

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年11月18日（14:00～16:08）

11月19日（9:00～12:12）

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（18日）
	坂井 学	財務副大臣（19日）
内閣府	西川正郎	内閣府審議官（18日）
	高鳥修一	内閣府副大臣（19日）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	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
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	二宮拓人

I．開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、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、10 月 30 日開催分の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは太田充大臣官房総括審議官、内閣府からは西川正郎内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II．金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

それでは、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

それではまず、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

お手許にある資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明したいと思う。まず調節の方で、私どもとしては前回会合で決定された方針に沿って調節を実施してきているが、今のところ全体として特段の支障が生じている訳ではない。その中で、図表2、国債買入れオペをご覧頂きたい。

1～3年ゾーンでは、現在のところ応札倍率2倍台——本日行ったものも2倍台——であるが、特段の問題は生じていない。ただ、これまで同ゾーンを積極的に売却してきた大手金融機関が、どうやら想定していたよりもやや早いペースで売却を進め、売却玉が段々なくなってきているという情報を得ており、先行き札が集まりにくくなる可能性が出てきている。

図表3、短期国債買入オペ等をご覧頂きたい。C P等買入れについても今のところ特段の問題は生じていない。オファー額が3,500億円とあるが、普段は4,000～5,000億円であり、やや少なめのオファーとなったが、応札倍率が1.7倍であり、以前から申し上げているとおり、市場の需給がタイト化するもとで若干札が集まりにくくなっている感じがある。これらについて、買入れが早晚困難化するとはみていないが、今後の買入れがどのように展開するか、これまでより多少注意してみていく必要がある。なお、既に別途ご報告しているが、本日14時半に、市場レベルのB C Pの訓練目的で、即日の共通担保オペを実施する予定である。会合中に、もしかするとテロップに出るかもしれないが、驚かれないようにということである。

図表4の10月30日の本邦金融市場は、前回の決定会合直後の市場の反応であるが、ご覧頂いて分かるとおり、長期金利、株価、為替とも、結果的にほとんど動かなかった。株と為替は一旦売られるかたちにはなったが、ほどなく反発した。エコノミストに対する事前のサーベイでは、半分近くが追加緩和を予想していたということを踏まえると、かなり反応は限定的であった。背景として考えられるのは、1つは、債券を中心に市場参加者は、エコノミストほどは追加緩和のポジションを形成していなかったということ、2つ目に、世界的に金融市場のセンチメントが改善し、株・為替では買い場を待つ中長期の投資家もそれなりにいたということ、3つ目に、10月は追加緩和が見送られたが、追加緩和期待はそれなりに根強いということがある。本日明らかになったエコノミストに対するサーベイをみると、今のところ1月までに3割強位、4月までに5割強位の追加緩和予想がある。

図表5の海外短期金利でこの間の米欧の金融政策を巡る動きをみると、

(2) F F レート誘導目標レンジの変更確率は、10 月の米国雇用統計を受けて、12 月の F O M C での利上げ予想が 7 割位まで回復し、8 月中旬の中国ショック以前の水準に近づいてきている。(1) 米国の政策金利に対する市場の見方で、フォワードレートの傾きをご覧頂くと、直近は、中国ショック前に比べると先々の利上げのペースは緩やかであるが、仔細にみると、大体年間 2 ～ 3 回、25bp 位での利上げが想定されているということになる。一方、E C B は、図表 5、(3) E O N I A スワップ・フォワード・レートは、前回会合前営業日と比べても下がっており、付利下げがかなり意識される展開になっていると思う。

米国の利上げ予想の高まりは、図表 6 の (1) 円投ドル転コスト、(2) ユーロ投ドル転コストともに、年末要因、あるいは各種規制要因とも重なって、日欧双方の投資家にとってスワップ市場におけるドル調達コストを高める方向に作用している。年末越えである 2 か月物、3 か月物辺りはこのところ少し上がってきている。私どもが聞いているところでは、本邦の大手行については、年末のドル調達は、終わっている訳ではないが、目途を付ける方向にあるということであるし、勿論緊張が高まれば、われわれが定例的に行っているドルオペがあるので、これが市場安定に寄与し得ると思っている。もっとも、地銀を含め、ドル調達の動向には、引き続き注意が必要かと思っている。

図表 7、短期金利の (3) 円転コストをみると、ドル調達コストが上がっている裏側で、このマイナスがじりじり深くなっている。このため、(1) 短期金利にあるレポレート、あるいは (2) 国庫短期証券のレートの押し下げに寄与しているということかと思う。

図表 10 の本邦長期金利は、あまり変わらないと言えは変わらないが、(2) のイールドカーブをご覧頂くと、少し長めのゾーンで若干上がっている。これは、米国の債券が売られていることの影響であると思う。一方で、短いところはむしろ若干下がっていて、2 年債利回りなども少しマイナスになってきている。はっきりとした背景は分からないが、円転コストのマイナスが深くなっているということが、短い年限のゾーンに影響して

いると考えている。

図表 13 のデット市場（１）をご覧ください。この間の米欧のクレジット市場は、米国の利上げ観測などを受けて、足もと再びスプレッドが幾分上昇しているが、かなり上昇した夏場頃と比べれば総じて落ち着いていると言える。そうしたもとの、図表 14 の（１）本邦のクレジット市場は、A 格、B B B 格ともに少し上がっているが、これは、一部の電機会社や化学会社、不動産会社など、最近個別に色々な事情でスプレッドが開いているところが影響しており、全体としてみれば落ち着いた状況は維持されていると考えて頂いて良いと思う。

図表 15 の株価は、世界的に区々な動きかと思う。まずわが国であるが、（１）主要国別株価の日経平均は上昇傾向が維持されている。背景は主に 2 つあり、1 つは、この間に出た内需型企業の決算が良かったということ、また、円安ドル高もサポート材料で、これは外需型企業に効いているということである。一方、米国あるいはユーロは、米国の利上げ観測の高まりや原油安などが嫌気されて、どちらかと言うと横ばいないしは若干の下落になっている。（３）エマージング諸国の株価も横ばいないしは若干の下落になっているが、米欧、エマージング諸国とも、全般に米利上げ観測の高まりにもかかわらず、夏場に比べると株価は底堅いと言って良いと思う。この背景としては、夏場に比べるとグローバルに市場のセンチメントが改善してきている中で、利上げ観測の背景にある米国経済の堅調さが、より意識されているということかと思う。また、欧州の追加緩和観測も、米国の利上げに対するクッション、いわば search for yield の巻き戻しをある程度和らげるものとして期待されているということかと思う。なお、パリの同時テロの影響については、空運など一部のセクターを除いて今のところ限定的だと思うが、本日午後、エールフランス 2 機が爆破予告を受け、米国とカナダに緊急着陸したという報道も流れているので、この辺りの話は、広がり次第では市場に影響が及ぶ可能性はあると思う。

図表 17、（３）東証 R E I T 指数であるが、R E I T の市場についても、夏場に一旦下げていたが、このところは底堅く推移している。

最後に図表 18 の為替レートであるが、(3) 名目実効為替レートは、前回会合からの流れが続いている。すなわち米国での利上げ、ユーロでの追加緩和観測により、ユーロは安い方向へ、一方ドルは上がっており、両者が乖離するようなかたちになっている。円はその間にあり、どちらかと言うとやや安い方向である。こうした中で、(1) ドル／円相場は、123 円台に乗ってきている。

図表 19 のエマージング通貨は、対ドルで、利上げ観測から少し下落しているが、その程度は区々である。例えば、(1) にあるマレーシアはそれなりに落ちているが、インドネシアは景気対策などが好感されあまり落ちていない。あまねく大きく落ちた夏場に比べると、底堅いと言える。

図表 20、(2) でドル／円のリスクリバーサルをみると、前回の会合に向けて少しドル高警戒感の方に幾分動いていたのが、その後、巻き戻されるかたちとなっている。ただ、米国の利上げ期待が高まっているので、ドル安方向の警戒に極端に傾いているという訳でもない。

以上、世界的には米国の利上げ、E C B の追加緩和がさらに意識される展開になっているが、総じてみれば世界的なセンチメントの改善傾向は維持されているようにみられる。ただ、詳しくご説明しなかったが、図表 21 のコモディティ市場が軟調に推移している点は引き続き気になるし、パリの同時テロの影響も、今のところ限定的ではあるが、その広がり次第では市場に影響を及ぼし得ると思う。また、米欧の金融政策が実際に変更された場合にグローバルな市場にどのような影響を及ぼすかという点についても、本邦勢のドル調達コストの動向を含めて、注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

佐藤委員

2 点ある。1 つはドル調達に関して、もう 1 つは国債の買入れについて

である。まずドル調達に関してであるが、やや長めのベーススワップの推移をみると、ドル調達コストが、タームによるが、ものによってはリーマン・ショックや欧州債務危機並みの水準になっている。それから、為替スワップ市場における年末越えのオーバーナイトのドル転コストであるが、計算上の話かもしれないが、35%や40%など、かなりの高水準になってきている。来月は米国で利上げが予想されているし、年末を控えて市場の流動性が落ちるということもあるので、今のうちに調達しておきたいということから、金融機関が取り急いでいる結果だろうと思う。先行き実際に米国が利上げ局面に入っていく中では、足もとの規制要因もあって、ドル調達コストは構造的に高止まりする可能性があると思う。そういう中で、邦銀の外貨資産の保有スタンスについて、変化が生じるような可能性はないのかどうかをお伺いしたい。なお、年末越えについて、去年の今頃の時期と比べてもずいぶん跳ね上がってきているので、こういう状況になってくると、例えばスワップで調達するとコストが高過ぎるので、スポットでドルを買うような動きなどが出てきていないかどうか、もし動きがあれば教えて欲しい。

2点目の国債買入れオペについては、従来からの問題意識であるが、本行の取引先金融機関が、どの程度まで保有国債を減らすことが可能なのかという点である。金融機関側に一定の担保需要があり、特にメガバンクは先行き国債保有を減らす余地が少ないという話がよく聞かれる。ただ、そういったメガバンクをはじめ、金融機関は本行に当座預金を潤沢に積んでいるので、流動性の面で近々問題が生じる可能性は乏しいと思う。従って、担保として国債を持っておく必然性があまりないように感じる。この辺りをどう考えれば良いのか。

前田金融市場局長

まず後者の方については、メガバンクも他の金融機関も、担保としてこれだけ国債が必要であるという話をいつもされている。もっとも、この1年位の動きをみていると、その額は徐々に下がっている感じがあり、今言

われている額が本当に将来担保として必要な額かどうかは、もう少しみていかないと分からない。佐藤委員がおっしゃるように、流動性の面ではそれほど国債を担保にする必要はないが、例えばクロスカレンシーで取引をする場合に、JGBを担保として使うこともあり、一定の額は必要であると、私どもは聞いている。つまり、外貨を調達する際に必要であるということである。そういう意味では、一定の額は必要だと思うが、それがどの位の額になるかという点は、もう少しみていかないと分からない。実際にこれまで国債を減らせないと言っていた金融機関が、もう少し減らせると話すようになっているので、もう少しみていきたいと思う。

第1の点については、私どももクリアな答えは持っていない。ここに来て米国の利上げ観測が再び盛り上がり、先程 70%と申し上げたが、マーケットとしてはほぼ 100%に近い位、年内に利上げがあるのではないかという感じになってきている。そのように、急に見方が変わったことで、金融機関が少し取り急いでいるという部分があると思う。何を申し上げたいかというと、ドル調達コストの上昇が、今はやや急過ぎるかもしれないということである。そういうもとで、本邦の金融機関が外貨資産の保有スタンスをすぐに変えるかということ、彼等も色々考えており、今のところ急に変えるという話は聞いている。ただし当然ながら、仮に今後もドル調達コストが上がっていくということになるのであれば、ヘッジ付きで外債を買うというよりは、もう少しオープンに買っていく、あるいはそれも含めて若干外債投資について見直すという動きも、可能性としてはあると思うが、今のところ大きな変化が具体的に進んでいるという話までは聞いている。これから、もう少し注意してみていく必要があると思う。年末については、佐藤委員もご指摘のとおり、計算するとかなり高くなるが、あくまで計算上であって、本当にそこまで警戒されているかどうかは、実際には何とも言えないと思う。

佐藤委員

前者の答えに関して、メガバンクの担保の使用率は、銀行によってばら

つきはあるだろうが、7～8割位にまでなっているということらしい。何にそんなに使っているのか。共通担保オペで入れているということなのか。

前田金融市場局長

彼等は国債を売っているので、本行に入れている担保自体は減っている。貸出支援を含めた共通担保オペに入ってきているところも、それなりにあるが、それ以外ではなかなか考えられない。

佐藤委員

本行に入れている担保の使用率が7～8割ということか。

前田金融市場局長

そうである。

佐藤委員

共通担保オペの分ということか。

前田金融市場局長

それ以外は実質的にはあまりない。日中流動性は、今必要ないので、そういうことだと思う。

白井委員

まず、ベーススワップについて伺いたい。先進国全体、ドルに転換する時のコストがわりと高いと聞いている。全体的にそういう状況であると思うが、その理由として、日本では、アメリカの金融機関の規制が非常に大きいということや、日本からアメリカへの投資が増えているということが挙げられている。一方、全体としてみると、やはり金融政策の違いがこのベーススワップ市場のドル調達コストの高さに反映されているという見方があり、世界全体でみると、金融規制が理由というような言い方は

されていない。そこで伺いたいのは、主要国全体がそうになっているようであるが、その中でもユーロからドルに転換する時と、円からドルに転換する時の2大通貨のドル調達コストが非常に高くなっているのだとすれば、QEをやっていることによる相対的な通貨の量の違いが為替レートに反映されていることが理由だと考えられる。質問は、円の方が多少コストは高いが、相対的にユーロと円という2大通貨のドル調達コストが他の通貨よりも上がっている状況なのかということである。それから、数か月前に、ユーロからドルに転換する時のコストが高くなっている理由として、アメリカの企業が、安く低金利でユーロ建ての社債を発行して、それをドルに転換する需要が非常に強く、こうしたこともベーススワップ市場のドル調達コストを上げていたと聞いたが、今もそういう状況が続いているのか。ユーロ圏には、そういう問題もあるのか、というのが第1番目の質問である。

2つ目は、ユーロ圏について、フランス以外のコア国の国債は、大体6年位まで、再びイーロドがマイナスになってきている。にもかかわらず、例えばドイツ国債の10年物をみると、大体0.5%程度の金利にあり、4月上旬位の0.07%まではいっていない。0.4%以下にはならないので、投資家の目線が定まったような感じがする。それは、4月の前半位まではヘッジファンドや多くの投資家が、キャピタルゲインもあって投機的に凄く買っていて、そのようなものが今はなくなって落ち着いているのか、もし分かれば、その辺りの事情を伺いたい。もしかしたら、ECBの追加緩和期待が違ふことが影響しているのか。例えば、600億ドルの買入れを増やすのではなくて、延長ということになるとすれば、いずれはタイト感が出るにしても、今すぐタイト感はない。それよりも預金ファシリティの引き下げの方を織り込んで、例えばEONIAスワップレートの方にその影響が出ているのか、その辺をどういうように考えているのか、が2つ目の質問である。

3つ目は、日本の10年物国債の利回りが8月位からずっと0.4%を下回って推移していることについて、それは、先程のご説明のように日本銀行

に対する追加緩和期待、あるいは需給ギャップが非常に大きいということもあるかもしれないが、市場参加者によるインフレ期待の低下や昨今の景気減速感のようなものも反映されているのか、お伺いしたい。金利のボラティリティも、J G Bに関しては下がっているので、そういったものも反映されているのか、その辺りをどう考えているかということである。

最後に、中国の株価が再び持ち直してきており、3,500～3,600 ポイント位まで戻してきている。その間、11月13日頃、信用取引の規制強化や、保証金比率を上げたりしているが、最近の株価持ち直しの中で、信用取引はまた拡大しているそうである。それは、政府の介入もなく、中国の景気をあまりにも悲観的にみていたのが見直されたということなのか、今後の政策期待があり、自力で上がってきているということなのか、お伺いしたい。

前田金融市場局長

まずベーススワップについては、手許にないが、ポンド／ドルも確か上がっていたと思う。

白井委員

全体にそうである。

前田金融市場局長

特に最近は皆同じように上がっているので、最近の動きは利上げ観測が急に高まったということが影響していると思う。その中で、もし水準的に円とユーロが特に高いということであれば、白井委員ご指摘のように、両国が緩和方向にあり、アメリカは利上げの方向なので、お金が両国からアメリカに向かって行くということが、もしかしたら影響しているのかもしれない。なお、米国企業の起債については、まだ今でもそういう話は聞く。

ユーロの金利については、私は春には金融市場局にいなかったので感覚的には分からない。あの時は基本的にP S P Pを始めて、それがどのよう

に影響するのか、目線が定まらなかった。それは場合によってはヘッジファンドだったかもしれないが、それが定まってきたということかと思う。今のところECBの金融政策については付利下げの予想が中心ではあるが、資産の買い増しということも市場の一部ではまだ予想されているので、基本的には目線が定まってきたということだと思う。

3番目は、おっしゃったように日本銀行の政策期待と、インフレ期待や景気なのか、両方とも関連していると思うが、それらにより10年債はじりじり下がってはいるが、低下幅は精々0.1%位なので、それほど大きく下がっている訳ではないと思う。

4番目の中国株価は、私よりも国際局長の方が詳しいと思うが、足もと上がっているのは基本的に政策期待ではないかと聞いている。

原田委員

関連した質問で、ドル調達コストが上がっているということであるが、その理由が、ドル需要が増えているということや利上げ期待などであると、それは別に調達コストではなくて、ドルが上がっているということなのではないか。つまり、挙げられた理由は、ドルの上昇要因を言っている訳で、これが調達コストなのか、不思議に思う。もう1つは、これが調達コストであるとする、期末にこのように跳ね上がると裁定が起きるはずであるが、裁定が起きないのはなぜなのか。多分、裁定するほど大したことではないので、起きていないのではないか。つまり裁定のコストが上回ってしまうから、裁定が起きないということなのではないか。そうすると、それは非常に小さな市場の話で、大きな話ではないという気がするが如何か、というのが第1の質問である。

2番目の質問は、佐藤委員がおっしゃった「邦銀がどれだけの国債を担保として必要としているか」という話であるが、財務省のお陰もあってこれほど国債のある国は他にないと思う。また、銀行がこれほど国債を持っている国もないと思う。そうすると、なぜ、日本だけ、これほど担保が必要であると銀行が言うのだろうか。どんどん必要な担保が減っているとい

う話もあり、本当は別に要らないのではないか。要らないのであれば、日本銀行が折角買っているのに、素直に売ってくれば良いと思うが、如何か。

前田金融市場局長

後者の質問は、他の国がどうかというのは良く分からない。日本では一般的にメガバンクも、国債がなくて困っているという感じではなく、このままでは厳しくなっていくのではないかという位なので、それほど大騒ぎしている訳でもない。日本の場合、やはり私どもが沢山買っている結果、市場取引が何となく歪んでいるのではないかという批判の方が多いが、それに対しては、我々は色々な指標で、そうした点もあるが全体としてみれば何とか市場が維持されていると言っている。

1 番目の点について、資料で示しているドル調達コストは、直先スプレッドみたいなものである。いわばドルの金利ということになる。ご質問の趣旨は、それなら本来ドル相場が上がるべきではないかということかと思う。当然、直先スプレッドが上がれば、直物も多少は上がるかもしれないが、例えば直先スプレッドが 30bp 開いたらドル／円がどの位上がるかと言うと 0.3% しか上がらない訳である。直物の上昇には、若干は効くと思うが、大きくは効かないと思う。裁定が本来働くべきであるという点は、教科書的にはそうであるが、金融機関は与信枠について国向け、金融機関向けに設定しており、これが急に広がる訳でもない。時間がかかる訳で、十分リスクを考えてゆっくり枠を広げ、儲かる限りは広がると思うが、暫く時間がかかる。色々な規制の問題があって、その枠を広げるのにそれなりに時間がかかりやすいし、もしかすると広がらないかもしれない。そういうフリクションも、いつもより生じているのではないかと考えている。

木内委員

1 点、質問がある。短国の買入れと金利の動きである。図表 1 でもみら

れるが、まず足もと、短国の買入額は1年前などと比べると少なく、その結果として残高も落ちてきている。短国で無理に買わなくてもマネタリーベースが増やせるようになってきたとすると、従来は短国の部分が強制されていたということである。これは、そういう無理をしなくても、良くなってきたということであると思う。そうであれば、もう少し金利に対するプレッシャーが小さくなっても良い。従来であると日本銀行がマネタリーベースの目標を達成するために、短国をどれだけ無理をして買うかどうかという期待があった。一方、7頁目の短国利回りをみると、足もとかなり下がってきているが、本行が買入れのペースを減らしているのに、需給がよりタイトになって短国の利回りが下がっている。説明にもあったが、円転コストの低下などを受けた海外からの資金流入の影響は勿論、大きいと思う。3か月物などは、その影響が大きいと言われている。しかし、6か月物、1年物になると、そうでもないという指摘もある。それらを考えると、われわれの買入れの姿勢とこの金利の動きが、どう整合的に説明できるのかお伺いしたい。1つの可能性としては、買入れ額は減らしているが、市中への発行額も減っているので、依然としてわれわれの政策は需給にかなりのタイト感をもたらしているということなのだろうか。あるいは6か月物、1年物にも、海外の要因がかなり強まっているということなのか、どちらなのだろうか。以上である。

前田金融市場局長

今、ご指摘頂いた点が全部効いているのではないと思う。確かにわれわれの買入れは減っているが、発行も減っているので、流通量が減っているという部分もある。われわれの買入れが減っているから、需給がタイト化に向かわなくなるということではない。そもそもわれわれは国債の買入れでマネタリーベースをかなり増やしており、資金のだぶつき感は全体的に強まっているので、その影響が短国市場にも、どうしても出る。それからおっしゃったように円転コストのマイナスも、結局のところ、日本はお金をどんどん出している一方、米国はどちらかと言うと引締め気味という

影響が、限界的な指標に出ている可能性はある。色々なものが効いて、3 か月、6 か月、1 年で、若干市場が違う部分があるが、それぞれのものが、それぞれの度合いで効いて、このようなかたちになっていると理解している。

中曽副総裁

米国の政策が正常化した場合、政策の方向性が日本と乖離していく訳であるが、株価にどういう影響が出てくるのか。つまり、米国が利上げをすれば、金利差が開いて円安になり、日本の株は上がる。米国の株は下がるか頭打ちである。今までは海外と連動して株が動くことが多かったが、これからはやはり独自の要因で動くようになるのか。つまり今のような政策の方向性の他にも、バリュエーション的にみて、日本株はもう少し上がりそうな感じがするし、米国株は良いところまで来ているような感じがするので、それぞれ独自の要因が出てきているような気もする。この先、海外と日本株で相反する力が働くようになる場合、どの位連動性が働くのか、今までと違ってくるのかこないのか、伺いたい。

前田金融市場局長

今は、ドル高・円安になるというところに、日本の株価が素直に反応して上がっている。この部分はまだ残っている感じはある。これは、米国が利上げした場合に、米国の株価がどうなるかということに尽きると思う。結局のところ、米国の経済が利上げに耐えられるほどしっかりしているかどうか、あるいはF e d の利上げペースがそういうことにも配慮しながらゆっくり行われるかどうか、というところで決まてこよう。今のところは、それなりにゆっくり上げられると思われ、米国の経済はしっかりしているので、米国の株価は利上げしても、どんどん下がるというほどでもない。むしろ、それなりに上がるのではないかと思っている。それから、中曽副総裁がおっしゃるように、バリュエーションについても、今のT O P I Xについては、米欧に比べるとP E Rは低いので、日本の株はその辺

から上がる余地がある。申し上げたいことは、結局、米国の金融政策がどの位配慮しながら行われ、米国の株価がどうなるかということであり、そこがそれほど崩れなければ、日本の株価は、日本の景気次第であるが、上がる余地はまだ多少あると思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

それでは、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。前回会合以降の指標をみると、これまでの判断である「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」とする総括判断を変更する材料はなかった。全体観としては、米国の雇用統計を筆頭に、先進国では雇用・所得環境の回復を起点とした個人消費の伸びの底堅さが確認できた。これに加えて、新興国サイドでも、ブラジルなどを除くと、これまでの景気悪化の底がみえないという懸念が一旦薄れつつある状況ではないかというのが総括である。

米国を図表1－1でご覧頂きたい。（1）輸出関連指標、（2）生産関連指標は、引き続き力強さを欠いている。その一方で、（3）ISM指数は、非製造業は好調を維持している。その原動力である（4）個人消費関連指標は、いずれもしっかりと伸びており、（5）住宅関連指標、あるいは（6）消費者コンフィデンスでみると、家計周りの地合いは、引き続きしっかりしているということが確認できた。この間、一番注目されたのは、図表1－2、（2）にある10月雇用統計の強さであった。27万人という増加の数は、（3）失業率が5%まできている段階としては、出来過ぎの感が否めない。しかし、いずれにせよドル高あるいは外需の弱さといった向かい風にもかかわらず、雇用・所得環境の回復を起点とした成長メカニズムが、しっかりと働いているということが確認され、この結果、12月の利

上げ観測が一気に高まったということである。雇用者の伸びと同じように気になるのが賃金である。(4) 賃金関連指標にお示したように、10月には幾分前年比が上昇してきているが、まだこれまでの前年比の伸び率と比べると、水準は低く、伸びが今後どんどん高まっていくかという点、私どもとしてもまだ自信が持てないところである。一方で、(5) ユニット・レーバー・コストの動きをみると、第2四半期から第3四半期にかけて、労働生産性によるマイナス寄与の幅が縮小してきて、ユニット・レーバー・コストを押し上げる要因に働いている。今後、賃金と物価が持続的なカタチで伸び率を回復していくためには、労働生産性がそこそに戻ってくるのが鍵を握ると思うので、今後の動向を注意深く見守っていきたいと思っている。

次に欧州経済である。図表2、(1)で第3四半期の実質GDPをみると、ご案内のとおり前期比年率+1.2%と、その前の第2四半期の+1.4%とほぼ変わらない成長ペースということになった。この緩やかな回復の原動力である個人消費をみると、(2)小売売上数量、あるいは(3)新車登録台数も、きちんと増加を続けてきており、消費の動きは、国別にみても周縁国を含めて広がりがあると、私どもはみている。その一方で、(4)輸出関連指標は、域外の実質輸出については、これまで増勢鈍化と表現してきたが、このたび統計がかなり遡及して改訂された結果、むしろ第2四半期から緩やかに減少している。これまでも新興国の経済減速の影響がいずれユーロ圏にはっきり出てくるであろうと繰り返し申し上げていたが、実際には既に出始めていることが判明した。ただ、このように域外輸出が弱まってきても、(5)にある鉱工業生産は前年比で緩やかながらずっと伸びを続けている。この背景としては、内需が強いことに加えて、域内の貿易にも支えられている面があるのではないかと思っている。これを受けて、ドイツの投資財受注をみると、ユーロ圏からの、あるいはドイツの国内からの緩やかな受注の増加が基調として続いており、設備投資はまだ持ち直しの動きが続いているということである。この間、物価については、9月にヘッドラインで前年比マイナスとなったHICPは、10月には、

エネルギー価格のマイナス寄与の縮小というかたちで、確報ベースで+0.1%とプラスに戻したところである。コアの方も、財を中心に+0.8%から+1.0%と小幅に伸びを高めている。この財コアの上昇には、足もとのユーロ安の波及も少し影響を与えているようである。

次に、中国経済である。図表3の(1)製造業PMIは、引き続き50を下回ってはいるが、沿岸部のIT関連企業がサンプルに多く含まれるといわれる財新/MarkitベースのPMIは、50を下回っているが大きく改善している。(3)名目輸出入をみると、外需は相変わらず弱い動きが続いているが、(4)内需関連指標をご覧頂くと、実質小売売上高は引き続きしっかりと前年比2桁の伸びを続けている。固定資産投資は、仔細にみると、10月単月ではやっと反発して前年比プラス幅が拡大しているが、まだ内訳がきちんと出ていないこともあって、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言い切る自信がない状況である。いずれにしても、不動産市場の回復が順調に続いており、予算ベースであるが、(5)財政支出は一段と伸びを高めており、その執行のペースも上がってきているというアネクドーツもあるので、今後、財政による下支え効果が徐々にハードデータにも出てくるのではないかと私どもはみている。

中国以外の新興国経済である。図表4、(1)で製造業PMIの推移をみると、新興国全体の大きな構図がよく表れているのではないかと考えている。資源国のブラジルは下げ止まりの兆しが窺われていない。一方で、中東欧はユーロ圏の緩やかな成長に支えられて50を上回る推移を続けている。わが国にとって大事なアジアでは、本年入り後、製造業は調整局面入りをしていたが、最近は、引き続き50を下回りながらも短期的には漸く底打ち感が出始めている。(2)NIIEs・ASEANのGDPの推移も、同じようなイメージの動きをしている。財政政策を中心とする内需刺激策の効果が徐々に現れてきているほか、新型スマートフォンの発売などを契機にIT関連が少し循環的に上向いていることが寄与しているのではないかと考えている。ただ、第3四半期までのデータでは、(3)の輸出をみると中国向けを中心に不振が続いており、中国についても構造改革、

あるいは製造過程の内生化といった動きを映じ、輸入が当面伸び悩むことが予想されるもとでは、こういった構図はなかなか変わらないのだろう。国内で色々な構造的な問題も抱えている中で、N I E s ・ A S E A Nの景気は、仮に下げ止まったとしても、目立った回復というのは直ぐには期待できないとみている。

最後に、金融面である。図表5－1の米・ユーロ圏の金融政策は、先程前田金融市場局長からも説明があった lift off と E C Bによる何らかの緩和という divergence の動きを示している。

図表5－2は国際金融市場である。こうした divergence の中での新興国の動きはどうかであるが、(5) 新興国通貨騰落率をみると、為替レートはドル高の裏というかたちで小幅に減価する程度であり、(6) 新興国株価騰落率で株価をみても、個別要因はあるが、総じて落ち着いているというのが今の状況である。こうした動きは、実体経済面で景気悪化の底が見えないとの懸念が、一旦は薄れつつあるとご説明したものを映じたものと思っている。ただ、(3) のエネルギーなどの商品市況は、下げ止まりの兆しが全く窺われず、資源国をはじめとする新興国経済への調整圧力はまだかなり残っていると思われるだけに、今後も新興国の動向からは目が離せない。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

まず中国である。G D Pデフレーターをみると、前年比で7～9月が－0.7%、その前の4～6月はかろうじてプラス——＋0.1%か0%——であったが、1～3月もマイナスであった。消費の方は、C P Iでみるとエネルギー以外は恐らくほとんどプラスなので、消費のデフレーターは多分プラスだと思う。従って、G D Pデフレーター全体でマイナスになるということは、それを相殺する位のマイナスがあったはずである。1つ

の候補は設備投資デフレーターであるが、それにしても相当大きくないとマイナスまでいかないのでは、これをどうみたら良いか。いわゆる過剰生産といわれるところ、素材産業の弱さは当然であるが、マイナスになるのはかなりのことだと思う。なので、そこは非常にユニークな国という感じがするが、消費からみるとデフレではない。C P I 全体の項目をみても悪くなく、サービスなども2%位いているしコアも1.5%位なので、デフレではないと思うが、相当な下押し圧力が他のところから効いていると思う。消費はデフレではないが、それ以外のところが今凄くマイナスであるという複雑な状況であるが、そのことに対するご見解を伺いたい。C P I の中で敢えて言えば住宅関係が1%台位と弱めだが、それ以外は結構堅調な感じがする。その辺り、デフレというものについてどうお考えかということが第1点目である。

2点目であるが、中国はこれからリバランスをしなければいけないとよく言われているが、意外と既に結構リバランスしてきたのではないかと感じる。例えば、消費のG D P比をここ3年位みると、5%ポイント位上がっている。まだまだと言われていたわりには、意外とリバランスが結構進んでいるように見えるが、その辺の評価を聞きたい。最後に、中国以外のアジアも弱い、その弱さについて消費者コンフィデンスをみると、区々ではあるが、インドネシアなどが相当落ちている。信用の伸び率も低下している国があり、例えばインドネシアや香港である。資本流出などもあって引き締めに入ってきていることが、そういう成長の弱さにどの程度反映されてきているのであろうか。インドネシアの場合、外国人の国債保有比率が大きく、確か40%、直近の数字をみても37%までしか低下していなかった。まだ大きく流出していないので、外国人はそれほど懸念していないのかもしれないが、影響としては、今のところはまだ初歩的な状況なのか。また、住宅価格が、シンガポール、台湾は下落しており、タイ、インドネシア、マレーシア、インドも、皆伸び率が下がっている。つい数年前まではマクロプルーデンスとして、どうやって過熱を抑えるかと言っていたのが、今や大逆転している。現状の不動産の落ち込みは、以前

あれだけ過熱していたので、むしろ良いということなのか、それとも落ち込みが懸念されるようになってきているのか、感触をお伺いしたい。

長井国際局長

デフレーターについては、この場でも繰り返しご質問頂いて、われわれも気にはしているが、なかなかデータの内訳がないので、本当の真犯人は突き止められていない。今、コンポーネント別に色々なお話を頂いたが、そのほか、産業別のGDPというものが出ており、それで特に何が落ちているかをみると、やはり第2次産業のGDPデフレーターが結構マイナス幅を深めている。それが、足もとさらにマイナス幅を深めているPPIとかなり平行に動いているので、そこを示しているのだろうと思っている。第3次産業は意外と8%を超える伸びで、先程お話のあったリバランスで、消費の方は良いと言ったこととかなり整合的である。ある程度のシェアのある第1次産業は、ほぼゼロ近傍まで引き続き落ちてきており、食料品価格が落ちてくるなど、デフレーター的にはあまり良くないと思っている。そういった意味で、PPIがさらにマイナス幅を拡大していることについて心配しているが、ある程度賃金が出てきているので、今のところはCPIも含めての大きなデフレにはならないだろうとは思いつつ、一方でPPIの調整は3年以上続いているので、あまり甘くみてはいけないとも思っている。

リバランスに関しては、おっしゃるとおり、消費はかなり良いだろうとみており、小売売上数量が+10%位で強いという点は先程お示ししたとおりである。国際収支をみても、サービスの輸入というか、日本に来る爆買いのような消費もかなり強く出ている。あるいは、インターネットの販売などをみても、かなり進んでいると思う。一方で、金利などをみてもまだかなり抑圧されているので、シフトさせていくためには、さらにもう少し金利を自由化させるといったかたちで、今まで企業セクターあるいは金融部門に回していた所得を家計に回すメカニズムを、もう少しきちんと整えないと、消費一本立ちで持続的、安定的な成長を果たすところには、まだ

行き着かないだろうと思っている。

アジアについては、確かに信用の伸びが幾分低下してきているところがある。循環的に景気が悪くなっているところもあり、出先の邦銀も含めて、信用リスクの上昇ということについては、気にはしている。それに加えて、やはり lift off を控えた資本フローが、インターバンクなどを通じて金融条件を少しきつめにしている傾向はある。お話をあったインドネシアについても、実は昨日決定会合があり、政策金利は横ばいながら預金準備率を引き下げた。今、まさにおっしゃったような海外の不安定性に関しては、そこでは日本銀行も言及されていたが、少し潤沢な流動性を供給して金融緩和を続けるために、政策金利ではなく預金準備率を引き下げている。足もと確かにインターバンクをみると、変動が激しく上に跳ねがちなので、そこに配慮したのだと思う。そういったところが、全般にコンフィデンスや金融環境の引き締め気味なところに効いている感じは、私どもも共有している。住宅価格は、大分前から上がっており、台湾、シンガポールはかなり高い国なので、国によると思っている。このほかにも、韓国やマレーシアなども住宅バブルの懸念があり、内需を今後引き上げていくとしても、あまり野放図に、金利環境を下げて資産効果で boost させるといったことが気楽にできない環境になっている。これは、今後の伸び悩みの対応に制約を加える 1 つの材料ではないかと思っている。

佐藤委員

中国について、図表 3、(6) にもあるが、習近平主席、李克強首相から、今後 5 年間の平均成長率は +6.5% 以上が必要であるという趣旨の発言が前回会合以降続いたが、この 6.5% という水準に関して中国政府の狙いと、マーケットがこれをどう受け止めているのかということを知りたい。中国の成長率は、ここもと減速が続いているが、減速ペースは緩やかとはいえ、例えば 2013 年が +7.7%、2014 年が +7.3%、2015 年が +7.0% 前後と、引き続きかなりのペースで減速しているので、今後 5 年間の平均成長率が +6.5% 以上というのは、どちらかと言えば高めにみえ

る。中国政府としては、勿論これを達成可能とみているのだろうし、雇用面への影響も考え、社会不安が起こらないような水準を逆算して+6.5%以上となっているかとも思うが、中国国内では、この水準についてどのように受け止められているのか。因みに、国際局の見通しでは、2015 年+6.9%、2016 年+6.7%、2017 年+6.6%であるので、先取りして言うところ達成可能という答えになるのだろうが、その辺も含めて願います。

長井国際局長

マーケットの受け止め方というのは、こうであるとはなかなか申し上げにくいところはあるが、五中全会などで、私どもも+6.5%と+7%の間のどこかをピンポイントで言ってくるのかと思っていたが、+6.5%より下には下げないということだけをおっしゃって、その間のどこに着地するかについてのフリーハンドは得ているのだろうと受け止めている。ここで現実的に+6.5%といったところに行く方が構造改革の観点からは良いにしても、これだけ世界全体から中国自身が先行きを心配されて、ソフトランディングしていく中で、あまり低過ぎる数字を出していくのも、市場のネガティブなリアクションを呼んでしまうなど、色々考えたのだろうと思っている。そういった意味では、足もと+7%で、これから減速するとは言っているのもそれ以上になることはない中で、下限だけを、しかも2020 年までの下限を示すことで、一種フリーハンドを持ちつつ、アップサイドも含めてあまりマーケットがネガティブに反応しないように、なおかつ一応ソフトランディングしていくといったメッセージを出すという意味で、まずまず上手いコミュニケーションだったと思っている。私どもの最近の見通しは、先程佐藤委員がおっしゃったとおり、+6.5%に次第に近づいていくという超スムーズなパスであるが、意外とコンセンサスも、これを受けてなのか、あるいは足もとの実勢を受けてなのか、0.1~0.2%ポイントの世界であるが、少しじわっと数字を上げてきたりしている。市場というか、世の中自身も、物凄く過激に成長率の調整をしていくのではないのだろうというところで、安堵している面があるのだと思う。

佐藤委員

+6.5%というのは、下限と言われたが、平均ではないか。

長井国際局長

「は維持する」という言い方だったのでそう申し上げたが、確かに毎年
の下限というのは間違いで、平均成長率で+6.5%である。+5%になっ
たり+7%になったりして、その平均をとっていくとはなかなか考えにく
いので、むしろ最終的に+6.5%を切って、もう少し下がっていくという
ことだとは思う。雇用の関係では、以前もご指摘頂いたと思ったが、
+6.5%でもそこそこ都市の新規雇用は出そうな気がするので、それだけ
を考えて+6.5%と言っているのかというと、雇用の創出力だけで言っ
ていることではないのだろう。もう少し、全体のバランスシートの調整テン
ポなどを考えているのだろう。

木内委員

まず、中国の物価指数についてである。人民銀行の金融政策は、実質金
利の水準を意識しているとされているが、その時の価格デフレーターはど
う考えているのか。つまり、GDPデフレーター、CPI、PPIには凄
い開きがあり、それによって政策スタンスも変わってしまう訳であるが、
どこに重点を置いているのか。恐らく、それは構造改革の方向性に関係し
ているのだろうと思うが、何か明確な方針があるのか。また、金融緩和を
大分進めているわりには、まだ人民元貸出や社会融資総量の伸び率が思っ
たほど伸びてこないが、この背景として、金融政策を巡って、政府と人民
銀行の間に軋轢があるのではないかという指摘もある。つまり、人民銀行
としては構造改革の方が重要と捉え、政府の方は金融緩和で景気対策して
欲しいと考えている。人民銀行は、取り敢えず政府の要請も聞いて金利は
下げたが、それ以上に銀行に対して融資を働きかけるといった主導的な部
分には、そこまで力が入っていないということで、こういう貸出の伸び率

になっているのか。それとも、不良債権も大分増えてきているので、銀行側の方がややブレーキをかけているという面があるのか。

次に米国についてであるが、自動車販売が非常に好調で、年率では1,800万台を超えてきている。遡ってみると、リーマン・ショック前の1,800万台強位の水準が、一旦ぐんと落ちて、またそこまで戻ってきたが、この水準感をどう考えるのか。リーマン・ショック前までに戻ったので大分戻ったということなのか、それとも、その間に落ちた部分がいわゆるペントアップ・デマンドの部分で、無理して買い換えサイクルを伸ばしているのか、ここから正常化していくのであれば落ちた部分がまた持ち上がってくるということなのか。勿論、リーマン・ショック前とは実質所得の伸び率も違うので、本当に落ちた分だけ戻る訳ではないにせよ、多少そういう部分があるのであれば、現状非常に高い水準に見えるがまだまだいけるのか、それともそうでもないのかということである。また、FF金利について、6頁目にFF金利先物があり、これをベースに12月利上げ観測が8割といった計算がされていると思うが、計算されている前提、例えばブルームバーグが計算している前提はどうか。FF金利の実効レートは、今0.25%であるIOERとリバースレポの金利の真ん中より若干低かったと思う。それを、例えばFF金利誘導目標を25bp上げるとすると、先物金利が今よりも25bp上がった水準がその利上げを100%織り込んだという計算となり、そうした前提で8割とされているのであろうか。

長井国際局長

最初の質問であるが、具体的に実質金利という時にどのデフレーターを使っているかについて、私はこれだという話を確認したことがない。ただ、何回か決定会合でもお示ししたが、一種、実質金利を安定化させるという表現を取っている中で、CPIでデフレートすると、大体ここ1～2年ほど安定しているとみることができる。ここでPPIを使うと、かなり上昇してしまっているので、CPIを基本的に使っているのではないかと私もはみている。それから、金融緩和をやりつつ貸出が伸びていない点につ

いて軋轢があるのかということであるが、PBOCと政府の間で、緩和する、しないに関しての軋轢があるということは、あまり感じていない。一方で、ご指摘のとおり、債務がここまで広がっていて、しかもその行先が生産性の非常に低い国有大企業にばかり集中していて、中小企業や、彼等の大事にしている農業関連のところにお金が行かないといった状況がみられる。従って、今後緩和するにしても、そういったところにちゃんとターゲットを定めて緩和したいという気持ちは、政府とPBOCの間で共有しているように思っている。では、なぜ貸出が伸びないのかというと、確かに不良債権の伸びもあるが、銀行自身、きちんと中小企業を審査してそれなりの金利を付けて貸すというノウハウが、まだ十分末端まで普及していないのではないかとということもある。また、金融監督の部署自身、むしろ金融の安定を優先した指導をしているので、それもあるって貸出が伸びにくいのではないかと思っている。

米国の乗用車販売は、確かに非常に高い水準で、われわれもここ半年位、これ以上はそろそろ上がらなくなるのではないかと考えてきたが、それでも結構上がってきている。ペントアップ・デマンドが全部尽きたかどうかというと、全部尽きた感じはまだないとは思っているが、足もとの強さは、今後金利が上がる予想があるのでその前にということと、意外と低所得層まで賃金・雇用の改善の動きが広がってきたということがあるのだろう。それから、ガソリン価格が、下げ止まりはしたがかなり低い水準にあるので、SUVの売れ行きに表れているように、自動車を買ってそれを楽しむということをやりやすい環境なのであろう。こうした additional な要因もあって、結構高めに出ているという部分があると思っている。先々のFF金利の計算の仕方の前提は、確かに重要だと思うが、一般に8割といった時にどういう計算をしているのか、申し訳ないが、私は存じ上げていない。

中曽副総裁

商品市況が下げ止まらないという話があった。具体的には原油であるが、

WT I とわれわれにとってより関心の高いドバイとの関係をどうみたら良いか。これまでずっとWT Iの方が高かったが、するするとドバイが下がってきて、今や逆転している。要するにWT Iよりドバイの方が低くなっているが、なぜなのか。

長井国際局長

今までWT Iは、むしろシェールのダブつきが懸念されて下がっていたようなところがあった。先程、底がみえない懸念が薄れてきたということは申し上げたが、足もとは、アジア関係の需要とか、その辺りの弱さのようなものが意識されているのだろう。ドバイは、アジアに原油を繋ぐターミナルのところの指標価格であるので、そこでまだ需要面の弱さの懸念が下げ止まっていないといった動きがあるのではないかと思っている。ただ、私どもも、両者の動きが明確に乖離して、凄いことが起きているというような強い問題意識は、今のところ持ってはいない。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒープレイクを取る。15時15分に再開したいと思う。

(15時10分中断、15時15分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

再開する。国内経済情勢についてお願いします。

関根調査統計局長

それでは、まず資料－4（参考計表）【追加】で1次QEについてご説明した後に、事前にお配りした資料－4（参考計表）で残りの指標についてご説明する。

資料－４（参考計表）【追加】の図表１は実質ＧＤＰと景気動向指数であるが、（２）需要項目別の動向をご覧頂くと、７～９月は前期比－０.２％、年率換算では－０.８％と、４～６月に続いて２四半期連続のマイナスとなった。予て７～９月はプラスになるかマイナスになるか微妙であると申し上げていたが、１次ＱＥでは小幅なマイナスに着地したということである。その内訳で、まずプラスの寄与の方から申し上げると、民間最終消費支出が＋０.３％ポイントの寄与となり、４～６月のマイナスがやはり一時的なものであったことを示唆する結果となった。住宅もプラス寄与が続いている。また、純輸出が小幅プラス寄与に転じている。新興国向けは弱めの動きを続けたが、米欧向けの自動車輸出が堅調であったほか、インバウンド観光客の増加によってサービス輸出が増加したといったことが寄与している。一方、マイナス寄与は、民間企業設備と民間在庫品増加、この２つは設備投資と在庫投資だが、マイナス寄与となっている。まず後者の在庫投資だが、内訳では製品在庫投資と流通在庫投資が減っている。７～９月の生産が１％を超えるマイナスであったことからすると、この期に在庫調整が進展したという評価で良いのではないか。因みに、この在庫投資と輸入を差し引いた最終需要ベースでみると、７～９月は前期比＋０.６％ということであり、４～６月が－０.８％であった結果からすると、大分改善した姿になっている。マイナス寄与のもう一方である設備投資だが、短観等のアンケート調査に比して、実績値としての設備投資の出方が弱いということを確認したかたちになっている。因みに、名目設備投資の年度上期は、ＧＤＰベースは前年比が＋１.７％という計算になるが、９月短観の年度計画は＋８.４％である。この数字自身は、通常のパターンでいくと着地までに大体３％ポイントほど下方修正されるので、５.５％や５.４％と比較するということになるが、それと比較しても低い数字である。私どもとしては、企業収益からして、これから少しは設備投資も加速するだろうと思っはいるが、後程ご紹介する機械受注もそれほど強い数字ではない。この点については、今後、短観や法人季報などのデータも踏まえて、精査をしたいと思っている。

続いて、図表 2、(3) マクロの所得形成の G N I についてである。G N I も前年比でお示ししているが、原油価格が下落したものの、市況性のある鉄鋼や化学の輸出価格も下がったため交易利得が若干悪化し、前期比でみると-0.4%と、G D P よりも若干だが大きめの下落となった。ただし、このグラフでお示ししているように、前年比でみれば 3 %を超える高い伸びを続けているという姿に変わりはない。因みに実質 G D P の方は、前年比でみれば+ 1 %程度ということである。以上が G D P 関連である。

続いて、事前にお配りした資料- 4 (参考計表) に沿って説明させて頂く。最初に図表 5 の輸出入関連指標である。明日、10 月分の通関統計が出るので新しい数字は入っていないが、9 月までの実績では、新型 iPhone 関連の部品輸出が出たために、実質輸出が 9 月単月で前月比 1.9%の増加となったということをご報告したとおりである。

続いて、図表 12 の企業収益である。こちらはこの図表でご説明することはないが、東証一部上場企業の四半期決算が出揃ってきており、私どもの集計では、7 ~ 9 月期の売上高、経常利益、それぞれ前年同期比+3.9%、+3.5%と増収増益を続けており、利益水準も高い水準を維持している。

そうした収益状況における設備投資であるが、図表 14、設備投資関連指標にある機械受注は、民需、除く船舶・電力をみると、9 月単月では+7.5%となったが、7 ~ 9 月でみると前期比-10%の大幅減少となった。製造業を中心に前期にみられた大型案件の反動ということで、マイナス幅が大きく出た側面はある。そして同時に出た 10 ~ 12 月の予測調査だが、前期比+2.9%の増加に転じる見込みにある。加えて、手持ちの受注残高はなお高い水準にあるということで、設備投資は「緩やかな増加基調」との判断を維持したいと思っているが、繰り返しになるが、法人季報や 12 月短観等で、こうした判断が維持できるのかどうか、さらに検討を加えていきたいと思っている。

個人消費関連については、前回決定会合以降、何かめばしいものが出た訳ではない。私どもの業界ヒアリングでは、10 月は晴天数が多かったという天候要因もあり、そこそこの手応えを感じていると聞いている。

図表 21、(2)の景気ウォッチャー調査は、10 月が僅かに改善している。コメントの数をみると、中国について言及するコメントが減少に転じており、9 月段階では 40 件ほどみられたが、10 月は 31 件である。こうしたことからすると、一時期心配していた中国経済減速について、少なくともウォッチャーの方々は少し冷静さを取り戻してきているといった感じがみてとれる。

続いて住宅関連であるが、図表 22 にあるマンション販売戸数でご説明する。昨日、10 月の数字が公表されたので、口頭で補完させて頂きたい。全売却戸数は、9 月の 3.0 万戸に続いて 10 月は 4.3 万戸である。新規契約率は 68.8%となり、好不調の目安と言われる 70%を 2 か月連続で割り込んでいる。こうしたことを踏まえ、新聞報道では横浜のマンション傾斜事件との関係で客足が遠のいているのではないかという話もあったが、申し上げたように売却戸数自体はそこまで劇的に落ち込んではいない。また、2005 年の耐震強度偽装事件の時との比較では、当時は建築基準法が改正されて厳格化したということがあり、その結果としてマンション建築が大きく滞ったが、今のところそのような立法措置をとる動きはまだ聞こえてきていない。ただし、杭打ちデータの不正問題についてはまだ実態調査が終了していないので、今後の展開についてはしっかりとフォローしていきたいと思っている。

続いて、図表 24 の鉱工業生産であるが、計数自身はもうご確認頂いているとおり、生産そのものは 7～9 月が前期比-1.2%と 2 四半期連続のマイナスであった。本日は、私どもの企業ヒアリングに基づいて、その後の 10～12 月と 1～3 月の数字がどうなりそうかということについて申し上げたい。企業ヒアリングによると、まず 10～12 月が前期比+1.4%、来年の 1～3 月が+1.9%という結果になっており、プラスに転化するかたちになっている。内訳については、10～12 月は、はん用・生産用・業務用機械といった一般機械関連が新興国経済減速の影響からマイナスを続ける見込みにあるが、電子部品・デバイスでは新型 iPhone 向けの部品の増産、また輸送機械では一部メーカーの国内生産回帰の動きもあって、そ

れぞれ押し上げに寄与する見込みである。1～3月については、12月に発売される新型車の生産立ち上げとその波及ということで、やや高めの数字になっている。この新型車については、メーカーとしては旧モデルからの買い替えも含め、かなりの期待をしており、先行受注等でも手応えを感じているという報道があった。こうした10～12月、1～3月の見通しも踏まえると、生産は4～6月、7～9月とマイナスになったが、横ばい圏内という基調判断を維持することで良いのではないかと考えている。関連して、図表27で在庫調整の進捗状況をご確認頂きたい。(2) 出荷・在庫バランスで鉱工業全体をご覧頂くと、マイナス幅が縮小しており、在庫調整がそこそこ進捗したかたちになっている。ただし、資本財（除く輸送機械）では、むしろマイナス幅が拡大している。ミニショベル等で排ガス規制強化前の作り込みが行われたことのほか、土木建設機械を中心に新興国経済の減速の影響を受けているところがみてとれるかと思う。

図表28の雇用関連指標は、毎勤統計の9月の数字が出たので紹介するが、前月までとあまり変わらない。まず、常用労働者数は前年比+2%の増加を続けている。名目賃金は、特別給与が+14.0%という高い伸びになっているが、そもそも賞与月ではないので全体への影響はあまりなく、全体では+0.6%と前月までの姿とあまり変わっていない。この結果、図表32で実質賃金・所得をご確認頂くと、ここ3か月位は大体同じような姿になっている。6月の毎勤特別給与のところで1回大きく振れているが、(1) 実質賃金で大体+1～+2%程度、(2) 実質雇用者所得で+3%程度の前年比で、しっかりとした動きとなったということである。なお、冬季賞与だが、経団連のアンケートでは+3.1%と夏季賞与+2.8%並みの上昇を見込んでいる。ただし、毎勤統計でどう出てくるかということになると、これはサンプルの問題もあるので、話は別になってしまうかもしれない。

最後に物価である。9月の全国CPIが、除く生鮮で-0.1%、除く生鮮・エネルギーでは+1.2%ということは、ご報告したとおりであるので、その内訳を図表37でご確認頂きたい。まず、(1) 総合（除く生鮮食品）

の月次の推移をみると、公共料金がマイナス幅を拡大している。これは、原油価格下落を受けた電気代・ガス代の動きを反映したものである。(2) 財(除く農水畜産物)をみると、石油製品が同じ理由でマイナス幅を拡大しているが、むしろ印象的なのは、それ以外のものはほとんど全てが、僅かではあるが押し上げ幅を拡大している。最後に(3)一般サービスは、外食が僅かに押し上げ幅を減じているが、家賃は逆に押し下げ幅を縮小して、全体では前月と変わらないという姿になっている。今申し上げたことからすると、エネルギー関連を除くと、多くの品目で価格が強含んでいるのではないかとと思われるが、図表39の(3)上昇・下落品目比率でご確認頂くと、そのとおりである。上昇品目比率はさらに上昇しているし、上昇・下落品目比率の差もさらに拡大している。ただし、(1)の10%刈込平均は、前月と変わらず+0.6%である。先行きについて、東京や関西圏のCPIをもとに予測すると、10月は除く生鮮、除く生鮮・エネルギーともに、全国では9月と同じ位の前年比になると、私どもは考えている。その後は、除く生鮮は年末頃までゼロ近傍でいき、年明け以降にはエネルギー価格の下押し圧力が減じていくのではないかとみている。ただ、ここに来て原油価格が一段と下落しており、展望レポートではドバイ原油の発射台を50ドル/バレルとしていたが、昨日には40ドルを割るところまで下落している。こうしたことも考慮に入れると、除く生鮮がプラスに転じるタイミングは、もう少し後ずれする可能性も高まってきていると考えている。

以上の話をまとめると、一時期心配された新興国経済減速の影響については、完全に払拭された訳ではないが、輸出や生産、ましてやウォッチャー調査をみていると、どんどん悪くなっている訳ではなく、持ちこたえられる範囲にとどまっていると思う。ただその一方、企業収益は高水準を続けているが、GDPベースでも、機械受注でも、設備投資については弱めの動きであり、この波及効果がやや弱めということかと思う。ただそういうことも含めて、実は先月までの姿とあまり変わりはないので、基調判断等については前月のものを維持することで良いのではないかと考

えている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

GDPのデータについて伺いたい。民間設備投資が弱かったということだが、それは、計画の先送りということがあるのか。新興諸国に対する懸念でやめてしまう人もいるかもしれないが、設備投資デフレーターをみると前年比でも前期比でも結構プラスになっている。もしかすると、その一因として、資本財価格の上昇が設備投資の弱さに効いているということも考えられるのか。これが1つ目の質問である。

一方、民間最終消費支出はプラスになり良かったと思うが、その背景として、1つは公共料金やガソリン価格の下落が可処分所得にプラスに効いている面があり、実質消費がプラスに転じたようにもみえる。雇用者報酬なども良かったが、雇用者報酬にはいわゆる賃金収入以外に社会保険料の支払いも入っているのか。入っているのであれば、その部分は可処分所得とは違う。ただ、それを除いたとしてもプラスであると思うが、そこを確認したい。さらに、消費の関連で言えば、耐久消費財の価格がCPIでみても上昇しているし、今回のGDPデフレーターでみても上昇しており、消費もついてきて、耐久消費財の支出も増えている。一方で鉱工業生産統計をみると、耐久消費財は、生産も出荷もこのところずっとぱっとしない状況が続いている中で、在庫は結構減っている。今のところマクロ的にみると、どんどん需要がついてきて生産が増えているというよりも、溜まった在庫がはけてきているようにみえるので、凄く強い需要ではないが、徐々に在庫調整ができてきているようにみえる。そういう考えで良いかというのが2つ目の質問である。

3つ目は輸出であるが、今回、実質輸出は前年比も前期比も、財・サービスが非常に良かった。明らかなのは、外国人の消費である。輸出サービ

スが非常に良かったので、その部分を除いて財の部分の実質輸出をみると、前期比で+1.8%であり、4～6月の大きなマイナスを挽回するほどではなかった。プラスになったのは良かったが、やはり財の輸出は横ばい圏内程度に見えるが、如何か。

最後に、今説明があった給与についてである。民間エコノミストの推計が出ており、冬のボーナスは夏に続いてマイナスと見込まれている。現金給与総額のボーナスは、確かに事業所規模 30 人以上のところはサンプルの問題があると思うが、500 人以上のところは全数調査であり、それをみると、夏季は前年比マイナスとあまり良くなかった。総じてみると、サンプルの問題はあるかもしれないが、夏はまあまあだったと考えて良いのか。

関根調査統計局長

まず設備投資関連について、名目と実質の差であるが、先程短観との比較で申し上げたのは名目ベースで敢えて比較させて頂いた。実質でみればもっと弱いということもあるかもしれないが、名目ベースでみても計画どおりではないのではないのか。足もとまでを慎重にみているという感じは、そういったデータから確認できると考えている。

民間最終消費については、まず雇用者所得は、ご指摘のように、われわれが手取りと考えている社会保険料等の調整をしたものではない。要するに雇用者が払った分と考えられているので、本来は可処分所得というものまで引き直さないといけないが、これはご案内のように確報が出るまでアベイラブルではなく、1年前の数字もよく分からないという状況である。従って、われわれにみえているのは雇用者報酬のところであって、言ってみれば大卒のところしかみえていないということである。

耐久消費財について、在庫調整が進んでいるのではないかというご指摘は、そのとおりだと思う。象徴的な例は軽乗用車などで、在庫が相当たまっていたのを、まだ少し高いのだが、徐々に調整しているのだろうとみている。

輸出についてもご指摘のとおりである。財については横ばい圏内位で、

われわれとしても、インバウンドのサービス消費が入ってここまでの数字になると予測していたし、そのとおりの実績になった。

最後にボーナスであるが、サンプル問題はやはり深刻なのではないかと考えている。そういう意味では、冬のボーナスも恐らく良い数字ではないだろうという民間エコノミストの予測も、私も当てるだけであれば、そちらの方にむしろ賭ける。ただ実態はどうなのかというと、先程事業規模500人以上の話もあったが、法人季報と比べても、毎勤統計が合わないところは色々ある。統計委員会などで今後調べてみなければならないが、例えば回答率がどうなのかといったところまで含めていくとどうなるのかなど、私自身は相変わらず疑っている。

木内委員

2点ある。1つは図表24の生産の動きである。7～9月-1.2%で、10～12月がヒアリングベースでみると+1.4%、生産予測調査でも結構強いということで、順調に戻ってきているということだと思うが、実勢としてどうなのかということをお聞きしたい。つまり、7～9月は弱いのだが、これ自体が少し過少評価になっていなかったか。特に8月分あるいは9月分の生産は、夏休みやシルバーウィークといった季節調整の歪みもあったが、関連する他の指標、例えばPMIや短観、あるいは実質輸出などと比べても、結構下振れて出てきている。7～9月の数字自体が実勢よりも弱く出ているのでないか。そうであれば、10～12月の戻りは、逆に実勢よりも少し強く出過ぎている面はないか。実態としては、もう少し緩やかに戻っているということではないのか。例えば、ロイター短観などのソフトデータでみると、10月分でも結構まだ弱く、向こう3か月の見通しDIなども弱いので、表面的な数字は7～9月から順々に段差ができる形だが、実態としてはもう少し緩やかな戻りなのではないかと思っている。それについての感触を教えて欲しい。

もう1つは、少し古い話だが、4～6月の需給ギャップの推計値は結構落ちていた。2013年の前辺りから本行が計算する需給ギャップというの

は比較的安定していて、例えば消費税の前後の景気の変動もあったが、それにも動じず比較的安定していると思っていたのだが、足もと4～6月で-0.7%位落ちた。もちろん落ちている背景は、資本投入ギャップの部分で、生産が落ちている、ということは稼働率も落ちているということなので、そことみると整合的なのだが、例えば去年の消費増税後の4～6月辺りは生産はもっと落ちていた訳で、その時にあまり落ちなかった、悪化しなかった資本投入ギャップが、なぜ、今年の4～6月はこれほど落ちたのか。多分、製造業以外の部分でも、消費増税後の落ち込みよりは小さかったと思う。何がこの4～6月の需給ギャップの悪化の原因なのかということと、もし今の時点で分かれば7～9月の数字の感触を教えて欲しい。

関根調査統計局長

まず、実勢というのは難しい話だが、ご指摘頂いたPMIとの坂は、図表26(2)をみると確かに顕著なところはある。私自身もこのグラフをみてPMIがいつも強いと思っていたのは事実である。そこに、委員のご指摘のような季節調整の綾のようなものがあるかもしれないということは、あながち否定するものではないが、取り敢えず今のところは、生産についてはface valueで受け止めている。どっちもどっちというか、PMIだけみていれば良いという訳ではないという程度でしかない。需給ギャップについては、手許に細かい内訳を持っていないので、これについては後程改めてご回答させて頂きたい。7～9月の需給ギャップについては、まだ計算していない。これは、いつも2次QEが出てから計算する予定である。

石田委員

雇用関係で1つ聞きたい。資料にないが、所定外労働時間が、今年の2月からずっと前年比マイナスになっている。他の情報でみると、労働の需給もタイトになっているし、あるいは摩擦的失業というか需給のミスマッチも大きくなっている。そういうことであれば、手持ちの人員で繰り回す

ということになり、時間外が増えそうな感じがするのだが、これはどのようにみたら良いのか。

関根調査統計局長

そこも自分達の中で、細かい統計の中ではややパズルに思っているものの1つである。所定外労働時間と所定外給与の出方が少し違うというイメージを持っていて、例えば図表 28 の雇用関連指標をご覧頂くと、所定外給与の方は、4～6月はマイナスであるが、7～9月の前年比はしっかりとプラスになっているので、それをみてどっちなのだろうかという議論をわれわれの中でもしている。今のところ、この2つについて整合的に説明する材料を持ち合わせていない。毎勤統計については、色々とパズルが増えてしまって困っているというのが本当のところである。

石田委員

最近、外資系の報道で日本は長時間労働で有名だが、時間外が統計上十数時間とやけに少なく、あれは何だろうというのが出ていたが、やはり違和感があるように思う。

関根調査統計局長

これは、どこまでが本当なのかというと、難しいものがある。何といってもこれは厚生労働省の統計なので、どこがどうなっているかというのはよく分からない。

石田委員

失礼した。

原田委員

所定外労働時間、日本人全体の1人当たりの労働時間が減っているのは、パートが増えているからではないか。1人当たりの所定外労働時間が減っ

ているのも、長時間働けない人が労働市場に参入してきたためだと思う。所定外労働時間が減っていることはそれほど不思議ではないが、一方、所定外給与が増えているというのは不思議だと思う。

石田委員

2015 年 1 月まではずっと継続的に、かなりのレベルで時間外が増えていた。その間の方が非正規の参加率は高かったはずなので、必ずしも今おっしゃったようには受け止めていない。急に、そのようになるということはないのではないか。

原田委員

あるいは、正規になったがあまり所定外で働けない人が増えているとか、両方があるので必ずしもそう言えないのではないかと思います。

石田委員

それが何なのかを聞いているのである。

原田委員

いずれにしろ、もっとよく調べて頂くことが必要だと思う。

関根調査統計局長

頑張らせて頂く。

佐藤委員

GDP 統計に戻るが、7～9 月期の GNI は前期比では小幅マイナスに転じており、雇用者所得は増加しているが、マクロの所得形成のモメンタムとしては限界的に落ちている。説明にもあったが、察するに、為替レートやエネルギー価格が、前期比でみると、7～9 月期は円安効果あるいは原油価格の下落効果といったものが限界的に剥落したのではないかと。もう

1つ、アジアの減速によって恐らく素材市況が悪化し、輸出価格が下落したために交易条件も悪化し、そういったことが限界的に効いてきたということではないかと思う。このマクロの所得形成のモメンタムというのは、これは前年比でみるものなのか、あるいは前期比でみるのか、どのようにみれば良いのかということを改めて伺いたい。というのは、前年比でみると、確かに3%超と良好な状況であるが、前期比でみると、このように明らかにモメンタムが落ちてしまっている。この10～12月期は、勿論為替あるいは原油市況によるが、為替は若干円安、原油価格はさらに下がっており、そういう意味では交易条件的にはまた改善してくるので、限界的にもプラスに転じてくるかもしれない。こういった所得形成のモメンタムが若干落ちているということは、あまり心配する必要はないのか。

関根調査統計局長

答えは、どの程度持続性を持つかということだと思う。前期比でみるか、前年比でみるかも同じような話になると思うが、言ってみれば前年比というのは前期比の4期移動平均なので、前期比でみた時に少し振れているためにトレンド的なものを抽出したければ前年比でみるということである。ただ、限界的にみると、少なくとも7～9月にかけてはモメンタムが落ちているのではないか。先程の話で言うと、原油価格は実は前期比ベースでは下がっている。ただ、為替については横ばいであり、素材価格についてはアジアの市況に共連れになって輸出価格が大きく下がり、限界的なところのモメンタムが、この7～9月にかけてやや低下した。ご指摘のように、それが持続的に影響するのかどうか、先行き10～12月、1～3月にどうなるのかということであるが、そもそも原油価格がさらに下がってきており、素材価格の方も下がっているので、それとの綱引きがあるということがある。一方で、何と言ってもその実質GNIの1つの大きなコンポーネントが実質GDPそのものであるもので、今まで2四半期連続でマイナスだったのが、もしまたプラスに転化すれば、マクロとしての所得形成のメカニズムとして、GNIがプラスになるという意味で、少しリカバ

リーできるということになろうかと思う。お答えになっているような、なっていないようなところがあるが、われわれとしては、今後実質GNIが全部落ちていくというように思っている訳ではない。

布野委員

設備投資について、計画では出ているのに実際は上がってきていない。色々な議論がある中で、最近の新聞等の説明もそうであるし、本行の理解もそうかもしれないが、中国をはじめ外需での不安要素があり、需要サイドの理由から設備投資が実際に行われていないという説明が多いのだが、供給サイドの要因もあるのでないか。設備投資をやるにも工事ができないというような供給サイドの要因は、どの程度働いていると考えているのか。また、指標面でどこをみれば大体そういうのが分かるのか。

関根調査統計局長

実際に工事の単価が上昇しているかについては、例えば着工床面積と予定額との坂でみれば、明確に上昇している。そのため、工事を進捗させるに至ったところでずいぶんと価格が上がってきたと感じ、それに伴って設備投資に対して少し躊躇することも含めて、布野委員のご指摘のような供給要因なるものが効いているという話が、全くない訳ではないと思う。実際、支店長会議の場でも、そのような報告はあった。ただ、私どもが企業ヒアリングしている中では、そういった理由は、あまり聞こえてきていないという印象も、私自身は持っている。色々サンプルバイアスがあるかもしれないが、どちらかという则需要要因と言われる方が多く、そういう中においてはM&Aはやるが設備投資はしないといった話は聞こえてくるが、ここで工事単価が非常に上がっているのをちょっとやめておくという話は、まだメインストーリーにはなっていないと思っている。

布野委員

私がお伺いしたいのは、お金の問題ではなく人手不足の問題である。人

手不足で、工期がどんどん後ろにずれている。1つの会社で工期がずれると、同じような生産や工事をやる会社に波及し、新しい工場を建てるのにさらに工期が遅れる。それを読みながら他の会社は、工期や着工のタイミングを見直すので、どんどん後ろにずれていっているのではないかと思う。具体的にいうと、実際に物を運ぶ人やとび職の人といった、人の供給サイドの理由というような影響が、何か見えないか。

関根調査統計局長

ミクロの事例として、そういうことがないということではない。確かにそういう話も聞こえてくる時はある。例えば、スーパーの開店が大変だとか、私の読んだメモではそういう話があったように記憶している。しかし、繰り返しになるが、今、そればかりが理由で、足もと設備投資が遅れているかということ、そこまでの影響は聞こえてきていない。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料－5(参考計表)をご覧頂きたい。図表1の家計のインフレ予想は、このところ少し弱めの指標が多かったが、今月は特にそれが少し目立った感じである。(2)消費動向調査をみると、加重平均では9月が+2.73%、10月が+2.49%と下がっている。もっとも、「上昇する」の割合は85%が80%に下がった程度である。ガソリン価格が下がっていることが大きいと思うが、時期限定でスーパーや牛丼などで値下げの話もあったので、そういったところももしかすると効いているのではないかと思う。

図表3のエコノミストのインフレ予想であるが、(2)ESPフォーキャスト調査の11月調査結果が出ており、2015年度が0.13%、2016年度が0.94%、2017年度が1.21%であり、2017年度は変わっていないが、

2015 年度、2016 年度に関しては、じりじりと下がっている。

図表 4 の市場のインフレ予想であるが、(1) Q U I C K 月次調査をみると、こちら 2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値がだらだらと下がってきており、今は 1.08% である。これは消費税の影響を除くと 0.99% になり、1% を割っている。債券市場の見方は元々 1 番弱い、それにしてもさらに下がった感じがする。(3) 物価連動国債の B E I であるが、17 日段階で新物価連動国債は 0.763% となっており、前回は 0.806% であったので 4bp 位であるが下がっている。今回の特徴は、この間オイルは下がっている中、いずれも 2bp か 3bp 程度であるが、米欧英はむしろ B E I が上がっていることである。米国については堅調な経済指標が出ているし、欧州については E C B の政策期待などもあると思う。そういう意味で、今までは大体各国パラレルに動いてきたが、大きな動きではないが、今回に関しては日本だけが下がっており、やや気になる場所である。物価連動国債については、市場で少しだぶつき気味という話があり、最終投資家としても G P I F 以外があまりみえないと言われているので、需給要因が影響している可能性はあるのではないかと考えている。以上、インフレ予想は全般に弱かったということである。

金利関係は新しいデータがないので、次にボリュームについて説明する。図表 11 の資金調達量関連指標であるが、民間部門総資金調達をみると、平残前年比 9 月が +1.3% のあと、10 月が +1.2% と、0.1% ポイントであるが下がっている。これは、銀行貸出と C P が 0.1% ポイント弱であるがマイナスの寄与が立っている。銀行については、民間銀行貸出残高をみると、表面の数字で 9 月の +2.7% から 10 月は +2.5% となっている。為替の要因が半分で、実勢が落ちているという感じはない。10 月に関しては、たまたま M & A の大型案件がなかったということであるが、このあと予定されているものが幾つかあるので、大きな傾向に変わりはないと思う。C P の発行残高については、前年比で -4.6% と、わりと大きめのマイナスになっている。これには良い話と悪い話があり、悪い話としては、会計で問題を生じている電機メーカーが最近発行していないことがある。

もう1つは、良い話——少なくとも悪くはない話——であるが、素材関係のメーカーで、ここへきて素材価格が下がっているので、調達が必要がなくなっているということが聞かれている。そうした関係で、C Pの発行残高が、少し前年比でマイナスになっている。

図表13の民間銀行貸出は、昨日新しいデータが出ているので、口頭で補足させて頂く。業種別貸出は、四半期に1度であるが、9月が出ている。製造業が、6月の-0.2%が9月は+1.0%になっている。非製造業は、6月が+3.5%、9月も+3.3%である。製造業については、6月がちょっと低かったという面もあるが、ここへきて化学のM&Aや、鉄鋼で劣後ローン等々が出ているということである。非製造業については、引き続き不動産関係、リース関係などが強い。

最後に、図表19のマネー関連指標である。M2は、9月が+3.8%のあと、10月は+3.6%と、僅かに前年比伸び率が縮小してきている。先程申し上げた民間部門総資金調達がやや落ちていること、また、財政の要因であるが、消費税の納付があったことなどが効いている。前年がちょっと高かったということもあるが、3%台半ばという水準になっている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

木内委員

1点、B E Iであるが、内外で動きがずれているという点が、今、非常に注目されている。市場の構造変化、つまり新物価連動国債が出る前は、外国人しかこの債券を買っていなかったのが非常に流動性の低い市場で、それが故に他国の物価連動債と裁定を図るというかたちで海外と連動していた。それが、新物価連動国債が発行され、G P I Fが買って、それが呼び水になって、国内の人も、より買うようになったことを考えると、より国内のプレイヤーの影響を受けるような市場になっている可能性があ

る。先程、需給要因とおっしゃったが、需給というのが、一時的、技術的な要因という意味だけではなく、インフレ期待が下がっている、インフレヘッジのニーズが落ちているということであれば、それはまさに指標として機能しているということでもある。つまり、従来と比べ、国内のプレイヤーが変化したことで、より国内のインフレの指標性がむしろ高まっていることの現れとして、今、内外のギャップが現れているという面があるのではないか。そこは、どのように解釈するのか。

内田企画局長

これまで、毎回のご説明の中でも、多くの月は大体連動してきているし、恐らく、ここへきて構造が大きく変わっているということではないと思う。ただ、如何せん、市場規模が極めて小さいので、細かい需給の中で振れる範囲が大きいとは言える。そういう意味で、指標としてみていくうえでは、米欧に比べると、やはり指標性はかなり落ちると思うし、そういうものとして扱っていかざるを得ないと思う。

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する。

中村調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、前月との比較表で変更点をご説明したいと思う。「金融経済月報「概要」の前月との比較」をご覧頂きたい。まず、実体経済の現状パートであるが、総括判断は変更ない。各論であるが、こちらでも変更はない。前月は短観の公表月であったので、業況感を書いてあるが、そこを削除しているということだけである。

先行きについて、景気の総括判断は変更ない。個別項目も前月と同じである。

物価は、消費者物価、国内企業物価ともに前月と同じである。予想物価

上昇率のところだけは、「このところ弱めの指標もみられているが」という文言を付け加えている。以上である。

正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という表現を維持している。個別項目についても、基本的には新たに公表された計数を踏まえたアップデートである。銀行貸出とマネースtockについては、前回の月報は10月第1回会合でご報告したので、その後9月、10月と2か月分の計数が公表されている。順に申し上げますと、マネタリーベースは年間80兆円の定額ペースで増加するよう国債買入れを行っているので、前年比の伸び率は振れを伴いつつも趨勢的には低下している。従って、「3割台半ばの伸び」を「3割台前半の伸び」に修正している。銀行貸出は、基調は変わらないが、前年比伸び率としては8月+2.8%、9月+2.7%、10月+2.5%と、低下している。そういうことを踏まえて、「2%台後半のプラス」を「2%台半ばのプラス」としている。同様に、マネースtockも、概ねこうした銀行貸出の動向を反映するかたちで伸び率が幾分低下している。具体的には8月+4.2%、9月+3.8%、10月+3.6%であるが、「4%台前半の伸び」を「3%台半ばの伸び」に変更している。

なお、市況関連であるが、前々回会合、10月7日終了時点は10年債利回りで0.33%程度、日経平均は1万8,100円台、ドル／円は120円10銭台であった。その後1か月強の展開をみると、投資家のリスク回避姿勢が幾分緩和していること、あるいは米国の利上げ観測が高まっていることもあり、基本的にはドル高・円安で、株価も上昇している。長期金利は概ね横ばい圏内だが、市況についてはいつもどおり、明日の会合終了時までの動きを踏まえて、適宜修正を加えたいと考えている。以上である。

黒田議長

何かご質問あるか。

白井委員

質問ではないが、今回、予想物価上昇率のところに新しい表現を入れた点について、「このところ弱めの指標もみられているが」という部分は確かに必要だったと思う。短期だけであれば、原油価格下落の影響等でも十分かもしれないのだが、QUICK月次調査でも、BEIも、インフレスワップレートも、短観も、長期がかなり下がってきているので、今回のタイミングで挿入したのは正解だったと思う。あとは、この表現が取れるようになることを望んでいる。

正木企画局政策企画課長

「このところ弱めの指標」という言い方について若干補足する。先程、内田企画局長から説明があったように、市場指標、アンケート調査、いわゆる指標という意味ではそれなりに弱含んでいるものも多い。一方、関根調査統計局長からも説明があったように、実際のプライシングというものをみると、上昇している品目も多いとか、その背後に企業の価格設定スタンスあるいは消費者の値上げを受容するというスタンスもあるので、広い意味での物価上昇率という意味では大きな変化はないだろうということ、ここに記したということである。

黒田議長

それでは、本日の会合はここまでとする。明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。

(16時08分中断、19日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。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、10月30日開催分の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは坂井学財務副大臣、内閣府からは高鳥修一内閣府副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ．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。まず、岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

前回会合同様に、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と考えている。

米国経済は10月の雇用者数が27万人に達するなど、好調を維持している。欧州経済は個人消費が堅調に増加し、成長を牽引している。一方、中国経済は輸出が不振であるが、予算ベースの財政支出が急増しており、今後その執行が進むにつれて、徐々に回復し、安定成長を維持すると考える。中国以外の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、緩やかに回復に向かうと見込んでいる。以上が世界経済に関する基本シナリオであるが、今後の中国経済をはじめとする新興国経済に関しては下振れリスクがある。

日本経済については、7～9月期の成長率が前期比－0.2%と2四半期

連続でマイナスになったが、その主因は在庫の減少であり、在庫調整が終了しつつあるとみれば、見かけほど悪くない。個人消費は、食料品の値上がりで消費者は節約志向になっていると言われたが、その成長寄与度は+0.3%で、前期のマイナス寄与度から改善した。一方、輸出の寄与度は対米向けやインバウンドの伸びを反映して増加に転じ、明るい材料である。しかし、設備投資の寄与度は2期連続の-0.2%となり、日銀短観にみられる強い2015年度の設備投資計画と比較すると、極めて弱い数値である。企業は中国経済の減速を受けて、設備投資の実施を見合わせていると思われるが、果たして、残る2四半期にどれだけ実施されるか、懸念材料である。企業収益が過去最高の水準に達し、円安が定着していること、量的・質的金融緩和により予想実質金利も歴史的な低水準にあること、企業設備年齢が高く、かつ人手不足であることなどを考えれば、設備投資は年度初めの計画どおり進められても良さそうに思うが、実際にはそうっていない。現在は設備投資の動向を注意深く見守りたい。以上である。

黒田議長

中曽副総裁をお願いします。

中曽副総裁

国際金融資本市場は、市場予想を大幅に上回る米国雇用統計を受けてFedの年内利上げ観測が強まったことから、米欧の長期金利が上昇するとともに、ドル高が進行した。この間、市場参加者のリスクセンチメントは一頃に比べて改善した状態が続いており、米国の利上げ観測が強まるもとでも、新興国の通貨や株価は総じて落ち着いた動きとなった。ただ、このところ原油やコモディティの価格が再び低下するなど、新興国経済減速への警戒感は根強いし、米国で利上げが行われた場合の新興国市場などへの影響には不確実性がある。さらに、先週末のパリで起きた同時多発テロの市場参加者のセンチメントへの影響が限定的と断じ切る訳には、まだいかないと思う。国際金融資本市場には不安定要素がなお残存している。

海外経済は、引き続き「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」との判断が適当である。米国経済は、鉱工業部門は力強さを欠いているが、10月の雇用統計に示されたように、雇用・所得環境は良好であり、家計支出に支えられた回復が続いている。欧州経済も、輸出は弱めだが、個人消費は引き続き増加しており、緩やかな回復を続けている。GDPは7～9月も小幅ではあるが、前期比でプラスとなり、10四半期連続での増加となった。

新興国経済は、減速した状態が続いているが、国によっては景気刺激策の効果が現れ始めているほか、新型スマートフォン発売の影響もあってIT関連財の生産や輸出に動意がみられている。このため、減速感が一段と強まるという状況ではなくなっている。この先、先進国の景気回復の波及や金融・財政面からの景気刺激策の効果から、成長率を徐々に高め、いずれ減速した状態を脱していくとみている。

次に、わが国経済である。7～9月のGDPは前期比で-0.2%と小幅のマイナスであったが、これは、主に在庫投資の減少によるものであり、個人消費や輸出が増加に転じるなど、最終需要はプラスとなった。コンポーネントごとにみると、新興国経済の減速などの影響から、輸出・生産は、横ばい圏内での推移が続いている。もっとも、足もとでは、新型スマートフォンの発売を背景に、IT関連で持ち直しの動きがみられており、9月の実質輸出はプラスとなった。先行き、輸出は、新興国が減速した状態から脱していくもとで、緩やかに増加していくとみている。生産も、在庫調整の進捗で緩やかに増加していくと考えている。企業からの聞き取り調査の結果も、今後の生産の増加を示唆しており、こうした見方を裏付けている。設備投資は、企業収益が明確な改善を続けている中で、緩やかな増加基調にあると判断している。資本財総供給が伸び悩んでいることから、7～9月のGDPの設備投資は小幅のマイナスとなった。過去最高水準にある企業収益からすれば企業は前向きな投資スタンスを維持しているはずだが、この点については、来月の短観で確認していきたいと思う。

家計部門をみると、雇用・所得環境は着実な改善が続いている。タイト

な労働需給を背景に、毎勤統計の名目賃金は、サンプル替えの影響とみられる振れを除けば、ベースアップなどを背景に緩やかに上昇している。冬のボーナスについても、経団連のアンケートの結果は前年比+3.1%となるなど、昨年に続いてしっかりと増加する見込みである。そうしたもとで、個人消費は底堅く推移しており、7～9月のGDPの個人消費はプラスとなった。先行きも、こうしたもとで、引き続き底堅く推移するとみている。

以上を踏まえると、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、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」と判断される。また、先行きも、「緩やかな回復を続けていく」との見方を維持することで良いと考えている。

最後に物価であるが、9月のコアCPIは、-0.1%と引き続きゼロ%程度となった。一方、除く生鮮食品・エネルギーおよび除く食料・エネルギーは、いずれも伸び率を拡大している。また、消費者物価指数の上昇マイナス下落品目比率も4割を超えて、同指標作成以来のピークを更新した。東大・一橋大の物価指数もプラス幅の拡大傾向が続いている。これらの点からみて、物価の基調は、引き続き着実に改善していると判断できる。

予想物価上昇率は、サーベイやマーケットデータをみると、このところBEIなど幾つかの指標が弱含んでいる。BEIについては、夏場以降、原油価格の下落の影響などから、世界的に低下の動きが続いていたが、最近は、わが国で低下傾向が続く一方、米欧では上昇に転じている。BEIは、物価連動国債の市場価格から算出され、経済・物価情勢や商品市況といったいわゆるファンダメンタルズのほかに、市場の状況など、その他の要因にも影響を受ける。この点、わが国の物価連動国債は、市場の規模が小さく流動性も低いため、需給環境の変化に影響されやすい面があると思う。最近の動きを評価するうえでは、こうしたファンダメンタルズ以外の要素も考慮する必要がある。そのうえで、予想物価上昇率については、指標だけでなく、企業の価格設定スタンスや家計の支出行動の変化も反映するものである。この点、本年度入り後、価格改定の動きには広がりを持続

性がみられることや、家計の側でも値上げを受容するようになってきていることも含めてみると、予想物価上昇率については、「このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇している」という評価が適当であると思う。

先行きのコアCPIの前年比は、当面ゼロ%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に改善するもとで、原油価格下落の影響が剥落するに伴い、2%に向けて上昇率を高めていくとみている。こうしたパスを確実なものとするためにも、来年度の春闘において、基調的な物価上昇率の高まりが賃上げに反映されていくことが極めて重要である。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」との執行部判断に違和感はない。減速傾向の新興国並びに資源国に対して、先進国は回復基調にあり、世界経済は明暗を二分している。以下、世界情勢を実体経済の視点に軸足を置きながらみていく。まず、アメリカである。非農業部門雇用者数や新規失業保険申請件数などが強弱を繰り返しているが、労働需給の基調は引き続きタイトであるほか、内需の牽引力はしっかりしている。個人消費は強く、例えば自動車の市場規模はリーマン・ショック前と同等の高水準を続けている。今後予想される利上げについては、小刻みに慎重かつ適切な間隔を取って進められれば、景気減速や他国への悪影響の可能性は低いと思われる。

ヨーロッパも、個人消費に支えられて堅調である。ただし、難民流入やテロといった社会的な動きの経済への影響に注目している。また、ドイツに関して、中国減速に伴う輸出減少やフォルクスワーゲン問題が心配されるが、今のところ大きな問題は出ていないとみている。

中国については、政府施策に注目しているが、政策金利と預金準備率の

切下げをはじめとして、矢継ぎ早に施策が打たれており、実体経済は中高速の成長ペースに向かってギアチェンジ軌道を歩みつつある。もっとも、今後は、以前「爆食」と言われたような高水準の原材料や資材・資本財等の輸入が戻ることは望み薄であり、日本からの中国向け輸出も緩やかな回復にとどまるとみている。いずれにしても、世界的影響の大きな経済であるので、目は離せないと思っている。

自動車関係でも中国政府の施策は迅速で、10月1日から来年末までの時限立法措置として、排気量1.6リットル以下の小型車について、日本の自動車取得税に当たる車両購置税を10%から5%に半減させた。消費者はこの対策に反応しており、自動車販売の下落も収まる傾向をみせ始めている。このように、一旦落ち着く気配をみせている中国経済に対し、皮肉なことに中国の影響を受けた側の、その他の新興国や資源国の方は問題を抱えたままである。NIEs・ASEAN諸国の多くは、中国への輸出減少のインパクトが大きく、立直りには時間がかかりそうである。インドネシアやマレーシアは通貨不安を抱えている。インドネシアについて、直近ではルピアは一旦やや持ち直しているが、資金流出リスクから目が離せない。タイは、不安定な政治情勢に加え、家計債務も大きいようで消費回復には時間がかかりそうである。また、資源安のために財政難に陥っている国も多く、例えばサウジアラビアの場合などは、戦費拡大との板挟みで難しい財政の舵取りを迫られているようである。その他には、ブラジルなどラテンアメリカ諸国の状況が芳しくない。一般的に、新興国、資源国の多くは中国に比べて財政や外貨準備の面での余裕が乏しいため、打てる対策に制約があり、より厳しい状況とも言える。従って、今後、近い将来に予想されているアメリカの利上げの影響が、思わぬかたちで表出してくるリスクに注意が必要である。

次にわが国の経済であるが、緩やかな回復を続けている。機械受注や鉱工業生産指数などは外需減速を反映して弱さがみられ、GDP指標も強いとは言えないが、内需は着実に回復を続けている。家計はデフレマインドから財布の紐が固いのは事実であるものの、徐々に所得の増加が消費支出

に繋がる姿が戻りつつある。小売関係では、客離れがみられる総合スーパーでもまずまずの状況であるほか、コンビニや外食関係などは好調である。自動車販売は決して強くはないが、魅力的な新型車などは売れている。

以上、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、過去数年の新興国の成長に依存していたフェーズから、それぞれの経済が自らの内需に軸足を置いて成長していくフェーズに向かっているとみていることである。従って、今後、内需の小さい新興国や輸出に頼る資源国には厳しい期間が続くと思われる。第2点は、日本経済もまた内需に重点を置いた自律的な景気回復の強さが試されていることである。外需は引き続き重要だが、今後は外需と内需のバランスを取った成長が必要である。目下、内需は、ゆっくりではあるとはいえ、着実に好循環を展開しつつあるので、これを推進していくことが求められる。今後とも、内外需の動向を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

前回会合以降、米国では10月の非農業部門雇用者数の急増と失業率の5%への改善等から、来月、最初の利上げを実施するとの予想が強まる一方で、中国をはじめ世界の金融資本市場は幾分落ち着きを取り戻している。昨年から現在までドルは実質・名目実効為替レートともに15%程度増価し続けているが、今のところ米国経済は消費・住宅投資を中心に堅調で、ドル高の影響を十分相殺しているようである。わが国については、為替レートは対ドルで幾分円安が進み、株価が比較的高い水準で推移している。先週末のパリ・テロ事件発生による金融資本市場への影響は、当面注視が必要だと思う。

こうした中、わが国では7～9月期のGDP速報値が公表されたが、民間予想どおりのマイナス成長で、前期比年率-0.8%となった。内訳では、

民間最終消費支出、住宅投資、輸出はプラスになった一方で、民間企業設備と在庫投資はマイナスに寄与した。9月短観の設備投資計画では製造業大企業が積極的なスタンスであったため、予想以上の設備投資の低迷が懸念され、投資計画が後ずれする可能性がある。前向きの動きとしては消費支出や住宅投資が比較的堅調なことで、徐々に良好な雇用・所得環境の影響が顕在化しているようである。

物価については、前回会合以降、特段の変化はないため、割愛する。また、経済・物価の現状および先行きについては、執行部案で概ね良いと思う。

さて本日は、賃金と物価について私の見解を申し上げたいと思う。まず第1に、賃金の伸び率についてであるが、わが国では失業率が構造的失業率に達し、ほぼ完全雇用状態にあり、人手不足感が強まっているが、そのわりには賃金の伸び率が緩やかである。米国のように、非自発的パート労働者数が減少傾向にあっても、まだ世界金融危機前の水準を上回る状態とは異なり、わが国の非自発的パート労働者は20～30代の若い世代で3割程度と幾分高めな程度で全体的に少ないため、労働市場のスラックの度合いは米国より少ないと考えられる。それにもかかわらず、時間当たり賃金上昇率は均してみると+1%弱と、米国の+2～+2.5%よりかなり低くなっている。賃金の伸びが緩やかな背景には、①パート労働者数の増加が続いていること、②十分ではないものの中途採用や新卒者採用で人手をある程度確保できていること、③従業員の業務量を増やして対応していることのほか、より懸念されるのは、④需要増加が見込まれるにもかかわらず供給拡大での対応が困難だとして、経済機会の喪失を余儀なくされている中小企業が相応にみられる点が挙げられる。こうした理由もあって、ある首都圏の商工会議所が実施した企業の人手不足に関する調査によれば、人手不足への対応策として賃金引き上げを実施した企業は僅か8%に過ぎなかった。

第2に、賃金と物価のプラスの相関関係についてであるが、これは長期的に成立する関係だと言える。すなわち、実質賃金伸び率は生産性や労働

分配率の変化率やコストのマークアップ率等に依存するので、これらが長期的にみて一定のもとでは物価と賃金の伸び率は1対1の関係が成立する。しかし、短期的にはこの関係は成り立たず、現在のように労働分配率が低下している状況では、賃金上昇は物価上昇に繋がりにくいように思う。また、ユニット・レーバー・コストの上昇は実質GDPの下落が主因であるため、物価上昇には繋がりにくいようである。特に、生産性が低い業種や中小企業は、賃金上昇を原油価格低下分で相殺している企業もみられるようである。とはいえ、こうした状況は長期的には持続できず、やがて生産性の高い企業が拡大を続け、労働分配率も下落し続けるとは考えにくく、物価へ転嫁される度合いは次第に強まるとみている。

第3に、賃金と物価の因果関係についてだが、双方向に生じているようである。日米の中央銀行では、労働市場のタイト化による賃金コストの上昇が物価上昇をもたらすとみる向きが多いが、その一方で、米国では名目賃金の下方硬直性により実質金利の抑制ができなかった分のペントアップ実質賃金カットを現在の景気拡大局面で埋め合わせるために賃金が上がらず、賃金による物価を予測する力が低下していると指摘する論文もある。さらに、足もとの低い物価動向が賃金上昇率の抑制に繋がっているとする研究もあるようである。これらの指摘が一理あるとすれば、わが国についても、物価が賃金に及ぼす影響について留意が必要かもしれない。

次に、わが国では収入と耐久消費財支出にある程度プラスの関係がある点を指摘しておきたいと思う。例えば、20～30代の若い世帯では、「耐久消費財の買い時判断」と「収入の増え方」の水準がともに相対的に高いこと、および世帯年間収入が400万円以上になると「耐久消費財の買い時判断」の水準が相対的に高くなっている。このことから、若い世帯で収入増加や正社員化が進めば、消費意欲を高める方向に幾分寄与すると言えそうである。わが国の課題は、米国のように、如何にしたら収入見通しが常にプラスで推移する社会に転換していけるかである。この点、最近の連合による調査によれば、正社員では、1年前と比べて賃金収入が増加したとする割合が増えているが、1年後の見通しは下落するとみる割合が大きい点

は気になる。また、非正社員については、現在も1年後も下落超となっている。現在、政府は企業に対して2016年度の賃金引き上げ要請を行っているが、デフレを脱却し緩やかなインフレ社会を定着させるには、政府・日本銀行・企業等あらゆる主体の努力が必要だと思うし、そうした考え方が広まっていくことを期待している。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合より日数もあまり経ってなく、海外経済あるいはわが国の景気についての判断も特に変わっていない。7～9月期のQEは、若干のマイナスとなったが、在庫のマイナス寄与が大きく、強いとは言えないものの、懸念されたほど弱かったとはみてない。QEの内訳項目をみると、設備投資については、4～6月期に続き、はっきりと減少している。夏場以降の中国経済の問題が、企業の様子見姿勢を強めたものとみているが、多少の計画見直し、見送りがあるとしても、これまでの計画の水準の高さからして、今後実行される部分が相応にあるはずであり、10～12月期には増加に転ずるものと考えている。民間住宅については、このところ復調してきていたが、ここもとの杭打ち問題から、かつての建物耐震偽装事件の影響をみている私としては、マンションが今後大きく下押し影響を受けないか懸念のあるところである。

消費については、プラスに転じたものの、小幅なものにとどまった。弱めの家計調査等に基づいているので、やむを得ない水準と思うが、雇用の着実な増加を背景に家計の所得が増加を続けているもとで、消費のペースは底堅いという見方に変わりない。上場企業の上期決算をみても、インバウンドの影響もあるが、小売業は売上、収益とも極めて堅調である。また、先進国の株価インデックスでみても、全体では年初来僅かなマイナスにとどまっているもとで、小売業は16%の上昇と全体を牽引している。原油

安の先進国への景気押し上げ効果が出ていないとの見方が多いところだが、現実には先進国おしなべて消費が底堅いということで効果は出てきているのだろうとみている。また、この点については、米国で、昨年夏以降の原油価格の低下とISM製造業DIの低下がぴったりと同調しているように、先進国において、エネルギー・資源関係の大幅な投資支出の落ち込みの影響を広く受けている製造業の景況感、頭を押さえられているものの、一方で、非製造業の景況感はおしなべて好調であり、原油価格低下のプラス効果はしっかりと波及しているものと考えている。

物価については、コアCPIは、当面、ゼロ%程度で推移するとの見方に変わりない。コア（除くエネルギー）ベースでは、9月は+1.2%と前月より0.1%ポイント上昇した。今後、来年初までは去年の裏もあり、上昇ペースを保つものとみている。しかしながら、CPIが低下してきており、インプット価格が低下、安定するもとで、企業の価格設定行動が現状維持に変化していく惧れがあることを懸念している。特に、来年4月の年度見直しにおける値上げの動きが、今年4月を大きく下回る惧れがあることは注意を要するとみている。一方で、エネルギー価格低下の間接的な影響——石油関連商品あるいはインプットコストの低下による物価押し分——も相応に存在していると考えており、エネルギー価格の低下影響が消えていくにつれ、コア（除くエネルギー）ベースで、価格押し上げに何がしか寄与してくるものとみている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行き判断については、昨日の執行部報告で概ね良いと思うが、設備投資と予想物価上昇率の記述については思うところもあるので後程申し上げる。

まず、米国経済については、10月分の雇用統計や昨日のFOMC議事

要旨を受け、市場では12月の利上げ観測が高まっているが、F e dがこれまで市場との対話を入念に行ってきたこともあり、リスク回避傾向が再燃する兆しは今のところみられない。利上げを契機とした一部の新興市場からのさらなる資金流出などの懸念は残るが、利上げは米国経済の回復を象徴するイベントと建設的に受け止められるであろうし、国際金融資本市場に長らくあった不確実性の除去にも繋がると考える。

ただし、世界経済の成長を米国に頼っていることは下方リスクとして意識している。米景気拡大局面は既に戦後3番目の持続期間となっており、労働市場のスラックが次第に解消し、出遅れていた賃金上昇に弾みがつくことで企業マージンの悪化から景気が調整局面入りする可能性については、やや長い目でみて留意している。それとの関係で、F e dの金融政策の正常化の帰趨についても留意している。

欧州経済については、E C Bが12月の政策理事会での金融緩和強化に向けた情報発信を行っており、既に緩和を先取りした為替ユーロ安や金利低下から、指標となるドイツのイールドカーブは6～7年ゾーン近くまでマイナス化している。仮に、中銀預金金利をさらに引き下げると、その状態に拍車をかける可能性があるが、そうした金利形成が、米国の利上げと相俟って国際金融資本市場における資金フローにどのような影響を及ぼすか、またイールドカーブのフラット化が進むことでE C Bによる買入オペの持続可能性に問題が生じないか、日本銀行の国債買入の持続可能性の観点からも注目している。

国内経済については、7～9月期G D Pが2四半期連続のマイナスとなり、またこれまでG D Pとは対照的に堅調に推移したG D I、G N Iも限界的にはマイナスに転じた。もっとも、在庫と輸入を除く最終需要は、消費中心に堅調である。また、G D Pと同様に2四半期連続のマイナスとなった生産は、10～12月期は持ち直す見込みである。G D I、G N Iでみるマクロの所得形成のモメンタムが落ちたのは、G D Pのマイナスに加え、7～9月期に円安や原油価格低下の影響が限界的に剥落し、海外からの所得の受取の為替差益に影響したこと、及びアジア経済減速に伴う素材

市況の下落で輸出価格が低下し、交易条件に影響したためということであった。堅調なマクロの所得形成は、海外経済減速のもとでも内需が先行きも頑健さを維持するとみる理由の1つだけに、今後の動向に留意する必要がある。ただし、雇用者所得は伸びを高めている。また、国内需要デフレーターもプラスで推移している点はポジティブである。

設備投資は、2四半期連続のマイナスとなり、これまでの判断を維持することに若干の逡巡はある。ただし、1次速報段階であるので、昨日の執行部説明どおり、法人季報と2次速報を待ったうえで改めて判断することで良いと思う。堅調な設備投資計画でも設備投資の足取りが鈍いのは、企業が円安、エネルギー価格下落による高水準の企業収益を総じて一時的とみていること、また人口動態などから中長期的に内需の大幅な成長を見込みにくく、国内の労働力も不足する中、企業が海外に成長の活路を見出していることと無縁ではないと思う。国内企業による海外M&Aの活発化は、そうした企業の意思の現れであろう。これらは金融政策をやや超えた課題であり、政府に対しては、労働市場の規制緩和など、企業が国内で設備投資を行うことで正規雇用を増やし、また基本給引き上げを決断しやすくなるよう、成長戦略の着実な実行を期待したい。

最後に物価について、生鮮食品・エネルギーを除く物価の伸び率が足もと高まっているのは、エネルギー価格下落により家計が日用品などの値上がりで一時的に寛容になっているためかもしれない。このため、先行きエネルギー価格下落の影響が一巡すれば、家計が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、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とに留意している。食料工業製品や耐久財の値上がり傾向一巡でも足もとの物価の基調が維持されるには、やはり来年度の賃金交渉を経てサービス価格に上手くシークエンスが繋がっていくかどうか鍵を握るであろう。その意味でも、基本給の動向を注視している。以上である。

黒田議長

原田委員をお願いします。

原田委員

海外経済については、アメリカ、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。ただし、欧州ではフォルクスワーゲンのスキャンダル、パリ・テロ事件の影響が懸念される。中国経済については、まだ、明確な回復がみえていない。先進国経済の回復が弱くなれば、先進国経済が主導して新興国経済が徐々に回復に向かうという執行部の見方が崩れるリスクもある。

日本経済についてであるが、実質GDPについては、既に他の委員が多くのコメントをされており、私のコメントも共通するところが多いので、極く簡単に申し上げる。まず、実質の雇用者報酬が0.8%増加している。これは、所得形成が順調であるということを示すものである。最も気掛かりなのは、民間設備投資が-1.3%と、4～6月期に続いて2期連続のマイナスとなったことである。設備投資計画の好調さに比べて、投資が現実には伸びていないことが確認された。投資の先行指標と12月14日に発表される短観を注意深くみていくことが必要である。7～9月期のGDPがマイナスになったことで、2015年度の実質GDPが1%を有意に上回ることが難しくなった。企業の利益は過去最高水準にあり、名目賃金×常用労働者数の雇用者所得がほぼ2.5%以上で増加していることを考えると、所得は伸びているが支出は増えないという状況が続いていることになる。要するに、足もとの経済状況は設備投資を中心に冴えない数字であるが、実質輸出、生産には回復の兆しがある。現状は、緩やかな回復を続けているとみることができるという執行部の判断に賛成する。

物価については、政策運営のところで申し上げる。以上である。

黒田議長

木内委員をお願いします。

木内委員

先週末のパリのテロ事件が、世界の市場及び経済に与える影響は、現時点では限定的と考えている。株式、ハイイールド債、商品市況などを中心とした今年夏の市場の動揺が、世界経済の急速な悪化を映したものの、あるいは先行きの世界経済を顕著に悪化させることに繋がるとの懸念は、着実に緩和されてきた。市場動揺の震源地となった中国では、10月の鉱工業生産は下振れ、また輸出入は前年比で大幅減少傾向となっており、引き続きグローバルな製造業の調整の震源地としての様相を呈している。また政策面では、景気対策と過剰設備対策など構造改革の優先度を巡り、当局内での意見の相違が一部で指摘されていることも懸念材料である。他方で、10月の米国経済指標には総じて上振れ傾向がみられる。従来弱さが目立っていた製造業でも、ISM指数等に在庫調整圧力が和らぐ兆候が表れている。また、自動車販売、雇用統計も予想を上回っており、緩和的な金融環境と良好な雇用情勢を背景に、米国に再び世界経済の下支え役を期待できる状況になってきたと感じている。ただし、年末にかけて米国経済の楽観論が強まり、それらが翌年初に覆されるという経験を過去繰り返してきたこともあり、統計の季節的な歪みの可能性も考慮し、金融市場の過度に楽観的な景況感には注意しておきたいと思う。他方、欧州の難民受入問題は、当地では引き続き最重要の政治イシューである。その経済への影響について、先般、欧州委員会が試算結果を発表した。短期的には政府の支出増加が景気にプラスとなる一方、中期的な効果については、EU全体では限定的としながらも、ドイツについてはGDPを2020年までに最大で約0.7%押し上げるとのやや大きめの値が示された。ただし、ドイツの製造業は中東欧を生産拠点と位置付ける傾向を強めており、かつてのように人手不足が制約とはなっていないと思う。製造業の高付加価値化を通じた1人当たり所得増加という流れにとって、難民受入れは逆風となる可能性も考えられる。いずれにせよ、難民受入れの中長期的な経済効果についての評価は、企業の投資行動や家計の消費行動の変化等を通じて、足もとの経済情勢に

も相応の影響を与えるため注視しておきたいと思う。この間、米国では12月に利上げが実施されるとの見方が強まり、この点で当面の不確実性が低下したことも、グローバルに金融市場に安定をもたらしている。しかし、現時点で市場が織り込んでいる2回目以降の利上げペースは、過去の実績等と比較するとかなり緩やかであるため、今後の経済指標が上振れるなどした場合は、先行きの利上げ見通しが引き上げられ、米国の長期金利上昇やドルの上昇を促す可能性がある。これは、外貨建てを含む債務の水準が高い新興国企業の活動に打撃となる可能性にも留意したいと思う。また、足もとの金融情勢で懸念されるのは、規制要因や日本の金融機関の強いドル需要、期末要因に米国利上げ観測の影響なども加わり、ドルの調達コストが急速に高まっていることである。この点は、金融機関のドル調達の安定性、収益性、海外融資活動や海外投資への影響など、幅広い観点から見逃せない。

国内経済については、鉱工業生産、実質GDPともに7～9月期まで四半期連続で前期比マイナスとなったが、10～12月期はともに相応に持ち直す可能性が高まっていることなどから、景気後退のリスクは取り敢えず遠のいたと思う。他方で、米国向け輸出が想定以上に上振れることがない限り、冴えない経済状態を早期に脱することも難しそうである。個人消費も総じて引き続き力強さを欠く状況だが、所得面では、最新9月分の所定内賃金の前年比は+0.4%と依然として低めである。企業が中長期の収益性への自信を強めない限り、企業の基本給の抑制傾向や、相対的に低賃金で流動性が高い非正規の雇用を優先することで固定費を抑制する企業の姿勢は、容易には変わらないように思う。加えて、消費者物価上昇率の前年実績が1年前と比較して大きく下振れるという逆風を考慮すれば、来年の春闘でベアが顕著に高まるとの楽観論も生じにくい状況である。こうした環境では、賃金上昇率が相対的に高めの非正規、パートタイム労働者であっても、基調的な物価上昇率が1%を上回るもとでは、個人消費は安定しにくい状況になると思う。また、この先エネルギー価格下落の影響が一巡する中で、家計が食料品、日用品の値上げに対する抵抗感を再び強め

ていく可能性にも留意しておきたいと思う。

最後に物価動向についてである。10 月分東京都区部のコアコアCPIの前年比上昇率は+0.4%と、前月の+0.6%から下落した。これは半年振りの前年比の下落で、1年前の保険料引き上げ効果の剥落という要因もあったが、それ以外でも新型スマホ発売に伴う携帯料金の引き下げ、外国パック旅行の値下げ、円安の効果などで上振れていたテレビの価格上昇率低下など、幅広い品目での価格変化が影響している。民間発表の日次物価指数も足もとで上昇ペースに頭打ち感もみられることから、年度初め以来の基調的な物価の加速傾向にもやや一巡感が生じ始めた可能性もあり、今後の動向を見守りたいと思う。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について委員方のご意見を私なりにまとめると、まず海外経済については、米欧経済がしっかりとした回復を続ける一方で、新興国経済は減速した状況にある。米国は、ドル高あるいは新興国の減速の影響などから鉱工業部門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。欧州は、緩やかな回復が続けている。輸出は新興国の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、多くの委員が指摘したように、個人消費が引き続き増加するということがあり、生産も緩やかに回復している。新興国についてみると、中国は製造業を中心に減速した状態にあるが、先行き当局が財政・金融両面で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のではないかとみられる。中国以外の新興国については、アジアは、中国での調整の影響などから全体として減速した状況が続いている。また、ブラジル、ロシアなどの資源国では、資源価格の下落やインフレ率の上昇を背景として、厳しい経済情勢が続いている。こうした各国、あるいは各地域の動向を踏まえると、海外経済については、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているという見方で一致していたと思う。

次に、わが国の景気であるが、企業部門では、輸出・鉱工業生産が新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。これも多くの委員が指摘していたように、先行きは緩やかな増加に転じていくと見込まれている。鉱工業生産の予測指数や企業ヒアリングの結果は、こうした見方を裏付けていると思う。また、設備投資は、7～9月のGDP一次速報値では小幅のマイナスであったが、過去最高水準の企業収益を背景に企業は前向きな投資スタンスを維持しているとみられる。ただ、この点については今後よくみていく必要がある。さらには、12月の短観、その他の統計を注視したいという意見があった。家計部門では、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、個人消費は底堅く推移している。7～9月のGDP個人消費が前年比プラスとなったということは、こうした見方と整合的であると思う。また、住宅投資も持ち直している。

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、企業部門・家計部門ともに、所得から支出への前向きな循環メカニズムが作用し続けていると思われる。従って、「緩やかな回復を続けている」との総括判断を維持することが適当という見方が共有されたと思う。先行きについても「緩やかな回復を続けていく」という見方で一致していたと思う。物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は0%程度となっているし、また、先行きについても、エネルギー価格下落の影響などから当面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、マーケットの指標や各種アンケート調査には、このところ弱めの指標もみられている。ただ一方で、企業の価格設定スタンスや家計の支出行動に窺える物価観まで含めてみると、やや長い目でみれば全体として上昇していると評価できるのではないかと思う。

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

中曽副総裁

木内委員がドル調達コストの上昇といった点を指摘されて、昨日も若干議論になったところであるが、私も注目している。多分複合要因があって最も端的にしかも集約的に表れているのが、いわゆるドルのスワップスプレッドである。スワップスプレッドというのはスワップ金利から国債金利を差し引いたものである。スワップレートには信用リスクがあり、通常はこのスワップレートが国債金利よりも高いので、スワップスプレッドはプラスであるが、米ドルについてみると9月位からマイナスになってきている。足もとでは10bpを超えて、しかもどんどんマイナスが深くなっているということであり、これは円やユーロのスワップスプレッドがプラスの領域にあることとは対照的になっている。この要因をみてみると、アメリカの国債金利が上昇するのと、スワップレートが低下するのとの両面からマイナス化が進んでいると思う。このうち、国債金利については当然アメリカの利上げ観測の高まりである。恐らく、利上げを見越して新興諸国が米国債を売っているということも助長していると思う。一方、スワップ金利の低下というのは、レバレッジ規制やバランスシート規制で、アメリカの金融機関がオンバランスの現物よりもスワップのようなオフバランス取引を、規制を回避するために選好していることや、社債発行主体などの利上げ前のヘッジニーズといったものが反映されていると思う。年末の資金需要の季節性ということを除くと、アメリカが利上げ局面に入っていくということと、金融規制という長期ないし構造的な要因が背景にあるだけに、この先、米ドル調達コストには、恒常的な上昇圧力がかかっていくのではないかと思っている。これは無論、日本の金融機関にとってだけの問題ではないが、日本の金融機関の場合、彼等の格付けの上限というのは日本国債になるので、日本国債の格下げリスクという、言ってみればジャパンプレミアム要因が、調達コストの付加的な上昇要因として潜在している。こういうことも留意しておく必要があると思っている。

木内委員

今の点に関して、中曽副総裁が指摘されたような色々な要因から、グローバルに、市場の歪みのようなものが大分目立ってきたように思う。例えば日本であるとドルの調達コストの上昇や足もとでの短国金利の大幅な低下というところにも表れていると思うし、アメリカであると今おっしゃったようなスワップスプレッドの縮小というところに表れている。共通している要因として一部で指摘されているのは、社債のクレジットスプレッドの拡大ということが言われている。例えばドル／円の通貨スワップと言っても、いわゆる α の部分というのは、フリー金利の金利差では説明できない部分ということであるが、実際には例えばスワップをしてドルを手に入れてずっとT-Billなどで運用しているというのは現実にはない訳で、色々な商品で運用する可能性がある。そうすると、色々な商品の平均的な日米の利回り差の影響を α が受けるということになる。実は日米でクレジットスプレッドがかなり開いていて、そういう影響もあってドルの調達コストのベーススが開いているというところも指摘されていて、なぜこれが開いているかという色々な要因があるが、アメリカの利上げを前に社債の発行がかなりアメリカで増えたということが背景になって、それもベーススの拡大に貢献している。一方でスワップスプレッドも色々な要因が指摘されているが、一部は社債の発行要因というのが言われていて、特に金融機関がアメリカで社債を発行する時に固定金利の利払い分を抑えるためにスワップを受けるという傾向が非常に強いと言われている。その結果として、スワップスプレッドが縮小しているのと、ドルの調達コストが上がっているというのは、実は共通した要因により起きていて、さらにその背後には米国利上げ前の社債の駆け込み発行などがあるということからすると、取り敢えず利上げが進んでいく中で、そういった要因は少し剥落していく面があるかと思う。現状で言うと、米国の利上げというのと年末要因など色々な要因が重なっているので、非常に市場が歪んでいるとの印象を持っている。

ここに関連してもう1つであるが、アメリカの利上げについては大分消

化されてきて、12月には利上げできるという状況になってきていると思う。それでも不安が若干あるのは、1つは先程も申し上げたが、先行きの利上げの織り込み方が非常に緩やかなことである。これはF R Bのいわゆるフォワードガイダンスが成功しているということの現れでもある訳だが、F F金先で織り込んでいるのは今後、年間50bp、つまり25bpでいうと2回のペースの利上げということになる。一方でF R Bが示している中長期のF F金利、短期金利の均衡値というか中央値というのは3.5%なので、もしこのペースの利上げであると、そこにたどり着くまで7年かかるということになる。勿論、市場はそこまで高い均衡値を織り込んでいないので、2%台であると思うが、それにしても相当時間をかけてそこまでいくことになるので、過去の利上げのペースからするとあまりにも弱く、そうだとするとどこかで市場の期待が変わってくる。1回目はとにかく、その後の利上げのペースの期待としては、上振れる可能性があると思う。もう1つは、逆に、今回利上げがたまたま年末という市場の調整が非常に難しいタイミングと重なってくるということで、F R Bとしては相当準備をしてきたとはいえ、F F金利の実効レートを上げていくことができるかどうか、まだ不安があるように思うし、人によっては超過準備を多少減らさないと上手くF F金利の実効レートを上げていけないのではないかとということを指摘する向きもある。これは実際やってみないと分からないところもあるが、思うようにF F金利の実効レートを誘導できないということになると、例えばもう少し超過準備を減らさないと上げないということになると、例えばビハインド・ザ・カーブ懸念ということにも、繋がる可能性もある。つまり、本来はもっと早いペースで利上げしなくてはならないのに、そういう技術的な要因から遅れてしまう。これもまたインフレ期待を高めて長期金利を上げる。もっと早いペースになるのではないか、あるいは技術的な問題で遅れる可能性があるという、両面あるが、両面で市場を不安定にさせる要因になるので、取り敢えず12月は大丈夫という雰囲気になってはいるが、まだまだリスクはあると思っている。

白井委員

先程 10 月の F O M C の議事要旨が出た。面白かったのは、初めてだと思うが、均衡利子率の分析についてのスタッフレポートが提示され、結構なページ数で説明されている。それに対する participant の議論があり、それによると、いわゆる head wind もあるので短期の均衡利子率と長期の均衡利子率と分けて分析しており、短期の方は、リーマン・ショックがあつて大きく落ち込んでマイナスになったが、今大体 0 % 近くに持ち直し、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ・ローバックの推計と同じ 0 % 位であろうと言っている。それはやはりリーマン・ショック前よりも相当低い水準ではあるが、取り敢えずそこまで来ている。長期は、短期の均衡利子率の平均の部分もあるので、やはり相当低い状態でいくであろうとしている。3 つ理由を挙げていて、1 つはそういう短期の均衡利子率がゆっくりと上がっていくということと、2 つ目にはそれから T F P の伸び率のトレンドが相当低いことがある。これは、設備投資も最近漸く増えてきたが、キャピタルストックなどをみても恐らくまだ十分ではないということだと思う。T F P のトレンドが上がらないと、長期均衡利子率も恐らく非常に上がりにくいだろうと説明している。3 つ目は、生産年齢人口の伸び率が低下してきているということである。この 3 つを挙げて、長期の均衡利子率というのは相当ゆっくり上がるだろう、リーマン・ショック前に戻ることはないだろうと言っている。その結果、1 つの問題として、zero lower bound に陥りやすくなるので、その部分が正常化の過程でやや難しくなるということがある。それなら他のアクションを取ればいい——他のアクションというのが何なのか知りたいところだが——という議論も出てきている。この話が出てきた背景は、政策金利のパスについてのある種のフォワードガイダンスをしているのではないかということが考えられる。今のところ、市場のパスと F e d の中央値とでみると、多分市場の方がまだ低いとは思いますが、こういうかたちで、できるだけ convincing なモデル推計値などを出しながら、相当ゆっくりと上がっていくし、それが望ましいとみていることを示しているようである。一方で、トレンドの T F P の

伸び率が上がらないとなると、それはアメリカの潜在成長率がそれほど上がっていないということなので、長い目でみるとアメリカの資金需要もそれほどないということの表裏一体の話である。そういう意味では、アメリカも2%台の成長をしているが、凄く良いという状況ではないと思う。

これとは別の話で、最近あるF R Bの幹部が出しているペーパーであるが、先程私は、アメリカの経済は消費や住宅投資が堅調なので、ドル高の影響は今のところ相殺していると申し上げたが、そこで推計を出している。この15年間、先程も申し上げたが、アメリカの実質実効為替レートは15%増価している。その影響が、成長率とコアP C Eデフレーターにどの位の影響があったかという推計を出している。モデルとその型のアセスメントの2つであるが、大体モデルと合っているらしい。成長率の方は、今年1年間、0.75%ポイント位押し下げたらしい。輸出の目減りのチャンネルであるネットエクスポートに効いて、今年のアメリカの年間ベースの成長率が本来なら3.2%位のところが2.5%位となり、相当そこが抑え込まれたということになる。しかも、実質実効為替レートのラグは3年位かかるので、今のはここ1年の話なので、これからまだ続くという、その分の下押し圧力があるようである。コアC P Iの方は、影響が2四半期位で出るので1年位ではけるそうであるが、このコアP C Eデフレーターの押し下げも大体0.3~0.5%と言われているので、今P C Eデフレーターのコアが1.3%なので、本来であれば1.5~1.8%位はあったということである。本当にアメリカ経済が世界を一生懸命持ち上げて頑張っているが、その結果として、ドル高の影響がそれなりに物価にも成長にも下押しする方向で効いているということだと思う。

石田委員

先程から、ドル調達コストの関係で米国の政策金利引き上げの話があるが、それ自身はベンチマークの金利を上げるだけであって、いわゆるプレミアムには関係ないと、私は思っている。

黒田議長

それでは、わが国の経済・物価情勢に関してお願いします。

岩田副総裁

先程白井委員から、賃金と物価の関係で賃金が上がらないという話があったが、企業収益が過去最高の水準にあるわりには賃金が上がらないということと、企業収益が過去最高の水準にあるわりには設備投資が増えないということは同じで、裏腹の関係であるとは私は思っている。これは、特に不完全雇用であるところ、あるいは不況下、デフレ下では、標準的なマクロ経済学のケインズ経済学は、相変わらず有効であると思っている。それで考えると、設備投資がもっと増えれば、乗数効果は小さいかもしれないが、生産と所得が増えてくる。所得が増加すれば消費は増大していく。設備投資と消費が増加すれば、需給ギャップが改善して、結局失業率は低下する。従って、失業率が一層低下すれば賃金は上昇してくるという関係にあると思う。ということは、3.5%程度の失業率では、賃金は十分に上昇できず、インフレは、ケインズの意味ではセミインフレという状況にとどまる。そうすると、ケインズの意味であるが、もっと完全雇用の水準を達成するためには、財政支出を増やすということは1つの方法であるが、それを別にすると、輸出が今のところあまり期待できないという状況では、内需の拡大が必要で、財政支出も内需であるがそれを別とすると、消費と特に設備投資、あるいは住宅投資の増加が必要だと思う。米国の場合は、住宅投資が増えて住宅価格が上がると、それを担保にして消費をするという資産効果が非常に強いが、日本ではその資産効果があまりないので、結局消費と設備投資が増えなければいけない。そうすると、消費というのは資産効果で増えるという面があるが、これはQQE開始後、株価と外貨が上がったために資産効果が非常に発揮されたと思うが、その効果は、これからはそれほど期待できない。そうすると、結局は設備投資に戻ってくる、設備投資が鍵を握ってくると思う。従って、内需拡大のためには、消費よりも設備投資が先に拡大しなければいけない。設備投資が拡大すれば、

消費は結局期待所得の関数なので、設備投資が拡大して所得が増えれば期待所得も増えてくるということで、結局、設備投資が現状よりも増加しないと賃金はなかなか上昇しないという意味であり、先程申し上げた設備投資の動向に非常に注視するというのは、結局そういう意味である。

金融政策と設備投資の関係で考えると、金融政策は予想実質金利を下げることによって設備投資を増やすという経路があるが、これ以上予想実質金利を、金融緩和政策でどれだけ下げるのかはある程度限界もあるのではないかと考える。なかなか設備投資が増えていない状況下では、設備投資も、円安の定着や予想実質金利も定着するのであるということを企業が考えればこれから伸びると思うし、それを期待しているが、それでも伸びないのであれば、設備投資をしたい分野になかなか設備投資ができないということもあるので、法人税率の引き下げや規制緩和、規制改革といったことが必要なのではないかと思う。法人税については、日本の法人税率が海外に比べて高いということは、海外投資を促進して国内投資を抑制することになる。国内投資が抑制されると、先程申し上げた経路では賃金が上昇しないという傾向がある。ということは、法人税は、一部は労働者に転嫁されるということである。従って、法人税を逆に下げると、海外投資をしようと思った分で、ある程度国内投資を促進する効果が、短期的には難しいと思うが、中長期的にはあるということになる。そうすると、法人税の転嫁理論から考えても、賃金の上昇をもたらすという関係にあるのではないか。そういうことから、私は設備投資が鍵を握っていると思っている。

白井委員

米国は消費が凄く強いが、家計調査でなぜ消費が強いのかをみると、2つ理由がある。1つは金融政策の効果で金利が低いことであり、もう1つは価格の低さである。米国は、昨年石油価格が大幅に下落する前の10年間のPCEデフレーター総合で平均2%である。CPIが2.3%で、そこから下がった。非常に高いインフレ率から下がったことは、皆が意識していると思う。ところで、以前も申し上げたが、金利に関しては日本でも住

宅投資には効果がある。住宅を買う理由の1つに挙がるのは、やはり金利の低さであり、それなりに日本でも金融政策の効果はあると思う。設備投資については、岩田副総裁がおっしゃったとおり、設備投資が増えていくことが凄く大事であるが、海外の新興諸国の貿易がなかなか伸びない中では、少々下振れるとみている。黒田総裁もご存知のように、G20で輸出の伸び率と輸入の伸び率と成長率の関係をみてみたが、世界全体でみると、実質成長率の伸びに比べて輸出と輸入の伸び率が過去の推移よりも低い。ただ、ほんの少しだけである。それを地域別にみると、アジアだけが特殊で、アジアだけは輸出の伸び率も輸入の伸び率も実質GDPに比べてずっと低い。ちなみに、ユーロ圏は輸出も輸入もどちらも高いので、これはアジア全体のユニークさである。なぜアジアだけアウトプットと比べて伸び悩むかということ、色々な論文を読んだが、まとめると5つ位ある。1つは、グローバル・バリュー・チェーンが成熟化して、これ以上伸びにくくなっているということ、2つめは、中国を中心とする過剰生産、在庫の積み上げである。それとの関係で、もう1つ、中国はリバランスが進んでおり、輸入の構造が変わってきていることがある。加工品の輸入が減り、むしろ財よりもサービスの輸入が増えているという構造変化である。ITの世界全体の需要の弱さにインドネシア、マレーシアなどの資源国の弱さが重なって、輸出、輸入が非常に伸びにくい状況になっている。こうした中で、中国はこれから一生懸命、財政投融资をしていくと思うし、多少の効果はあるかもしれないが企業のレバレッジが相当大きいので、企業の債務を拡大するかたちでの中国の成長というのは中国自体が望んでいないと思うので、そういうかたちでの成長はできないということである。また、昨日も申し上げたが、アジアの方も信用の伸び率は今減ってきており、全体として金融環境は引締め的なので、その中で輸出入が増えていくのが難しい状況である。そうしたもとで、わが国の設備投資が増えるのかという話があるが、1つのプラスとしては、TPPが実現すると、米国も日本もベトナムも入っているが、入っている国と入っていない国で、このグローバル・バリュー・チェーンが大きく構造変化する可能性がある。それが1つ

のきっかけとなり、中国の賃金も今は伸び率が相当高いので、このグローバル・バリュー・チェーンの中心地が中国から他の国へ移っていき、それをきっかけに輸出入が伸び、その関係でわが国の設備投資も増える可能性があるのではないかとみている。

原田委員

先程の白井委員の分析は非常に興味深いものであった。それで、岩田副総裁からもコメントがあったので、極く簡単にお聞きしたい。まず第1に、賃金も物価もほとんど上がっていないので、現在の状況はやはり完全雇用とは言えないということである。なぜ企業がそれほど人手不足だと言い、かつ賃金を上げないのかというと、白井委員は人手不足によって経済機会を喪失しているとおっしゃったが、過去に成立した賃金で人を求めようとしても人が来ないということである。それはその人はどこか他のもっと良いところに行って働いているはずなので、新陳代謝が起きているのだと思う。仕事が楽か、賃金が高いか、どちらかのところに行っている訳である。新陳代謝が起きて、日本全体としてみると生産性が上がっているので、これは良いことなのではないか。経済機会の喪失ではないと思うが、如何か。

白井委員

勿論、そういうスキルのある、しかも情報を沢山持っている若手の人は、企業から企業へ渡り歩くということが起きていると思うが、地方の方々と話すと、動いていない、そのままであり、新陳代謝ではない。その企業はそのまま残っている。それなら、人手不足をどうしているのか伺うと、何とかやりくりしているということである。人手不足ではあるが、やりくりして何とかなっているものであると言われる。これが現状であるという気がする。一部では、そのように能力のある人はどんどん移っていくし、そのように人手不足に対応し、生産性を高めるような企業の動きがある。例えば、コンビニエンスストアの統合がどんどん進んでいるのも合理化であ

り、それによって生産性が上がって賃金が上がれば、それは良いことである。私もそうなると思っているが、そのわりには、今ゆっくり進んでいるというのが現状であると申し上げている。中長期的にみれば長くは続かないので、そういう方向に移ってはいくが、今のところ何とかやりくりしている、せっかく受注が来ても対応できないという回答も結構あるということを上げた。

岩田副総裁

結局、4%台前半——4.3%、4.5%、あるいは5%もあったが——の時代が続いて、それが3.5%程度まで縮まる過程では、特に限界的な企業にとっては人手不足ということが出てくる。従って、賃金がそれほど上昇していないわりには云々というのではなく、人手不足がまだ足りないということでないか。もっと人手不足にならないと本当に上がらないという意味で、原田委員はおっしゃったと思う。いわゆるNAIRUという概念——賃金も物価も上がるという——であるが、その水準の自然失業率というか、そこまでは至っていないのではないかと思う。

原田委員

白井委員がおっしゃったのは、できる人はきちんと上がっているということだが、そうであれば、スキルのあまりない人は上がらないのかという話になる。実は、スキルのあまりない人も上がっている。それは、一般労働者よりもパートの方の時給が上がっているということで分かる。従って、景気が良いと、むしろ限界的な労働者にとって良いことが起きるということに着目する必要があると思う。

石田委員

アンケート調査等では、正社員は余っている。結局、1人当たりの能力を増やしていくということになっているので、その中で大きな平均賃金の問題が出てくると思う。一方で、以前も言ったと思うが、企業の収益が今

非常に増えているが、その中身は、第1次所得収支、海外からの所得収支、すなわち海外からの配当や輸出の売上などである。これには、円相場も影響している。もう1つは、交易条件が改善して儲かっている。価値観を交えずに言えば、経営者の中には、それをなぜ国内の労働賃金に反映しなければいけないのかと思っている人も多いかもしれない。かつ、賃金を上げなくても辞めないで、このまま放っておけば賃金は上がらない。それが、こここのところの労働分配率低下の背景の大きな理由だと思う。従って、グローバルに展開していく企業が非常に増えているもとの、あたかも1国の中で企業の収益がぐるぐる回るような議論が多いのではないか。あるいは、また資金が貯まればM&Aをやるという手もあるが、M&A自身は2つの会社を合わせれば自社株買いと同じであるので、何ら経済の刺激効果はない。買われた方の会社の株主に資金は行くので、それが間接的にどう動くかである。従って、いわゆる短期的に効くのは設備投資である。設備投資となれば海外でやるのか国内でやるのか、それは経営者が考える訳である。国内での収益力が高くなるような状況がないと、やれ、やれと言っても駄目だということである。

布野委員

今、石田委員がおっしゃったように、日本の賃金を上げるためには日本のビジネスでフィージビリティが高まってくる、利益率が高まってくるといことが、そちらを推進するキーになると思う。そういう将来を見渡して賃金を上げていく、しかも正社員の賃金を上げていくといったことを考えていくためには、日本における需要が中長期的に将来に亘って確保できるのかどうかポイントであろう。この点、日本国内で作ったものは外需で半分位は支えられている、ないしはそれ以上支えられている会社が多いと思うので、そういう意味では、今需要は高まっているが、これが中長期的に確保できるのかどうかということについて、まだ確信が持てない経営者が結構沢山いるのではないかと思う。そうすると、固定的な賃金を上げていくということは、もう1つ腰が引けるので、非正規の方の時給などは

上がっているわりに、正規の方がなかなか上がっていかないということとなり、結局全部足して割り返すと上がらないということが、今置かれている状況だと思う。今のようない外需および内需のレベルが、今の設備稼働を支えるレベルである程度継続すれば、徐々に経営者は、やはりこれでいいのだという確信を持って動いてくる。そうすれば、賃金と設備投資いずれも前に出てくるのだと思うが、マインドの変更に結構時間がかかっているということではないか。

佐藤委員

今の点に関連してであるが、政策投資銀行が行っている設備投資動向調査に、内外別の設備投資というのが出ている。大まかな動向をみると、国内の設備投資は、リーマン・ショック後持ち直しつつも、そのモメンタムは非常に緩やかで、せいぜい一桁台前半の伸びに漸く持ち直してきたところだと思う。その一方で、海外の設備投資であるが、従来非常に高い伸びで、元々母数が小さいということもあったのだろうが、高い時で前年比30～40%増といった伸びが続いていた。ただ、この海外の設備投資も、昨年度の実績を締めてみると、実は伸び率としては相当落ちてきており、一桁台になってきている。その点では、従来、企業の設備投資は、国内は低調でも海外は好調と申し上げてきたが、ここもとは内外ともにモメンタムが落ちてきているところが気になっている。勿論、設備投資計画自体は非常に高いものがあって、これは本行の短観と同じで、内外ともに2桁増となっているが、昨年度の実績をみると計画と異なり伸びは低い。元々、企業は国内よりは海外の方に成長機会を見出しており、国内の様々な制約もあって設備投資を主に海外で行っていた。もっとも最近は、恐らくもっと近視眼的になってきており、最近の貸出動向などに反映されているように、設備投資というよりは、もっと海外M&Aをやり、手っ取り早く利益を出す、結果を出すといった傾向が強まってきているように思う。恐らくコーポレートガバナンスの進展等で、株主からの短期的な利益要請等に応えるということがあるのだと思う。先程、石田委員がおっしゃったように、M

& Aであれば結局はゼロ・サムということであるし、企業収益が過去最高益といっても海外からの配当金、利益送金の為替差益といったもので利益が出ている。あるいは、エネルギー価格の下落による交易条件の改善ということであれば、企業経営者としては、先程の結論と同じになるが、やはり国内でこれをなぜ使わなければならないのかという結論になってきて、そういった海外で得られた配当や利益は、結局、海外で企業を買っていくことに使われていくのではないか。そうすると、なかなか設備投資が国内で回っていく絵は描きにくい。この辺りは先程も申し上げたことであるが、金融政策を少し超えた課題であり、やはり企業が国内で雇用しやすくするような、労働市場の流動化を促進するような規制緩和等といったものが重要になってくると思う。

岩田副総裁

先程の布野委員がおっしゃったマインドであるが、企業のマインドはまだ改善していないということであった。ただ、今年度初め、6月までは、設備投資計画は良かった。ということは、デフレマインドはかなり改善したはずである。それがここへ来て駄目だということであるが、それ以降起きたことをみると、中国経済の変化、それが新興国へ波及し、あるいは資源国も資源安で悪く、日本の貿易相手国が軒並み駄目になってきており、米国だけが何とかもっているという状況である。つまり、デフレマインドは夏場位まではかなり改善したが、そこからの変化で少し悪化してしまったということであり、中国経済や資源国経済がこれからどうなるかということと、もう1つ、それが駄目でも米国経済、欧州経済が良くて相殺してくれるかどうかということに、結構企業のマインドの方は依存しているのではないか。企業のマインドは、成長期待はあり、いつまでも改善しないのではなく、ついこの間、年度初めまでは改善していたのではないかと思う。

石田委員

言い過ぎかもしれないが、元々経営者は賃金を上げたくない。これは経済原則である。労働者は、賃金を上げて欲しい。その時の手段として、以前であれば、春に電車を全部とめてしまった時期もあった。この頃はそういうこともない。今は、その対抗する力関係が完全に失衡しているというところがある。従って、昨年から色々な政労使交渉などをやらざるを得なくなっているのだと思う。

白井委員

まとめると、やはり設備投資は、国内もあるが海外もあって伸びていくのではないかと思う。実は、非正規の賃金が確かに伸びてはいる。支店長会議でも時給が10円、20円増えてはいる。しかし、やはり正社員と比べると賃金は相当低く、半分以下である。今はまだ60代、65歳以上のわりと働き盛りの方の人口がそれなりに増えているそうなので、それもやりくりできる背景にあると思う。そういう方達が、大体リタイヤし始めて、本当に日本で働く方の人口が減るのが2020年以降のようである。その頃になると多分本格的に人手不足になるので、そうなると本当に人手不足に対応するために生産性を上げるか、若しくは賃金を上げなければ、という状況が出てくると思うが、もう少しそこは時間がかかるという感じがする。

黒田議長

大変興味深い議論であったと思うが、なかなか summing up は難しいと思う。ただ、設備投資と賃金との関係は、非常に面白い議論であった。布野委員がおっしゃったように、最初のパラダイムは、行き過ぎた円高が是正され、それが海外の所得の円建てでの増加や、その他色々なことがあったとしても、そういうものがいずれ経済全体に、徐々にではあっても波及していき、好循環になっていく。やはり、そういうことではないかと思う。実は、ご承知のように、企業収益が非常に良いのになかなか設備投資が増

えない、賃金が上がらないということは、米国もドイツもよく言われていることで、国際的な広がりを持っているのかもしれないが、日本の状況をみても若干そういう傾向があることは事実である。それが、いつまでもそうであって、設備投資が絶対に伸びてこないとか、賃金が立ち上がってこないということではなく、そこまで行くのに若干時間がかかっているということではないかと、私自身は思っている。ただ、これは皆さんの議論の summing up ではなく、私の感想である。

それでは、今から 10 分程度コーヒブレイクをとりたいと思う。10 時 35 分に再開する。

(10 時 26 分中断、10 時 35 分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

岩田副総裁

金融政策運営を考えるうえで重要な物価の基調は、前回会合から変化していない。ここでは、幾つかの予想インフレ率指標が低下していることについて、コメントしたい。例えば、マーケットの予想インフレ率指標よりも比較的高く、安定していた内閣府の消費動向調査の総世帯の 1 年後の予想インフレ率は、2015 年度入り後低下傾向にある。しかし、これは 1 年後の予想インフレ率であるので、エネルギー低下を主因とする足もとのインフレ率の低下に影響されていると思われる。その点、日本銀行の生活意識に関するアンケート調査では、消費者の中長期的な予想インフレ率は安定している。また、マーケットの予想インフレ率の指標の 1 つである B E I であるが、先程のラウンドで中曽副総裁がおっしゃっているが、本年 5

月初めをピークに低下傾向にある。しかし、この低下傾向には、物価連動国債の低い市場流動性やそれを反映した需給環境が悪いことが反映されている部分が少なくないと考えられる。このように、幾つかの予想インフレ率指標が低下していることには注意が必要であるが、これも中曽副総裁がおっしゃったことの繰り返しになるが、企業の価格の上方改定の動きや、消費者がそうした価格改定を受容しながら消費を増やしていること、消費者物価を構成する品目のうちの上昇した品目数から下落した品目数を差し引いた指標は 2015 年度入り後、急速に上昇している。そうしたことを考慮すると、予想インフレ率はやや長い目でみると、現段階では、全体として上昇しているという判断で良いのではないかとみられる。

以上に加えて、緩やかな消費の増加、過去最高の企業収益、良好な雇用環境とそれを反映して実質賃金も一応上昇傾向にある。そうしたことから判断して、現在は、金融政策は現状を維持し、今後の物価の基調とそれに影響を及ぼす中国経済、企業設備投資、賃金の動向などを見守る段階であると思う。しかし、エネルギーを除く消費者物価の前年比が低下傾向を示すといったように、物価の基調に変化が生ずれば躊躇なく対応すべきであるとする。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量的・質的金融緩和のもとで、企業や家計まで緩和効果が浸透していていると思う。

前回会合以降の市場の反応をみると、追加緩和予想が相応にあるとされていたわりには、長期金利、株、為替の各市場の反応は限定的だった。結局、追加緩和にベットしたポジションは、あまり造成されていなかったと

ということだろう。この間、エコノミストの反応をみると、2%の物価安定目標の早期実現に最早拘るべきではないとの意見も聞かれるが、そうした意見に関して一言述べておきたい。

繰り返し述べてきているところではあるが、緩やかな物価上昇が持続するためには、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ことが不可欠である。そうしたメカニズムは着実に作用し始めていると考えているが、企業の広い意味でのデフレインドが、払拭されつつあるが払拭され切っていないことから、企業収益が過去最高水準まで増加しているわりには、賃金への波及がまだ弱いことも事実である。2%の早期実現に拘るべきではないという主張は、そうした中で、物価だけが先行して上昇すると、実質賃金が低下して消費に悪影響が及ぶことを懸念しているようにみえる。しかし、経済全体では、先程の議論にもあったが、そうした状態が持続的に生じることはない。詰まるところ、デフレインドが払拭されれば、物価も賃金もどちらも上昇していくのであり、逆に、デフレインドの転換が進まなければ、結局、賃金も物価も上昇しないという状態から抜け出せないのである。従って、デフレ克服へ漸く道が拓かれつつある今ここで、日本銀行が2%の早期実現に対する姿勢を緩めたと受け止められれば、コミュニケーション上の混乱を招くばかりでなく、折角の企業の前向きな行動に水を差すことにもなりかねず、賃金の上昇の実現も覚束なくなってしまうといったリスクがあると思う。

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。政策運営の考え方としても、必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続する、その際上下双方向のリスク要因を点検し、必要となれば調整を行うというスタンスを維持することが適当である。市場や、エコノミストの間で政策を巡る様々な憶測があるだけに、われわれの政策反応関数は変わっていないことを、きっちりと改めて明確にしておく必要がある。以上である。

黒田議長

布野委員お願いします。

布野委員

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。企業の資金調達コストは低水準で推移しており、貸出残高は緩やかに増加している。こうした中、高収益と相俟って、企業は非常に潤沢な資金に恵まれている。

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である。以下、各種ファクターを逐次点検していく。

第1のファクターは資源市況である。油価を含め資源市況の改善は時間を要するとみられるが、一方でこれ以上の下落は限定的と思われるので、今後物価への下押し影響は剥落していくとみている。

第2のファクターは為替である。先行きは、特にアメリカの利上げのタイミングとその影響に注目しているが、現時点の想定としては、円高を通じた物価下落圧力に繋がる可能性は低いとみている。

第3のファクターは需給ギャップである。需給ギャップは、新興国経済の減速の影響を受けつつも、労働面を中心として、着実に改善傾向をたどっている。まず、労働需給面では、失業率や求人倍率等に表れているようにタイトな状況が続いている。最近では、製造業、非製造業ともに、人手不足がネックとなって製品やサービスを十分に供給できないとの声が聞かれる。この背景として、労働力人口の不足や労働市場の硬直性、さらには教育訓練体制の不備など、構造的な課題が存在することを踏まえると、労働需給の逼迫は暫く続くことが想定される。こうした中、近年、就業者数は増加傾向にあり、中でも女性の増加率が高くその社会進出が進んでいる点は、こうした課題解決に向けた一歩としても好ましいと思う。こうした女性の社会進出を後押しする意味でも、今後、正社員の賃上げに加えて、むしろそれ以上のペースで非正社員の賃金や待遇の改善が加速することを期待している。設備稼働率については、輸出のもたつきの影響はみられるが、上昇傾向にあると考えられるほか、短観の設備判断D I もゼロ近傍

となっている。設備投資については、企業は将来を睨みながら、品質基準や付加価値をみて厳しく選別したうえで生産を国内回帰させてきているし、同時に研究開発分野の拡充も進めているので、投資行動は慎重ではあるが、今後はその一層の加速が期待される。外需の動向については、中国を含む東アジアの弱さは長引くと思われるが、北米経済の好調は日本経済にとって下支えになると思われる。また、中国経済が政府の迅速な対策などから一旦落ち着きを取り戻しつつあるのは好材料である。

第4のファクターは、予想物価上昇率である。足もと、油価下落の影響を含めるか、含めないかによる定義の違いによって、様々な物価指数の計数が大幅に異なるため、人々が抱く予想物価上昇率の見方に多少混乱を来している面は否めない。しかし、消費行動や設備投資の意思決定主体である一般消費者や企業経営者の間では、最早デフレではないという意識が広まってきており、予想物価上昇率は上昇しているとみられる。これはやや長い目でみれば消費支出や設備投資を着実に後押しする力になってくるとみている。また、企業の価格設定スタンスについては価格改定の動きに広がりを持続性がみられており、この点も含め、予想物価上昇率は全体として上昇しているとみられる。

以上のような様々な物価を取り巻くファクターをみると、それぞれの強弱はあるものの、これらが物価を押し上げる方向に作用しているとみられるので、消費者物価は、物価安定目標である前年比＋2％に向けて進んでいるとみている。

最後に金融政策であるが、以上のような金融環境と物価動向を踏まえ、現在の金融政策運営方針を継続することが上策と考える。量的・質的金融緩和に対する国民全般の評価は、所期の効果を発揮し、デフレ脱却は進んでいるというものである。目下着実に作用しつつある経済の好循環を引き続き推進していくことで、その信認を保つべきと思う。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が良いと思う。理由は、わが国の物価の基調が極く緩やかに回復する途上にあり、商品価格や為替の動向にもよるが、コアCPIが来年初めに上昇に転じていく見通しが実現するのか、まずは確認すべきだと考えているからである。物価が上昇トレンドに転じていかなければ、その原因にもよるが、金融政策の調整を検討するのが良いと思う。

なお、日本銀行では、原油価格を主因にコアCPIが低迷し、一部の長期予想物価上昇率が下落する中で現状維持が適切と判断する根拠として、「物価の基調は着実に改善している」と説明している。この物価の基調について、日本銀行では、様々な指標をみて総合的に判断をしているが、一時的要因を取り除いた趨勢的な物価変動を的確に捕捉し、かつ将来の物価変化の予測力が高い指標として、コアCPIと刈込平均値を指摘する見方がある。昨年半ばからは、原油価格下落がCPIに及ぼす影響が大きくなっていることから、コアCPIからエネルギーを除く指標も7月から月次での公表を開始し、当面は重要になる。ただし、エネルギー価格は大きく変動を続けるとは考えにくいとため、これまでどおりコアCPIを中心に見通しを立てていくので良いと思う。

これに加えて、最近の物価は商品価格や為替相場の影響が大きく、需給ギャップのマイナス幅の縮小による物価押し上げ効果がみえにくくなっているため、物価の基調についてはより丁寧な分析と説明が必要だと考えている。第1に、コアCPIに加えて、対前年度で上下双方向に極端に変動幅が大きい品目のウェイトを機械的に取り除くことで毎月カットする品目が異なり得る刈込平均値にもっと注目した方が良いと思う。10%刈込平均値によると、昨年末に0.4%弱でボトムを打った後に緩やかな上昇トレンドを辿っており、9月現在は0.6%弱となっている。QQE後の最高値は昨年6月の0.9%なので現時点ではまだそれを下回るが、上昇に転じている点は前向きな動きと言える。とはいえ、1.2%まで強く上昇してい

るコアCPIからエネルギーを除いた指標と比べ、改善ペースはかなり緩慢である。

第2に、CPI上昇の持続性を測るために、価格粘着性のある品目と価格が変動しやすい品目に分けてそれぞれの物価の変化率をみていくことも重要だと思う。価格粘着性のある品目の持続的な価格上昇が実現して初めて2%程度の安定的な実現の可能性がみえてくる訳であるので、個別品目での分類だけでなく、こうした特性別にみた指標も重要であると思う。また、それぞれの物価変化率を変化の規模別に分類した図を示すことも良いかもしれない。

第3に、長期予想インフレ率が2%の物価安定目標にアンカーされる度合いが強まっているのかに関する検証を、定期的に行っていく必要があるように思う。この検証には少なくとも2つのチェックが必要だと考えている。1つは、長期予想インフレ率が2%程度の近くで推移しているかである。この点、最近では、企業や市場関連の指標が幾分低下しており、2%からの乖離が拡大しているように見える。もう1つは、長期予想インフレ率が実際のインフレ率や短期予想インフレ率の変化によって影響を受ける度合いが弱まっているかの検証であるが、最近の長期予想インフレ率の低下は、商品価格の見通しや新興国の一時的な景気減速による短期インフレ予想の低下等を反映している可能性が示唆される。つまり、長期予想インフレ率のアンカーの度合いが低下している可能性もある。現時点では、その要因が国内需給環境の悪化ではないとみられる点は良いものの、今後の動向を注視する必要がある。

第4に、最近の海外研究では、フィリップス曲線を推計する際に、需給ギャップや失業率ギャップ等のリソース・ギャップを、サービス価格とのみ関連付けて推計する論文がみられる。リソース・ギャップは、サービス価格の決定において重要である一方、財価格はサービス価格と異なり貿易財が多いために、その決定要因が大きく異なる可能性があることから、貿易財と非貿易財を分けてモデル化し、それらの推計値を合計してインフレ見通しを出すという手法である。先日の行内勉強会では、家賃や公共サー

ビス等の価格をもとにしたフィリップス曲線の推計から、現時点では需給ギャップや長期予想インフレ率の説明力はかなり低いことが示されたが、今後それらの変数の説明力が高まっていくのか、そしてより幅広いサービスや非貿易財で推計した場合はどうなるかなど、特に来年物価が上昇に転じてからは、より注視する必要があるかもしれない。

最後に、米国であるが、F R Bの対外公表文や議事要旨では、物価動向の評価に際して、物価の基調という言葉をほとんど使わず、見通しベースで説明している。この背景として、①長期予想インフレ率が2%近くで推移していること、②P C Eデフレーターの刳込平均値が1.7%程度とかなり高水準で推移していること、③多くのサービス価格が2～4%程度の上昇率で推移していることなどから、物価の基調をわざわざ強調しなくても良い物価状況であるためとみられる。こうした状況がまだ整わないわが国では、物価見通しだけで2%の達成可能性を示しても、国際機関や民間エコノミストとの見通しの乖離が大きいもとでは不十分で、物価の基調を重視したより丁寧な説明が米国以上に必要とされているのだと思う。いずれにしても、わが国の物価基調は悪くはないが、2%目標に向けた道のりはまだ長く、現状の金融政策を維持しながら今後の動向をみていきたいと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、当面の金融政策運営については、引き続き、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。また、各種資産の買取りについても従来どおりとする」という方針で結構である。

金融環境について申し上げる。円については、引き続き極めて緩和した状態にある。しかし一方、外貨、特にドル資金の調達環境は、年末接近と

ということもあるとはいえ、全般に、ドル転コストなどドル調達コストのプレミアムが大きく増大しており、相当タイトな状況となっている。需給関係からコストプレミアムが上がっているということだけであれば、調達コストを運用に転嫁できなければ運用が自然に減少することになり、それにつれて調達圧力も軽減され、収益的には問題があるとしても、中長期的にみればバランスを取り戻していくことになる。しかしながら、わが国格付けの低下といった何らかのショックが発生し、運用を減少させるペースを調達の困難化のスピードが上回ってくると、わが国金融機関にとって、資金繰り上深刻な問題となる惧れがある。ドル調達の状況については、今後、極めて注意を要するものとみている。

なお、私見ながら、ストレス時でのドルオペの利用については、米国における種々の事情を勘案すると、短期的にはともかく、ある程度長期に亘るバックストップとしては期待しがたいものになるとみている。ドル調達逼迫の背景には、わが国金融機関のドル建て資産が増大するもとの、国際的な金融規制、特に米国における規制の強化の影響が大きく働いている。規制との関係では、米国外銀行のドル調達のプレミアム問題にとどまらず、米国金融市場でも広く金融仲介機能の低下を示す兆候が出てきている。先程話題になったように、米ドル金利スワップレートが対応する期間の米国債利回りを下回ったり、プライマリー・ディーラーの社債保有ポジションがネットでマイナスとなったり、米国国債を利用するレポレートがカウンターパーティにより差異が出てくるといった今まであり得なかった状況が出現している。基本的には、金融市場での裁定取引が不活発になってきていることが原因と言える。

金融仲介機能の問題は、金融政策というよりプルーデンス政策に関わるものと言えるが、邦銀に対する資金繰り問題という直接的な影響のほかに、米国の金融市場の持つ重要性を考えると、そこで大きなショックが発生すれば、わが国の株式市場、また円相場の水準などについても、深刻な影響を与えることになる。私は、金融政策とプルーデンス政策は表裏一体のものと考えており、米国の金融市場の今後の動向については、十分な留意を

要するものとみている。

なお、国際的な金融規制強化の方向のもと、金融仲介機能保全の必要性については、先月、わが国の金融庁長官が香港で注意を喚起するスピーチを行ったが、極めて時宜を得た指摘と受け止めている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

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。そのうえで、当面の金融政策運営についての考えを申し上げる。

先般の展望レポートでは、2%の物価安定の目標の達成時期の記述を2016年度後半に後ずれさせたうえで現行政策の継続を決めた。追加緩和にベットしていた一部のエコノミスト、ストラテジストから批判はあったものの、主要メディアの論調などをみると、政策の継続について、政官財をはじめ世間一般の理解は概ね得られているものと認識している。市場の反応も、米利上げ観測の高まりという別の理由からだが、当初懸念されたのとはむしろ逆に円安、株高となっている。物価安定の目標は、消費者物価指数（総合）の前年比で定義されるが、実際の政策運営上は、やや長めにみた人々の中長期的な予想物価上昇率の動向のほか、賃金を含む幅広い物価指標を丹念に点検することで物価の基調を見極めていくという、最近の執行部の説明が広く受け入れられてきている証左であり、私が以前から申し上げてきた趣旨にも沿うと思うので、総じて良い傾向であると思う。

予想物価上昇率に関しては、今回執行部が判断を引き下げることだが、元々信頼性の高い tangible な指標に乏しいだけに、敢えて引き下げる必要があるのかという思いはある。しかし、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。もっとも、GDPが2四半期連続のマイナスとなった後だけに、追加緩和の思惑等を不必要に高めないよう、対外コミュニケーションには注意する必要がある。

先行きの政策運営についてだが、物価安定の目標の達成状況については、消費者物価指数の総合またはコアの前年比を単純にみるということではなく、これまで私が申し上げてきたように、あくまでも総合的な見地から政策委員会が責任を持って判断していくというように対外的にコミュニケーションしていけば、なお良いと思う。すなわち、私は物価安定の目標は元々上下に幅のある柔軟な概念と解釈しているが、執行部の情報発信は現時点ではそこまで柔軟ではない。私としては、これも、これまで同様、そうした方向で時間をかけて世間一般や市場に織り込ませていけば良いと思う。

ただし、時間をかけるといっても、先のセッションで述べたように、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比が先行き順調に高まり続けるかどうかは予断を許さない。足もとはエネルギー価格下落により消費者が日用品の物価上昇に寛容になっているほか、昨年10月の量的・質的金融緩和拡大以降の円安も、こうした物価の基調押し上げに寄与しているとみられる。さらに、このところの動きは前年の裏が出ている面もあるため、2016年入り後も同物価指数が前年比1%を維持できるかどうかは、来年の春闘を経て賃金から、出遅れていたサービス価格へと物価上昇のシークエンスが上手く繋がるかどうかにも依存する。

このように基調的な物価上昇の先行きが幾分懸念され、また巨額の国債買入のオペレーショナルな限界も市場では意識されている。このような中では、足もとのように、日本銀行が基調と称する物価がそこそこの上昇率を示しているうちに、先に述べたように、物価安定の目標のより柔軟な解釈を全面に出すことで、量的・質的金融緩和のソフトランディングへ上手く繋げていく戦略性が重要であると思う次第である。

前回会合でも申し述べたように、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判断であると考えている。異例の政策を続けることで、市場の価格形成のみならず、われわれのリスク認識に歪みが生じていないかどうか、謙虚に向き合う必要があると考えている。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

まず、現在行っている金融市場調節方針に賛成である。前のセッションで述べた所得と支出の関係について、さらに申し上げたい。所得と支出の関係を、家計については家計消費÷雇用者報酬の比率、企業については設備投資÷利益の比率と考えて、これらの比率の動きをみてみた。家計については、この比率はQ QE後上昇してきたが、消費税増税前の駆け込みで急上昇したあと低下、直近も低下している。しかし、過去のレベルと比べて傾向的に低下している訳ではない。雇用者報酬の安定した伸びとともに、この比率が元に戻ることも考えられる。そうなれば、消費は堅調となると思う。一方、投資÷利益の比率は、1990年代から傾向的に低下しており、リーマン・ショック前の長期景気拡大期でも僅かしか上昇しなかった。これを考えると、企業における利益から投資への力強い動きがみられるまでには、順調な海外経済環境、安定的な為替、内需の順調な伸びなどが長期に続くことが必要ということかもしれない。また、企業は海外のM&Aには積極的だが、現実には海外M&Aで非常に大きな損失を出す場合が多くなっている。私の印象では、経営者が国内投資に失敗した場合には非常に厳しい批判を浴びるようであるが、海外M&Aの損失にはあまり厳しい評価を与えられないような気がする。私は、この評価を逆転させることが国内投資を拡大させる1つの手段となるのではないかと思っている。

消費者物価については、前回会合以後、新しいデータが出ていないが、東大・一橋大物価指数では継続的に上昇しており、エネルギーを除く物価は基調として上昇している。エネルギー価格のマイナスの影響がピークになる10月以降、ヘッドラインの物価も上昇していくことが確認されると思われる。

しかし、実質GDPには下振れのリスクがあり、回復がさらに遅れた場

合には、需給ギャップの縮小も進まず、様々な予想物価上昇率も低下気味であることから、物価目標の達成も遅れる惧れがある。また、需給ギャップがさらに縮小、失業率がさらに低下しなければ、物価目標は達成できないことを再度指摘しておきたい。物価や賃金が上がっていないので、現在は完全雇用だとは言えない。

中国経済のさらなる悪化の影響を日本経済が受けるなど、状況が変わる予兆があれば、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で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各種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。

今回は導入から２年半以上経過した量的・質的金融緩和の政策効果について、改めて自分なりの考えを整理してみたいと思う。私は、政策効果は主に実質金利の低下を起点に生じると捉えており、それ以外の経路については不確実性が高いと考えてきた。例えば、政策効果で実質金利を押し下げた場合、将来の実質個人消費を前借りし、現時点での実質個人消費水準を一時的に押し上げる効果が生じる。この調整が一巡してしまえば実質個人消費を押し上げる効果はなくなるが、実質金利が下がり続ける間は足もとの実質個人消費も上振れを続けると考えられる。量的・質的金融緩和と

いう枠組みのもとで、経済ファンダメンタルズに沿った価格を念頭に収益最大化を目指して資産を売買する金融機関とは異なる日本銀行という主体が国債を大量に購入することで、実質金利あるいはタームプレミアムが低下し、こうした政策効果を発揮するメカニズムが備わっていたと思う。しかし、政策効果の起点となる実質金利あるいはタームプレミアムの低下は、昨年時点で概ね一巡したように見受けられる。その背景には、量的・質的金融緩和導入直後の政策効果による需給ギャップの改善期待から、中長期の予想物価上昇率が一時的に高まる局面が一巡していること、また以前述べたように、国債のタームプレミアムが現時点での日銀の国債購入残高と将来の見通しによって決まるとの考え方に沿った動きであったことなどが考えられる。この結果、量的・質的金融緩和の追加的効果は明らかに逓減する局面に既にあると考えられ、これが国債買入れの減額措置により、限界的な効果と副作用のバランスを改善できる、あるいは国債買入れの安定性をむしろ高め、実体経済に深刻な影響を与え得るタームプレミアムの大幅上昇というリスクを軽減できるということが、私自身の主張のベースにある。

ところで、政策効果については、このような現在の限界的・追加的な効果と、過去の政策が時差を伴って発現する効果とに分けて考えることが重要である。このうち後者の効果について言えば、先程述べた実質金利低下による需要前倒し効果は、発現までに相応の時間がかかるとみている。例えば、本行のモデルのシミュレーション結果によると、1%の長期金利低下がもたらす追加的な実質GDP押し上げ効果は、1年目で+0.5%程度、2年目で+1%程度、その後3年目で+0.5%程度と逓減していく。より詳細には、1年目の下期に追加的効果は最大に達する。実質長期金利の低下が2014年前半頃までに概ね一巡したとみられることから、その追加的な実質GDP押し上げ効果は、既にピークを越えたと考えられる。また、同じモデルのシミュレーション結果で、1%の長期金利低下がもたらす実質GDPの水準への影響、いわば累積的な押し上げ効果をみると、4年目まで増加したのち、5年目になって僅かながら累積ベースでは減少となる。

つまり、実質GDPの水準を押し上げるという累積効果は、かなり長期間持続する。例えば、量的・質的金融緩和導入直前には－２％程度であった需給ギャップは2013年末には０％近傍まで急速に改善し、足もとまで概ね中立的な水準が維持されている。需給ギャップの改善は、労働市場や企業収益環境の改善をもたらし、現時点でもそのプラスの経済波及効果は続いている。それは、例えば２年連続でのベア実現などにも寄与していると思われる。しかし、こうした成果は、政策方針を維持して、異例な金融緩和を継続的に強化し続けていることによってもたらされているというよりも、昨年までの実質金利低下の累積効果、いわゆる過去の遺産から生じているものと理解すべきだと考えている。

仮に本行が国債保有残高を削減すれば、実質金利あるいは国債のタームプレミアムが上昇し、こうして過去に累積された効果も損なわれていくことになる。そのため、本行の国債保有残高を削減することは、非常に慎重に検討すべき課題であると考えており、私の現在の提案の中では視野に入っていない。他方、従来から申し上げているように、国債残高を削減しなくても、金融市場で国債買入れの持続性に俄かに不安が生じれば、タームプレミアムの上昇が引き起こされて、政策の累積効果が大きく損なわれ、経済や金融市場全体に悪影響が生じる可能性が相応にあると思う。そうしたリスクを減じることが重要との考えが、私自身の提案の背景にあることを申し上げたいと思う。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との意見であったと思う。先行きの金融政策運営についても、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で概ね一致していたと思う。すなわち「日本銀行は２％の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因

を点検し、必要な調整を行う」ということである。また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いるし、また、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。また、特に予想物価上昇率について前のセッションで触れなかった方が意見を述べられた。その概要については、先程私が総括したところと特に違っていないと思う。なお、金融政策運営、あるいは金融環境に関して、さらにご意見があればご発言頂きたい。

原田委員

木内委員に質問したい。これまでも副作用について何度かお伺いしていたが、あまり明確なお答えは頂けていなかった。今回、政策効果は実質金利の低下を通じて得られるもので、これは将来の所得の前借りに過ぎないと言われたが、同時に需給ギャップが縮小することで所得自体が増えているということもおっしゃっている。これは、前借りではなく、実際に所得が増えている訳なので、長期的な政策効果があったということになる。その点は認めているということだと思う。現在、確かに需給ギャップは、本行の計算ではほとんどゼロである。これがさらにプラス方向に移る可能性を考えれば、まだ、所得が増える効果があるので、現在のＱＱＥを続けることは、単なる所得の前借りではなく、所得自体を増やす効果があるということになる。従って、現在行っているＱＱＥの買入額を半減させることは、所得を増やすという効果を失わせることになるので、不適當だと思うが、それをどうお考えになるのかということが、第１の質問である。

第２の質問は、木内委員の案は、残高を減らすのではなく、買入額を半減させるのだから、ショックはないということだと思うが、半減させてもショックはないという根拠はどこにあるのか。その２点をお伺いしたい。

木内委員

政策効果については、ご指摘のとおりと考えている。前借り効果は、足

もとの個人消費の増加率を高める効果で、それは、アジャストメントが一巡するとそうした効果は消えていくというものである。ただ、需要の水準を押し上げた効果は暫く残るので、その意味では、政策効果が続いていると言える。よって、追加的な政策効果と過去の累積的な効果は、分けて考えなければならない。追加的な効果は、実質金利が下がれば起きるのだが、実質金利が下がった後に横ばいになると、効果は段々と消えていくことになる。モデル計算で言うと、1年目の下期辺りに追加的な効果はピークを迎えるのだが、ただ、金利を下げている分、そうでない場合と比べて、需要を押し上げており、モデル計算で言っても、その効果は相当長く続くということだと思う。では、金利を下げ、水準を押し上げている要因は何かと言うと、国債の買入れの残高に依存しているというのが自分の考え方である。従って、残高を減らして実質金利が上がる、あるいはタームプレミアムが上がるのであれば、過去に持ち上げてきた需要の部分まで下げてしまうので、ここは慎重に考えるというのが私の趣旨である。これに関して2番目の質問であるが、政策効果の発揮は、実質金利に依存しており、実質金利はストックの部分で決まる部分が多い。ただ、それは現実には、今、われわれがどれだけ買っているかということだけでなく、将来の見通しと、その両方で決まってくる、と説明してきた。一方で、減額するということは、残高を減らす訳ではなく、残高を増やしていくペースを調整するということである。それ自身、市場に全くインパクトがないかどうかは分からないが、むしろ、それを行うことで資産買入れの持続性を高めるという期待になるのであれば、金融市場に対する影響という点では、ある程度リスクを軽減できるのではないかというのが、これまでの主張である。一方で、そういうことをしないで、突然、買入れの持続性が行き詰まるという不安が出た時には、タームプレミアムがかなり上がる可能性があるということも指摘してきた。それから、今の政策を永遠に続けることができない以上、どこかで減額は必要となる。今のタイミングで減額することと、先々行き詰まってから減額するのでは、金融市場に対するリスクはどちらが大きいのか、ということも従来から申し上げている。

原田委員

買入額を半減させることにショックはない、ということについてはお答え頂いていないと思う。お答え頂いたのは、少しずつ買っていくと、ずっと買っていけるのだから大丈夫だ、ということかと思うが、現在行っている政策は2%の物価上昇目標を達成するために行っているのだから、達成が見込める時点であれば、何らかのかたちで買入れを減らすということになると思う。そういうことができず、いつまで経っても2%のインフレターゲットが実現できずに、1,000兆円買ってしまうと、もう買えなくなり、凄いショックが起きるので、今、減らした方が良いというのが木内委員のご議論なのだが、そういうことが起きるのか。また、現在行っている政策が2%を達成するために行っている政策である、ということも否定されるのか。

木内委員

物価目標の達成については中長期の目標と当初から主張してきており、QQEという資産の買入れという政策と物価目標を完全にリンクさせる考えは私自身は持っていないと言ってきた。それから、今のコミットメントは、2%が持続するまで続けるということだが、「続ける」とはどういう意味なのか、非常に不確実である。例えば、減額しても、残高を将来減らしていても、元の水準に戻るまではQQEが続いているとも解釈できるのである。そう考えると、私が提案しているのは、物価目標と政策をrigidにリンクさせないということと、物価目標が中長期の目標であるということだ。物価は色々な要因で決まってくるので、政策効果だけで特定水準の目標を必ずしも達成できるのではないということである。

岩田副総裁

お二人の話は、もうよいか。それでは、白井委員の話された物価の基調判断について申し上げたい。総合的に判断することが基本だと思うが、今、

その中でもわれわれは、生鮮・エネルギーを除くということを前面に押し出していると思う。なぜ、エネルギーを除くことを持ち出しているのかということに関して、対外コミュニケーションを慎重に行わないと将来危ういところがあると前から考えていた。エネルギー価格を除いているのは、それが半減するからではなく、急激な変化をするからで、穏やかな変化であれば問題はなかった。そのため、エネルギーの変化を除かないと、物価の基調がみえないということになっている。ところが、エネルギーの下落が止まって、上昇に転じる場合もある。その時、いつまでもエネルギーを除いていると、いつまでも2%を達成できないようなことになってしまう。総合では2%以上にならないと駄目だということにすらになってしまう。いつかエネルギー価格が安定して均衡価格周辺で変動するようになってくると、先般の研究でも「除く生鮮」というのが中長期的にも「総合」に収束するので、基調をみるうえでは「除く生鮮」をみて、それをみながら「総合」の2%の安定を追うのが良いということになる。今後、コミュニケーションを変えていくことが必要になってくるが、市場には皮肉な人が多いので、「都合の悪い時にエネルギーを除いていたが、都合が良くなったら入れてきたじゃないか」との批判が起きてくることを予想している。そこで、コミュニケーションとしては、なぜ今、エネルギーを除くことを基調判断の1つとして持ち出したのかという理由を、あまりにも変動が急激な時には、これを外してみた方が基調を捉えるうえで良いのだと、説明した方が良い。その急激な変動が安定してくれば、目的は「総合」であり、中長期的に「総合」に収束するのは、歴史的な研究から言っても「除く生鮮」なのであるということ、今すぐは必要ないかもしれないが、どこかで説明していく必要があると思う。どこかで説明しないと混乱が生じて、金融政策に対する信認とか理解とかが得られなくなる惧れがあると思う。これが杞憂であれば良いが、心配しているところである。

白井委員

私も同じ意見である。私達の目標は「総合」であり、コアはあくまでも

基調を測ったり予測を立てる時に使っているもので、黒田総裁もこれまでそのようにおっしゃっている。ただ、まだ世の中的には、色々な指標を除けば達成できると言われてしまっている。私どもが掲げている目標に対する理解が曖昧になっていることを懸念している。そこは黒田総裁にきちっと説明して頂くのが良い。

もう1点、インフレ期待についてであるが、今回、私はアメリカの中央銀行とECBの見解をしっかりとみてみた。アメリカは、経済は良いし、インフレ期待は、多少市場ベースでは下がっているが、サーベイベースでは下がっていないので、ほぼ問題はないと思う。注目すべきはECBの方である。ECBが12月に今の金融緩和の度合いが十分かどうかを検討する時に、何をそこまで心配しているのかということについて、何人かの要人のペーパーを読んだ。その中で、インフレ期待の低下を相当懸念していたことが分かった。1人は、企業や家計など、エコノミストのサーベイベースのインフレ期待の低下が、実は、実際のインフレ率の低下とマーケットベースのインフレスワップレートの低下を反映している可能性があるとしている。もう1人は、これはドラギ総裁であるが、なぜそれだけ懸念するかというと、インフレ期待が低下すると、実質金利が上昇し、債務負担の大きい企業や国もあるので、債務負担の高まりを懸念していると言っている。さらに、本来、原油価格の低下は中長期の予想インフレ率に影響しないはずだが、実際には影響しており、もしかすると、市場や国民に、中央銀行のインフレ目標を達成する能力に制約があると捉えられていて、その結果、インフレ率がどこに落ち着くか分かりにくくなっている可能性があるという指摘している。

もう1点は、一旦ユーロ安になっていたのが、このところはユーロ高に戻っており、それがラグ効果もあって、インフレ予想を低下させないか懸念していて、来年から期待されるインフレ率が上昇に転じていくペースを相当遅らせる可能性のあることを懸念している。どこの中央銀行もインフレ予想は重視しているので、われわれとしては、今は金融緩和を維持するということではあるが、こういう状況では tapering は考えづらく、む

しろ最低でも現状を維持して、インフレ期待にしても、物価にしても、好転していくところを確認していくことが大事なのではないかと思う。

中曽副総裁

先程の岩田副総裁のコミュニケーションの考え方については、私も同感である。コミュニケーションについては、早期にではなく、ゆっくり2%を目指せば良いとか、中長期的な目標で良いということについて付言しておきたい。前回も申し上げたことだが、2年程度を念頭に、2%をなるべく早くというコミットメントは、コミットすることで予想物価上昇率を引き上げるもので、これ自体がQQEの政策効果の起点となるものである。欧州について白井委員から紹介があったが、少なくとも日本は米国のように予想物価上昇率がアンカーされていない。それ自体を引き上げていかなければならない。そういう固有の問題にわれわれは直面しているので、物価安定の目標達成をできるだけ早期にと言うのは、必要な装置であると考えている。これは前回述べたとおりである。実際、そのもとでこの2年半を振り返ると、人々の物価観は相応に変化しており、この装置はしっかり効果を発揮してきたと思う。確かに前回の展望レポートで2%の物価安定目標の達成時期は後ずれすることになったが、その遅れは極力短くすべきであるし、そうした政策意図をはっきり伝えるためのベンチマークとして、この表現、コミットメントを維持することが適当だと思う。ゆっくりターゲットを目指せば良いという対応は、インフレ期待がアンカーされた状態になったもとでは、採り得る選択肢の1つかもしいないが、日本で、今直ちにそうしたレジームへ移行することは、物価を、それこそ「永遠のゼロ」にしてしまうリスクがあるのではないかと考える。

木内委員

インフレ基調のコミュニケーションの話であるが、今回、中長期の予想物価上昇率で一部の指標が下振れているという判断が加わった。従来から、エコノミストの見通しや市場の見通しでも、緩やかに下がっているという

ことが、大分前から続いている。一方で、足もと特に注目されているのは B E I で、内外の乖離が非常に大きくなっているということで注目されている。欧米では若干戻っていて、日本では下がっているのを、どう解釈するのかということである。この時に、指標は各種の歪みもあるので、これだけで中長期の予想物価上昇率を判断するものではないということは分かるのだが、ここにきて改めて流動性の低下による指標の精度の低下ということを強調し過ぎるのはどうかと思う。確かに、日本の物価連動債と米国の物価連動債を比べると、市場の厚みも違うし、流動性の問題を抱えているというのは確かである。ただ、日本国内での時系列で考えていくと、旧物国から新物国になり、さらに発行も増えて、プレイヤーも増えてということからすると、従来よりも国内の中長期の予想物価上昇率の指標性というものは高まっていると言えるのではないか。そのために予想物価上昇率が凄く下がっているという結論に持っていかななくても良いが、足もとの動きをみて、急にここで流動性の問題を取り出して、play down するのはフェアではないと思う。

佐藤委員

対外コミュニケーションに関してであるが、先程、エネルギーを除いたコアでみるということについて、コミュニケーション上、十分注意して行っていかななくてはならない、という指摘があったが、私もそのとおりだと思う。ご都合主義とみられないように、そこは丁寧に説明していく必要がある。そもそも、エネルギーを除いてコアをみるということだが、その前提としては、エネルギー価格が先行き一定レベルで推移するということであれば、コアと、エネルギーを除くコアは将来的にはコンバージするはずである、という理屈だと思う。だから今はエネルギーを除く、非常に振れが激しくて一時的にこういう状況になっているので、エネルギーを除いてみようということには、一理あると思う。私もそういうことで良いと思う。ただ問題は、エネルギー価格の下落の影響が剥落した時に、家計が引き続き寛容であり続けるかどうかと言うこと、食料加工品等の値上げに対

して家計が受容し続けるかどうか、これはすなわち、エネルギーを除くコアが、今と同じようにしっかり上昇し続けるかということと同義である。ここについては、個人的には若干の下振れリスクを感じている。この先、エネルギーを除くコアの部分が、原油価格等々が仮に上昇したとしても、来年度の賃金交渉を経て、サービス価格に上手くパススルーされていくことで、全体としての基調が維持されていくということであれば、理想のパターンだが、そこを見届けるまでにはもう少し時間を要すると思うので、しっかりとみていきたい。もう一点、政策反応関数の話が中曽副総裁からあった。政策反応関数を明確にしておく必要があるということだと思うが、外から見た時は、政策反応関数が変わったのではないかという指摘は結構多いと思う。すなわち、昨年10月にQQEを拡大した時は、フォワードルッキング的な見地から行った。当時の原油価格の急激な下落による消費者物価指数の低下が、人々の中長期的な予想物価上昇率の形成に悪影響を及ぼすことを避けるために、ある意味予防的に追加緩和を実施したというのが、対外的な説明であったと思う。それに対して、前回会合では、マーケットでは追加緩和期待が一部で盛り上がっていたが、本行としては物価の基調を重視していくとして、政策の現状維持を決めた。マーケットやサーベイベースにみられる人々の中長期的な予想物価上昇率が下がっている中では、外から政策反応関数が変わったとみられるのはもっともなのではないかと思う。ただ、私は、変わったとみられても良いのではないかと考えている。そもそも物価安定の目標自体が高過ぎると思っていたし、上下に幅のある柔軟な概念で、賃金を含む幅広い物価指標を満遍なく点検していく中で、総合判断していくということであれば、私としては、これは無理のない目標設定になると思うし、市場の期待を変に高めてしまうということに、あるいは市場の期待が変に高まる中で政策をずっと継続した場合に、円高株安といった逆の反応を招いてしまうリスクを減じることに繋がると思う。そういう意味では、私は今のスタンス、すなわち対外コミュニケーションの微妙な変化は、この方向で良いのではないかと思う。

布野委員

コミュニケーションの問題について触れたい。私は、予想物価上昇率などの問題を考える時、消費行動と投資行動の意思決定主体である一般消費者と企業経営者がどういうインフレをイメージしているかを重視している。こういう専門家ではない人達は、日銀が何をやっているかということについて、一部誤解があるのではないかと思う。それは、岩田副総裁がおっしゃったが、目的は「総合」でどう達成するかということで、生鮮を除くなど色々あるが、それを実施するための1つの指標として使っているということを、一般の消費者や企業経営者が広く理解しているかという、リンクが弱いのではないかと感じている。ここに誤解があるとすれば、徐々に薄めていくことがコミュニケーション上、生産的ではないかと思う。

中曽副総裁

政策反応関数について外からみてどうかという議論があったが、結局、市場があまり動かなかったというのは、われわれの考え方がそれなりには市場に理解されていたという面があったのではないかと思う。また、木内委員から、BEIについて、今、流動性を理由に play down するのはフェアではないのではないかという議論があった。私が先程申し上げたのは、他の物価指標と同じように、このBEIもその一環としてみていく必要があるという意味であって、殊更ここにきて play up も play down もするつもりはない。要するに、特性をみながら、よくみていくことに尽きるということではないか。その特性と言った場合に、今は確かに、内外のBEIが逆の方向に動いているので、違いが際立っているのだが、色々な分析をみると、海外のBEI、欧米についても、ファンダメンタルズ以外のいわゆる残差の部分が影響を及ぼすことが多くなっているという共通の特性があるとの分析もみられる。いずれにせよ、BEIについては、よく特性を踏まえて、しかし、指標の1つとしてみていくというスタンスが必要なのではないか。

白井委員

2年程度を念頭に置いてなるべく早く、というのは、気持ちは分かるのだが、対外的には分かりにくさがある。アメリカはフォワードガイダンスで、ゆっくりと上げていくということだが、そうでないところは、どこの中央銀行もできるだけ早く実現させたいという気持ちなので、本来であれば「できるだけ早く」だけでも良いと思う。ではなぜ、そうしないのかというと、恐らく1つは、それなら10年でも20年でもかかっても良いのかということになるからであり、「できるだけ早く」では言葉の意味が弱過ぎてしまうのである。当初の「2年」が、今は色々な理由があって延びてはいるが、できるだけ早くやるという象徴として言われていると思う。英語で「できるだけ早く」は、文字どおりできるだけ早くという意味であり、かなり迅速性があるのだが、日本語ではその言葉の違いがあって、対外的には、特に外国の方には、この意味は理解されるのが難しいと感じている。そこはもっと丁寧な説明が必要だと思う。

また、昨年10月も今年10月も「基調」という言葉を使っているが、今年は昨年10月とは相当違う。言い訳でも何でもなく、全然違っていると思う。昨年10月は、消費税の予想以上の反動減があった。最初のうちは受注残があって楽観的だったが、夏頃から天候要因もあり思ったより急激に悪くなって、マインドも悪くなっていった。需要が弱まり、それに原油価格が加わって、せっかくマインドが好転しデフレマインドが払拭しつつあったのに、また元に戻ってしまうのではないかと懸念された訳である。それが、QQEの下支えもあり、追加緩和もあったので、消費は漸く持ち直してきた。名目賃金は昨年の4月から上昇していて、実質賃金も、消費増税があったので相当なマイナスになったこともあったが、漸く今年の7月からプラスになった。やはり、昨年10月と今年10月は比べ物にならないほど状況が違っている。そこが市場で理解されていないのは残念ではあるが、私としては全く違うと捉えている。

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頂きたいと思う。坂井学財務副大臣お願いします。

坂井財務副大臣

まず、景気認識についてである。先般公表された本年7～9月期の実質GDP成長率（1次QE）は、実質賃金の改善を受け個人消費がプラスとなったが、設備投資の減少や在庫調整の進展を受け、名目はほぼ横ばい、実質は全体としてマイナスとなった。雇用・所得環境は改善しており、緩やかな回復基調は続いていると考えているが、デフレ脱却を確実なものにしていくため、景気をしっかり下支えし、弱さもみられる流れを反転させていかなければならない。企業収益を賃上げや設備投資に結びつけ、経済の好循環を一層加速・拡大していくとともに、QEの分析も踏まえ、GDP 600兆円に向けた緊急対策を含む「一億総活躍」の対策「第1弾」、およびTPP対策を早急に実施することも必要である。こうした観点を十分踏まえ、総理の指示が出たならば、それに従って速やかに国会に提出できるよう、補正予算の編成作業を進めていく。

政府としては、経済再生と財政再建の両立を実現していくので、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、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

それでは、高鳥修一内閣府副大臣お願いします。

高鳥内閣府副大臣

まず、景気認識についてである。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。11月16日に公表した2015年7～9月期GDP速報では、実質成長率は前期比年率－0.8%となった。この要因としては、実質賃金が改善する中で個人消費が底堅い動

きとなった一方で、設備投資は企業収益が改善する中で2四半期連続のマイナスとなったこと、在庫調整が進展する中で在庫投資がGDPに対してマイナスの寄与となったことが挙げられる。なお、在庫を除いた最終需要の寄与度は前期比年率+1.4%となり、名目成長率は前期比年率+0.1%、前年同期比ではGDPデフレーターが+2%を超えたことから+3.1%となった。

今後については、海外経済の下振れなどリスク要因はあるものの、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、景気は緩やかな回復に向かうことが期待される。物価動向の判断に当たっては、各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。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、これを含めてみていく必要があると考える。

次に、政府の取組みについて説明する。アベノミクス新3本の矢のうち、第1の矢である「希望を生み出す強い経済」の実現に向けて、11月4日、11日の経済財政諮問会議において議論を行った。民間議員からの提案も踏まえ、GDP600兆円の実現に向けて緊急に実施すべき対応策を今月中に取りまとめるとともに、一億総活躍国民会議で取りまとめる緊急対策に反映していく。TPPを真にわが国の経済再生、地方創生に直結させるとともに、国民の懸念、不安を払拭するために、今月下旬を目途に「総合的なTPP関連政策大綱」を取りまとめていく。未来投資に向けた官民対話については、11月5日に第2回対話を開催し、安全性と利便性を両立できる有望分野である自動走行、ドローン、健康医療について具体的な方針を決定した。また、総理より産業界に対し、賃上げ、仕入れ価格の転嫁などにしっかり取り組むことを要請するとともに、賃上げと具体的な投資拡大の見通しと課題についてお示し頂きたい旨をお願いしたところである。

最後に、日本銀行への期待を申し上げる。11月4日の経済財政諮問会議の金融政策・物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標の実現に向けて着実に取り組むことを期

待する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節、資産買入方針、そして今後の金融政策運営方針については前回と同様の提案をしたいと思う。考え方については先程申し上げたとおりで、従来と変わっていない。

黒田議長

執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員の議案を配付]

それでは、執行部には、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]

続いて、資産買入方針に関する議長案である。

〔「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ〕

続いて、対外公表文の議長案である。

〔「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ〕

続いて木内委員案だが、市場調節および資産買入方針について、マネタリーベースを年間約 45 兆円、長期国債について年間約 45 兆円、平均残存期間を 7 年程度、E T F および J - R E I T についてそれぞれ 1 兆円、300 億円とされている。

公表文に関しては読み上げる。「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。

なお、議長案の対外公表文案だが、変化点は予想物価上昇率について、「このところ弱めの指標もみられているが」という句を挿入しているところである。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。

それでは、最初に木内委員提出の「金融市場調節および資産買入れ方針」、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 53 分 政府からの出席者退室]

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

[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ます。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

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

黒田議長

修正後の対外公表文に異議はないか。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。

[12 時 06 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. 議事要旨（10 月 30 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、10 月 30 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

原田審議委員

布野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

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 25 日水曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、12 月 17、18 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。なお、前回の決定会合においては、展望レポートの
見通し計数などが、日本銀行の対外公表前に報道された。日本銀行では、

報道された情報を当該報道前に知り得る立場にあった全ての本行役職員および政府関係者を対象に悉皆的な調査を行ったが、記者に対して情報が伝わったという事実は確認されなかった。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、厳正な機密管理を改めてお願いする。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。解禁時刻は 12 時 17 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 17 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 12 分閉会)

以 上