学工業（除く医薬品）1業種に過ぎない。鉱工業生産予測については、9月の横ばい後、10月は+4.4%の高い伸びを示しているが、短観の12月までの先行き業況判断では悪化が見込まれていることから、下方修正の可能性が高く、生産が増加に転じるタイミングが後ずれす

る可能性もあるように思う。

第2に、中でもはん用・生産用機械が、低調な生産・出荷が続くもとで、在庫が大きく積み上がっている点に注目している。在庫の積み上がりは、今年8月末に経過措置期限が到来した建設機械の排ガス規制強化を踏まえた作り込みや、輸出の弱さが影響しているようである。ただし、大企業について前向きの動きもあり、①短観の業況判断D I が製造業大企業の中で最も高い業種に属すること、②国内需給判断D I および海外需給判断D I が相対的に良好なこと、③2015 年度設備投資計画が対前年比+23%という高水準にあること等が指摘できる。このことから、企業の側では今後在庫がはけるとの見通しを立てている可能性があり、今後の動向を注視している。

第3に、実質輸出が、特に中国・N I E s 向け、および情報関連と中間財について低調になっている。実質輸出水準をみると、世界的な金融危機前の水準から幾分下回る程度と決して悪くないのは、欧州向けが落ち込んだままの中で、米国とアジア向けの回復、増加がみられたからである。しかし、アジア向けは2014年末から、米国向けは2015年入り後低下傾向がみられる。なお、IMFは直近のWEO報告書で、為替と貿易量の関係について、世界的には健在である一方、日本では関係がディスコネクトしており、そこには世界的な金融危機以降の海外生産移転といった日本固有の状況があると指摘している。IMFが指摘するように、円安の輸出拡大効果が限定的である場合、わが国の輸出は海外需要の持続的かつ大幅な拡大に依拠する必要がある。この点、新興国・資源国の景気減速が当面続く可能性があるほか、米国の順調な消費は、所得・雇用環境の改善とともに低金利環境も一因である。現時点では、米国家計は金利上昇を予想していないことから、FRBの金融政策正常化は金利ショックとなって耐久財消費に負の影響をもたらすリスクもあり、わが国輸出の下振れリスクとして多少意識している。

第4に、短観の2015年度設備投資計画では、経常利益改善とともに、旺盛な投資意欲が確認できた。特に、稼働率が低下する中でも製造業の設

備投資計画が強く、ここには内需額が昨年度対比で概ね横ばいであるものの、輸出額の上昇が見込まれていることが影響しているようである。また、中小企業の上方修正幅が大企業よりも大きく、更新投資よりも生産能力増強を指摘する声も耳にする。ただし、現時点では、機械受注・資本財総供給および資本財出荷等のハードデータからは投資増加傾向が確認できず、海外動向によっては先送りされるリスクがあると意識している。

次に、家計部門の特徴としては、第1に、実質個人支出が今年7月から対前月比で2か月間増加している。特に、8月の消費の強さは乗用車の新型モデル発売効果や猛暑効果もあると思われるが、家計マインドの改善も影響しているようである。9月の生活意識に関するアンケート調査をみると、現在の景況感DI、暮らし向きDI、収入DIが3～4四半期連続して改善している。もっとも、現在の支出判断DIは下落しているうえ、現在の物価が「上がった」と認識する家計の割合が高い水準で推移しており、物価上昇を容認する姿勢が後退している。このことは、8月の消費の強さは一時的である可能性を示唆しているが、今後の動向を注視している。

第2に、同調査の1年後の収入DIと支出DIをみると、ともに悪化が見込まれているので、今後の消費が順調に上昇していかない可能性もある。世代別にみると、日常的支出と選択的支出ともに、20代から30代の世代が比較的旺盛である。これまでの消費はこれらの世代の現在の収入DIが順調に改善してきたことが背景にあると思われるが、足もとではその1年後の収入DIが悪化しており、1年後の支出DI下落の原因となっているようである。

第3に、住宅投資が堅調で建設産業活動を下支えしている。今後も改善が予想されるが、住宅金融支援機構の調査によれば、拡大を見込む要因として1位に「低い住宅ローン金利」、2位に「消費税引き上げ前の駆け込み需要」を指摘する回答割合が大きくなっていることが分かる。今後は、徐々に駆け込み需要を意識した投資拡大も見込まれると考えている。

以上より、現在および先行きの執行部の判断については、概ね賛成する。物価については次のラウンドで申し上げる。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず海外経済だが、不確実性が高い状況が続いているが、全体の判断については執行部案で結構である。なお、懸念されている中国の動向については、これまでの賃金の大幅な上昇により可処分所得は拡大してきており、中国人の海外旅行の状況にみられるように、最近の株式市場の混乱や製造業の低調さのもとでも、家計部門のセンチメントは概して低下していないと判断している。財政・金融政策からの後押しもあって、当面は基本的に安定していくものとみている。

わが国の景気については、「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」との判断を維持することで結構である。前回会合以降の経済指標は冴えないものが多かったものの、基調判断を変える必要はないと考える。

9月短観は、中国経済をはじめ新興国経済への悲観的な見方が強まるもとでの調査であったにもかかわらず、業況感、設備投資計画、雇用人員判断のいずれも底堅さを確認できる結果だったとみている。この背景には、これまでなかなか現れないと言われてきた原油安の恩恵が企業部門には着実に及んでいることが、ベースにあると思う。

輸出、生産については、中国をはじめとする新興国の減速などから、想定より下振れている。8月の鉱工業生産は期待外れの弱い結果となり、7～9月期のしっかりとした回復は難しそうだが、足もとで賃金の状況はほどほどに改善してきているとみていることから、今後、輸出、生産が持ち直すまでの間、個人消費が下支えするかたちで、センチメントの悪化が回避されることを期待している。

エネルギー価格下落の影響は、全体としてプラスになるとみられていたものの、その効果が出てこないと言われている。企業部門についてみると、

業況感は製造業に比べて非製造業が相当強くなっている。製造業については、種々の理由のほか、資源価格の低落と資源開発関係投資の大幅な削減が関連する企業の景況感を大きく低下させ、全体のレベルを引き下げている一方で、非製造業については、エネルギー価格下落の影響が幅広くプラスとなっているとみている。製造業と非製造業のウエイトも勘案すると、企業部門は全体でかなりのプラスの効果を得ているとみている。ただし、賃金面へのフィードバックが弱いことから、全体の効果をみえにくくしていると思う。

最後に、物価については、コアCPIは当面0%程度で推移するとの見方に変わりない。さらに、金融政策運営に関する討議の際に別途詳しく申し上げる。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状評価と見通しについては、昨日の執行部報告どおり、前回会合から据え置きで概ね良いと思う。生産の判断を横ばいで据え置くことには若干逡巡はあるが、輸出が横ばい圏のもとで生産の判断を下方修正すると、底堅さを維持する内需との矛盾が生じること、また生産の弱さについては、あとで申し述べるが、統計の技術的な問題点も考えられることから、今回は横ばいという判断で良い。もっとも、この間の一連の内外経済指標や新興国・資源国の動向、国際金融資本市場の情勢変化をみると、やはり下方リスクは相応に強まっていると考えられる。海外経済の動向次第で、日本経済の現況が単なる踊り場で済むかどうか、引き続きクリティカルな局面にあると思われるので、各種指標や国際金融資本市場の動向をより丹念にフォローする必要性を感じている。

海外経済・金融政策動向については、既に委員方から表明されたご意見と重複する部分があるので、私からは主に国内経済について意見を申し上げ

げる。まず、8月の生産については、同月の実質輸出が弱めであったことから元々幾分弱めとみていたが、結果は同月の製造工業生産予測調査や調査統計局のマイクロヒアリング結果を大きめに下振れ、7～9月期は2四半期連続の減産がほぼ確定した。調査対象全業種の実現率がマイナスとなり、また平時であれば生産予測調査結果からあまり乖離の出ない輸送機械工業が大幅な計画未達となったことは、景気後退期にありがちな需要の逃げ水現象を想起させる。

もっとも、こうした生産の不芳な結果と相反するデータもある。例えば、本行短観9月調査における大企業製造業の国内での製商品・サービス需給判断は、6月調査対比2ポイントの改善、また海外での製商品需給判断は1ポイントの悪化にとどまり、生産のように軟調なハードデータと、短観のように底堅いソフトデータを整合的に説明しにくくなっている。ただし、前回会合で申し上げたように、企業マインドが総じて良好な水準を維持していることは、日本経済が踊り場を乗り越えてリセッション入りとならないであろうという見方の根拠の1つである。私としては、交易条件改善効果から企業収益が高水準であり、仮に、足もと負の需要ショックがあるとしても企業部門には相応の耐性があると考えられること、また製造業より付加価値ウェイトのはるかに大きい非製造業マインドが堅調なこともあり、ソフトデータにより重きを置きたい。

一方、堅調な雇用情勢や底堅い消費者マインド等を映じ、個人消費は幾分持ち直している。需要側統計では、8月の家計調査において実質消費支出（除く住居等）が2か月連続の改善となり、また、供給側統計も天候要因の剥落や好調なインバウンド消費を映じて底堅く推移している。

以上、生産・支出面からみた国内経済は、輸出、生産、設備投資の足取りの鈍さの一方、消費が持ち直す構図で、全体としては引き続き力強さに欠ける一方、所得面からは、企業収益が交易条件の改善効果等から既往最高水準を更新し、GDI、GNIも増加基調を維持するという点で、三面等価の原則からすると、些か整合性に欠ける展開が続いている。所得から支出への前向きの循環メカニズムは一応みえてはいるものの、それがより

積極的に支出に振り向けられないのは、好調な所得形成のメカニズムといえども、円安による為替換算差益の増加や資源・エネルギー価格の下落という、企業からみればいわば windfall profit であり、企業はこれを恒常的な所得増とみなしていないことがより根本的な原因であろう。企業が支出拡大に向けて、本当の意味でコンフィデンスを高めるにはもう少し時間を要すると思われる。

最後に、物価について、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比上昇率は引き続き拡大し、エネルギー価格下落の影響を除く物価の基調はこれまで着実に改善してきている。ただし、これも円安による食料工業製品等の値上げの影響がラグを伴って出ているとみられ、今後の為替相場動向次第で円安の影響の一巡とともに前年比上昇率が頭打ちとなる可能性がある。こうした日用品の価格動向は、企業の価格設定行動や家計の値上げの受容度合いにも依存し、為替相場のみが決定要因ではないが、所得の伸びが緩やかなものにとどまるなかで、例えば、エネルギー価格の反転上昇といった要因を契機に家計の反応が非連続的に変化しないかどうか、すなわち家計が突然値上げを受容しなくなり、消費に影響が出たりマインドが悪化しないかどうか、注意深くみていく必要性を感じている。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、多くの委員が指摘されていたように、国際金融市場では、中国をはじめとする新興国経済の不透明感が引き続き強く意識されるもとで、一頃に比べれば落ち着きを取り戻しつつあるとはいえ、神経質な展開となっている。特に、新興国の通貨、株価は資源価格とともに軟調に推移しており、国際金融市場の状況については、これもまた多くの委員が指摘されたように、引き続き注意してみていく必要があると思う。

海外経済については、多くの委員が指摘されていたように、米欧経済がしっかりした回復基調を続ける一方、新興国経済は減速感がみられる状況



である。すなわち、米国は、ドル高や新興国の減速などの影響から鉱工業部門の生産は力強さを欠いているが、良好な雇用・所得環境などを背景として家計支出に支えられた回復が続いている。欧州も緩やかな回復が続いている。個人消費が引き続き増加し、さらには既往のユーロ安を背景として輸出と生産も増加基調にある。

一方、新興国は、ほとんどの委員が指摘されたように、中国が1つの焦点になっており、製造業の過剰投資、あるいは在庫の調整圧力が根強いもとで、幾分減速しているように思われる。もっとも、何人かの委員が指摘されていたように、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。中国以外の新興国についてみると、アジアは中国向け輸出の鈍化、あるいはIT関連財の需要の弱さなどを背景として減速している。また、資源国であるブラジル、ロシアなどでは、資源価格の下落の影響等で厳しい状況が続いているようである。

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概ね一致していたと思う。

次に、わが国の景気については、輸出・生産は新興国経済の減速の影響、あるいは軽自動車の在庫調整が長引いていることなどから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。こうしたもとでも、多くの委員が指摘されていたように、企業部門では、過去最高水準の収益を背景に前向きな投資スタンスが維持されている。この点は9月短観でも確認された。すなわち、企業の業況感は、新興国経済の減速の影響から製造業の一部にやや慎重な動きもみられるものの、非製造業大企業はバブル期以来の高水準となるなど、総じて良好な水準が維持されている。本年度の事業計画をみると、過去最高の売上高経常利益率が予想されるもとで、設備投資は6月短観から上方修正されている。家計部門については、雇用・所得環境の着実な改善が続いている。9月短観の雇用人員判断をみても、企業の人手不足感是一段と強まっている。賃金は、ベースアップの影響などから所定内給与の前

年比伸び率が徐々に高まるなど、緩やかに上昇している。こうしたもとで、個人消費は底堅く推移しており、販売統計、家計調査をみると、7～8月の個人消費は4～6月からは増加している。そして、住宅投資も持ち直していると思う。

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と思う。従って、「緩やかな回復を続けている」との総括判断を維持することが適当との見方が共有されたと思う。

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。物価面については、あとの議論でも出てくると思うが、生鮮食品を除く物価の前年比が0%程度になっているが、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から当面0%程度で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、やや長い目でみれば全体として上昇していると判断されると思う。

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

#### 原田委員

中国の株式市場をきっかけに世界的に市場が不安定化したことに対し、木内委員から、各国の異例の金融緩和が一因となっているのではないかという発言があったと思うが、私は、これは無理な議論ではないかと思う。世界的な金融市場の不安定化は中国の株価下落を起点としたものであるが、中国の株価下落は、それ以前に人為的に株価を押し上げていたこと、中国の経済状況が中国政府発表のデータよりも悪いのではないかという不安が広まったこと、経済をコントロールして安定的に着地させる中国政府の能力に対して不信感が生まれたことによるものであり、それが世界経済に波及したと考えるのが普通である。木内委員がおっしゃるような、異

例の金融緩和が世界的に金融市場を不安定にしたという議論には無理があるのではないかとと思うが、如何か。

木内委員

原田委員の聞き違いだと思う。私が申し上げたのは、「世界的な株式市場の不安定な動きは徐々に安定を取り戻している。不安定化を契機とした資金逼迫傾向や金融システム不安が高まる兆候も今のところ観測されていない。主要国での異例の金融緩和状態が、そのようなリスクを減じていると思う」ということである。つまり、資金逼迫傾向や金融システム不安が高まるリスクを減じているのが異例の金融緩和であると申し上げたので、異例の金融緩和が株式市場の不安定な原因を作ったとは言っていない。

原田委員

そうすると、異例の金融緩和が世界経済を安定化させていると木内委員は理解されているということで良いか。

木内委員

長い目でみれば分からないが、異例の金融緩和が資金逼迫傾向や金融システム不安のリスクを減じていることは確かだと思う。

白井委員

皆さんの意見もそうだったと思うが、先進国よりも新興諸国の動向に注目していかなければならないと思っている。特に、日本にとってはアジアの動きが非常に重要である。アジア全体では、これから 2017 年まで減速していく感じだが、これには中国要因が大きいようである。中国を除くと、ベトナムやフィリピンはそれほど悪くないので、中国要因でアジア全体の成長率が下がったような感じになっている。中国については、昨日も議論があったが、今までどちらかと言うと、人民元が安過ぎて人民元高期待があった中で、資本流入もあったと思う。この間、人民元は非常に増価して

きて、実質実効為替レートの長期トレンドでみても相当増価している。IMF も言っていたが、人民元は過小評価されておらず、ほぼバランスしているところまで増価してきた。そうすると、今度は増価期待がなくなり、人民元安期待が出てくることによって、様々な leads and lags もあると思う。居住者が色々なかたちで米国などに資金を動かすような動きが高まっており、当局はそれを非常に懸念しているということである。それが為替介入の背景だと思う。中国はSDR入りを考えているし、資本移動や金融市場を自由化しているので、外準によって為替レートを操作するよりも、民間の資金が出たり入ったりする資本流出入で為替レートが調整される社会になっていくと思うので、中国はそういったことにそろそろ慣れていった方が良くと思う。

次に、アジアの資源国や政治的に不安定な国と、それ以外の国でずいぶん二極化してきた感じがする。前者はマレーシア、インドネシア、タイであるが、これらの国々とそれ以外の差がずいぶん出てきた感じがする。マレーシアとインドネシアでは、証券投資で資本流入から資本流出に転じており、この2か国では、比較的高かった証券保有に占める外国人の割合が、ピークの40%近くから今は35~36%にまで落ちてきている。まだ大きな流出にはなっていないが、流入から流出に転じている。外貨準備に占める短期債務の割合は、マレーシア8割、インドネシア4割と他国よりも高めで、経常収支は、インドネシアは赤字のままで、マレーシアは黒字であるがずいぶん落ちてきている。この辺りが、重石になっている気がする。フィリピン、ベトナムは比較的消費も堅調で、輸出もボリューム的には悪くないようである。中国の動きとともに、こうした二極化がアジア全体にどのようなかたちで影響するかを注視している。

#### 中曽副総裁

国際金融市場における株式のボラティリティに関して、布野委員から、株式市場のボラティリティ上昇の実体経済への影響は取り敢えず限定的という話があった。私もそのようにみているが、逆からみると、実体経済

の状況にかかわらず、株式市場のボラティリティが上昇してしまったのはなぜかということだと思う。その点、確かに8月下旬にヒストリカルも含めてボラティリティが急上昇している。様々な人の話を聞いたうえでの仮説としては、夏場の市場が非常に薄い時期に、C T Aやリスクパリティーフアンド等のテクニカルファンド、システム系ファンド、トレンドフォロワーと呼ばれている投資家達の活動の活発化がある。このような人達は、中国株式や原油へ投資しておりその市場が下落したことでファンダメンタルズに関係なくテクニカルに売ってきた。それが、中国株や原油がきっかけになって株価の変動を増幅させた面もあるのではないかと思う。これが8月下旬にかけて起きていたことではないかと思う。ここまではファンダメンタルズとは関係ない人達が市場をかき乱したところがあるということだが、この先注視すべきだと思っているのは、いわゆるロング系と言われる年金などファンダメンタルズをもとに長期投資を行っている投資家が世界経済、日本経済をどのようにみているかが株価動向を握る鍵になってくると思う。従って、彼等の世界経済観や投資運営姿勢をマーケットインテリジェンス等を通じてよくみていく必要があると思っている。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢について、ご意見等があればお願いします。

白井委員

非正規雇用へのシフトはまだ続いているが、労働力調査では37.2%と上昇ペースが漸く緩やかになってきているので、パートの採用はそろそろ難しくなっている気がする。パートの新規求人倍率は2.25倍と非常に高く、充足率はどんどん落ちてきて、今は15.7%である。この間のパートの増加には3つ要因がある。最大の要因は、60歳以上の女性がパート労働者として参加してきたこと、2点目は、同じく60歳以上の男性が退職後もパート労働者として参加していること、3点目は60歳以下の女性がパート労働者として参加したことであるが、充足率をみてもいよいよ

パートの採用が難しくなっていると思う。一部はパートから正社員になっているようだが、正社員の有効求人倍率が 0.68 倍と少し下がっている。パートの賃金は恐らく上がってきているので、これから賃金は上がる方向にはあるが、一方で、正社員として採用すると固定費が増加してしまうという問題があるのかもしれない、そこが制約になる可能性もある。そのような制約の中で賃金が上がっていくのかどうか、注目したい。

次に、今朝の IMF の世界の C P I の見通しをみたが、低いので驚いた。まず、日本の C P I 見通しは、暦年ベースで 2015 年+0.7%、2016 年+0.4%となっている。2015 年には円安の効果があり、その円安効果が 2016 年に剥落するとみているのかもしれないが、2020 年でも+1.5%とかなり厳しくみている。日本だけではなく、米国でも、2015 年+0.1%、2016 年+1.1%と、エコノミストの見通しよりも相当低い。2020 年に C P I ベースで+2.4%の見通しで、P C E との差が 0.3%ポイント程度あるので、2020 年に P C E で+2%程度ということになっている。ユーロ圏は、2015 年+0.2%、2016 年+1.1%、2020 年も+1.7%とわが国同様相当厳しい見通しとなっている。原油価格は同じフォワードカーブを使っているのに、コアやコアコアで上がり方をどのようにみるかでかなり見方が割れているのではないと思う。

#### 佐藤委員

先程、悪化するハードデータと堅調なソフトデータが対照的で、私としては、真実はどちらかと言うとソフトデータに近いのではないかと申し上げたが、それについて若干敷衍したい。

まず、焦点となっている生産統計だが、相当技術的な問題点が出てきているのではないと思う。というのは、今の生産統計は 2010 年基準で作成されており、5 年前の品目ウェイトを使っているのに、この間生産が大きく伸びた品目のウェイトを過小評価している可能性がある。例えば、この間スマホは大きく普及し、それに伴ってスマホの作り込みで日本からの電子部品や部材の輸出は相当増えているが、このようなスマホの普及に伴

う電子部品・デバイスの生産ウエイトが、2010 年基準の生産指数では過小評価されている可能性がないかどうかである。この辺りの問題は、来年 2015 年基準の鉱工業生産統計に切り替わった時にそのような生産ウエイトの構造変化が修正されてより真実に近いものが出てくる可能性があると思う。

同じく生産統計の問題の 2 点目だが、昨日も申し上げたが、元々 8 月は盆休みの関係で工場の稼働日数が少ないので、生産指数の季節調整系列は季節調整係数によって原計数が大きく押し上げられるかたちになるが、今年は曜日配列の関係で稼働日数が少なく季節調整が十分に働かなかった可能性もある。昨日の関根調査統計局長の説明では、元々の原計数も悪かったということだが、その原計数の悪さが季節調整で一層膨らんだ可能性があると思う。なぜこのようなことを申し上げるかと言うと、予測調査の全業種で予測実現率がマイナスになるのは異常な状況であり、このようなことになっているのは何かテクニカルにおかしなことが起こっているのではないかと思うからである。

もう 1 点は、マインドデータ、ソフトデータについて、本来需要の逃げ水現象が起きるような局面、すなわち景気後退初期のような局面では、マインドが真っ先に悪化し、しかも認知ラグのない中小企業のマインドがビビッドに反応すると思うが、今回の場合、大企業はもとより中小企業のマインドが堅調さを維持している。真っ先に反応しそうなところが反応していないということは、需要の逃げ水現象とは違う要因で生産が低下しているのだらうとみている。大企業であれば認知ラグがある、すなわち短観では主に財務担当の意見を反映して回答しているので、生産現場と財務担当との間で認知ラグがあると思われるので、負の需要ショックで生産は落ちているが、財務の方はまだそれに気がついていない可能性があるということには気になるが、中小企業の場合、基本的には認知ラグはないので、中小企業のマインドがしっかりしているということは、企業マインドがしっかりしているということだと思う。

さは然りながら、黒田議長は、先程、所得から支出への好循環がしっか

りと働いているとまとめられたが、本当にそれほどしっかりしているのだろうかというところは、若干心許ないところがあると思っている。というのは、交易条件の改善効果による史上最高益を、企業は windfall profit と考えているのではないか、従って、恒常的な所得が増えていないので支出も増加させないのではないかという気がしている。それに関連して、設備投資計画は、総じて堅調な計画が維持されているということではあるが、短観の 9 月調査ではいつものことだが、例えば、9 月調査は年度上半期の実績を踏まえて計画を修正する前の計数を回答してきているので、本当に堅調な計画が維持されているかどうかについては、少し留意した方が良いと思っている。上場企業ではディスクロージャーが非常に厳格になっているので、修正計画の情報開示が反映されるのは主に 12 月短観になると思うので、足もとの堅調な計画が設備投資の堅調な足取りを必ずしも意味する訳ではないと思う。実際、GDP ベースの設備投資は概ね横ばいで推移しているので、この辺りはもう少し慎重にみた方が良いと思っている。

黒田議長

それでは、ここで 10 分間のコーヒブレイクを取る。再開は、10 時 30 分とする。

(10 時 20 分中断、10 時 30 分再開)

## V. 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。原田委員から願います。

原田委員

物価については、8 月にマイナスとなったが、生鮮食品とエネルギーを



除く物価でみると8月は+1.1%となっている。エネルギー価格の下落は10月にピークとなると思うので、この要因がなくなるにつれて生鮮食品を除いた物価もプラスに転じると思う。ただし、エネルギー価格の下落は所得の増加であり、その所得の増加分が、エネルギー以外の価格の上昇を高めている面もある。エネルギー価格下落の影響が剥落すればそれもなくなくなる。従って、その分は上昇しない要因になるということにも、注視する必要がある。ただし、その影響はそれほど大きいものではないので、11月以降、生鮮食品を除いた物価がプラスに転じるだろう。ただし、4～6月の実質GDP成長率がマイナス、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、2%の物価安定目標に向けての物価の上昇もまた遅れると思う。予想物価上昇率は様々な指標で低下気味であり、短観の企業の物価見通しも低下している。これらの指標が、原油価格下落の一時的影響を受けたものか、あるいは長期的な物価予想自体が変化しているかを見極める必要がある。

政策判断に関連して以上をまとめると、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。長期的な物価予想も低下しているかもしれない。その状況が大きく悪化するようなことがあれば、躊躇なく追加緩和することが必要である。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

次回会合までの金融市場調節・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。量的・質的金融緩和については、実質長期金利の低下が一巡するもとの、その効果は逡減する一方、流動性や価格発見機能の低下などの国債市場の歪みとその波及効果や、正常化の過程での本行の自己資本毀損や国民負担発生などの副作用は逡減してお

らず、資産買入規模を減らすことで、資産買入れの安定性を高めつつ、限界的な効果と副作用のバランスを改善できると考えている。

今までも取り上げてきた論点であるが、本行による国債購入の技術的な限界と国債のタームプレミアム上昇について述べたいと思う。現在のところ国債購入オペは円滑に行われており、技術的な問題は目立って表面化してはいない。しかし、その限界が突然意識されれば、国債のタームプレミアムの大幅上昇など市場の混乱が生じやすく、またそれによって本行の政策運営が縛られてしまうことも考えられる。問題が明確になってから対応するのでは手遅れとなる可能性がある。国債購入が限界に達する時期については、銀行の担保需要などに基づいて、多くの試算がなされている。最近発表されたIMFのワーキングペーパーでは、2017～2018年がその時期とされていたが、国内ではより早い時期を見込む向きが多いようである。こうした試算は平常の市場環境を前提にしているが、海外での金融不安などを受けて、国内金融機関がリスク回避のために国債の保有選好を強めると、国債需給が逼迫度を高め、本行の国債購入が俄かに困難度を増すことも考えられる。本行による国債購入が進む中、そうした潜在的な可能性は高まっているとみるべきだと思う。

今後の国債購入の持続性、安定性を考えるうえでは、量的・質的金融緩和導入以降の金融機関の国債保有、投資行動を振り返ってみる必要がある。前回も指摘したが、国内金融機関が国債売却を通じてキャピタルゲインを得る誘因は、当初想定されていたよりも小さかったと思う。そうした誘因によって行動が規定される傾向が強いのは、大手銀行の勘定の一部と海外投資家等だと思うが、前者については国債売却がかなり進んだ感がある一方、後者については国債保有全体の中で僅かな比率でしかない。米国や英国と比較すると、国債保有に占める海外比率が低いことが日本の特徴で、それは金利の低位安定を助ける反面、中央銀行による国債購入には一定の制約要因になっていると思う。他方で、多くの国内金融機関にとっては、利子所得による期間収益の確保が国債保有の大きな誘因であることも明らかに思ったと思う。本行の政策効果で国債利回りが経済ファンダメンタ

ルズから下方に乖離したと認識しても、その状態が相応の期間続くともれば、金融機関は国債を積極的には売却せずに、その利回り水準を容認する状況が生じる。金融機関からみると、保有する国債を売却して一時的にキャピタルゲインを得ても、それを国債に再投資すればより低い利回りしか得られないためで、その行動が、国債市場の売買を細らせると考えられる。一方で、金融機関が保有国債を消極的に手放すことになるきっかけとなり、本行の国債購入を結果として助けているのが満期償還である。現時点では、民間保有国債の年間償還額は、本行の国債購入に対応した民間保有国債残高の年間減少額を相応に上回っている状況であるが、両者の差は着実に縮小している。このことは、償還額に占める再投資額の割合が減少してきていることを示唆しており、本行への国債売却余地が徐々に少なくなっている面もあると考えられる。この点も、既に述べた担保需要に基づく金融機関の国債保有意欲と並んで、本行による国債購入の持続性を考えるうえで重要な点だと思う。

この先生じ得る名目長期金利の上昇が実体経済等に与える悪影響を検討する際に重要と思われるのは、それが期待インフレ率の上昇によるものか、実質短期金利あるいは成長率見通しの引き上げによるものか、あるいはタームプレミアムの上昇によるものかを、明確に分けて考えることである。経済・物価環境が改善することの結果として、期待インフレ率や成長率見通しが引き上げられ、名目長期金利が上昇する場合、それは実体経済に大きな打撃を与えるものではないと考えられる。反面、タームプレミアム部分の上昇によって名目長期金利が上昇する場合には、実体経済や株式市場などに与える打撃はより大きいはずである。この点から、タームプレミアムの上昇リスクを軽減することが、政策運営上、非常に重要である。国債買入策のもとでのタームプレミアムは、現時点の国債買入残高と将来の国債買入残高の見通しによって決まるという前回申し上げた考え方に基づくと、国債買入れの限界が突然意識された場合、市場では国債買入れの継続期間や残高維持の期間が予想よりも短くなる、あるいは買入残高のピークの水準が低くなるなどの見直し修正が生じ、それがタームプレミア

ムの大幅上昇に繋がる可能性があると思う。こうしたリスクは、国債買入れの限界が表面化する以前に国債買入れの減額措置を実施することで国債購入の持続性、安定性を高めること、そのうえで、当面の国債購入継続や残高維持の考えを伝える情報発信を併せて行うことによって、軽減できる余地は比較的大きいのではないかと考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

8月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年同月比は-0.1%に低下した。しかし、過去最高水準に達した企業収益や雇用・所得環境の改善を背景に、短期的に変動の大きい生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価指数の前年同月比は、2015年1月の+0.4%から次第に上昇率を高め、8月には+1.1%まで上昇した。本日は、物価の基調をみるうえで、2011年1月から現在までの生鮮食品を除く消費者物価——以下、除く生鮮と略す——と生鮮食品とエネルギーとを除く消費者物価——以下、除く生鮮・エネルギーと略す——の動向の違いをみってみる。

まず、2011年1月から量的・質的金融緩和が始まる前の月である2013年3月までについては、除く生鮮の前年比は、若干のプラスとゼロの月を除いて、-0.1~-0.8%で推移していた。それに対して、同期間の除く生鮮・エネルギーの前年比は、-0.2~-1.3%で推移しており、そのマイナス幅は除く生鮮よりも大きかった点が特徴的である。つまり、量的・質的金融緩和が始まる前の期間については、除く生鮮の前年比は、エネルギー価格の上昇に支えられていたにもかかわらず、マイナスで推移していた。言い換えると、2011年1月から量的・質的金融緩和が始まる前までの期間については、短期的に大きく変動する生鮮食品とエネルギーを除いた物価の基調は、デフレであったということである。

次に、量的・質的金融緩和が開始された2013年4月以降は、除く生鮮

・エネルギーの前年比の低下幅が縮小し始め、その結果、2013 年 5 月には、除く生鮮の前年比の低下がとまり、ゼロになった。それ以後、消費増税が実施された 2014 年 4 月まで、除く生鮮・エネルギーの前年比のプラス幅は拡大基調に転換した。それに伴って、除く生鮮も上昇基調になり、2014 年 4 月には+1.5%まで上昇した。すなわち、量的・質的金融緩和開始から消費増税が実施された 2014 年 4 月までは、除く生鮮、および物価の基調を示す除く生鮮・エネルギーは、ともに 2 %に向けて順調に上昇し続けたのである。

その後、2014 年 5 月から 2015 年 1 月頃までは、消費増税の影響を受けて、除く生鮮・エネルギーの上昇率、すなわち物価の基調は低下し続けた。その結果、2014 年 12 月の除く生鮮の前年比は+0.5%まで低下した。この期間、除く生鮮・エネルギーの上昇率が低下し続けたことは、物価の基調がデフレに戻ってしまうリスクを抱えていたことを意味する。従って、2014 年 10 月末の量的・質的金融緩和の拡大は妥当な政策であったと考える。除く生鮮・エネルギーの上昇率低下は、2015 年 1 月でとまり、2 月は横ばいで、3 月から現在までは上昇基調に戻り、8 月は+1.1%と量的・質的金融緩和開始以後、最大の上昇率となった。このことは、2015 年に入ってから除く生鮮の上昇率低下の主因は、結局エネルギー価格の低下であることを示している。

以上のように、消費増税で一旦デフレに戻りかかった物価の基調は、2015 年に入ってから現在までについては、2 %に向けた上昇軌道に戻っている。このように、物価の基調が 2 %に向けて上昇している限り、エネルギー価格下落が原因で除く生鮮の上昇率が低下すること自体は、追加緩和の必要条件ではない。従って、金融政策は現状維持が妥当である。

ただし、今後の予想インフレ率の動向には注意が必要である。現在までのところ、家計の予想インフレ率には変化はないが、企業とマーケットの予想インフレ率は、最近の中国経済の減速と原油価格が想定されたほどには上昇していないことの影響を受けて、若干低下している。そこで、今後の金融政策運営に当たっては、この企業とマーケットの予想インフレ率の

低下が短期的なものにとどまるかどうか、さらに、家計の予想インフレ率が低下しないかどうかを、注視する必要がある。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にある。低水準の企業の資金調達コストのほか、量の面でも貸出増や良好な起債環境が続いている点からみて、企業や家計まで緩和効果が浸透していていると思う。

物価については、8月のCPIは除く生鮮食品の前年比が-0.1%と、引き続き0%程度となった。一方、除く生鮮食品・エネルギー、あるいは除く食料・エネルギーの前年比は、いずれも伸び率が拡大した。このほか、前回会合以降の各種の物価指標は、物価の基調が着実に改善していることを示す内容であった。物価の基調が着実に改善している背景には、第1に、成長率の一時的な鈍化にもかかわらず、マクロ的な需給バランスが着実に改善傾向をたどっていること、第2に、企業や家計の物価観が確実に変化していることがあると考えている。

まず、マクロ的な需給バランスについてだが、9月短観をみると、企業の人手不足感は一段と強まっている。設備についても小幅ではあるが不足感が強まっている。このように、労働面を中心に、マクロ的な需給バランスは着実に改善傾向をたどっていると考えられる。

次に、企業や家計の物価観である。短観の企業の物価見通しは、確かに足もと低下している。その背景は精査していく必要があるが、エネルギーやコモディティ価格下落の影響もあると思われる。先行きの物価上昇率の高まりが予想されている点はこれまでと変わっていない。一方で、CPIの上昇・下落品目比率や東大・一橋物価指数の動きをみると、本年度入り後、価格転嫁の動きには広がりを持続性がみられている。これは、消費税率引き上げ後の需要低迷を受けて値上げの撤回を余儀なくされた昨年度

とは対照的であり、企業や家計の物価観は、特に本年度入り後、明確に変化している。経済の体温が上がってきていることが昨年とは異なると思う。

先行き、C P I（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格のマイナス寄与の強まりと、基調的な物価上昇が概ね相殺し合うかたちで、当面は0%程度で推移するとみている。そのあとは、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考えている。2%程度に達する時期について、現時点では「2016年度前半頃」と言っているが、言うまでもなく、原油価格の動向によって大きく影響を受けるので、次回の金融政策決定会合でしっかりと議論して、展望レポートで示していく必要がある。

前回の会合でも申し上げたが、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。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はずだが、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、ひいてはデフレを克服するうえで非常に大きな鍵を握ると考えている。そうした意味で、注目すべきは、来年の春闘においてのベースアップである。この点、このところ新興国経済が減速していることや、今年度のこれまでのC P I（除く生鮮食品）の上昇率がゼロ近傍であることなど、必ずしも良好ではない要素があることは事実である。われわれとしては、賃金の上昇を伴いながら物価上昇率がバランス良く高まっていく状況を実現するために、積極的に情報発信を行っていく必要がある。

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、物価安定の目標の早期実現に向けて、現在の政策を着実に続けていくことが重要であり、現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

布野委員お願いします。

布野委員

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。企業の資金調達コストは低水準で推移するもとで、貸出残高は緩やかに増加しており、好ましい展開が続いている。貸出の増加を通じて、わが国経済の生産性向上に繋がるような事業性の高いプロジェクトを益々サポートしていくことを期待している。ただ、こうした観点からみた懸念材料の1つとして、人口減少が見込まれる地方においてもアパート・マンション建設のための貸出が伸びており、賃貸施設の供給に対し、実需が将来に亘り確保できるかという点を心配している。

次に、物価動向である。物価を取り巻く環境は、様々なファクターが交錯する複雑な状況だと思う。まず、第1のファクターは資源市況である。石油をはじめ資源価格は軒並み低迷している。中国経済減速や米国のシェールオイル生産増、オーストラリアの鉄鉱石産出ペースの継続等の要因から、資源の需給は非常に緩んでおり、短期的に改善されることは望み薄である。市況的には一時的に値上がりもあると思うが、現在の需給を踏まえるとその持続性は疑問である。なお、言うまでもなく、資源価格の下落は、日本経済には中長期的に大きなプラスであるほか、既に資源価格は相当下げており、さらなる下げ余地は限定的とみている。従って、資源価格の下落による物価の押下げ圧力は徐々に和らいでいくとみている。

第2のファクターは為替である。近い将来に実施が見込まれる米国の利上げの動きから目が離せない。米国の利上げが実施されれば、リスクオフの資金の流れとのせめぎ合いが想定されるが、結果としては円安方向ないしニュートラルで、物価的にはマイナスの影響はないだろうとみている。

第3のファクターである需給ギャップは、基本的には改善方向に動いているとみている。有効求人倍率に表れているように人手不足感が高く、賃金も上昇傾向にある。



第4は、予想物価上昇率についてである。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば上昇しているとみている。この関連で、いわゆる予想物価上昇率指標に加えて、家計のインフレ心理への先行的インパクトという観点から、東大・一橋物価指数や上昇・下落品目比率が上昇ペースを加速している点に注目している。

以上の物価を取り巻く各種ファクターの動向を踏まえ、2点指摘したい。第1点は、物価安定目標である2%の到達は、主として油価下落の影響から予想よりも後ずれするリスクは高いと思われる。ただ一方で、エネルギーを除く指数が上昇しているなど物価の基調は着実に高まっており、今後、油価下落の影響が剥落するに伴って、物価はその上昇を加速していくと期待される。第2点は、蛇足かもしれないが2%程度に達する時期についてである。私としては、展望レポートに記載のとおり理解しており、これは到達タイミングの「目標」ではなく、一定の前提条件のもとでの、あくまで「見通し」とであると認識している。この点、新聞等のコメント記事などをみると、外部では若干の誤解もあるように思う。いずれにせよ、今後の物価情勢の判断に当たっては、様々な物価指標を点検し、背後にある経済の動きとも併せて評価していきたいと思う。

以上のような状況のもとで、現在の金融政策に対しては、一部から否定的な意見も聞こえる。物価指数の上昇が進捗していないことを挙げる意見がある一方、賃上げに比して物価上昇が高過ぎるとの指摘もある。しかし、私は、広く見渡して、国民全般や経営者の大方の間では、「量的・質的金融緩和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、推進していくことは物価安定目標の達成と経済の健全な発展にとって必須である。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ます。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、金融市場調節方針は、現状維持で良いと判断する。また、当面についても現状維持が良いと考えている。これは、第1に、昨年10月の追加緩和により、企業の収益性を高めるための金融緩和的な環境は十分に生み出されているとみており、今後は、企業が賃金や設備投資面でそうした環境を活かす動きが広がっていくことを待つ時期だと思うからである。折りしも、TPP交渉も大筋合意となり、構造改革の進展や貿易拡大に弾みがつくことが期待される中で、企業の前向きな行動に期待している。

第2に、総合CPIとコアCPIは0%近傍で推移しているが、エネルギー価格下落が主因であることから、その動向が少なくとも現状程度で横ばいが続けば、やがてしっかりとした上昇傾向に転じていくと予想される。足もとの物価動向はそうした見通しに沿っているが、基調判断についてはもう少し時間をかけて分析する必要があると思う。その理由は、最近では、輸入物価ショックがCPIに及ぼす影響が大きくなっており、需給ギャップがCPIに及ぼす影響との識別が難しくなっていること、およびエネルギー関連を除くと幅広い消費項目で物価上昇がみられているが、そうした価格改定頻度の上昇が一時的なのか、より持続性があるのか理解を深める必要があるからである。

これと関連するが、第3に、コモディティ価格の下落によるCPI伸び率の低下は一時的なショックの性質を持つため、本来、金融政策対応を必要はないと考えられる。ただし、この間、企業の短期・中長期予想インフレ率や市場ベースの指標も低下しており、予想インフレ率がアンカーされていない以上、アンカーされているとみられる欧米の中央銀行以上に注視すべきなのは事実である。とはいえ、予想インフレ率の低下の理由が、新興諸国経済の一時的な減速やコモディティ価格見通しの下方修正を反映しているのか、それとも国内需給関係の見通しの悪化を反映しているのか

かを見極める必要があるように思う。現時点では、国内の消費は底堅く、悪化していないし、設備投資は積極的な計画から今後拡大していくと見込まれ、国内の需給環境の改善から徐々に需給ギャップはプラスの領域で改善していき、次第に物価押し上げ圧力を強めていくと思われる。予想インフレ率が持続的な上昇に転じていくには、まずは足もとの実際の物価上昇率が着実に上昇することが重要であるので、そうした見通しどおりになるのか確認すべきだと思う。

第4に、わが国では人手不足が顕在化しており、次第に賃金上昇率が高まっていくことが見込まれる。人手不足感は、①失業率が自然失業率に近づいていること、②日銀短観の雇用人員判断D Iの不足超幅が拡大傾向にあること、および③一般職業紹介状況によれば求職者数が趨勢的に下落するもとで充足率が低下傾向にあることなどから、徐々に深刻化しているように思う。特に、8月はパートの新規求人倍率が2.25倍と非常に高水準にあるためその充足率は15.7%へと低下しており、正社員の充足率である18.5%を大きく下回っている。パートの賃金は2012年から上昇傾向にあるが、一般労働者の半分程度と格差が大きいことから、一段の上昇にはまだ時間がかかるように思う。賃金上昇には企業努力が欠かせないが、徐々に合理化や再編による生産性改善の動きが増えているように思う。日本銀行としては、そうした企業の前向きの動きを、緩和的な金融環境を維持することで側面支援していくのが適切だと判断する。

第5に、FRBは年内利上げを示唆しているが、いずれにせよ一度金利上昇局面に入ると、次の利上げ観測を巡って金融市場が不安定化する可能性もあり、ドル／円レートが120円前後で比較的安定したレンジ内にある現状から、一段とドル高円安の方向で推移する可能性もある。その場合、わが国の輸入物価の押し上げ要因として作用する可能性が高いと思われるので、そうした金融市場の状況も見極めながら、適切な金融政策判断をしていくのが良いと考えている。賃金上昇を伴わない物価上昇は持続的ではないし、家計の負担を高めることで物価上昇の容認姿勢を後退させるリスクもあるので、そうした点も考慮する必要があるとみている。

最後に、次回会合では 2017 年度までの経済・物価見通しを示すことになっており、市場、国民は 2 % 程度の達成時期の表現に注目していると思う。この点、今年 4 月時点の基本的見解では「2016 年度前半頃」へと後ずれさせたが、その表現については、2 つの点で問題があったと思う。1 つは、日本銀行の基本的見解として物価見通しの下振れリスクが大きいと判断していたため、達成時期についてはより幅をもった表現が適切であったこと、もう 1 つは、従来表現では、1 年あるいは 1 年以上のレンジで示していたのを、半年程度のレンジに狭めたことで金融政策の柔軟性を弱める恐れがあったことである。この点を懸念し、私は、当時、「2016 年度を中心とする期間」との表現に修正する提案を提出した。次回の決定会合では、大幅に経済・物価見通しが下振れる可能性があるが、こうした点を念頭に置いた適切な表現を検討した方が良いように思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

物価については、これまでの円安の波及効果が剥落していくことを考えると、これからが肝心の局面となるとみている。

企業部門については、デフレ時代より経費圧縮については十分にやってきているので、増益基調を維持していくためには、トップラインの売上を伸ばさなければならない。少子高齢化のもとで数量拡大には限界があるので、どうしても価格引き上げを志向することとなる。その際、家計サイドが嫌々でもそれを受け止めることができるだけの収入が確保されていくことが、継続的な物価上昇には必須である。毎月勤労統計で賃金は弱めの伸びとなっているが、家計調査報告の勤労世帯の名目収入の動向や夏季ボーナスの調査計数などは強めとなっており、実態的には本年はほどほどの賃金上昇があったものと思っている。

問題は来年度である。企業からすると、交易条件の改善や海外所得の増

加による収益は、国内賃金に元々還元する必然性はないとみているはずである。また、他の委員からも言及があったが、エネルギー価格の影響から本年度の物価上昇が低いものにとどまることに加え、中国、新興国の減速から輸出、生産が低迷するもとで、3年目となるベースアップに注ぐ企業の目は極めて厳しくなっている。これからエネルギー価格の押し下げ要因がなくなっていく、現実には物価が上昇してくる時に、来年の賃上げが抑制されれば、物価上昇のモメンタムが途切れる惧れが大きくなる。前回も申し上げたが、来年度の賃上げがデフレ脱却のキーとなると考えている。

次に、7月より公表を開始した除くエネルギーベースのコア指数については、一部には、コア指数が下落するもとでご都合主義的な導入と言う向きもあったが、現状ではかなり浸透してきたと思う。また、物価の基調をみていく際に、本行が種々の指標をみて判断していくことに、市場の理解を進める意義もあったと思う。種々の指標という観点からは、帰属家賃についても今後物価水準が上がってきた時にコア指数の大きなブレーキとなるので、その問題点についてコミュニケーション上の工夫を考えていく必要があると考えている。

なお、4～6月期のGDPがマイナスとなり、また、中国、新興国の成長低下のもと、7～9月期のGDPもマイナスとなるとの予想から、需給ギャップの悪化が物価の基調に悪影響を与えるとの懸念があるが、輸出に関連した生産の落ち込みが物価に与える影響はほとんどないものと考えている。物価にはやはり労働需給の状況がポイントになると思う。9月短観や有効求人倍率の推移をみると、労働需給は引締まり傾向にあり、当面、物価の基調は堅調とみている。

最後に、当面の金融政策運営については、金融市場調節方針、資産買入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

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針等については、現状維持で結構である。理由は前回会合で申し述べたことと変わらないので今回は割愛する。

国内経済は、生産面でこのところ幾分弱めの動きがみられるが、輸出が横ばい圏内で推移していることから、仮に、生産面の基調判断を引き下げることであれば、内需の基調判断を引き下げることにつながる。しかし、内需自体は個人消費を筆頭に底堅く推移し、本行短観9月調査にみる企業の景況感も全体として前回景気拡大局面のピークに匹敵する良好な水準が維持されていることから、内需、ひいては全体の基調判断を引き下げる必然性は見当たらない。従って、政策運営面では、物価安定の目標の早期実現に向け、現行の量的・質的金融緩和を着実に進めることで良いと思う。

中国をはじめとする新興国・資源国減速の影響顕在化を受け、市場では追加緩和期待が高まっているが、本行としては、量的・質的金融緩和の継続そのものが緩和強化であることを改めて丁寧に説明していく必要性を感じている。また、大規模な国債買入れの継続が財政ファイナンスとみなされるリスクやオペレーショナルな観点から、買入れの持続可能性に鑑み、物価安定の目標をより柔軟に解釈し、量的・質的金融緩和のソフトランディングを目指すよう、適切な機会をみて市場に向け情報発信していくことが望ましいとの考えも、従来と同様である。

この点に関して若干敷衍すると、物価の基調をみるために生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価の前年比上昇率に着目すると、直近8月は+1.1%、また9月は+1.2~+1.3%と一段の伸びが予想される。先程のセッションで述べたように、これには円安に伴う食料工業製品や家電製品の値上げ影響が含まれるため、先行きの為替動向次第で円安影響一巡とともに基調的な物価の伸びが頭打ちとなるリスクがある。もっとも、その場合でも、0%台前半と目される潜在成長率のもとで需給ギャップの改善傾向は大局的には続くと見込まれるため、仮に円安効果一巡となっても、楽観的にみれば、例えば、サービス価格が緩やかに上向き始めることで、

＋１％程度の物価上昇は維持可能かもしれない。無論、基調的な物価の伸びが＋１％では２％の物価安定の目標には表面的にはまだ届かないが、０％台前半の潜在成長率のもとで、それと中期的に整合的な物価上昇率のあり方については、以前から申し述べているように、幅をもって柔軟に考えていけば良いと思う次第である。

また、足もと、物価の基調が強めに推移しているわりに、昨年と異なり人々のマインドが底堅く推移しているのは、エネルギー価格下落の恩恵が大きいと思われる。ただし、基調的な物価が強めに推移する中でエネルギー価格下落の影響が剥落してくると、人々の体感インフレ率は上昇し、実質所得の下押し要因になるとともにマインドを圧迫する可能性も相応にある。本行の生活意識に関するアンケート調査などにみられるように、経済情勢や賃金、所得の改善ペースとのバランスを欠く単なる物価上昇は、必ずしも万人に受け入れられるものでない以上、本行としても、物価の基調を見極めたうえで２％という数字に機械的に縛られることなく、柔軟に政策判断していくことが肝要であると改めて思う。以上である。

#### 黒田議長

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

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見方で一致していたと思う。なお、物価の現状、先行き等についてさらに掘り下げた議論があった。

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。

中曽副総裁

木内委員から、国債オペの持続性についての問題提起があったが、定性的に言えば、投資家、特に機関投資家の売却姿勢の価格弾力性如何によると思う。金融経済情勢次第、つまりインフレ率が上昇し金利上昇期待が出てくると、買入れという点では容易化する。勿論、出口の難しさという問題はありますが、持続性に関する制約はむしろ薄まると言える。一方で、インフレ率が上昇せず金利先高観が出てこない、買入れは長期化するので、その限りにおいて持続性の問題が出てくる。いずれにしても、前提次第だと思うが、必ずしもアプリアリに買入れがどんどん難しくなるということではないと思う。従って、いつも言っていることであるが、結論的には、市場の流動性・機能度、取引量や厚み、レジリエンシーなどをよくみながら、買入オペを継続していくということではないかと思う。

次に、物価の基調については、何人かの委員から、賃金上昇を伴わない物価上昇は持続性がないという意見があった。つまり、先程私も申し上げたが、来年のベアが特に大事であるということはそのとおりだと思う。われわれがQQEを実施する中で認識した点は何点かあるが、そのうちの1つは、去年の消費税率引き上げ後のように物価だけが先行的に上がってしまっても長続きはせず、賃金上昇も必要であるということである。特に、様々な指標で物価の基調をみると、生鮮食品・エネルギーを除くCPI、食料・エネルギーを除くCPIの前年比もさることながら、季調済前期比でみると既に年率2%台に乗せているとの試算もできる。このような風速の強まりによって、佐藤委員もおっしゃっていたように、体感インフレ率が上がってきているという部分がかなりあると思う。物価が上がっていると家計が感じているのは、このような要因もあると思うので、なおさら、消費者マインドを維持し物価の基調の改善を持続させる観点から、賃金もバランス良く上がっていくことが是非とも必要だと思う。

また、QQEを実施する中で認識したもう1つの点は、企業収益が絶好調——「絶」が付くほど好調——なわりに、賃金も設備投資もなかなか期待したほど伸びないことだ。このことから言えることは、これも佐藤委員



がおっしゃっていたが、企業が好調な収益を windfall profit と認識し permanent income として認識していない、言い方を換えると、企業セクターで実質成長期待が上がってきていないということだと思う。実質期待成長率が高まっていかないことには、内需主導の成長の持続性を描きにくいと思う。

整理すると、言わずもがなであるが、当面は賃金上昇、なにかんずく来年のベアが大事であり、そして成長戦略、構造改革の着実な実施が重要である。この点、T P Pは大きな前進であったと思う。われわれとしては、Q Q Eにより緩和的な金融環境を維持することで、このような企業活動を側面支援していくことが引き続き重要であることは、改めて言うまでもないことだが、付け加えておきたい。

#### 白井委員

金融政策は、様々な副作用に配慮しなければならないが、今は持続性が大事だと思う。総合C P Iでみて2%を達成できるかどうかはともかくとして、2%に近づいていくことが大事である。様々な角度からみて、来年はインフレ率は上昇していくと思われる。需給ギャップは、4～6月は－1%程度の大きなマイナスになったと思うが、調査統計局の予測では来年の1～3月にプラスになるので、若干のラグはあるが、駆け込み需要もあり、原油価格下落の裏の効果が出てきたり、人手不足ははっきりしているため来年には物価はしっかりと上がってくると思うので、私はそこを確認したいと思っている。ただ、設備投資については、確かに短観は企業の感覚でハードデータが伴っている訳ではないので、必ずしも100%信じない方が良いと思うが、取り敢えず設備判断D Iをみると、若干の「不足」超になっており歴史的な水準を下回る程度で悪くはないが、それでは企業にそれほどの設備不足感があるかと言うと、そうではないので、輸出がしっかり伸びていくことが大事である。成長戦略、企業努力によって国内の需要を喚起することも大事だが、やはり海外への輸出が増えていくことが非常に重要だと思う。輸出が増えれば稼働率も高くなり、景況感も上がり、

賃金の上昇にも結びついていくと思っている。従って、その間は金融緩和を持続していくことが大事だと思う。政策を変更すると、色々なショックが起き、誤解が大きくなるので、まずは持続性を維持したいと思っている。それがどうしても難しいということになれば、これまでも申し上げているように、より長期のところを買い入れるということだと思う。

2点目は、コアコアやコアからエネルギーを除いたC P Iの上昇率が非常に高くなっており、それについては私も前向きに捉えているが、そこには為替レートの影響があることは事実で、欧州でも米国でも、為替レートの物価への影響は一時的と捉えている。これまでも何度も申し上げているが、為替の影響を除いてみること——完全に除去するのは難しいが——と、スティッキーな価格とフレキシブルな価格を分けられるのであればそれを分けてみた方が良いと思う。フレキシブルな価格としては、食料工業品や外食は円安の時にわりと上がりやすく、そうではないスティッキーなところがしっかりと2%に向けて近づいているかが重要で、色々なかたちで物価の基調に関しての分析を進めた方が良いと思う。

最後に、家計の場合、平均のインフレ率は1年後で3%、5年後で2%なので、元々非常に高い。元々非常に上方バイアスがある中で、今は、物価が高いと言っている人達が相当多い。その中で、9月の生活意識に関するアンケート調査では、現在の収入D Iは若干上がったが、1年後の収入D Iは下がっている。従って、収入がしっかりと上がっていくという実感があるうえで物価が上がっていかなければ、人々から反発を受けると思う。生活意識に関するアンケート調査だけではなく、他の物価関連の調査でも、昨年に比べて今年の方が今後の家計の消費支出を減らす割合が多くなっている。理由は、収入が減ると思っているからと言っている。このようなことを考えると、物価が上昇するだけではなく、家計の収入、物価観もみていく必要があると思う。

木内委員

先程、中曽副総裁から、国債買入れの持続性は市場環境次第という話が

あったが、まさにそのとおりだと思う。私も先程の発言の中でも言及した。なかなか物価上昇期待が出てこない場合には徐々に問題が表面化してくるという話だったが、それ以外に、市場環境の変化としてリスク回避的な動きが突然出てくることがあるというのは、先程指摘したとおりである。その場合には、問題が突如表面化してしまう可能性があり、買入れを続ける中で、そのような潜在的なリスクが、表面化するまでののりしろが小さくなっているという点は考えておくべきだと思う。買入れの限界点は誰にも分からないが、色々な試算が出ている。IMFは2017～2018年、国内の見通しではもう少し前倒しで限界が来ると言われているが、この試算では、市場環境の変化は前提にしていらないと思う。つまり、物価はどんどんと上昇していき、本行への国債売却のインセンティブが高まるという想定でも、金融不安のようなことが起きてリスク回避傾向が強まるという想定のもどちらでもない安定した状態を前提とした試算値であり、それはある意味遠い将来の話ではない。現状では、買入れは安定的に行われているが、当然政策は preemptive に実施していくものなので、市場関係者の多くが持続性に疑問を持っているという点も考えなくてはならないと思う。それが5年先ということであれば今の時点では忘れていても良いかもしれないが、多くの方は5年先のリスクではなくもっと近い時点のリスクだと考えているのではないかと思う。

#### 原田委員

木内委員のおっしゃるリスクの性質について確認させて頂きたい。期待インフレ率が上がる、あるいは実質成長率の上昇期待によって実質金利が上がるような状況であれば、当然買入額を減らすなど引締めの動きが必要があるので、それは問題ない。ただ、それ以外の要因によって金利が上昇した時に、買入オペができないような状況では困る、というのが木内委員のご意見という理解で良いのか。

木内委員

金利上昇のリスクと一言で言っても、そのバックグラウンド次第である。

原田委員

今、金利上昇の2つケースを申し上げたが、それ以外でタームプレミアムの上昇によって金利が上昇する場合についてはどうか。

木内委員

タームプレミアムの上昇による金利上昇は、景気や資産市場などに与える影響が大きいので、それを回避することが重要であり、それを引き起こす1つのリスクとして申し上げたのが国債買入れの限界ということである。それが突然意識されると、先行きの政策パスに対する期待が変化してタームプレミアム部分が跳ね上がってしまう可能性がある。詳しくは申し上げなかったが、例えば、先行きの実質短期金利、政策金利の期待をコントロールするのは簡単ではない。かつてのゼロ金利時にコミットメント、時間軸効果というものがあつたが、景気が強くなってインフレ率が上がってくれば結局約束も反故にされるだろうという時間的非整合性の問題があつた。タームプレミアムの部分が、先行きの資産買入れのパスに関する市場の見通しに影響を受けているのであれば、それに対してはよりコントロールが可能ではないか。例えば、減額はするが直ぐに残高を減らす意図はない、減額することによってむしろ買入れが突然困難になるというリスクを下げることができるというガイダンスを同時に行うことによって、タームプレミアムの上昇を抑えることができる。私が申し上げたのは、タームプレミアムの上昇を抑えることが重要であり、様々な工夫でそのリスクを軽減することは可能であるということである。

原田委員

よく理解できないが、タームプレミアムを下げるためには買入額を減らして、「あと幾らでも買うことができる」という余地を残した方が良いと

いう議論であれば、非常に弁証法的と言うか、トリッキーな議論だと思うが、この理解で宜しいか。

木内委員

私の減額提案には色々な背景があるが、そのうちの1つに、減額することによってむしろ買入れの持続性を高め、市場が持続性が高まったと捉えるとタームプレミアムは上昇しにくくなるのではないか、という考えがある。ただ、私の提案は、タームプレミアムの上昇を抑えることや国債買入れの限界を回避することだけを目的にしているのではなく、多様な要素を踏まえた総合判断の結果である。

原田委員

国債買入れを減額すれば当然金利は短期的に跳ね上がり、不況が長期化することによって長期的には金利が下がることが考えられるが、そのようなことは起きずに、減額すれば長期金利が下がるという理論がどこから出てくるのか。

木内委員

勿論、どうなるかは分からないが、タームプレミアムの上昇については、そのようなフォワードガイダンスによって比較的コントロールが可能ではないかと考えている。減額すれば金利が上がるということだが、勿論、上がるかもしれないがそれは分からない。ただ、減額することによって、買入れが一気に難しくなるというリスクを下げることができると、前回会合で申し上げた考え方、つまりタームプレミアムは現状の残高と将来の残高の予測値で決まるという考えに従うと、先行き従来考えていたよりも持続性が高まるということであれば、結果的にどうなるかは分からないが、それ自身はタームプレミアムを下げる要因である。

原田委員

よく分からないことに依拠して政策提言をすることは、私は、おかしいと思う。

木内委員

100%みえた状態で政策を行うことはないと思うので、私としては今申し上げたように考えている。

黒田議長

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

宮下財務副大臣

景気については、このところの雇用・所得環境の改善傾向が消費の改善や設備投資に期待していたほどのスピードでは結びついていない状況もみられるが、好循環は続いており、「緩やかな回復基調が続いている」との景気認識に変わりはない。これまで、経済再生に向けた「3本の矢」の政策を推進してきたことにより、経済の好循環が着実に回り始め、良好な経済状況を達しつつあるとみている。

財政については、平成28年度予算編成に向けての作業を進めているが、「経済・財政再生計画」の初年度の予算として相応しいものとなるよう努めていく。

また、政権として地方創生にも取り組んでいる。過日、私が訪問した徳島県神山町においては、高速インターネット網を活用し、古民家等を改修したオフィスに都会のIT企業を誘致することで、地元の景観を維持しつつ、地元経済の活性化や雇用の創出を図る取組みが進められていた。このように、各地域において様々な前向きの取組みが始まっており、この面でも成果が上がりつつあるのではないかと考えている。

先般、9月24日の自民党総裁再選後の記者会見において、総理は「ニッ

ポン「一億総活躍」プラン」を策定することとし、「希望を生み出す強い経済」、「夢をつむぐ子育て支援」、「安心につながる社会保障」を「新しい「3本の矢」」として示された。皆様ご承知のように、T P P協定について、厳しい交渉を経て、先日大筋合意に至ることができた。これも第1の矢である「希望を生み出す強い経済」に繋がるものと考えている。第2の矢である「夢をつむぐ子育て支援」については、希望出生率1.8の実現を目指し、多子世帯への重点支援などを進める。また、第3の矢である「安心につながる社会保障」については、「介護離職ゼロ」といった目標を掲げている。財務省としても、その実現に向けて全力で取り組んでいく所存である。

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

黒田議長

西村康稔内閣府副大臣願います。

西村内閣府副大臣

わが国の景気は、このところ一部に鈍い動きもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、雇用・所得環境の改善傾向が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかに回復していくことが期待される。ただし、米国の金融政策が正常化に向かう中、中国をはじめとするアジア新興国等の景気が下振れし、わが国の景気が下押しされるリスクがある。こうした中で、金融資本市場の変動が長期化した場合の影響に留意する必要がある。

8月の消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合、いわゆるコアでは前年比-0.1%と、28か月振りのマイナスとなったが、生鮮食品、石油製品、およびその他特殊要因を除く総合、いわゆるコアコアでは、前年比1.1%の上昇となっている。また、GDPデフレーターは上昇している。物価動向の判断に当たっては、こうしたことも含め総合的にみていくことが重要

だと考えられる。

本日、内閣改造が行われるが、アベノミクス第2ステージでは、「一億総活躍」社会を目指して「新・3本の矢」に取り組んでいく。アベノミクスによる成長の果実を国民一人ひとりの安心、将来の夢や希望に結びつけていく。このうち、第1の矢に「希望を生み出す強い経済」を掲げ、今後とも経済最優先で取り組んでいくことを総理は明言されている。新たな第1の矢は、これまでのアベノミクスの3本の矢をしっかりと推進することで、強い経済を目指すものである。政府としても、引き続き持続的な経済成長と財政健全化の実現に向け取り組んでいく。日本銀行には、引き続きデフレからの脱却に向け取り組まれることを期待する。

少子高齢化という日本社会の構造的な課題にしっかりと立ち向かうという観点から、第2の矢では「夢をつむぐ子育て支援」を掲げ、第3の矢では介護を理由に仕事を辞める人をゼロにするなど「安心につながる社会保障」の構築を掲げている。

T P Pについては、今回の閣僚会合において閣僚レベルの交渉を成功裡に終え、協定の大筋合意に至った。人口8億人、世界経済の4割近くを占めるかつてない規模の広大な経済圏が生まれ、新しい「アジア・太平洋の世紀」の幕開けとなる。成長著しいアジア・太平洋の活力を取り込み、地方も含めたわが国の経済成長に繋げるというアベノミクスの成長戦略の核となるものである。わが国は、粘り強くぎりぎりの交渉を行った結果、守るべきは守り攻めるべきは攻め、厳しい交渉の中でも国益に適う最善の結果を得ることができた。関税撤廃・削減だけではなく、知的財産の保護、通関手続きの簡素化、電子商取引の規律整備、政府調達市場の開放、不透明な外資規制の撤廃など、21世紀型の貿易・投資ルールが整備されることで、大企業だけではなく中小・中堅企業もアジア・太平洋地域のダイナミックな市場に繋がり、より一層活躍の場を広げていくことが可能となる。引き続き、関係国と協力し、速やかに署名できるよう尽力するとともに、T P Pが真にわが国の経済再生や地方創生に直結するものとなるよう、万全の施策を講じていく。



私は、先日、シンガポール、中東を訪問し、アベノミクス、成長戦略などの取組みの説明を行った。説明を受け、多くの投資家からは日本の改革の取組みに前向きな評価や日本の市場への期待が示された。政府としては、持続的な経済成長と財政健全化の実現に向け、成長戦略に盛り込んだ施策の実行・実現を強力に進めるとともに、「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において精力的に議論を行っているところである。

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

## VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、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方針について、前回までと同様の提案をしたいと思う。考え方は変わっていない。

黒田議長

それでは、執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員の議案を配付]

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

内田企画局長

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。議長案の金融市場調節および資産買入方針について、（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は、3.の企業の業況感の部分を付け加えているところが、前月との違いである。以上である。

黒田議長

ただ今説明のあった議案について、ご意見があればご発言頂きたい。ないようなので、最初に木内委員提出の金融市場調節および資産買入方針、次に議長提出の金融市場調節方針と資産買入方針、最後に木内委員案も含め対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11 時 36 分 政府からの出席者退室]

木内委員提出の金融市場調節および資産買入方針に関する議案の採決をお願いする。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

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します。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

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します。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁  
白井審議委員  
石田審議委員  
佐藤審議委員  
原田審議委員  
布野審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

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  
中曽副総裁  
白井審議委員  
石田審議委員  
佐藤審議委員  
原田審議委員

布野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

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の脚注の説明をする。従来同様、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場調節および資産買入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します。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁  
岩田副総裁  
中曽副総裁  
白井審議委員  
石田審議委員  
佐藤審議委員  
木内審議委員  
原田審議委員  
布野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

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 49 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（９月 14、15 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、９月 14、15 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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 13 日火曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。



## VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、10月30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00分である。

黒田議長

解禁時刻が12時00分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願います。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11時55分閉会)

以　　上