

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年10月30日（9:00～12:17）

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 坂井 学 財務副大臣  
内閣府 西川正郎 内閣府審議官

（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	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	中本浩信
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	飯島浩太

## I．開会

( 9 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、金融経済情勢に関する執行部報告、金融経済情勢および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の議案取りまとめ、採決、展望レポートの基本的見解の取りまとめ、採決、10 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。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは坂井学副大臣、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。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、この会議室にとどまって頂くようにしている。今回もそのような取扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

## 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おう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は、前回会合以降の変化点を中心に、手短に報告をお願いします。

### 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。金融調節については、図表１、マネタリーベースとバランスシート項目にあるとおり、私どもとしては、前回会合で決定された調節方針に沿って国債の買入れをはじめ、特段の支障なく市場調節を実施した。

図表３の短国買入オペ等で、国債買入れ以外の点について２つだけ申し上げておきたい。まずETFであるが、前回会合で、９月末にかけて買入れが早めに進んだと申し上げたが、１０月の買入れは結果的に１回にとどまっており、均してみると平均的なペースでの進捗となっている。一方、CPは、９月末にかけて期末要因から買入れが進みにくい状況にあったと、前回会合で申し上げたが、期明けの１０月は特段の支障なく買入れができしており、今月末の残高は調節方針どおり２.２兆円となる見込みである。ただ、CPの需給についてはタイトであり、今後のオペの状況には引き続き注意が必要と思っている。

図表４、（１）短期金利は、期末要因が剥落して無担コールレート（O/N）、GCレポレート（T/N）ともに０.１％程度、レポは昨日少し低めであったが、比較的安定的に推移している。（２）国庫短期証券の利回りは、ご覧頂いて分かるとおり、振れを伴いつつマイナスが続いている。これは、（３）円転コストでマイナスが続いていることを背景に海外投資家の需要が旺盛であることに加えて、最近では、複数の大手行が、プライマリーディーラー制度での落札義務を果たす観点から発行、入札時にこれまで控えていたマイナス金利での応札を行ったことも、何がしか影響していると考えている。

図表６は海外短期金利であるが、（１）米国のFF金先フォワードレートは、前回会合時と比べ直近は少し上昇しているが、これは一昨日のレートであり、昨夜のレートはここからさらに若干上昇している。その背景については、２８日のFOMCを受けて年内の利上げ可能性が再び意識され、昨日は、GDP統計が市場予想どおりであったが内容が悪くなかったことで、さらに幾分上昇したということである。年内利上げの可能性は、昨日

時点では5割程度まで上がっており、前回会合時点では3割であったので、幾分利上げ観測が高まった。ただ、年内利上げの可能性が6割であった9月FOMC前日のレートと比べると、低めであるし、先々の利上げのペースについても、当時に比べ緩やかとみられている。(2)のEONIAスワップ・フォワード・レートであるが、これについては22日のドラギECB総裁の記者会見を受けて、12月に付利引き下げを含めた追加緩和が行われるという観測が高まって、レートはさらに下方シフトしている。最後に、(3)の中国の政策金利についても、8月に続き緩和が実施され、このため金融政策面では、暫くの間は世界的に緩和的な環境が続くというのが市場の見方かと思う。

そのもとでの長期金利の動きである。図表8の海外長期金利、(2)のイールドカーブは、米国が幾分上方にシフトしている一方、ヨーロッパ、特にドイツは下方にシフトしており、金融政策の予想を反映した動きとなっている。

図表9の本邦長期金利は、(2)のイールドカーブが若干下がっている。海外勢を中心に本行の金融追加緩和観測が多少あり、とりわけ長めのゾーンについては、緩和手段として買入上限の長期化予想が相対的に多いということを反映してなのか、若干低下幅が大きめになっている。

図表13の株価については、(1)の主要国の株価あるいは(3)のエマージング諸国の株価とも、前回会合時点から反発している。こうした動きには、先程申し上げたとおり、金融面において暫くは世界的に緩和的な金融環境が続くという見方が広がったこと、加えて実体経済面でも、中国のGDPをはじめ世界的に経済指標が、強くはないが、それほど弱くもないというように受け止められたこと、そして米国企業の7～9月の決算はどうやら6～7割位が市場予想対比で上振れているようであり、世界経済に対する過度に悲観的な見方が幾分修正されたことも影響していると考えている。なお、この図表13の(2)株価のインプライド・ボラティリティは、段々下がってきているが、日本はやや高止まりしている。この点は、株式市場では、エコノミストの予想ほどではないが、日本の追加緩和を見

込む向きが相応にあり、本日の政策決定次第では上下双方向に振れ得るとみていることも、影響しているようである。

最後に、図表 16、為替レートである。(3) の名目実効為替レートは、この間の特徴として、ドルが通貨高になっている一方、ユーロは通貨安になっており、金融政策の思惑を反映した動きとなっている。そうしたもとで(1) のドル／円をご覧頂くと、ドルが上がっている中で、世界的なリスクセンチメントの改善もあり、幾分上昇しているという姿である。この為替に関して、図表 18 の通貨オプション、先物市場の(2) リスクリバーサル、すなわちオプション市場のコールとプットのプレミアムを比較したものであるが、ドル／円は少し上にいっており、ドル高警戒の方に少し傾いているということである。過去に比べて極端ではないが、ドル高方向の警戒が高まっているということは、その背景に、外国勢を中心に本行の追加緩和を見込んでポジションを造成する動きも、一部出ているということかと思う。

以上みたように、世界的にリスクセンチメントが改善し、株式市場を中心に落ち着く方向にあるようにみえるのは良い動きと思っている。ただ、世界経済の不確実性はなお小さくないということ、また、内外ともに金融政策に対する様々な思惑が高まっていることも、不安定要素として作用し得ると思うので、引き続き市場の動向を注意深くみていきたい。以上である。

黒田議長

それでは、金融調節、金融・為替市場動向について何か質問はあるか。

木内委員

説明にはなかったが、図表 5 のドル調達コストについて、3 か月物の円投ドル転コストが着実に、かなり上がってきているが、これは規制要因や日本の金融機関のドル需要が背景であるとする、一時的な要因というよりは結構構造的な要因なのではないかと思う。一方で、ドル資金供給ス

ワップで言うと  $OIS + 50bp$  の金利であり、3 か月物ではその水準を恒常的に上回ってきているというかたちになっていると思う。実際は、米ドル資金供給は1 週間が原則であり、1 週間物でみるとそうではないが、例えば1 週間で借りてロールするという動きが出やすい金利体系になってきていると思う。実際はそういう動きはあまりないのかもしれないが、米ドル資金供給というのは、そういうバックストップとしての機能なので、それが恒常的に利用されるようなことであれば宜しくはないと思う。この金利の水準では、そういうリスクは出てこないのか、今そういう動きがみられないのかということと、仮にそうではないとしても、元々そういう安易な利用をされないように高めの金利を設定してきたと思うが、環境が変わって高めだったはずの金利が全然高くないという状況になった時に、 $OIS + 50bp$  という金利の決め方で良いのかどうかという議論は出ていないのか。

前田金融市場局長

木内委員のおっしゃったとおりであると思う。図表5 でみると3 か月物は0.7%位に上がっているが、多分3 か月物で  $OIS + 50bp$  でぎりぎり同じ位の水準になっている。

木内委員

それでもやはり高いのではないか。

前田金融市場局長

若干高いかもしれない。今、木内委員がおっしゃったように、以前は3 か月物もあったが、今は1 週間物しか実施しておらず、1 週間物でみれば今0.3~0.4%であるマーケットレートの方がまだ低い。そういう意味で言うと、通常の場合はドル資金供給オペに対するニーズが高まるということとはあまりなく、図表5 のとおり期末にはかなり上がるので、期末には出てき得るものでもある。ただ、木内委員も指摘されたように、元々このオ

ペはバックストップということであり、金融機関の方もこれを前提に資金繰りを組んでいる訳でもないと思うので、期末についてもそれほど使われることはないというのが今の実情である。おっしゃるとおり、これが今後もっともっと上がっていった場合に、さらに使われ得るという可能性があるが、このレートについては、私どもが決めるものというよりは、基本的にF e dが決めるものであるので、私は現時点でそういう話が出ているとは認識していない。将来のレート次第では、場合によっては、そういう話がなされる可能性もなくはないと思う。

#### 白井委員

その関係でもう少し教えて頂きたい。ドル転コストに関して、前回会合でも似た質問をしたが、ユーロと円では若干円の方が高いが、 $\alpha$ の部分に大きな差があるようである。金利差で説明できない部分があり、円投ドル転コストの方がユーロとドルの関係よりもずっと高い。それがなぜかという、1つの考え方であるが、邦銀のドル調達の仕方が偏っているのかもしれないと思っている。欧州の場合はよく分からないが、C D、C P、あるいは米国で直接調達する方法はもっとあるのではないか。恐らく米国の金融機関がドルを出すのに慎重であるというのは、ユーロに対しても円に対しても同じであると思う。どうも、その違いがあるようで、 $\alpha$ の部分の差がある。先日、ドル投アジア通貨転コストの方も上がっているという説明を受けたが、資金調達手段が多様化していない邦銀は、アジアを含めての資金調達コストが高くなっているように見える。これについては、如何か。

#### 前田金融市場局長

前回もご質問頂いたと思うが、今、白井委員が指摘されたように、邦銀のドル調達において、このスワップマーケットというのは、それなりに重要な手段となっているために、レートが少し上がりやすいということがあ。恐らくそういうことも認識して、最近ではドル調達について多様な手

段を広げようとしていることかと思う。そのような取組みが、今後このスワップ市場をある程度抑制するものになるかどうかについては、注意深くみていきたいと思う。

石田委員

1 週間物のスワップについてであるが、12 月末は資金繰りに物凄く詰まる時がある。何行かの銀行が火傷をしたこともあり、資金繰りには従来から非常に注意をしている。今回のようにバックストップがあると、場合によっては、各行が少しずつ買ったとしても、合計の金額では非常に大きくなり、外からみるとプルーデンスの関係から議論を呼びかねないことになるかもしれない。従って、ここにはプルーデンス関係の人は出席していないが、予め何かのかたちで、少し warning を出しておいた方が良いかもしれない。杞憂かもしれないが、資金繰り上、あまり当てにしない方が良いのではないか。

雨宮理事

実はそういう話はしている。

前田金融市場局長

先日の金融調節に関する懇談会で、これを使ってはいけないという訳ではないが、ドルオペの趣旨について改めて説明したところである。勿論、いざという時は使って頂けるものではあるが、予めこれを資金調達計画に組み込むものでもない、とわれわれは認識していると説明している。

石田委員

それなら結構である。

## 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。結論から申し上げますと、前回会合以降の指標については、「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」という総括判断を変更する材料は見当たらなかった。

図表1の米国経済であるが、昨晚公表された（1）の第3四半期のGDP事前推計値は、前期比年率＋1.5％と第2四半期の＋3.9％から減速した。主因は在庫投資の減少である。それに加えて、（2）の純輸出もマイナス寄与に転じたことが、減速の主たる背景である。その一方で、引き続き国内民間最終需要は堅調に推移している。仮に、次の第4四半期の成長率が、現在多くの市場参加者が予想している＋2％台の前半という数字であれば、2015年通年の成長率は＋2.4％位になるという計算になる。成長の原動力である（3）個人消費は、第3四半期も増加を続けており、先般の10月FOMCの声明文でも「緩やかな伸び」から「solidでしっかりと伸び」と、表現が上方修正されたところである。一方で、ドル高と海外需要の伸び悩みに起因する製造業の不調は相変わらずであり、（5）設備投資は、確かに持ち直しつつあり底堅さは窺われるが、今一つ勢いは付いていないという状況かと思っている。10月FOMCの声明文では、グローバルな金融経済動向がもたらすリスクに関する言及が、一括して削除されたことが、市場では注目されたが、この間、よくみると全体のリスクについてはほぼ均衡しているという評価は、前回会合、今回会合も変わっていないことを踏まえると、あまり海外リスクに関するFedの見方がここでドラマチックに変わったとは理解しない方が良いのではないかな。

図表2の欧州経済であるが、（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

力である個人消費は、(2) 消費者心理にあるように、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、消費者コンフィデンスも、足もところそ緩やかに低下してはいるが、引き続き水準は高い。これを受けて、(3) 新車登録台数も、9月までのデータではあるが、一本調子で増加している。(4) の輸出も、データは7月若しくは8月までしかないが、実質、名目とも幾分増勢が鈍化してきている姿が窺われる。輸出受注PMIは、10月でも50を優に上回っているが、この指標はユーロ域内の貿易の強さを映じている面もあるため、最近のユーロの内需の強さが効いていることを考えると、多少割り引いて考える必要があり、今後、新興国経済減速の影響が徐々に目立ってくるのが心配される。

(5) の企業関連指標では、国内投資財出荷も緩やかな増加基調を続けていて、昨日出た製造業コンフィデンスが10月も改善を続けており、設備投資には持ち直しの動きがみられている。この間、(6) 物価(HICP)は、主にエネルギー価格下落の影響で、9月に6か月振りのマイナスを付けたが、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。ただ、先般22日の政策理事会においても、景気見通しの変化や金融市場、コモディティ市場の動向に端を発するリスクが、インフレ率の回復を一段と緩慢なものとする可能性が指摘され、多くの市場参加者が実質的に12月会合での追加的な緩和を示唆していると受け止めたような情報発信が行われたところである。

図表3、中国経済であるが、(1) の第3四半期のGDPは前年比+6.9%と幾分減速している。その内訳としては、(2) の産業別実質GDPにあるように、第2次産業の伸び低下を第3次産業の伸びの高まりがカバーするという構図になっている。(3) 内需関連指標をみると、実質小売売上高は引き続き安定して10%台の伸びを続けている。一方、固定資産投資は全体として前年比伸び率の鈍化傾向に歯止めがかかっていない。(4) 不動産関連指標にあるように、不動産市場の回復自身はかなり順調に続けており、新築住宅価格も販売面積もプラスが半年近く続いていることは心強いところである。先行きについても見方は変わっておらず、(5) の財

政支出をドライバーに、第4四半期はこの年末に向けて徐々に成長率を戻してくるという見方を、引き続き私どもは持っている。その一方で、金融政策面でも基準金利や預金準備率の引き下げが先般行われたが、当局の説明によると、デフインフレ傾向のもとで実質貸出金利の水準を維持する、あるいは資本フローが継続するもとで流動性の供給能力を予防的に強化するという意味であり、引き続き穏健な政策姿勢は変わっておらず、景気刺激の主役という位置付けではないように理解している。

図表4の中国を除く新興国経済であるが、(1)でIMFによる2015年成長率見通しの改訂の推移を改めて確認すると、ロシアを中心にCISは悪いなりに下げ止まった感じが出てきている一方で、ブラジルを中心にラ米は悪化に歯止めがかかった感じがしない。一方で、NIEs・ASEANは、水準こそ高いが、1年前から徐々に成長率見通しが切り下がってきている。その背景は、(2)の中国向けを中心とする輸出の不振、および内需の停滞があると思っている。ただ、(3)でNIEs・ASEANの7～8月までの生産をみると、ITのマイナス寄与が徐々に消えるかたちで生産全体も小幅のプラスに転じてきている。また、台湾のIT関連の輸出受注は、9月もそれなりに強かったことを踏まえると、短期的にはIT関連が端境期を過ぎて緩やかながらも持ち上がってくることが期待できると思っている。また、新興国経済に対する各国の内需刺激策という意味では、(4)の韓国は、GDP第3四半期が結構大きく反発しており、内訳をみると、MERSが一服したあと、減税による消費刺激が行われた、あるいは住宅関連の規制緩和で固定資産が伸びたといったことが寄与しているようである。このように、新興国も明確な回復の兆しはまだみえていないが、全体としては、底がみえないという感じは徐々に薄れてきている。ただその中で、(6)のブラジルは、経済情勢の厳しさを引き続き増しており、格下げの動きもみられている。比較的豊富な外貨準備などを踏まえると、対外収支が危機に陥るリスクは、まだそれほど大きくないと思っ

はいるが、政治体制が不安定化する中で財政改革でも思い切った手を打てず、インフレも高止まりしているので金融刺激策もとれず、当面はスタグ

フレーション的な状況の中で、財政収支の悪化に歯止めがかからないといった展開が少し心配されるところである。最後に図表 5 の国際金融市場であるが、先程前田金融市場局長から説明があったように、一頃の緊張感は幾分後退した感じがある。(4) で前回会合以降の新興国通貨の騰落率を示しているが、結構戻した先が多い中で、先程述べたブラジルあるいは南アフリカといった先の通貨が戻り切れなかったり、一段と下落しているというのは気になるところであり、こうした新興国市場経済のパフォーマンスがばらついている状況については、米国の利上げを巡る不確実性と併せて、今後国際金融市場が混乱するリスクとして、慎重に見守っていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

中国の外貨準備について、例の米国財務省の半期報告書で、7～9月の介入額の推計が2,300億ドルということであったが、中国人民銀行が出しているH A V E Rのデータでは1,300億ドル位であり、1,000億ドル位の差がある。そのため、市場への流動性の大きさを計るうえでも、オペがどれ位重要なのが分かりにくくなっている。今回初めて米国が独自の方法で7～9月の推計を、2,300億ドルという大きい数字を出し、非常に不透明な感じがするが、そこをどうみているか。それと、金融市場局の資料【追加】の図表 17、為替レート(2)でみると、中国の人民元はC N HとC N Yでまた乖離してきている。この乖離については、オフショア市場での介入もあって縮小し、1度は一致もしたが、その後C N Hすなわち香港市場で人民元安になってきており、また乖離が出てきている。この辺について、資料にはヘッジファンド等が売却しポジションを解消したと書いてあったが、それだけなのか。中国市場をよくみている市場の人からは、フォワードマーケットで相当介入しているようだという話を聞いている。まず

実態がよく分からず、金融政策との関わりでも分かりにくくなっている  
ので、国際局としては、それについてどう捉えているのかを教えて欲しい。  
2つ目であるが、そうはいうものの、前回も指摘したが、少なくともM2  
は一応目標を超えており、どの伸び率も名目GDPを取り敢えず超える位  
の伸びになってきているそうである。ただ、それが伸びているとしても、  
それは銀行ローンであるので、SOE向けが多いということである。そう  
すると、一頃は中小企業で大手の銀行にアクセスできなかったところは  
シャドバンクで資金調達していた訳であるが、そこが今どんどん縮小し  
ているとすると、受け皿としては、今どうなっているのか。中国の企業の  
資金調達が、今、大丈夫なのか、ということが2つ目の疑問である。3つ  
目に、中国で一頃株価ブームがあったが、今は債券ブームになっていると  
いう報道が最近あった。それで、今は国債も相当価格が上がっているよう  
であるが、社債がもっと上がっており、スプレッドがタイト化しているよ  
うである。社債の発行が凄く増えているが、既に企業のレバレッジが高い  
ので、それに輪をかけてデットを増やすことは良くないのではないかとい  
う論調があるが、それについてどうお考えか。

#### 長井国際局長

中国の外貨準備がどの位減少しているのかは、私どもも実態は必ずしも  
分からないところがあり、この辺りのデータをきちんと拡充して透明性を  
高めることが、彼等の国際金融市場でのクレディビリティを高めるという  
意味では必須だろうと思っているが、ご指摘のようなアメリカの推計と彼  
等のデータの乖離の問題もそうである。どうも中国の外貨準備は、当局と  
してそのままプレーンにアメリカで米国債を持っているというよりも、投  
資公司のようなところに委託して、例えばその残高がベルギーに存在し、  
その国債保有が妙に減っている、といったこともあるようで、そうした  
動きを全部合わせてどう判断すべきかについて、色々な思惑が生じている。  
特に足もとでは、アメリカにおける中国の米国債保有はあまり変わってい  
ないが、ベルギーの米国債保有は結構減っており、この減り方は今申し上

げたようなことが起きているのではないかと思っている。いずれにせよ、人民元については、皆、非常に神経質になっているので、その辺りの外貨準備のデータの透明性というのは、彼等も意識しているが、われわれもその必要性を色々な場で言っていくべきであると思っている。人民元のオン・オフの乖離は1回閉じたが、先日の利下げ辺りからまた開いた感じがあった。閉じた時には、それこそロンドン市場とかで結構大幅に介入をするなど、裁定機会を潰すかたちで、オフショアで勝手に思惑でレート形成ができないように、オン市場を皆追随するように、ということで行ったが、市場はなかなかとめられないところがあり、具体的にヘッジファンドかどうか分からないが、色々な思惑が動いているようである。取り敢えず、またここで為替の方向の期待が安定していく中で、またオフショアでかなりの介入をして裁定機会を潰し、こういうことをやっても無駄だということを、当局としては示していくということだと思うが、市場の機能はなかなかとめられないので、今後、こういうことが繰り返される可能性はあると思っている。

2番目のマネーについては、銀行貸出自身は国有大企業に行きがちであるのはあまり変わっておらず、何回かこの場でも申し上げたが、当局自身は、例えば預金準備率を下げる時も、「三農」という農業関係や、小企業に行く場合はより favorable な下げをするなど、かなり紐付けをする緩和措置をとっている。銀行も努力はしているが、そう簡単に、リスク審査をして小さいローンの供与に動くとは思えず、緩やかにしか動いていないのではないかと思っている。そこは、むしろ保証制度を整備するといった努力も別途行われているので、その辺りの政策効果を待っているところだろう。このマネーの関連では、白井委員ご指摘のとおり、銀行貸出は、伸びてはいるが、そうは言っても大体は国有企業に行ってしまうし、不採算な国有大企業といったところに銀行の貸出をどんどん助長させて不良債権を増やして良いのかという懸念は、一方であると思う。彼等は大きな銀行も抱えているし、銀行監督がきちんとしていることをアピールしてきている。一方で、資金供給をとめると安定成長が崩れてしまう。社会融資総量

の動きなどをみると、一番伸びてきているのは、銀行貸出と社債であるが、結局これは、融資平台のようなところが出しているものも含めて、民間っぽい国有大企業——純粋な民間企業はほとんどないが——も社債を結構出しており、その発行基準をどんどん緩和して、当面の金融面でのクランチを避けているということだと思う。これ自身が、3番目のご質問である株の次の運用対象としての債券ブームを呼んでおり、このブームが過ぎたあとの反動を心配する声が出ているということは、白井委員がおっしゃるとおりだと思う。ただ、ここまでスプレッドが潰れてしまうと、株は駄目、銀行貸出もそう出せないとなかなか辛いので、ここは当局もかなり気を遣っているところである。唯一の安心材料としては、海外の投資家が社債で物凄くポジションを取ることをあまりしていないので、急に彼等が引いてしまって市場がクラッシュするようなことはないと思われることだ。社債の投資家についても、金利がクレジットをきちんと反映しているかという点と決してそうではなく、中途半端な金利で、銀行あるいはかなり公的な性格を帯びたようなファンドが買っているという意味で、心配ではあるが、急に崩れるリスクはあまりないのだろうとは思っている。ただ、先程申し上げたように、銀行のバランスシートにあまり信用リスクが溜まらない中で、バランスシートのもたらす信用リスクが社債市場に溜まっていくリスクはあるかもしれないと思っており、ここは私どもも注意してみているところである。

#### 木内委員

2点質問があり、1点目は今の話との関連で中国の金融政策、2点目は世界経済全体の見方である。1点目の金融政策については、週末に金融緩和策があったが、貸出・預金基準金利の引き下げと預金準備率の引き下げを同時に実施し、景気対策としては両方とも景気刺激策であるが、短期金融市場の需給への影響からすると、必ずしも整合的ではない可能性がある。つまり、預金準備率の引き下げは流動性供給であるが、金利引き下げについては、もしそれが人民元安、または海外への資金流出を促してしまった

場合には、介入を通じてむしろ資金逼迫になるので、それ自体のリスクが高いのであれば、整合的でない政策をしているようにもみえる。実際こういう政策判断をしたということは、先程の話とも関係するが、少なくともその時点では、人民元の安定にかなり自信を深めていたということなのだろうか。また、緩和直後に人民元の S D R 採用が有力になったというニュースが出たが、それ自身は人民元安リスクを減らす要因だとは思いますが、ある意味そこも踏まえて、こういう政策をこのタイミングで打ったのかどうか。

2 点目は、もっと漠然とした世界経済全体の見方である。製造業が弱くて非製造業がしっかりしているというコントラストが、欧米、日本、それから中国などでもみられており、幅広く世界共通の特徴になっている。製造業が総じて弱いというのは、貿易を通じて連動性が強いので当たり前であるが、非製造業がなぜ強いのかというと——それが持続的かどうか、まさに世界経済の先行きを左右すると思うが——、非製造業がどの国でも総じてしっかりしている背景は、やはり需要サイドで消費が比較的強い一方、製造業が弱いのは企業の需要が弱いため、そこにコントラストの源泉があるということで良いのかどうか。もしそうだとすると、消費が世界全体として、今の局面で比較的しっかりしている共通の背景は何なのかということを見ると、1 つは景気回復が非常に長期化し、その結果として労働需給も概して改善しており、国によってばらつきがあるとはいえ、雇用・所得環境が総じて良い。欧州などでは、労働分配率も多分上がっている。そうしたことが、企業にとってはやや逆風でも、個人にとっては良い環境の背景の 1 つとしてあるのだろう。もう 1 つは、これも国によって勿論違いはあると思うが、エネルギー価格下落の影響が、企業にとってはマイナスで個人にとってはプラスになりやすい。3 番目は、金融緩和状態の効果の現れ方が、企業よりも家計の方が強く現れる。こういった点は、もしかしたら共通の要因としてあり得るのではないかと思うが、それで良いのか、あるいは他に何かあるのか。コントラストを説明するような背景があり、しかもその結果として非製造業の堅調は比較的持続的だという見

通しが持てるのかどうか、教えて欲しい。

長井国際局長

1 点目の緩和策については、特に人民元の期待の変化を通じてという面は確かにあると思う。先程の白井委員へのお答えでも申し上げたオンとオフの乖離のようなものは、これを契機に始まったようであり、一旦均衡した人民元の先行きに対する期待について——均衡しているからこそ緩和を実施したのだろうが——、また少し均衡した状況が変わってしまったので、緩和しながら調整している面があるのではないかと思っている。貸出基準金利などを下げることは、内外金利差の裁定という話ではなく、むしろインターバンク金利が重要なのだろうということと、貸出基準金利を下げてても実際の実効金利は、皆、なかなか下げないので、それほど効かないのだろうと思う。むしろ、今後こうしたもとでインターバンク金利をどのように操作していくのかは、内外の金利差、為替の変動という意味では重要だろうと思っている。

木内委員

預金基準金利も下げている。

長井国際局長

そうである。

木内委員

それも多少内外の資金フローに影響するのか。

長井国際局長

そういう面はある。それを踏まえてインターバンクということだと思う。SDR採用との前後関係については、あまり関係ないだろうと思うが、むしろ5中全会の前に金利を下げ、さらに預金金利の上限撤廃もしており、

5 中全会をかなり意識したタイミングではなかったかと思っている。

2 点目の世界経済であるが、製造業と非製造業については、木内委員が指摘された 3 点以上にあまり思いつかないが、1 つだけ追加すると、設備投資が非常に伸びず不確実性がある中で、企業が設備投資に hesitate している間に、その分雇用することで家計の方により所得が流れる——労働分配率の上昇とおっしゃったが——といった傾向はあるのではないかと考えている。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

次に、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【追加－1】、および今配付した【追加－2】で説明させて頂く。まず【追加－1】で、昨日までの主要な指標を抑えたいと思う。図表 1 の輸出入関連は、実質輸出の 9 月は前月比＋1.9%であるが、7～9 月では前期比＋0.2%と、横ばい圏内の動きである。図表 3 の実質輸出の内訳であるが、（1）地域別は大きく変わっていないが、（2）財別で、第 3 四半期の自動車関連が前期比＋2.6%とプラスに転化している。米国や欧州向けの自動車が堅調ということである。その一方で、新興国経済減速の影響もあり、例えば中間財では第 2 四半期、第 3 四半期ともマイナス、情報関連も 3 四半期連続のマイナス、資本財・部品も第 3 四半期は－0.0%であるが 3 四半期連続のマイナスと、弱めの動きとなっている。ただ、9 月単月でみると、情報関連が前月比＋7.7%である。これは、新型 iPhone の部品が出たためであり、中国向けであるので、（1）の地域別をみると 9 月の中国向けの輸出は前月比＋4.4%とプラスに転じている。

これを受けて、図表 5、生産であるが、9 月は前月比＋1.0%となった。7～9 月では前期比－1.3%であり、4～6 月に続いて 1%強のマイナスが続いたかたちになっている。9 月がプラスに転じた 1 番の理由は電子部

品・デバイスであり、これは先程申し上げた iPhone 関連の部品が生産面でも出ているということである。その他では、化学があるが、化粧品が生産でしっかりした動きになっており、これはインバウンド消費の盛り上がりなどを反映したものと思われる。先行きの生産は、10 月、11 月の予測指数の動きを確認すると、10 月が前月比+4.1%、11 月が-0.3%である。12 月も 11 月と変わらない水準と仮定して 10~12 月の計算をすると、脚注 2 にあるとおりの前期比+4.2%という数字になる。これがどういう数字かというと、図表 6、(2) の業種別寄与度グラフで予測指数をみると、諸々増えてこの+4.2%という数字になりそうということである。ただ、この内訳は、堅めのものも、若干クエスチョンというものもある。具体的には、例えば輸送機械については、先程申し上げたように自動車輸出が堅調であるとか、新型自動車の国内生産回帰の動きがあるといった話も聞かえているので、比較的しっかりしているということではないかと思う。また、電子部品・デバイスについては、新型 iPhone の話がある。ただ、それ以外は、はん用・生産用・業務用機械や、その他電気機械などもプラスに寄与しているが、この辺りは実績ベースでは下方修正の動きが続いているので、本当にこのとおりに出るかどうかは、若干割り引いてみるべきではないかと思っている。こうしたことから、10~12 月の生産が 4%近く的大幅増になるとまでは思っていないが、さは然りながらプラスに復するのは確実ということではないかと考えている。

以上が昨日までの指標であり、今朝出た指標を資料-4（参考計表）【追加-2】でご覧頂きたい。図表 1 の個人消費関連では、家計調査が今朝出た。振れの大きい統計なので単月より四半期をご覧頂きたい。消費水準指数（実質・除く住居等）は GDP に使われる系列に近いということだが、7~9 月の前期比は+0.6%と 4~6 月マイナスのあとプラスに転化している。似たような姿は商業動態統計の小売業販売額（実質）にあり、同じように前期比+0.6%と 4~6 月のマイナスからプラスになっている。こうしたことから、4~6 月に天候要因等でマイナスになった個人消費が、7~9 月にはプラスに転じて底堅い動きを続けているということではな

いかと推測できる。因みに 10 月入り後も、マイクロヒアリングでは、小売業の販売については、インバウンド観光客の客足にも変化は特にみられず、しっかりした動きが続いていると聞いている。

続いて図表 2 の雇用関連は、職業安定業務統計と労働力調査の新しい数字が今朝方出た。まず、職業安定業務統計の有効求人倍率は、9 月は 1.24 倍と先月からさらに上昇している。新規求人倍率は、1.86 倍となっている。労働力調査では、完全失業率は 3.4%と引き続き低い水準であるし、雇用者数は前年比+0.9%と引き続き堅調な伸びを続けている。こうしたことから、労働市場のタイト化の動きも変わっていないということかと思う。

最後に図表 3、C P I 関連である。全国 C P I 総合は 9 月 0.0%と横ばいである。除く生鮮は-0.1%と先月に続いて若干のマイナスとなった。除く生鮮・エネルギーは+1.2%であり、先月の+1.1%から 0.1%ポイント上昇率を高めている。内訳をご覧頂くと、それほど大きく姿は変わっていないが、例えば財では-0.1%と相変わらずマイナスである。石油製品等がここで効いているということである。ただ、一方で耐久消費財がテレビでやや上昇していることもあり、マイナス幅を若干縮めたかたちになっている。一般サービスは、相変わらず家賃がマイナスに効いているが、宿泊料や外食等がプラスに寄与して+0.5%、公共料金は電気代等がマイナスに寄与して-1.6%という姿になっている。東京の 10 月も併せてご確認頂くと、除く生鮮は-0.2%で 9 月と変わらず、除く生鮮・エネルギーは+0.7%と、9 月の+0.9%から 0.2%ポイント伸び率を縮めている。これは、諸々のものが寄与しているようにみえるが、主だったものを上げると、1 つは、東京については、昨年の火災保険や自動車保険の引き上げの裏が出たということがある。その他には外国パック旅行や、携帯電話では新型 iPhone が 9 月に発売された時に引き下げの動きがあり、それが 10 月から反映されたというものがある。そういったものが諸々効いて、除く食料・エネルギーで+0.4%という数字になったと考えている。本日配付した資料には間に合わなかったが、他の物価指標、例えば 10%刈込平均

や上昇・下落品目については、全国なので9月までになるが、改善傾向が続いているという姿に変化はない。

以上をまとめると、輸出・生産面では、中国をはじめとした新興国経済減速の影響を足もとも受けていると思うが、当初見込まれていたように、iPhone 関連の部品や自動車といったところでしっかりとした動きがみられるので、10～12月の生産はプラス転化が見込まれる。私どもとしては、こうしたことも含めて横ばい圏内という基調判断をしていた訳だが、そうした基調判断に整合的な数字になっている。その一方で、物価の基調の方は、改善傾向に特に大きな変化は窺えないということかと思っている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

佐藤委員

3点ある、輸出と設備投資と物価について、それぞれ質問したい。まず輸出についてであるが、7～9月期をみると、実質と数量がずいぶん乖離している。4～6月期に関しては実質輸出、輸出数量とも前期比減少であり、減少率もほぼ同程度であったが、7～9月期は実質の方がほぼ横ばいで数量の方は大きく減っている。輸出数量の方は生産統計とほぼパラレルに動いているという印象があるので違和感はないが、実質輸出がこの生産の動きと少し違ってきているので、この背景について教えて欲しい。1つ考えられるのは、付加価値率が変わってきたということがあると思うが、4～6月から7～9月にかけて急に高付加価値化が進んだのかというと、そう考えるのは少し不自然だと思うので、その辺りを教えて欲しい。

設備投資に関して、資本財出荷あるいは資本財総供給等をみると、引き続き足取りが鈍く、7～9月期も例えば資本財総供給でみると前期比でフラットなので、高水準の計画が維持されているわりには実際の出方はスローであるということかと思う。先般の支店長会議で、何人かの支店長か

ら、そういった設備投資の足取りの鈍さについては供給制約も影響しているのではないかといった指摘があった。例えば、建設業で労働力が不足しており、工場を作ろうという計画はあっても、なかなか実行が追いつかないといったような供給制約で、ボトルネックに直面しているといった話がある。ミクロレベルでは確かにそういった話はあるそうではあるが、マクロでも果たしてそういうことが言えるのかどうか。そういった供給制約が本当に設備投資の制約になっているのかどうか。

3点目は物価である。除く生鮮・エネルギーが、東京都区部で10月が+0.7%と9月の+0.9%から伸び率としては若干減速しており、その要因が火災保険や自動車保険、あるいは携帯電話の通話料金であれば全国と共通項目であるので、これらは全国の10月にも影響してくるのか。

#### 関根調査統計局長

手短に申し上げますと、まず輸出について、実質輸出と輸出数量の差はご指摘のように付加価値によるものと思っており、具体的には電子部品が大きく寄与している。電子部品が増えているということは、数量ベースではあまり伸びないが、今回はiPhone関連という付加価値が非常に高いものであるので、デフレーターが非常に下がっており、実際に数量と実質の坂を分解してみるとデフレーター要因が効いているという姿を私どもも確認している。因みに、実は生産統計もデフレーターを使っているので整合的になっている。

設備投資については、建設労働者の不足がボトルネックになっているのではないかということであるが、確かにご指摘のようにミクロの話では聞こえてきているし、マクロでも全く影響がないと申し上げるのは少し難しいかと思っている。一方で、機械受注などの動きをみると、実際足もとは少し落ちているので、受注残が積み上がっているという話もあるが、完全にその全てが建設労働者の話だけでも説明できず、取り敢えず様子見しているところも少しはあるだろうと考えている。

最後に物価であるが、全てが共通品目だという訳ではない。特に保険料

については、東京と全国では違っており、昨年の動きをみても 9 月から 10 月にかけては、除く食料・エネルギーで、東京は 0.1%ポイント上がったが、全国では逆に 0.1%ポイント下がっている。これは恐らく保険料の効き方が違ったということであり、全てが全て共通ではない。いずれにせよ、今朝出たばかりの数字なので、もう少し詳しく分析して、10 月の数字の感触を詰めていきたい。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは次に、金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

資料－5（参考計表）に沿ってご説明する。図表 1 の家計のインフレ予想は、(2) の消費動向調査だけ新しい数字が出ており、足もと 9 月は若干ピックアップしている。ただ、大きく言えば横ばいということで傾向は変わっていない。図表 3、(2) E S P フォーキャストは、10 月調査が出ており、2015 年度が +0.17%、2016 年度が +1.01%、2017 年度が消費税率引き上げの影響を除くベースで +1.21% と、2015 年度と 2016 年度はあまり変わらず、2017 年度は若干低下している。すなわち、民間の見通しは 2015 年度から 0.2、1.0、1.2 という位の数字になっているということである。(3) コンセンサス・フォーキャストは長いところが出ており、例えば 6～10 年後の平均は前回 7 月が +1.5%、今回が +1.4% と 0.1%ポイント程度下がっており、長めのところも足もと少し弱めになっている。(4) の E S P フォーキャスト長期予想は 12 月に出るので、この辺りの動きも注目したい。

図表 4、(3) B E I は、前回と今回で変わらず +0.82% である。因みに、米国と英国は少し下がっているが、欧州は 9 bp 位上がっており、恐らくドラギ総裁発言が影響しているのではないかと思う。

図表 11 は資金調達環境であるが、民間部門総資金調達は、9 月は

+1.3%で8月から変わらない。銀行・信金・外銀計が+1.6%から+1.7%であり、貸出が若干増えている。一方で、CPと社債がマイナスとなっているので、全体としてみれば資金調達環境が変わらない中で、少し社債から銀行貸出へのシフトがみられている。これまでの傾向どおりである。国内公募社債の発行額をみても、8月、9月、10月と3,000億円程度になっており、いつもは5,000億円程度であるので、社債は貸出に若干食われている感じがする。図表16に、ローンサーベイ、主要銀行貸出動向アンケート調査が出ているが、季調済みの計数をみると、大企業向けが6%ポイントから3%ポイント、中小企業向けが4%ポイントから5%ポイントとなっており、増加超であることには変わりないが、増加超幅が大企業で少し下がっている。これは、製造業の方で資金繰りが改善したという回答があるので、そういう影響かと思う。悪い話ではない。中小企業は、状況は変わっていない。全体としてみれば増加超であるので、企業向けを均してみれば増加基調は続いていると思う。個人向けについては、同じく季調済みが7%ポイントから1%ポイントとなっている。個人向けの方は住宅ローンであるが、需要の増加ピッチが少し落ちている感じがする。これは、首都圏を中心に住宅価格が上がっていることで、住宅ローンのペースが少し下がっていると言われている。同じローンサーベイの貸出運営スタンスは、大企業向けが3%ポイントから2%ポイント、中小企業向けが15%ポイントから13%ポイントと、積極化超であるが、積極化超幅がやや縮小している。これは積極化か慎重化かという、いわゆる方向を聞いているので、積極化姿勢は維持されているということで宜しいかと思う。

最後に、図表19のマネーストックをみると、M2は+4.2%から+3.8%と増加ペースが若干下がっている。貸出の感じは変わっていないので全体の流れとしては変わらないが、今回、株が下がった局面で、個人中心にいわゆるマネーホルダーが押し目買いをしたと言われており、預金からのシフトアップがあったという話を聞いている。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

木内委員

図表 13、(2) の企業向け貸出の内訳で、資金使途別という、いつもはあまり注目しない統計があるが、これで見ると設備投資の伸びが結構高く、実際のマクロ経済の動きとはやや違うのではないかという印象があるが、一方で、資料－5 では「資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加している」という判断になっている。この統計をみると、運転資金というよりは設備投資が伸びているので、食い違っているような感じがする。この統計自体が、銀行が貸出する際に設備投資向けかその他かという、ある意味凄くいい加減な分類であるので、信用できないということで良いのか。その「運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加」というのは、これには基づいておらず、ヒアリングベースでの判断だということなのか。

内田企画局長

おっしゃるように、相手に聞いているのでそういう面はあるが、むしろ設備投資が伸びているのは、1 つはやはり不動産向けだと思われる。それから、M&A がどちらに分類されることもある。当然、設備投資向けに分類されているところも多いと思うので、M&A が増えていること、それから不動産向けが東京、地方を問わず増えていること、この 2 つが影響しているのではないかと思う。設備投資を全くしていないということではない傍証にもなろうかと思う。

### Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

それでは、これから、金融経済情勢および当面の金融政策運営の討議に移る。執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を用意

して頂きたい。

[事務局より展望レポート案を配付]

それでは展望レポートの案について、執行部から説明をお願いします。

内田企画局長

10 頁の（参考）をご覧頂きたい。政策委員の大勢見通しについて中央値を申し上げる。実質GDPは、2015 年度+1.2%、2016 年度+1.4%、2017 年度+0.3%となっている。前回7月時点と比べると、2015 年度が0.5の下振れ、2016 年度が0.1の下振れ、2017 年度は0.1の上振れとなっている。これまでは0.5の時は、「幾分」を付けたり付けなかったりしているが、下振れという判断をしてきている。今回はテクニカルな要因等はなく、むしろ輸出、個人消費といった弱いところがはっきりしているので、後程説明する案では「幾分」を付けずに下振れとしている。続いてCPIである。2015 年度から順番に+0.1%、+1.4%、+1.8%となっており、前回7月時点対比 2015 年度が0.6の下振れ、2016 年度が0.5の下振れ、2017 年度は変わっていない。2015 年度、2016 年度については、CPIの場合は0.5、0.6では「幾分」を付けたことはないので、下振れという評価になると思う。政策委員の見通し分布チャートをみて頂くと、(2)のCPIの方はやはり下に厚い感じになっている。(1)のGDPはそれほど偏りが無いように見えるが、この点は、時系列での比較が可能になるように、今回先行的に政策委員の経済・物価見通しとリスク評価、いわゆるドットチャート——皆さんに出して頂いたそれぞれの委員のリスク評価——を掲載させて頂いており、▼が下振れリスクが大きいという判断、△が上振れリスクが大きいという判断、○が均衡しているということである。(1) 実質GDP、(2) CPIともに、▼が目立つということなので、委員方全体のご判断としては、やはり下振れリスクが大きいという判断になっているかと思う。

以上を前提として、まず2頁、成長率である。2017年度については、「消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される」という評価にしている。4頁でも、2017年度について同じ評価をしている。7月の中間評価との比較だが、「2015年度について、新興国経済の減速を背景とした輸出の落ちつきや天候不順の影響などによる個人消費の鈍さから下振れているものの、2016年度と2017年度については概ね不変である」という表現にしている。

続いて物価である。6頁の消費者物価の部分であるが、「当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度後半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる」ということなので、2%程度に達する時期を「2016年度後半頃」としている。7月との比較では、「2015年度と2016年度については、原油価格下落の影響などから下振れているものの、2017年度については概ね不変である」としている。

金融政策運営について、第1の柱の部分は、今の内容をそのまま受けたかたちで「わが国経済は、2016年度後半頃に2%程度の物価上昇率を実現し」としている。また、9頁の金融政策運営の部分は、毎回の決定会合後の公表文と全く同じ表現を入れており、前回展望レポートとも同じである。以上である。

黒田議長

今の執行部の説明に対し、ご質問があればどうぞ。なければ、今から10分程度コーヒーストップを取りたいと思う。再開は10時22分で行います。

(10 時 12 分中断、10 時 22 分再開)

#### IV. 金融経済情勢および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。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価、および次回決定会合までの金融政策運営について、1 ラウンドで1 人7 分程度を目途に発言をお願いします。まず、木内委員からお願いします。

木内委員

まず、国内経済・物価動向と展望レポートについて申し上げる。国内経済は冴えない動きを続けているが、成長ペースのトレンドは、潜在成長率から大きく乖離していないと思う。当面の主な下方リスクは海外需要の動向で、それが明確に悪化すれば比較的軽微な景気後退に陥る可能性も否定はできないが、実質輸出がなお横ばい基調を維持していることなどから、景気後退は現時点ではメインシナリオではない。こうしたことから、成長率については、展望レポートの予測期間中、基調としては現時点で0 %台前半から半ば程度と推定される潜在成長率に概ね見合ったペースでの成長が維持されることをメインシナリオと考えている。次に物価動向についてであるが、足もと、食料・エネルギーを除く消費者物価は、自身の予想をやや上回るペースで上昇率を高めているが、継続する賃金上昇率の低さ、景気下振れ、円安効果の一巡、川上の企業物価の大幅下落などの影響を踏まえると、この加速傾向は長くは続かないとみている。他方、概ね潜在成長率に見合ったペースでの安定成長と概ね中立的な需給ギャップが維持されるもとでは、大幅に低下する可能性も限られ、基調的な物価は、比較的安定した状況が予測期間中、継続するものと考えている。

そのうえで、展望レポートにおける私自身の見通しについてであるが、成長率については主に足もとの景気の足踏み傾向を受けて、物価上昇率については主に足もとの原油価格と先行きの想定の変化を踏まえて、2015

年度、2016 年度を中心にそれぞれ前回から下方修正した。しかし、従来から慎重な見通しを維持してきたこともあり、委員会の中心的な見通しである中央値と比べれば小幅な下方修正である。また、基本的見解については、従来どおり、先行きの物価上昇率の見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営方針の3か所について、修正文案を提出したいと思う。先行きの物価上昇率および中長期の予想物価上昇率の見通しについて、中心的な見通しよりもかなり慎重にみていることが背景である。

次に金融政策についてであるが、今述べた今後の金融政策運営方針に加え、次回会合までの金融市場調節および資産買入れ方針についても、前回までと同様の対案を後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効果が明確に逡減する一方、流動性や価格発見機能の低下など国債市場の歪みとその波及効果、国債購入の限界やそれが意識された場合のタームプレミアム上昇の可能性、正常化の過程での本行の自己資本毀損や国民負担発生等といった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引き続き考えている。

さて、経済・物価が足もとで下振れる中、金融市場では追加緩和観測が強まっている状況である。こうした観測は、経済・物価および金融環境の短期的な変動に併せて政策を微調整する、伝統的な金融政策のもとでの運営手法の発想に基づいている面があると感じている。しかし量的・質的金融緩和は緩和方向しかない特殊な政策手法であり、金利政策のように柔軟に政策修正ができず、また正常化に相当の時間を要するという特徴があることから、より中長期の効果と副作用の比較衡量に基づいて判断すべきと考えている。私自身は、今までの主張に照らせば明らかであるが、量的・質的金融緩和の拡大策には賛成できない。しかし、従来から申し上げているように、経済・金融市場の安定が著しく損なわれるような非常事態には、量的・質的金融緩和のマネタリーベース年間増加ペースの目標にかかわらず、潤沢な円資金、外貨資金の供給を一時的に実施するなど、量的・質的金融緩和の拡大とは異なる追加的措置の検討の余地はあると考えている。

現在金融市場で見込まれている追加緩和策の多くは、「量的・質的金融緩和」の拡大措置ではあるが、その中に付利金利引き下げという別種の選択肢も含まれているので、その妥当性について私自身の考えを改めてここで整理したいと思う。まず、ゼロ金利制約を前提に現在の非伝統的政策が採用された経緯に照らせば、付利金利を下げていくことに相応の問題があることは明らかである。従来から、銀行収益の悪化、金融市場の機能低下などの問題点が度々指摘されてきた。しかし、それらは量的・質的金融緩和のもとでも既に生じている問題である。より重要なのは、付利金利を下げることによって、金融機関が本行に国債を売却するインセンティブが低下し、国債購入策の安定性や持続性が損なわれてしまうリスクである。この措置により、本行の国債購入が限界に達する時期が早まるリスクが市場で意識されれば、それは国債のタームプレミアム上昇に繋がり、実体経済に逆に悪影響を与えてしまう可能性もあると思う。

金融市場で付利金利引き下げ観測が依然根強い背景には、欧州各国でのマイナス金利導入があると思う。特にユーロ圏では、マイナス金利と巨額の資産買取策が現時点では両立しているため、日本でも同様の議論もある。しかし、両者の間には大きな環境の違いがあり、欧州での経験を単純に日本に当てはめることはできない。第1に、欧州各国でのマイナス金利導入は自国通貨高回避の目的という色彩が強かったこと、第2に、ユーロ圏では、資産買取策を開始してからまだ間もないこと、また、付利金利は超過準備と預金ファシリティに適用されているが、資産買取りが進み預金全体に占める両者の比率が高まる中、平均金利は低下してマイナス金利が徐々に強化される途上に今もあり、その効果はまだ見極められていないこと、第3に、日本とは異なり、ユーロ圏では当預先、付利先以外の金融機関からの国債購入の比率がかなり高く、付利金利引き下げに伴う中銀の国債購入の困難化度合いに違いがあると考えられること、などに留意する必要がある。

さらに、マイナス金利による負担が、現金の輸送・保有コストを上回り、金融機関あるいはその顧客が現金保有傾向を強める、あるいは金融機関が

預金者、与信先にマイナス金利のコストを本格的に転嫁すれば、マイナス金利の経済効果は相殺されてしまう点も踏まえると、技術的には可能でも事実上の引き下げ余地は然程大きくはないと考えられる。この点で、非伝統的な資産買取策から、再び伝統的な金利誘導策に政策の枠組みを変更させるとの発想は正しくないと思う。従って、金利引き下げ措置については、既にみてきたような多くの問題点を踏まえて、かなり慎重に議論すべきテーマであると考えている。

しかし一方で、私自身が何度も指摘してきた金融緩和の副作用は、資産買取策に由来する部分が大きいため、その分、金利引き下げは相対的には容認できる側面があることも否定はできない。付利金利引き下げは貸出増加支援オペの活用を促すことを通じ、貸出の増加や長い目でみて銀行の収益にプラスに働く側面もある。さらに、量的・質的金融緩和のもとで、政策効果の源泉と考えられるタームプレミアムあるいは実質長期金利の低下が既に一巡していることから、それらを追加的に押し下げることが可能と考えられる付利金利の引き下げ措置は、経済金融情勢が著しく悪化する場合の緊急対応措置としては検討の余地が残されていると思う。ただし、現時点では緊急措置が必要な環境では全くなく、そうした事態に備え、むしろ温存しておくべき手段とも考えている。さらに強調しておきたいのは、将来的に付利金利引き下げが検討される場合には、国債買取りの減額措置などで資産買取策の持続性が高められていることが前提と私自身は考えていることである。逆の見方をすれば、減額措置によって付利金利引き下げも政策の選択肢の1つとして考えられるようになると思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

最初に、経済の現状と展望について述べる。日本の景気は、輸出・生産面で新興国経済の減速の影響を受けて弱めの動きが続いているが、内需を

みると、設備投資は企業収益が改善傾向をたどる中で、緩やかに増加しており、個人消費も天候要因などにより振れを伴いつつも、緩やかに増加している。また、住宅投資も持ち直している。そうした内需の緩やかな増加を背景に、雇用は改善し続けている。2015 年 9 月の有効求人倍率は 1.24 倍で上昇し続けており、失業率も 3.3～3.4%程度で低位安定している。実質雇用者所得は、2014 年 4 月の消費増税の影響を除くと、サンプル替えの影響が出た 2015 年 6 月以外の月については、2014 年の半ば頃から増加し続けている。このように、勤労者の実質所得は増加しているが、消費増税の影響を強く受ける年金世代は雇用の改善の好影響を受けることが少ないため、その実質所得は低下しており、その結果、年金世代の消費は緩やかに減少している。

先行きについては、需要項目別に述べると、個人消費は緩やかに増加すると考える。その理由は以下のとおりである。すなわち、緩やかなインフレのもとで、年金世代の実質所得が低下し、それに伴って年金世代の消費が減少する可能性があるが、他方で、今後も人手不足経済が続くため、勤労世代の実質所得が堅調に増加し、それに伴う消費の増加が年金世代の消費の減少を相殺する以上の大きさになると考えられるからである。住宅投資は、2017 年度の消費税増税を前にして、2017 年 3 月までは堅調に推移すると考える。設備投資も、次の 4 つの要因により、緩やかに増加すると考える。第 1 に、量的・質的金融緩和により予想実質金利が低位安定しており、設備投資にとって極めて緩和的な金融環境が暫く続く。第 2 に、現在程度の円安が定着するにつれて、製造業の一部で国内回帰が進み、海外直接投資と比べた国内投資比率は上昇すると考えられる。第 3 に、原油安の好影響が暫く続くため、製造業だけでなく非製造業にとっても高収益環境が続く。第 4 に、人手不足経済が続くため、生産性を上げるための設備投資をしなければ、企業は賃金を引き上げて人手を確保することができなくなっている状況である。輸出は、先進国の堅調な成長の好影響を受けて、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、持ち直していくと考える。従来 of 成長率見通しと比べると、2015 年度は新興国経済の減

速を主因とする輸出・生産のもたつきと消費増税の影響を比較的強く受けた年金世代を中心とする低所得者の消費の鈍化から下振れるが、2016年度と2017年度については概ね不変である。

次に、物価の現状と展望を述べる。消費者物価前年比は、原油価格の大幅低下の影響を受けて、当面0%程度で推移すると考えられる。しかし、物価の基調を判断するうえでは、原油価格の低下の直接的影響を除いた消費者物価の動向が重要な指標になる。このことは、昨年夏以降のような原油価格が短期間で50%程度も低下し、その後も停滞している場合には、特に当てはまる。物価の基調の指標である除く生鮮・エネルギーの消費者物価上昇率は、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消費が停滞したため、低下し続けた。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。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、9月は1.2%と量的・質的金融緩和開始以降、最大の上昇率となった。これは、2014年10月末の量的・質的金融緩和の拡大は物価の基調を緩やかなインフレ基調に転換することに対して効果的であったこと、および、2015年に入ってから除く生鮮の上昇率低下の主因は、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、2014年10月の量的・質的金融緩和拡大の効果が発揮されて、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。

先行きについては、原油価格下落の消費者物価下押し圧力が次第に減衰する一方で、原油価格下落は、中長期的には家計の実質所得の増加と企業の投入コストの引き下げを通じた企業収益の増加をもたらすため、消費と設備投資にプラスの影響を与える。その結果、需給ギャップの改善をもたらすと考えている。従って、先行き、物価の基調は高まり続けるとともに、原油価格下落の影響が剥落するにつれて、エネルギーを含めた消費者物価の上昇率も2%に向けて上昇していくと考えられる。ただし、先行きの原

油価格の上昇テンポは、最近の原油先物価格から判断して、7月の中間評価で想定されていたよりも遅くなると考えられる。そのため、消費者物価（除く生鮮食品）前年比が2%に達する時期も、2016年度後半に後ずれすると考えられる。

次に幾つかの下振れリスクについて触れておく。以上の経済と物価見通しの基本シナリオには、以下の下振れリスクが存在する。第1は、中国経済の減速が基本シナリオの想定よりも大きく、かつ長期化することによる下振れリスクである。中国の7～9月期の実質GDPは前年比6.9%と前期から僅か0.1%ポイントの低下にとどまった。中国当局は財政金融面から景気対策を実施しており、今後この政策効果が現れて、暫くは6%台後半の成長を維持すると考えられる。しかし、中国当局が成長率の低下をどの程度まで許容するかによって、今後の景気下支え政策も異なってくるため、中国経済の成長鈍化の程度については不確実性が高い。従って、中国が6%台後半の成長率を維持しつつ、構造調整を伴いながら、輸出主導型経済から内需主導型経済に移行できるかという点については、下振れリスクが存在する。

第2の下振れリスクは、中国経済の成長鈍化が大きく、かつ長引いた場合の、新興国経済と資源国経済の悪化のリスクである。中国経済の調整が予想以上の大きさになると、新興国経済と資源国経済は対中国輸出の減少と国際商品市況の悪化とにより、その回復が一段と遅延するリスクがある。新興国経済と資源国経済の下振れリスクは、日本の輸出と製造業の生産および設備投資に対して下押し圧力として作用する。この日本の新興国向け輸出の減少を先進国向け輸出の増加で相殺できなければ、日本の景気と物価には下押し圧力がかかる。

第3の下振れリスクは、新興国と資源国の経済減速が先進国経済の減速をもたらすリスクである。基本シナリオでは、先進国経済の堅調な成長が新興国経済の減速をとめるというものであるが、逆に、先進国経済が新興国経済の減速の影響を受けて、その成長が鈍化するというリスクの存在にも注意する必要がある。このリスクが顕在化する場合にも、日本の景気と

物価は基本シナリオから下振れする。

第4の下振れリスクは、2017年4月に実施が予定されている2%の消費税の税率の引き上げによる消費の減少とそれに伴う物価の基調の悪化である。以上から基本シナリオには幾つかの下振れリスクがあるが、展望レポートは執行部案で良いと考えている。

金融政策運営については、消費者物価（除く生鮮食品）前年比が2%に達する時期は、2016年度後半に後ずれすると考えられる。一部には、2%に達する時期が遅れるのであれば、2%の物価安定目標をできるだけ早期に達成することにコミットしている以上、追加緩和が必要であり、仮に追加緩和しなければ日銀の目標達成への信認が失われるという主張がみられる。しかし、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。既に述べたように、物価の基調には変化がない。従って、金融政策は現状維持が妥当である。日本銀行がそうした物価の基調を維持するように金融政策を運営している限り、日本銀行の物価安定に向けた信認が失われることはないを考える。また、その信認をさらに十分なものにするうえで、今述べたような日本銀行の金融政策運営上の考え方を分かりやすく人々に伝えていく努力も必要である。

なお、現在は、中国経済を中心とする新興国と資源国の経済減速が、物価の基調に下振れをもたらすリスクが存在する。従って、今後の金融政策運営に当たっては、そうしたリスクの顕在化によって、物価の基調が悪化するようであれば、躊躇なくそれに対応すべきである。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

まず、内外経済・物価情勢とその展望について申し上げる。実体経済であるが、現状は、新興国経済の減速が輸出や生産に影響を及ぼしている一

方で、国内の企業・家計の両部門で所得から支出への前向きの循環が作用しており、景気は緩やかな回復を続けている。先行きを展望するうえでの問題は、新興国経済の減速が現状程度で収まるのかどうかであるが、この点、海外経済については、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及して、新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、全体としては緩やかに成長率を高めていくと予想される。そのもとで、わが国の輸出は、当面横ばい圏内で推移したあと、緩やかな増加に転じるとみている。国内民需については、設備投資は、過去最高水準にある企業収益や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用しているので増加を続けるとみている。個人消費は、関連指標をみると、天候不順の影響などによる一頃の弱さからは脱しつつあり、今後、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩やかに増加していく可能性が高いとみている。以上を踏まえると、先行きのわが国経済の中心的なシナリオは、2015 年度から 2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けるとみている。2017 年度については、消費税率引き上げ後の反動減に加え、景気の循環的な動きもあり、潜在成長率を幾分下回る成長に減速するが、プラス成長は維持すると考えている。

以上がメインシナリオだが、実体経済の最大のリスクは、中国をはじめとする新興国経済の動向である。この点、先日中国出張では、中国政策当局の成長率下支えに対する強いコミットメントが確認できたほか、現地に展開する日系企業からも失速を懸念するような声は聞かれなかった。自分としては、むしろ、中国経済減速の影響を受けているその他のアジア新興諸国の方が、政策面で手詰まり感がある国もあるだけに、不確実性が高いように思える。新興国経済の減速が、わが国経済に影響を与えるルートとして、輸出・生産の減少が企業収益を下押しし、設備投資を抑制することが考えられるが、日本においては企業のデフレマインドが払拭し切れていない現状を踏まえると、それよりも、新興国経済に残存する不確実性が、企業を過度の悲観論に傾かせ、マインドを冷え込ませて設備投資が先送りされる、というルートでの影響をより警戒すべきであるように思う。

次に物価情勢だが、論点は、第1に物価の基調が今後も着実に高まっていくと考えて良いか、第2に2%程度に達する時期はいつ頃になるのかの2つである。第1の物価の基調については、これを規定する需給ギャップと予想物価上昇率の2つの要因のうち、まず需給ギャップについては、製造業の設備稼働率は、輸出・生産のもたつきの影響を受けてやや下振れているが、非製造業は好調であり、労働需給はタイト化が続いているので、需給ギャップ全体への影響は限定的だと考えている。先行き、潜在成長率を上回る成長が続くもとで、需給ギャップはプラスに転じ、そのプラス幅が拡大していくとみている。次に、もう1つの要因である予想物価上昇率は、関連指標の中に足もと幾分弱めのものがあるが、やや長い目でみれば全体として上昇しているという評価で良いと思う。企業の賃金・価格設定スタンスは、特に本年度入り後、明確に変化してきている。CPIの上昇・下落品目比率や東大・一橋物価指数の動きから確認できるように、価格改定の動きには広がりを持続性がみられる。また、労使間の賃金交渉の結果、本年のベースアップが昨年を上回ったことに現れているように、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていくメカニズムが定着してきている。従って、メインシナリオとしては、今後、実際の物価上昇率が高まっていくもとで、予想物価上昇率も2%に向けて次第に収斂していくとみている。このように、需給ギャップと予想物価上昇率の両面から、物価の基調は着実に高まっていくと考えられるので、今後、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、CPIの前年比は2%に向けて伸び率が高まっていく可能性が高いと思う。なお、留意点としては、企業や市場の予想インフレ率に関し一部指標にみられる弱さの背景を見極める必要がある点と、企業収益の水準や労働需給の引締まり度合いのわりには、賃金の改善がやや鈍い点を指摘しておきたい。第2の論点の、生鮮食品を除くCPIの前年比が2%程度に達する時期については、物価の基調が着実に高まっていく中であっても、このところのエネルギー価格の下振れを主因に、2016年度前半頃というこれまでの見通しから後ずれして、2016年度後半頃になるとみている。

見通しに関するリスクバランスは、経済・物価とも下振れリスクが大きいと考えている。実体経済の面では、アジアを中心とする新興国経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。物価についても、予想物価上昇率の動向を巡って様々な不確実性がある。現時点では、なおバックワードルッキングな期待形成の力が強いとみられるだけに、現実のCPI上昇率が当面0%程度で推移することは、予想物価上昇率の上昇ペースに影響する可能性がある。また、賃金の動向にも不確実性がある。特に、来年度の春闘で、基調的な物価上昇を反映するかたちで賃上げが行われるかどうかという点は、物価安定目標を達成しデフレに終止符を打つという観点からも、極めて重要である。以上を踏まえると、展望レポートの表現は、執行部案のとおりで良いと思っている。

次に、当面の金融政策運営だが、2%の物価安定目標の早期実現に向けて、現在の政策を着実に進めていくことが肝心であり、現状維持で良いと思う。先行きの政策運営の考え方としても、これまでのスタンス、すなわち、物価安定目標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、必要となれば躊躇なく調整を行う、という姿勢を維持することが適当である。

そのうえで、情報発信上の留意点について述べたい。市場やエコノミストの間では、2%の達成時期が後ずれしているのだから、速やかに追加緩和を行うべきであるという意見と、2%の物価安定目標の実現は難しく、2%目標や早期実現に最早拘るべきではない、という両極端の論調がみられる。しかし、自分の考えはそのいずれとも相容れない。まず、追加緩和論については、物価の基調は着実に改善しており、現在の方針のもとで量的・質的金融緩和を着実に推進していくことで、2%の物価安定目標を実現できると考えている。ただ、そのためには、賃金が並行してバランス良く上昇していくことが前提であることを繰り返しておきたい。こうした点を含め、今回の展望レポートに示されたとおり、経済・物価の下振れリスクは大きいので、先程述べたように、今後もリスクを丹念に点検して、必

要があれば躊躇なく政策の調整を行うという姿勢を維持することが必要である。

この点、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に」というコミットメントは修正すべきではないと考えている。物価安定目標の早期実現にコミットすることで予想物価上昇率を引き上げることが、量的・質的金融緩和の政策効果の起点である。予想物価上昇率がアンカーされておらず、それ自体を引き上げていかねばならない、というわが国固有の課題に直面する日本銀行にとって、このコミットメントは必要な措置であると考えている。実際、そのもとでこの2年半の間に人々の物価観は大きく変化してきた。今回、物価安定目標の達成時期が、さらに後ずれすることになる訳だが、その遅れは極力短くするべきであるし、そうした政策意図をはっきりと伝えるうえでのベンチマークとして、この表現を温存することが適当と考える。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」との執行部判断に賛成である。世界経済は、一方に中国経済の減速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回復を続ける欧州と日本という明暗を二分した情勢である。リーマン・ショック以降、新興国が世界の成長を牽引してきたが、ここに来て減速している。今後、先進国が中国減速等のインパクトに抗して、自律的な回復を持続できるのかが試されているとも言えそうである。

まずアメリカであるが、好調な基調に変化はみられない。鉱業や輸出に陰りは出ているが、内需牽引型の回復基調は維持されている。ヨーロッパも個人消費が牽引している。ドイツの輸出などに調整もみられるが、現時点では限定的である。中国はニューノーマルに向けて減速中で、自動車も

減産と値引きが続いているが、市場の縮小傾向には収まる兆しもみえ始めた。今後、政府施策の効果等に注目していく。その他の新興国や資源国も減速している。タイ、インドネシア、台湾、サウジアラビア、ブラジル、ロシア、南アフリカなど心配な国が並んでいる。

次にわが国の経済であるが、企業部門の収益は好調で、家計部門の雇用・所得環境も堅調である。ただし、企業、家計ともに財布の紐は固く、投資や消費の拡大はゆっくりである。しかし、細かくみると、企業部門では生産の国内回帰の動きとともに研究開発投資が進んでおり、家計部門では魅力的な高付加価値の商品やサービスの購入のほか、新しい購買活動であるネット通販などで活発な動きがみられる。投資と消費の拡大がゆっくりであるのはデフレイマインドの残滓でもあり残念だが、前向きに捉えれば、企業も家計も厳しい選択眼で効率的な資源配分や新しいライフスタイルに注目している証左であり、持続的な成長力を高める動きとも評価できる。

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の中で、新しい段階に向けた過渡期にあるという点である。すなわち、中国のニューノーマルへのギアチェンジに呼応して、先進国経済は内需牽引型の自律的な回復軌道を歩みつつある。他方で、輸出依存型の経済である新興国と資源国は、中国に引きずられて減速している。第2点は、日本経済にとって重要な中国を含む東アジアの外需が望みにくい中で、内需に重点を置いた自律的な景気回復の基調の強さが試されている点である。内需拡大のテンポはゆっくりであるとはいえ、着実に好循環を維持しているほか、欧米向けの輸出はサポート材料とみている。需要全体のレベルは今後ともしっかりとみていく。

次に物価動向である。現在コアCPIは前年比0%近傍であるが、以下の点から、今後、物価はその上昇を加速していくとみている。まず、物価下押し要因が出尽くしつつある点である。油価等は弱含みであるが、これ以上の下落は想定しにくいほか、為替の面でもアメリカの利上げの影響は物価押し下げには繋がりにくいとみている。さらに、中国経済の減速は懸念材料とはいえ、需給ギャップは労働需給がタイト化するなど改善方向に

ある。また、予想物価上昇率もやや長い目でみれば上昇している。国民の間では、最早デフレではないという意識が広まってきている。消費者は、購入頻度の高い商品の値上がりやその品目数、さらに企業の売上利益率拡大と表裏一体とみられる値引き削減等による実質的な値上げを敏感に感じている。この点、コアCPIに注目する市場関係者と一般消費者との間には、物価観のギャップがありそうである。

この間、わが国の金融環境は緩和した状態にある。こうした金融環境並びに好調な収益を背景に、わが国の企業部門は、未曾有の潤沢な資金を抱えており、これを如何に有効に使うかが大きな命題である。この使途に関連して、3点指摘しておきたいと思う。まず第1点は、実需に支えられた事業性のあるプロジェクト、新しい需要を掘り起こすイノベーティブなプロジェクト、またブランド価値を高めるようなビジネス改革に使われることが望まれる。需要の裏打ちの弱いプロジェクトでは、早晚価格は値崩れし、物価安定をサポートすることにはならない。第2点は、設備投資の積極化が期待されるほか、非製造業を含め、その機会を捉えて生産性向上や省力化に繋がるビジネスプロセスや生産工程の改善、改革を断行することが重要である。第3点は、企業収益から雇用者報酬へのフローが加速すべきであるとともに、働き方改革や女性と高齢者の活用、すなわち労働投入量の増加に繋がるような工夫も必要である。今後、潜在成長率を引き上げ、物価目標を安定的に持続していくためには、経営資源を有効に利用していくことが肝要である。民間金融部門の融資と企業部門の投資が相俟って、これが達成されていくことを期待している。

以上の現状認識を踏まえた展望レポートであるが、基本的に執行部案に違和感はない。私の見方としては、経済成長率の見通しは、2015年度は下方修正したが、2015年度、2016年度ともに潜在成長率を上回る成長を続けるとみている。2017年度は、消費税引き上げの影響から潜在成長率を幾分下回るプラス成長を想定している。物価見通しも、下方修正したが、今後需給ギャップの改善が続くもとで、物価上昇率は高まっていくとみている。この結果、エネルギー価格の影響次第の面は残るが、2016年度末

頃にかけて 2 % 程度の水準に達する可能性が高いとみている。なお、経済情勢と物価情勢に関するリスクは、若干下方に厚いと考えている。

以上の状況のもとで、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、デフレ脱却は進んでいると評価されており、この信認を保つことは重要である。経済の好循環を引き続き推進することで、物価安定目標の達成と経済の健全な発展に繋がっていくとみている。従って、現在の金融政策運営方針を継続すべきであると考えている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

本日、展望レポートで 2015 年度から 2017 年度にかけての中期見通しを示すに当たり、以下、経済、そして物価の順に私の見解を申し上げる。

まず経済見通しについてだが、初めに全体像をお示しすると、前回 7 月中間評価時点と比べて、2015 年度と 2016 年度については下方修正を行ったが、2016 年度までは潜在成長率を上回り、2017 年度は幾分それを下回るとの見方を維持している。政策委員見通し中央値対比では幾分慎重にみている。

以下、少し詳しく説明すると、まず 2015 年度の成長率については 1 % 程度とみているが、これは、4 ～ 6 月期のマイナス成長の実績に加え、その後も、良くも悪くもないぱっとしない状況が続いていること、当面はそうした状況が続くとの見通しを新たに織り込んだことにある。この背景としては、第 1 に、実質輸出の見通しをこれまでより慎重化した。これは、外需の一時的な弱さだけでなく、構造的に輸出が伸びにくくなっている可能性をより反映させたことによるものである。この点は、わが国からの生産と輸出が伸び悩む一方で、日系企業の海外子会社の現地生産と輸出が 2009 年以降大きく伸びていることから裏付けられる。特に、輸送機械

や電気機械を中心に生産拠点の海外移転がこの間進んだことで、国内生産・輸出を牽引する業種がはん用・生産用・業務用機械や情報通信等に限定されるようになってきている。しかも、そうした業種の輸出が、今年入り後アジア経済減速もあって低迷していることも生産の下落傾向に拍車をかけている。足もとでは、スマホ新商品発売もあって輸出は改善がみられるが、新興国の景気減速から当面横ばい圏内の動きを予想している。

第2に、2015 年度の実質消費支出の見通しを引き下げている。本年7～9月期の実質消費支出と実質小売業販売額は、前期比プラスに転じている。しかし、①実質賃金が7月にプラスに転じた後に伸び悩んでいること、②家計の先行きに関するマインド指標が悪化しており、中でも今後半年間の「収入の増え方」、「耐久消費財の買い時判断」が低下していることも反映させている。とはいえ、労働市場の需給がタイト化する中、賃金は今後も緩やかに上昇し、消費は緩やかな回復基調を維持するとみている。

第3に、2015 年度の設備投資の見通しについて、4～6月期に前期比マイナスとなった実績を踏まえて修正している。短観でみられる積極的な2015 年度設備投資計画に比べ、機械受注や資本財出荷が低迷していること、人手不足と建築資材の高騰で採算が合わずに設備投資を見合わせる動きも一部にあることから、計画が下方修正される可能性も織り込んでいる。明るい材料としては、住宅投資の回復が続いていることである。横浜マンション傾斜問題でマンション投資が一時的に落ち込んだとしても、低金利環境のもとで消費税率引き上げ前の駆け込み需要の本格化により、従来どおり堅調な拡大を見込んでいる。

2016 年度の経済成長率見通しは、7月時点の1%台半ばから幾分の下方修正にとどめている。これは、主に輸出の下方修正によるものであるが、基本的には良好な雇用環境のもとで、消費税率引き上げ前の駆け込み需要による消費支出や住宅投資が強まっていくと見込まれるため、比較的高めの成長率を想定している。それでも、政策委員見通しの中央値対比で私の見方が慎重なのは、人手不足による経済機会の喪失とそれによる潜在成長率のより緩やかな上昇を見込んでいるためと考えられる。わが国では、業

況が良い企業ほど人手不足が意識されビジネス拡大の制約となりやすい一方、業況が悪い企業ほど既存の従業員でやりくりする傾向があるとされることから、新陳代謝のペースが極く緩やかとなり、成長制約となりやすいと考えられる。

経済見通しのリスク評価であるが、2015 年度と 2016 年度については、リスクは上下にバランスしていると判断している。リスクは特に海外経済を意識しているが、下振れリスクとしては、中国経済が、現在は高い賃金上昇率が持続していることもあり個人消費やネット販売が堅調だが、今後、経済成長の牽引役としてさらに強まっていくのか不透明なこと、そして中国以外のアジア経済の内需が、米国の金融政策正常化を受けた資本流出や外為・資本市場のボラティリティ拡大によって抑制されることを懸念している。その一方で、米国経済が、予想以上に設備投資や住宅投資を拡大し生産性と賃金の伸び率を高めながら景気回復を持続する可能性があること、及び欧州では銀行間市場の分断化の改善や賃金調整による域内競争力格差の縮小等がみられることもあって、景気回復が予想以上に強まる可能性もあるとみている。2017 年度については、消費税率引き上げに伴う駆け込みの反動減や実質所得減少の影響と、2020 年東京オリンピックに向けた設備投資が、深刻な人手不足が続く中でどの程度「量」的な拡大が見込まれるか不確実性が高く、下振れリスクが高いと判断している。

次に、物価見通しに話を移す。最初に全体像をお示しすると、物価の上昇メカニズムは中心的な見通しと同じだが、政策委員見通し中央値と比べて慎重にみている。また、見通し期間を通じて下方修正している。2%程度に近づく時期は、7月時点では「2016 年度末」としていたが、今回は「2016 年度末から 2017 年度初め頃」へと 1 四半期ほど後ずれさせている。

以下、もう少し詳しく説明すると、まず 2015 年度の物価見通しについては、今回は 0%程度へと下方修正した。主因は原油価格の下落等によるものだが、4～6月の需給ギャップ悪化を踏まえて、その改善ペースの遅れの影響も織り込んでいる。2016 年度については 1%強とみているが、これは①エネルギー価格下落の影響が残ること、②需給ギャップがプラス

に転じる時期が1四半期ほど遅れることで物価上昇圧力が強まる時期が遅れること、③コアCPIでみた伸び率がプラスに転じ、それがややラグを伴って予想物価上昇率を押し上げ始める時期も少し遅れる点を織り込んだためである。その後、物価上昇ペースは加速していき、駆け込み需要が最も強まる2017年1～3月期から消費税率引き上げで便乗値上げが起きやすい4～6月期にかけて、1.7～1.8%程度に達する可能性が高い、すなわち2%程度に近づくとみている。2017年度全体としては、駆け込み需要の反動と実質所得の下落の影響等によって物価上昇率は幾分低下するとみており、7月時点の1.7%程度から今回は少し下方修正している。

なお、2%を安定的に持続する時期については、2017年度の消費税率引き上げの影響等を考慮すると不確実性が高く、もう少し長いスパンで判断していく必要があるかもしれない。物価見通しのリスク評価は、2015年度は上下にバランス、2016年度と2017年度は下方に傾いていると判断している。原油価格および為替相場の動向には大きな不確実性があり上下双方向に振れるリスクがある一方で、長期予想インフレ率が着実に上昇していくには時間がかかるとみられるため、全体として下方に傾いていると判断している。

最後に、金融市場調節方針は現状維持で良いと判断する。原油価格は見通し期間中に緩やかに上昇していくことを想定しているが、仮にこれが現状程度で推移するとしても、2016年初め頃からコアCPI伸び率は上昇に転じることが見込まれる。市場参加者の一部には追加緩和期待があるが、まずは、現在の金融緩和的環境を維持するもとでそうした見通しが実現するのか確認すべきだと思う。仮にそうした物価上昇パスが全くみられない場合には、その原因にもよるが、金融政策による調整を検討するのが良いと考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、前回会合以降の状況だが、海外経済については、中国の動向は引き続き予断を許さないものの、一部にあった過度な悲観論は修正されつつあるものとみている。ただ、名目のGDPは前年比+6.2%まで落ちてきており、再びGDPデフレーターがマイナスとなっていることには注意が必要だと思う。

米国については、資源関連投資の減少や輸出の伸び悩みなどから、製造業が弱いことは確かだが、内需がしっかりしているため、欧州とともに先行き緩やかな回復が見込まれるとの見方に変わりない。

わが国の景気については、アジア経済の弱さを受けて、輸出・生産とも今一つ力強さを欠いているが、個人消費のベースは相応に強いように思う。殊に、スーパーの売上がしっかりとしていることは、インバウンド消費の寄与が小さく、また、GMSが他業態にこれまで食われてきていることも考慮すると、やはり家計の所得の着実な増加の効果が、消費の面にも現れてきているのではないかとみている。

次に展望レポートだが、基本的見解については、大体において違和感はない。新興国経済の減速がはっきりと国内経済に波及してきていることも踏まえ、今年度の成長率の見通しを下方修正している。これに伴い、来年度、再来年度の見通しも多少修正した。今後、家計や企業のマインドが保たれ、一定程度の成長期待が保たれるもとで、2015年度から2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けるとみている。2017年度については、消費税率引き上げに伴う駆け込みの反動のほか、増税影響も含めた物価の上昇による実質所得の下押し影響もあり、成長率は切り下がるものの、プラスは維持するとみている。また、物価については、原油価格の想定が下振れしており、上昇のペースを後ずれさせている。物価目標近傍に達する時期については、来年度終盤頃とみている。

次に金融政策運営に関連して、一部報道によれば、今回、エコノミストの間で追加緩和を予想する向きが半数弱にも達したとのことである。このような予想が出てくる所以は、色々と事由はあろうが、詰まるところ、物

価目標にリンクしているコアCPIがここへ来てマイナス圏に低下していることにあると思う。中心的見通しでは、原油価格が底を打ち、物価への下押し影響が解消されるにつれ、再びコアCPIが物価の基調を表すものになってくるとみているが、イランの原油市場復帰や中国・新興国経済の下振れリスクを考えると、原油価格の動向によっては、除くエネルギーベースのコアが改善していても、コアCPIの低迷が予想外に長引き、物価目標に達する時期はさらに後ずれすることも考えておく必要があると思う。物価目標については、元々長い目でみれば、各種物価インデックスは収束していくと考えて、総合指数を目標とし、その基調をコアCPIでみていくという組み立てであるが、エネルギー価格の変動がコアCPIを大きく振れさせてしまうという異例な状況が長引く場合、できるだけ早期に目標を実現するという政策の枠組みのもとでは、これまでのようなコアCPIの位置付けを維持していくことに大きなリスクがあると考えている。

QQEは、強いコミットメントで経済主体の期待インフレ率を上げ、それにより、現実の物価も上がってくるところがあるが、対象となるべき経済主体として、家計は、現に物価は足もとで大きく上がっているとみており、また将来も下がっていくとはみていないと思う。物価は前年比-0.1%であると言ったところで、それを実感する人はほとんどいないのではないかと思う。一方、エコノミストや市場関係者に物価は幾らかと聞けば、足もとで-0.1%であると言うのではないだろうか。予想物価上昇率も、足もとの状況に影響され、なかなか上がっていかないと思う。政策運営にあたっては、このような受け止め方の乖離にどう対応していくのか工夫していく必要があると思う。コアCPIで目標達成を管理していく仕組みは、状況に応じて柔軟に運営する必要があり、また、そうしていくものであることを、来年度の賃金改定も踏まえ、明確に打ち出していく時期に来ていると考えている。

当面の金融政策運営としては、調節方針、資産買入れとも現行政策を継続することで結構である。なお、ETF、J-REITについては、年末

に目標値にピッタリと着地させることはもとより困難であるので、ＣＰ、社債の各月の残高の取扱いと同様、多少の未達・過達が生じても問題ないものと考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

国内経済は、このところ生産面を中心に弱めの経済指標が続いたが、内需は底堅く、全体として回復のメカニズムは維持されているとみている。理由は、円安やエネルギー価格下落から企業収益が過去最高益となるなど、所得形成のメカニズムは頑健で、経済に外生的ショックへの耐性が相応に備わっているとみられるからである。

展望レポートの執行部案については、細部の書き振りについて若干意見はあるが、反対するほどのことではないので、呑み込むこととしたい。ただし、物価見通しについての記述案は、私自身の物価見通し及び「物価安定の目標」に対する基本的な考え方と依然隔たりがある。見通し期間中の国内経済について、私自身の見通しは展望レポート案にある政策委員見通しの中央値を小幅下回るが、概ね同様の経路を念頭に置いている。

見通しがやや慎重な理由は、第１に、企業は、足もとの過去最高益に関し、円安や交易条件改善による一時的な収益増が寄与したに過ぎないとみており、０％台前半の潜在成長率のもとでは利益の成長期待が高まっていない可能性があるためである。従って、設備投資の先送りや賃金の伸び悩みなど、所得から支出への好循環に関し執行部案の記述ほど力強さは見込めないとみている。第２に、マクロスライドにより年金受給者の名目・実質での年金額が減少傾向にある中、これを打ち消すほどの就業者の基本給の持続的引き上げが行われるかどうかについては不確実性があるためである。特に、春闘での交渉のリファレンスとなる消費者物価指数の総合ないし除く生鮮食品の前年比上昇率は、今年度はゼロ近傍にとどまると見込

まれるため、連合は2%程度の賃上げを基本方針に掲げたものの、経営側の姿勢次第では今年度を上回る基本給の伸び率を確保できるかどうかは不透明である。

リスク評価について、2015年度については私自身の見通しを既に引き下げたので上振れ・下振れリスクは均衡し、2016年度、2017年度については、先に挙げた要因のほか、消費税率引き上げ後の反動減の出方等に不確実性があることから、下振れリスクがあるとみている。

見通し期間中の物価動向について、私自身の見通しは政策委員見通しの中央値をはっきりと下回るが、エネルギー価格による下押し影響を除けば、見通し期間を通じて前年比+1%前後の上昇率は概ね維持可能と、多少楽観的にみている。このところ消費者物価は生鮮食品・エネルギーを除くベースで前年比+1%台の上昇率となっているが、これは昨年10月末の量的・質的金融緩和拡大以降の円相場の一段の下落も寄与しているため、円安傾向一巡に伴い、こうした物価上昇も来年度入り後にはピークアウトするとの見方もあり得る。もっとも、最近の基調的な物価の上昇を主導する食料工業製品や耐久財は、量的・質的金融緩和開始前後からのほぼ一貫した円安基調のもとで、ここに来て改めて値上がり傾向が鮮明となっており、単に昨年以降の円安だけで、この間の一連の動きを整合的に説明することもまた無理があるように思われる。むしろ、雇用・所得環境が緩やかに改善する中で、エネルギー価格下落もあり、値上げに対する家計の許容度が広がり、企業もそれに応じて価格設定を幾分強気化しているとみるのが妥当なのではないかと思う。

ただし、先行きエネルギー価格の下落影響が一巡すれば、家計がこれまでのように値上げに寛容であり続けるかどうかは不確実性がある。さらに、仮に円安傾向が一巡すれば、食料工業製品や耐久財の値上げの動きも一巡する可能性がある。こうしたことから、基調的な物価が+1%程度でも安定的に推移するかどうかは、来年度の賃金交渉を経て、サービス価格などに値上げの動きが広がっていくかどうかを鍵を握る。その点、先に述べたように賃金交渉の先行きには不確実性があり、物価上昇のシークエンスが

上手く繋がるかどうかは引き続きナローパスであるが、ここでは私なりの最も蓋然性の高いと思われるシナリオを提示した。ただ、こうした物価の基調がさらに＋２％にジャンプするかどうかは、人々の中長期的な予想物価上昇率がジャンプするかどうかとほぼ同義であり、現時点では見通し期間中に人々の期待がそこまで強化することは、私としては想定しにくい。

リスク評価については、今年度については見通しを既に引き下げたので、上振れ・下振れリスクは均衡し、2016 年度も先に述べた理由から、やや楽観的かもしれないが、同様にリスクは均衡しているとみている。一方、2017 年度については、消費税率引き上げの影響や人々の中長期的な予想物価上昇率の動向にも不確実性があり、どちらかといえば下振れリスクが大きいとみている。

以上のことから、予て申し上げているように、２％の「物価安定の目標」の安定的な実現の時期について、執行部案にあるように「2016 年度後半」という特定の期限を区切って示すことは私自身の物価見通しと矛盾する。また、「２年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ことを、常に先行き２年程度を念頭に置く一種のローリング・ターゲットと考える私自身の物価安定目標の解釈にも反することから、後程私の考え方を展望レポートの修文案として提出したい。

最後に、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が、これも予て申し上げているように、「物価安定の目標」は元々柔軟な目標であるとの認識のもと、私個人としては、適切な機会をみて、量的・質的金融緩和のソフトランディングに向けた市場との対話に着手することが望ましいと考える。市場では、量的・質的金融緩和の一段の拡大への期待が依然あるようだが、私は、毎回の会合における現行規模の量的・質的金融緩和の継続自体が大変重い政策判断と考えている。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

## 原田委員

経済情勢と見通しについて私の考えを述べたいと思う。まず世界経済に関して、中国経済の現実をよく分からないことが多いが、日本の景気を考える時には、日本の対中国、東アジア輸出をみるのが一番確かである。中国への輸出は、実質で9月にプラスに転じている。海外経済が冴えない結果、日本の輸出、生産の動きが弱くなり、GDP全体の動きもやや弱くなるリスクはあるが、生産は9月にプラスとなり在庫もマイナスとなったので、回復が期待される。雇用環境の改善は続いており、経済が緩やかに改善していることに間違いはない。賃金×労働者数の雇用者所得も2%以上で上昇している。しかし、雇用指標が遅行指標であることには常に留意する必要がある。

2016年度については、世界経済がメインシナリオどおりであれば、成長率は戻ってくると思われる。成長が続き、為替が安定し、物価が徐々に上昇してくれば、企業と家計のデフレイメントも完全に払拭され、投資も消費も安定的に伸びることになると思う。また、年度末には消費税増税前の駆け込みの需要もある。2017年度は、駆け込み需要の反動、消費税増税それ自体の景気押し下げ効果が働き、成長率を大きく低下させるとみている。消費税増税のなされた2014年度の実質GDP成長率は、2013年度の+2.1%から-0.9%と大きく低下したことを考えておく必要がある。以上から、実質GDPの成長率は、2015年度、2016年度、2017年度といずれも下方修正した。

次に、物価について申し上げる。物価は、生鮮食品とエネルギーを除く物価でみると、継続的に上昇しており、エネルギー価格下落の影響がピークとなる10月以降、生鮮を除く物価でも徐々に上昇していくだろう。ただし、実質GDPが冴えないことから、需給ギャップの改善は遅れ、様々な指標でみた予想物価上昇率が低下気味であることから、物価の上昇もまた遅れる。過去のデータから作成した需給ギャップがゼロでも物価は1%以下しか上昇しない。2%の物価上昇を目指すには、予想物価上昇率の上

昇がなければ、需給ギャップが4%程度になる必要があることを認識しておく必要がある。

ここで、労働市場の動向を敏感に反映するパートの時給が、2015 年初来前年度比+2%と安定的に上昇していることは、物価を安定的に上昇させるうえで重要である。また、一般に言われている円安が物価に与える効果は、それほど大きいものではない。日本銀行の計量モデルによれば、10%の円安の物価に与える効果は、直接・間接の効果を含めても0.2%程度である。年初来の生鮮・エネルギーを除く物価の上昇に比べると小さい。

1つ懸念されるのは、エネルギー価格下落による実質所得の増加が物価を押し上げる効果が一般に認識されていないことである。これが大きいとすれば、この実質所得増加の効果が剥落するにつれて、物価上昇のモメンタムが低下するリスクがある。

以上から、物価の見通しを2015年度、2016年度、2017年度ともいずれも下方修正した。ただし、2016年度後半中には対前年同期比でほぼ+2%に到達すると思う。2017年度の私の見通しの数字は、2016年度に比べて値は大きくなっているが、2016年度後半の物価上昇のモメンタムが低下すると考えている。その理由は、消費税増税それ自体の需要押し下げ効果が大きいと考えているからである。消費税増税の物価に与える効果は、単に税率の上昇と捉えるだけではなく、需要が減って物価を下押しする圧力があると捉える必要があると思う。

今回の私の見方を前回7月と比較すると、物価、GDPともに大きく引き下げている。その理由は、所得から支出へのメカニズムが当時予想したほど上手く回らなかったことと、世界経済の低調な回復、それに応じた輸出、生産の減速を反映したものである。以上の私の見方は、展望レポート執行部案の上下のリスクシナリオに含まれていると思うので、本案に賛成する。

金融政策運営については、現状の金融政策を続けるべきと考える。しかし、物価の基調が崩れることになれば、躊躇なく追加緩和することが必要である。緩和の手段としては、さらなる国債の買入れ、付利の引き下げ、

マイナス金利の導入など、様々にある。必要であれば、緩和の手段に制約がないことを発信するべきである。

ここで一言、付利と国債の買入れの関係について、私の考えを簡単に述べたい。付利を引き下げれば量としての国債の買入れが難しくなるというのは事実であるが、付利が引き下がっていけば、同じ量の国債の買入れの金融緩和効果はより大きくなるはずであるので、一概に付利を引き下げることが緩和政策を難しくするとは言えないと思う。以上である。

#### 黒田議長

まず、前回会合以降の金融経済情勢と展望レポートについて、委員方のご意見を私なりにまとめると、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」というこれまでの判断に概ね沿った動きであると考えられる。すなわち、米国では家計支出に支えられた回復が続いている。欧州の景気も緩やかな回復が続いている。中国については、製造業部門の過剰設備、あるいは在庫調整が下押し圧力となり、減速した状況が続いているが、当局が財政・金融両面から景気下支えに取り組むもとで、概ね安定した成長経路をたどると考えられる。わが国経済については、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられている訳であるが、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとで、緩やかな回復を続けているという評価が共有されていたと思う。先行きについては、2015年度から2016年度にかけては潜在成長率を上回る成長を続け、2017年度は、減速するもののプラス成長を維持する、というのが多くの委員の見方だったと思う。

次に、物価情勢の先行きについては、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、物価安定の目標である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は原油価格の動向によって左右されるが、その価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくという前提に立つと、2016年度後半頃になると予想されると

というのが多くの委員の見方だったと思う。その後は、平均的にみて2%程度で推移すると見込まれる。また、リスクバランスについては、経済は中国をはじめとする新興国経済の減速の影響などを巡って、下振れリスクが大きいとの見方が多かったと思う。また、物価についても、中長期的な予想物価上昇率や賃金の動向などを巡って、下振れリスクが大きいという意見が多かったと思う。先行きの金融政策運営に関する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当との意見で概ね一致していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。

以上のように、今回、2015年度と2016年度、両年度の消費者物価の上昇率の見通しが下振れし、2%の達成時期も若干後ずれするというにしている一方で、金融市場調節方針は変えないということであるが、この点についての考え方を私なりに整理すると、まず第1に、物価の基調は着実に改善しており、先行きも、現在の金融市場調節方針のもとで量的・質的金融緩和を着実に推進していくことで、物価の基調は着実に高まり、消費者物価の前年比は2%に向けて上昇率を高めていくということであると思う。改めて物価の基調ということを確認すると、需給ギャップについては労働面を中心として着実に改善傾向をたどっているし、中長期の予想物価上昇率は、一部にやや弱めの指標もあるが、やや長い目でみれば全体として上昇している。企業の価格設定スタンスについては、本年度入り後の価格改定の動きに広がりを持続性がみられている。ただ、同時に、今後とも経済・物価情勢についてリスク要因を点検し、物価の基調的な動きに変化が生じて、物価安定の目標の早期実現のために必要になれば、躊躇なく調整を行うということであると思う。なお、物価安定の目標の早期実現

のコミットメントについては、QQEを導入した際に、2年程度の期間を念頭にできるだけ早期にというコミットメントをした訳であるが、今、変更することは適当でないと思う。それは、日本銀行が2%の物価安定の目標の早期実現にコミットするということで人々のデフレマインドを転換し、予想物価上昇率を引き上げるということは、やはりデフレ脱却という目標そのものであるとともに、量的・質的金融緩和の政策効果の起点でもあるので、実際そのもとで企業や家計の物価観は大きく変化してきている訳である。今回の展望レポートでは、確かに2%の達成時期が後ずれしたが、これは主としてエネルギー価格の下振れによるものであり、物価の基調は着実に改善していると考えられる。

以上が私なりのまとめと議論のポイントであるが、さらに委員方のご意見を伺い、議論をしたいと思う。議論を整理するために、経済・物価情勢と金融政策運営の2つに分けて議論したいと思う。まず経済・物価情勢に関してご意見をどうぞ。

#### 白井委員

毎月勤労統計をみていると、サンプル問題かと思うが、ちょっとおかしい現象が起きている。常用雇用者数をみると、今年に入ってパートの前年比伸び率が4%を超えている。それも幅広い業種で生じており、こうしたことは今まで起きていなかった。その一方、一般労働者の伸び率が大きく落ちているので、その結果、パート比率が上がり、マクロでみた時、賃金に大きく下方圧力が働いている。ここにはサンプル問題があって非常に捉えにくくなっており、賃金が本当に、特に正社員のところで悪いのかどうかというのが、分かりにくくなっている。

#### 中曽副総裁

多くの委員が中国の問題をリスク要因として指摘されていた。全体の評価としては、夏場に先行していた過度な悲観論が後退しているというもののだが、その背景にあるのは、幾つかの経済指標とか、その後明らかになっ

た政策当局のスタンスだと思う。特に、GDPの前年比は+6.9%ということだが、先進国の基準である季調済前期比年率でみると+7.4%と、失速はしていない。2015年の初め頃は+5.3%で走っていたので、むしろ姿勢としては、段々スピードが上がっていると言えるように思う。政策当局の姿勢も、財政政策が経済のドライバーになっているということはそのとおりだと思うが、金融政策についても先に中国人民銀行が、これは「ダブルカット」と言っているが、緩和姿勢を鮮明にしているところもあると思う。いずれにせよ、足もとは+7%位は行くであろう、目先も+6～+7%位の中・高速の成長は、都市化と規制緩和を2つのエンジンにして、達成していけるのではないかという、わりと力強い説明が聞けたと思う。従って、やがて第13次5か年計画の輪郭がはっきりとみえてくれば、それに伴って不確実性も後退していくのではないかとみている。

黒田議長

他に経済・物価情勢について追加的なご意見がなければ、次に、金融政策運営についてご意見を伺いたい。

白井委員

今回の基本的見解では、2%程度の達成時期にかかる表現を、4月時点の「2016年度前半頃」から「2016年度後半頃」へと、2四半期ほど後ずれさせている。この点、私は4月時点の表現に対して反対し、代替案を提出したが、今回の表現は従来からの自分の見通しに近いものでもあり、支持したので、その経緯をご説明したいと思う。今回、政策委員見通し中央値が大きく下方修正され、2016年度前半の2%程度の実現可能性が低いことから、表現の修正は自然なことと思う。ただし、その表現については、物価見通しの下振れリスクが大きいことから、本来は幅を持たせて、例えば「2016年度後半から2017年度前半にかけて」といった表現が適しているように思う。しかし、その一方で、2017年度を含めると、日本銀行によるこれまでの2年で2%の実現という強い決意を示す情報発信と整合

的でない、と受け止められるリスクも相応に考えられる。私自身は、そうした強気の情報発信に対して、当初から異議を唱えてきたが、それが一定の効果を果たしたこと、また、ここに来て情報発信のスタイルを転換させることに伴うリスクを勘案すると、「2016 年度後半頃」との表現にとどめることも理解はできる。また、私の現時点の見通しである「2016 年度末から 2017 年度初め頃に＋2％程度に近づく」との関係でみても、一致はしないが、「＋2％程度」を柔軟に解釈すれば整合的と考えられるので、今回は賛成したものである。最後に、中央銀行の示す見通しは、物価安定目標の実現を目指して金融緩和を遂行する政策担当者としての立場と、客観的な分析に基づく見方との間で、適度なバランスを維持することが重要である。この点、今回の基本的見解は比較的バランスが取れており、私が以前から主張してきた見方ともかなり整合的に収斂されてきており、違和感はなかった。そうした点も、修正案の提案を見送った背景にあることを申し上げておく。

黒田議長

他にご意見はないか。

木内委員

展望レポートに関して確認しておきたい。C P Iにつき 2015 年度、2016 年度で下方修正した点については、「原油価格下落の影響などから下振れている」との記述になっており、原油価格の想定が下がったから、見通しも下がったと読んでもらえるだろうと思っている。しかし一方で、われわれはエネルギー価格の影響度も従来から 2015 年度、2016 年度について示しており、そこから逆算すると、エネルギー以外の要因でどれだけ修正されたかということも計算できる訳である。2016 年度については今回 0.5％ポイント下方修正であり、これはかなりの部分が原油価格の想定の変化だと思うが、2015 年度については、エネルギー価格の寄与は計算すると 0.1％か 0.2％ポイント位しかなく、実際の物価の見通しは中央値で 0.6％ポイント

下方修正されているので、原油価格の想定でない部分の影響の方が大きい。黒田議長も話されたように、基調的な物価の動きは高まっているということは、足もとはそのとおりだと思うが、それでも7月時点からみて、想定されたほど足もとの基調的な物価上昇率は高まっていないということも事実なのではないか。これはやはり、想定どおりに物価が上がっているかどうかを判断するうえでは、全く想定どおりに進んでいる訳ではないということに、留意しておく必要があると思う。

石田委員

「2年程度を念頭に」ということについて、外部とのコミュニケーション上、明確にしておきたい点がある。今、そう言い始めてから、もう2年半経っている訳であるが、それは色々な外部条件があったので、達成時期が伸びたとしても、当初言った2年という範囲に入っているとするのか、それとも当初言った2年ということの意気込みを今でも保っているとするのか、それはどちらと捉えているのか。

中曽副総裁

対外的には、「できるだけ早期に」という言い方をしており、その「早期に」というのは、私の理解では、2年を念頭に置いているということであつた。今、確かに2年半を経過しており、そうであれば達成時期が3年なのか4年なのかという時に、2年に近い3年の方が良いというように整理している。

石田委員

結局そうであれば、できるだけ早期に、ということか。最初に2年と言っていたが、そこから延びていくとしてもなるべく早期に、というような言い方で良いか。

中曽副総裁

私自身の頭の整理も、そうである。

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頂きたいと思う。最初に坂井学財務副大臣からお願いする。

坂井財務副大臣

政府としては、経済再生・財政再建の両立の実現に取り組んでいる。経済の好循環の実現に向けて、財務大臣から経済界に対して、「経済財政諮問会議」や「未来投資に向けた官民対話」において、好調な企業収益を賃金や投資拡大に積極的に振り向けて頂くことを求めた。また、財政については、財政制度等審議会において、「経済・財政再生計画」の初年度に当たる 28 年度予算編成の査定方針について、活発な議論が始まっている。税制についても、法人税について課税ベースの拡大等により財源を確保するとともに、実効税率の引き下げに取り組むなど、改革を進めていく。

金融政策について、日本銀行においては、これまでも適切な金融政策運営に取り組んで頂いているものと承知しているが、アジア新興国等の景気下振れや、原油価格の下落等の影響を受ける中、展望レポートにおける見通しを改定するとの議論があった。日本銀行におかれては、引き続き経済・物価情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて努力されることを期待している。以上である。

黒田議長

西川正郎内閣府審議官お願いする。

西川内閣府審議官

景気認識については、わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、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に向かうことが期待される。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。

物価動向の判断に当たっては、総合的にみていくことが重要と考えている。日本銀行におかれても、最近、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価を注視されていると承知している。交易条件が大きく変動する状況では、付加価値の価格を表すGDPデフレーターが重要であり、これも含めて幅広くみていく必要があると考えている。

政府の取組みについて、紹介させて頂く。わが国の構造的な問題である少子高齢化に真正面から臨み、「希望を生み出す強い経済」、「夢を紡ぐ子育て支援」、「安心につながる社会保障」の「新・三本の矢」の実現を目的とする「一億総活躍社会」に向けたプランの策定等を行う「一億総活躍国民会議」の第1回会合を昨日に開催した。まずは、来月11月末を目途に緊急に実施すべき対策を取りまとめ、具体的なロードマップである「ニッポン一億総活躍プラン」を来年春頃に取りまとめる。成長戦略については、日本経済再生本部のもと、未来投資に向けた官民対話を設置し、10月16日に第1回目を開催した。官民対話では民間投資の目指すべき方向性とそれを後押しするための官民の取組みを明らかにすることで、企業の積極果敢な投資判断のきっかけとしたいと考えている。

TPP協定の大筋合意を受け、10月9日にTPP総合対策本部を設置し、第1回会議を開催した。TPPは、成長著しいアジア太平洋の活力を取り込み、地方も含めて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。TPPを真にわが国の経済再生、地方再生に直結するものとするため、同日決定した基本方針に基づき、来月下旬を目途に「総合的なTPP関連政策大綱」を策定していく。

日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定の目標の実現に向けて着実に取り組むことを期待している。また、2%の

物価安定の目標の達成時期の変更に関しては、先程来ご議論があったが、日本銀行としての考え方について、対外的に丁寧に説明して頂くことが重要と考えている。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。執行部は、これらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針と資産買入方針については、従来どおりの対案を提出する。考え方については、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]

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

内田企画局長

金融市場調節方針の議長案から読み上げる。

〔「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ〕

続いて、資産買入方針の議長案である。

〔「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ〕

続いて、対外公表文案の議長案である。

〔「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ〕

最後に、木内委員案である。金融市場調節および資産買入方針について議長案と違うところだけ申し上げる。（１）でマネタリーベースについて年間約 45 兆円、（２）①で長期国債保有残高について年間約 45 兆円、平均残存期間について 7 年程度、②で E T F および J - R E I T について、それぞれ年間約 1 兆円、約 300 億円とされている。以上である。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった議案についてご意見があればご発言頂きたい。なければ、最初に木内委員提出の「金融市場調節および資産買入れ方針」、次に議長提出の「金融市場調節方針」と「資産買入れ方針」、最後に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 50 分 政府からの出席者退室〕

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

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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。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、配付し、説明をして頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

最終案であるが、採決結果を書いたほか、注で「なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約 45 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。以上である。

黒田議長

修正後の対外公表文に異議はないか。それでは、最終案がまとまった。対外公表文に関する採決を行う。

[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。

[12 時 00 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。木内委員案は反対多数で否決された。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決を行う。委員方には成長率と物価上昇率の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回、見通しおよび分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が見通し計数を回収]

内田企画局長

変更なし、である。

黒田議長

それでは、見通し計数、分布の最終案が確定したので、基本的見解の取りまとめに入りたいと思う。他に議案を提出される方はいるか。

佐藤委員

議案を提出する。

木内委員

議案を提出する。

黒田議長

執行部は佐藤委員、木内委員の議案を配付して頂きたい。議案を提出された各委員は提案内容とその理由を簡潔にご説明頂きたい。佐藤委員から願います。

佐藤委員

修文案であるが、3か所である。まず第1に、概要部分である。「2％程度に達する時期」というところを「2％程度を見通せる時期」と変更している。次に、1.（2）物価情勢であるが、これも「2％程度に達する時期」を「2％程度を見通せる時期」と変更したい。また、執行部案にある「その後は、平均的にみて、2％程度で推移すると見込まれる」という部分を削除したい。最後に、3. 金融政策運営の第1の柱の「2016年度後半頃に2％程度の物価上昇率を実現し」という部分を「2016年度後半頃に2％程度の物価上昇率を目指し」と修文したい。

理由については、先程のセッションで述べたとおりなので省略する。

黒田議長

木内委員どうぞ。

## 木内委員

基本的見解の記述の中では、個人的には違和感を感じる箇所も少なくないが、中でも数値と期限について時期が特定されている箇所については、私自身の見通しと明らかに異なるので、その部分について最低限の修文をしたい。また、金融政策運営方針について、私は従来どおりの考えであるので、基本的見解の記述と私自身の考えが相容れないため、この箇所について修正したい。

修正箇所は全部で8箇所だが、整理すると、今後の消費者物価見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営の3点に集約される。予測期間中の私自身の物価見通しについては、先程も述べたように、中央値と比べてかなり低く、2016年度後半頃に2%に達するとの表現とは大きく食い違っているので、修正する。予測期間中は2%に達しないと考えている。また、中長期の予想物価上昇率の見通しについては、私自身は2%に収斂するという見通しは持っていない。予測期間中は概ね現状程度で安定するというのがメインシナリオだと考えている。金融政策運営方針については、従来の対外公表文の修正と全く同じである。

## 黒田議長

それでは、議長案および2人の委員の案についてご意見があればどうぞ。なければ、「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」に関する採決を行う。まず、佐藤委員案から採決をお願いします。

[佐藤委員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：佐藤審議委員

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

木内審議委員

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

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員案の採決をお願いする。

[木内委員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

木内委員案は反対多数で否決された。それでは、議長案の採決をお願いする。

〔議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

原田審議委員

布野審議委員

反対：佐藤審議委員

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 7、反対 2、賛成多数である。反対は、佐藤委員と木内委員である。

黒田議長

議長案は賛成多数で可決された。後程、記者会見において、佐藤委員と木内委員から反対があった事実とその理由について、私から極く簡潔に説明したいと思うが、ご異議はないか。

委員（全員）

異議なし。

黒田議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日 15 時に对外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修正したうえで、明日 10 月 31 日土曜日 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、本日 15 時の对外公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しく願います。展望レポート案および見通し計数などの資料については、執行部が回収させて頂く。

#### VII. 議事要旨（10 月 6、7 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、10 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、議事要旨の採決をお願いする。

〔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 11 月 5 日木曜日 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、11 月 18、19 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。

中本政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は 12 時 22 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 22 分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解

禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 17 分閉会)

以 上