

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年12月17日（14:00～15:51）

12月18日（9:00～12:45）

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（17日）
	岡田直樹	財務副大臣（18日）
内閣府	西川正郎	内閣府審議官（17日）
	高鳥修一	内閣府副大臣（18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
企画局審議役	高口博英（18日）
企画局企画役	武藤一郎
企画局企画役	飯島浩太

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、11 月 18、19 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。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

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

まず初めに金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

前田金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。まず図表1、マネタリーベースとバランスシート項目であるが、ここには12月10日時点でのバランスシートが載っている。私どもは前回会合で決定された方針に沿って調節を実施している。全体として問題はないが、2点申し上げておきたい。まずCP等というのが、10日時点では2.5兆円と

目標よりも多めになっているが、これは年内に期落ちが到来するものが多く、年末時点では約 2.2 兆円となる見込みである。一方、E T F であるが、6.7 兆円となっている。その後、買入れが、やや早いペースで進んでおり、足もとは既に前年末対比で 3 兆円位増加している。今後の展開次第では、もう少し買い入れる可能性はあるが、それでも約 3 兆円の増加という範囲内で、問題はないと考えている。なお、J－R E I T も、予定どおり買入れは進んでいるが、今後の見通しとして、価格や発行量の動向にも左右されるが、このまま買入れを進めると、5 % の上限に達する銘柄が次第に増えて、来年どこかの時点で買入れが難しくなってくる可能性が高いと考えている。

図表 2 は国債買入オペであるが、1 ～ 3 年ゾーンについては、11 月中旬位までは、オファー額 4,000 億円に対して 3 倍位の倍率であったので、1 兆 1,000 億～1 兆 2,000 億円位札が集まっていた。その後は、札が入りにくくなってきており、極く足もとで言うと、昨日 16 日は、3,500 億円のオファーに対して 2 倍弱の応札であった。大体 7,000 億円位の札になってきている。勿論、その時々によって違うと思うが、11 月半ばに比べて下がっている理由は、以前から申し上げていたとおり、大手金融機関が積極的に売却を進めてきた札が、なくなってきたということである。こうした点も踏まえて、来年の私どもの国債買入れであるが、本行保有分の償還額が来年は 40 兆円位と、本年の 30 兆円から 10 兆円程度増加するため、年間で保有残高を 80 兆円程度増やすには、フローの買入れを年間で 10 兆円程度増加させ、本年の 110 兆円程度から来年は 120 兆円程度とする必要が出てくる。金融市場局としては、1 月から買入額を増額させることが適当と考えており、月間では現在の 9 兆円強から 10 兆円程度へと、買入額を増加させる方針である。その際、今申し上げたように、第 1 に、短いゾーンにおいて確実な売却先が、以前ほどは見込みがたいということ、第 2 に、来年度の国債発行計画でも、最終的には決まっていないと思うが、短中期ゾーンの減額、超長期ゾーンでは 20 年債を減額し 40 年債を増額すると報じられていることなども踏まえると、買入れの平均年限は本年よりも幾分

長期化していくとみている。また、来年度の国債発行額は本年度対比減少すると報じられており、本行による買入増加と相俟って、需給面でのタイト感は強まる可能性が高いと考えている。

図表4のドル調達コストであるが、(1)円投ドル転コストの1か月物をみると、年末要因や米欧の政策変更が意識される中で、12月の初めにかけて大きく上昇したあと、一旦ピークアウトしていたが、極く足もとは、グローバル市場の不安定さを反映して再び上昇している。この点は、本邦金融機関では、多くの先が年末の資金調達に概ね目途をつけたと聞いているし、実は、今朝の米国の利上げ後、本日の市場では調達コストも再び低下してきている模様なので、年末にかけては、基本的に心配ないと考えているが、来年入り後どうなるかという点も含め、引き続き注意してみたいと考えている。

米欧の金融政策の影響であるが、ご案内のことが多いと思うが、図表6が欧州金融市場の動向である。ECBが12月3日に追加緩和を決定したが、市場のやや行き過ぎた期待と比べれば小規模であり、長期金利は上昇、株価は下落、為替レートはユーロ安に振れていたところがユーロ高に戻り、いずれもそれまでのポジションが巻き戻されるかたちで反応している。一方、図表7の米国金融市場は、米国の利上げが予想どおりであり、総じて市場はポジティブに反応したと思う。長期金利については、若干上昇したが大きくは変わらず、株ははっきり上昇、ドルは幾分上昇となっている。こうしたポジティブな反応の背景としては、第1に、ステートメントやイエレンFRB議長の会見が市場にdovishと受け止められた、例えば、利上げペースについてはmeasuredというような機械的な表現ではなくgradualという表現が使われたこと、第2に、イエレン議長が米経済への自信を示していたこと、などが市場で指摘されている。また加えて3つ目に、利上げ前に市場が、原油安などもあり神経質な動きとなって、ドルロング、あるいは株ロングといったポジションが、ある程度解消されていたことも影響したとみている。本日、日経平均はかなり上げているし、エマージング諸国でも総じて株が上昇し、通貨は底堅い展開となっている。

米国の利上げペースであるが、図表 8、海外短期金利の（２）F F 金先フォワードレートからみた先行きの利上げペースでは、今年の 12 月と比べて来年の 12 月まで市場がどこまで上がると予想しているかを示している。極く足もとは、今朝ほどの数字も入っているが、あまり変わっていない。市場の見通しは 2 ～ 3 回位である。F O M C メンバーの予想の中央値は 1 年で 4 回程度の利上げ予想と、今回も大きくは変化しなかった訳であるが、会見等が dovish と受け止められたため、市場の反応は限定的であった。引き続き F O M C メンバーと市場に乖離があるが、これがどのようなようになっていくか、みていく必要があるかと思う。

図表 11 は本邦長期金利である。米欧の金利はそれなりに動いていたが、（２）イールドカーブをご覧頂いて分かるとおおり、この 1 か月、日本の金利はほとんど動かなかった。若干長いところが、われわれの買入れが少し長くなるのではないかという期待もあって、少し下がっているという程度である。

図表 14 に国債市場の流動性・機能度がある。私どもは、四半期に一度、「債券市場サーベイ」という調査を実施しているが、11 月のサーベイによると、（１）債券市場の機能度が少し低下したという回答が多かった。本行による買入れが進む中で、レートに膠着感が出てきているということや、アクティブなトレードのインセンティブを削がれているといった声が、サーベイ先から聞かれているところである。

図表 15 はデット市場であるが、（２）米国クレジット市場は、昨日は少し低下したが、米欧のクレジット市場は全般的に前回会合以降、スプレッドが上昇している。特に、ハイイールド債は資源セクターのウエイトが高く 25%位あるが、ここが関連するファンドの清算が幾つかみられたこともあって、上昇が目立っている。今のところ、これ以外で夏場に比べてどんどん上昇しているところはないし、日本については、図表 16 の（１）で本邦クレジット市場をご覧頂いて分かるとおおり、びくともしない感じになっている。ただ、ハイイールド債における投資家のロスの拡大などが他の市場に波及していくことがないか、一応注意してみていきたいと思って

いる。

以上、最後に極く簡単にまとめさせて頂くと、前回会合以降、米欧の金融政策が実際に変更されたが、それまでリスクオンの要因となっていたE C Bの追加緩和策が市場の期待に届かなかったことがネガティブに働く一方、F e dの利上げに対する反応が取り敢えずリスクオフを和らげる方向に作用していると思う。ただし、原油価格の下落が、クレジット市場や株式市場の重石となっているところは気になる点であるし、米国が実際に利上げした後の今後のグローバルな資金の流れや、金融資本市場がやや長い目でどのように展開するかという点についても、なお注意深くみていく必要があると考えている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

最初に、今朝のF e dの政策についてである。アジアをみると10年物の金利と5年物の金利が総じて下がっており、10年物ほど下落している。どちらかと言うと債券がアジアで高くなっていて、株はどの国も高くなっている。為替に関しては、インドネシア、マレーシア、タイなど、どちらかと言うと若干懸念されたところが対ドルで増価に転じていて、日本、韓国、シンガポールが下落に転じており、divergentである。総じてみれば、アジアの場合は、株高、債券高になり、懸念されていた国は通貨高になり、ある種のトリプル高のようになっている。7月、8月の時は、中国発のショックで全面的にトリプル安であったのが、今は反対になっている。その点をどう理解したら良いかというのが、最初の質問である。

2つ目は、ドル調達コストについてである。資料によると、欧州の場合は、アメリカの企業などが欧州でユーロ建ての債券を調達して、それをスワップでドルに転換するという状況がずっと続いていて、それがドル調達コストを若干高めているかもしれないが、まだまだ日本より低い。ところ

が、日本の場合は、サムライ債などを発行しようとしても、ドルに転換する時のコストが高過ぎて割に合わないので、そういう発行を減らしていると聞いている。ということは、欧州と日本の違いは、もしかするとリバランスの違いなのか。つまり、日本の方が欧州よりもアメリカの国債への投資が非常に強まっているために、ドル調達コストが相対的に大きいと考えれば良いのか。実際、年初来からの日本の居住者の対米、対ユーロ向けの国債をみると、明らかにユーロ建ての国債は減ってアメリカ国債に移っているので、そういったリバランスの違いも、ユーロ圏と日本のドル調達コストの違いに現れているのか。

もう1つの質問はよく聞く話であるが、J G Bが格下げになってから、一部の外国金融機関がドル／円スワップレートの取引で、カウンターパーティリスクをカバーするためのC S Aの担保として日本国債を受け入れなくなっている、場合によっては円資金も受け入れなくなっている、あるいは金利を高くチャージすると聞いている。欧州の場合、勿論ドイツなどは別として、日本より国債の格付けの低いスペインやイタリアなどがあるが、そういうところも同じような状況が起きているのか。

さらにもう1つ、1年位前の報告書で、欧州の銀行はアメリカで沢山の当座預金を持っており、MMFやG S Eからドルを調達して、それを鞘抜きというか、0.25%のI O E Rを取っているという話が凄く多かった。そのような資金がユーロ圏向けの金融機関との取引で影響しているのか、それがドル調達コストの違いに現れているのかを伺いたい。

前田金融市場局長

まず第1の点について、恐らく起きていることは、昨日のF O M Cのあと、機械的に市場はリスクオンの方向になり、エマージングの市場もいずれもポジティブに反応したということだと思いうし、エマージングからみれば、米国の利上げのペースは、やはりゆっくりだろうということで、通貨あるいは債券にプラスに働いたのであろう。

2番目の点については、何度かご質問を頂いて何度かお答えしたところ

からあまり考えは変わっていない。おっしゃったような幾つかの要因が重なっているもので、リバランスもあるし、ドルの調達構造が日本と欧州とで違うということもあるので、幾つかの要因が複合的に作用しているということだと思う。

国債については、それが原因で、日本のドル調達コストが大きく上がっているところまでは、われわれは考えていない。欧州よりもひどいかと言うと、多分そうでもないので、今のところ大きな要因とは考えていない。

木内委員

2つある。1つは国債買入オペのところで、1～3年のゾーンが、減額しながら応札倍率が下がっていったということについては、個社要因で、2年債を売っていたところが売り尽くしたということであると思う。ただそうであるとする、市場メカニズムで、その分金利が下がって、また売り手が出てくることで、応札倍率も落ち着くところに落ち着くという気もする。実際に、2年債利回りが足もと少し下がっている。応札倍率の方はあまり変わらないので、これは大手の1行が売らなくなったら、大体この位の水準で落ち着いてしまうということなのか、というのが1つ目である。

2つ目は米ドル調達プレミアム上昇の話である。金融市場局のレポートを読むと、ドルの出し手の構造が変わってきているという話を書いてあった。つまり外銀から外準などにウェイトが変わってきているとのことであるが、そうであれば、円を調達した時にJ G Bに投資する割合が従来よりももっと大きくなっているのか。また、その結果として、ドルのプレミアムと、海外からの円債の資金流入、主に短めのゾーンのところのJ G Bの金利の連動性が、従来よりも足もとで強まっている傾向があるのかどうかということをお願いしたい。

前田金融市場局長

後者の点について申し上げますと、T Bにおいては外準の比率がじわじわ

高まってきている。それは中央銀行の外準も含めてである。J G B でも短いところ、2～3年位までは、それなりに買われているのではないかと、ということは聞いている。そうすると、理屈として連動性が高まるということとはあり得るが、そこまでデータで検証している段階ではない。

1つ目はおっしゃるようなことが、今、起きているが、まだ売却がなくなって1か月足らずのことである。これが、どのようなかたちに落ちていくかというのは、もう少しみてみないと分からない。もう1つは、3倍から2倍に落ちたが、私自身は、2倍もあるという感じもした。昔の量的緩和の時は全く札が入らないということもあった。現時点では、そのような切迫感を感じるほど応札が減っているということでもない。方向性としては、どんどん来るような状況から、多少注意してみておく位の雰囲気ということかと思っている。

佐藤委員

4点、質問がある。1つはドル調達コストである。3か月物などはどうに下がっていて良いはずであるが、極く直近こそ下がってはいるが、まだ高止まりしている。この状況であるが、米銀のバランスシート制約などの規制要因で、構造的に高止まっているという理解で良いのか、ということが1点目である。

2点目は、昨日のF O M C のドットチャートのことである。先程も説明にあったように、F O M C のドットチャートと、市場の織り込み度合いとの間には、ずっと乖離がある。説明にあったとおり、マーケットエコノミストの意見では、年2回位のペースといった見方が多いが、ドットチャートでみると、年4回位上げるといったかたちになっている。市場の織り込みが、常にそうであるが、なかなかF e d のコミュニケーションに追いついてこないのは、なぜなのか。F F 金利の先物のトレーダーが、米国の経済あるいは物価に慎重なのか。そういう解釈で良いのか、ということが2点目である。

3点目は、国債買入れオペに関してである。1～3年のところで、少し

札が減ってきているという話があった。その他のゾーン、例えば 10～25 年、あるいは 25 年超というところの直近の状況をみると、やや下がっているようにも見えるが、これは、特に懸念するほどの状況ではないのか。何か特殊要因があってこうなっているのか、ということである。1～3 年以外にも、何かそういった要因があるのかどうか、という点を教えて頂きたい。

最後に、C P のことである。先程冒頭に説明があったが、このところ C P の金利低下が顕著になってきている点について、短国のマイナス金利が定着しているため、僅かなプラスの金利を求めて、search for yield の動きでこうなっていると理解している。Q Q E の言うなれば副作用であると思うが、短期金利がマイナスであるうえに、C P 金利もここに来て低下してきているので、MMF や M R F など広義の決済システムへの影響というのも、以前から私が申し上げているように、少し気にしている。C P については、先程、足もと 2.5 兆円と上振れているが、月内に償還が来るので月末では 2.2 兆円という説明であった。要は、本行の買い入れている C P は、非常に足の短いものが多いと聞いている。期中の残高を稼ぐために、例えば残存数日など極端に足の短い C P を買い入れているということである。これが、果たしてどれ位意味があるのかと思う。ディレクティブを決めている側からこういうことを言うのは変かもしれないが、期中の残高をそんなに稼ぐ必要があるのかということである。期末あるいは月末で、概ねディレクティブに沿った残高であれば良いのではないかと思うが、その辺のオペレーションの対処方針を教えて頂きたい。

前田金融市場局長

ドル調達コストについては、おっしゃったようなことと、ベースレート自体も上がっていていることの両方があると思う。

ドットチャートについては、私もよく分からない。F e d とマーケット、あとエコノミストがその間に入っているが、理由はよく分からない。今回もドットチャートは、中央値は変わらないが、細かくみると下にきている

感じがある。F e dの方も、少しマーケットに寄ってきていると思う。

国債については、われわれとしては、1～3年ゾーン以外はほとんど変化がないとみている。長期時系列でみているが、この位の低下は誤差の範囲内とみている。

C Pについては、今のやり方を変える必要はないと思っている。オペを月末だけにやるとか、そういうことで、本当に買えるのかどうか自信がない。ある程度、例えば月3回位はやっておかないと、しっかりとC Pの残高を積み上げられない。普段やらずに月末だけで2.2兆円まで稼げるかというと、多分そうでもない。今のところは、今のやり方を変える必要はないと思っている。

佐藤委員

ただ、期中に、極端な時は残存が2～3日で落ちるようなものを買っているという話も聞いている。

前田金融市場局長

われわれは、確かに残高を守ることを求められているが、導入した趣旨としては企業金融の円滑化があったと思うので、それであれば、短いところも拾うことが企業の資金繰りには円滑に働くと考えられる。

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

それでは、資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。予め全体観を申し上げますと、今回も「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」という総括判断を維持している。特徴としては、先進国ではこれからご説明するように雇用の改善を

背景にした個人消費中心の着実な回復が続き、今ご議論のあった Fed による lift off が漸く実現したところである。一方、心配な新興国であるが、アジアを中心に財政刺激策、あるいは IT 関連の循環的な回復を背景とした下げ止まりを探る動きもみられたところである。ただ一方で、原油を含めた資源価格の下落が止まらないことへの懸念が国際金融市場で高まっているというのが今回の特徴点であると思っている。

図表 1－1 の米国経済をご覧頂きたい。(1) 第 3 四半期の成長率は、前期比年率 +2.1% まで大幅に上方改訂されている。(2) ISM 指数は、お馴染みの構図であるが、家計支出やサービス業主導で ISM 非製造業が好調な半面、ISM 製造業が 50 を切っているという構図は変わっていない。その背景であるが、(3) 輸出関連指標をみると、輸出周りで新興国減速あるいはドル高の影響が顕在化していることが指摘できると思う。

一方、(4) 消費者コンフィデンス、(5) 個人消費関連の名目小売売上高や自動車販売、(6) 住宅関連の指標、いずれもしっかりと右上の方に向かって動いている。これまでのところは外需や製造業の不振を、こうした家計周りの支出が十分カバーしている状況であると判断している。図表 1－2 の (1) 設備投資関連指標も、輸出やエネルギー関連の不振にもかかわらず、家計支出に支えられたかたちで、全体としては持ち直している動きだと判断している。(2) 11 月の雇用統計は、もう旧聞に属する感じであるが、極めて強い内容である。(4) 賃金の伸びがこの時幾分加速したことも今回の lift off に向けての青信号ということになったと思っている。ただ (5) 物価であるが、物価の基調は今回は特に変化はみられておらず、急にインフレ率が加速する気配はみられていない。(6) は昨日公表された FOMC 参加者の見通しであるが、引き続きインフレ率は、2018 年にかけて緩やかに 2% へ戻る姿を想定している。

図表 2 は欧州経済である。(1) 実質 GDP と複合 PMI の動きは、引き続き個人消費主導の緩やかながら着実な回復が続いていることを示していると思っている。(2) 個人消費関連指標の小売売上数量、あるいは新車登録台数もしっかりとした伸びを続けている。少し心配なのが、貿易

面である。(3) 輸出関連指標の実質輸出が第2四半期から緩やかに減少している。これは、主として中国などの新興国の景気減速を映じたものであるが、その一方で、ユーロの域内の貿易はしっかりとした内需を映じて勢いを維持しているようである。その1つの証左として、輸出受注PMIは引き続き高い水準を維持しており、このギャップを説明できる要因だと思っている。こうした域内の内需と域内貿易の堅調さが、(4) 企業関連指標にある鉱工業生産、製造業コンフィデンス、投資財受注のしっかりとした動きに繋がっていると思われる。こうしたもとで、ご案内のとおり、ECBは12月の政策理事会で緩和措置に踏み切った。同時に公表された(5) ECBスタッフの見通しであるが、前回ECB会合以降の、より緩やかな金融環境を織り込んでも、物価上昇のプロセスが緩慢である姿を想定していることがみてとれる。今回の緩和は、物価安定目標への回帰をより確かなものにするためという説明である。ただ、(6) ユニット・レーバー・コストであるが、足もとでは名目賃金の伸びが鈍化してきていることから、ユニット・レーバー・コストの前年比伸び率も低下傾向を続けており、ECBの想定を下回って推移している。ECBの想定どおり今後インフレ率が着実に上がっていくのか、気になるところではある。

図表3の中国は、(1) 生産関連指標をみると、新型スマートフォンの増産効果などから、工業生産、あるいは財新の生産PMIなどで持ち直しの動きがみられている。ただ、(2) 輸出関連指標は、財新の輸出受注PMIこそ50を上回ったが、11月までの輸出は弱めの動きが続いている。一方、(3) 内需関連では、固定資産投資の前年比伸び率がずっと鈍化傾向にあったが、足もとでは公共投資を中心に下げ止まり感が窺われてきている。その背景には、(4) 財政支出の伸び拡大があると思う。私どもは、先行きも引き続き財政刺激策を主たる原動力に安定的な成長を続けるという見方を堅持しているが、同時に(5) PPIが2012年初からずっとマイナスで、足もとでも大幅なマイナス幅に拡大してきている。このように、素材業種などの過剰設備を抱える業種の調整圧力は足もとでも引き続き大きく、注意すべきだと思っている。こういったことがもたらす景気の先

行き懸念を映じて、(6) 人民元レートは、オフショア市場を中心に先安期待が生まれており、SDRの構成通貨入り、あるいは参照通貨バスケットの公表開始といったイベントが色々な思惑を呼んで、人民元安傾向が続いているところであるので、金融市場の大きな混乱に繋がらないか注意深くみていきたいと思っている。

図表4は中国以外の新興国経済の状況であるが、(1) 製造業PMIの推移をみると、韓国や台湾といったアジアでは底打ち感が出始めてきている。背景としては、(2) NIEs・ASEANの輸出は、中国向けを含めた域外輸出が前年割れを続けているが、(3) NIEs・ASEANの生産をみると、IT関連財の生産が持ち直しの動きをみせているというポジティブな動きがみてとれる。それに加えて、各国で色々な財政刺激策の効果が出てきていることもあり、(4) 消費者コンフィデンスも、だらっと下がってきたものが足もとでは徐々に持ち直しの動きが出ているということが、ポジティブなニュースであると思っている。(5) インドも引き続き堅調であるが、これに対して、冒頭申し上げた原油を含めた資源価格の下落が止まらないということが、資源国の先行きに対する懸念を高めている。(6) ブラジル、ロシアといった資源国は依然厳しい状況が続いており、先程のアジアと比べると、新興国間でのばらつきが目立ってきている感じがある。

最後に金融面である。図表5-1で国際金融市場をみると、先程、前田金融市場局長から説明があったFedのlift offに対して、欧米市場は、取り敢えずポジティブにこれを消化したという姿である。その中でやはり気になるのは、原油を含むコモディティ価格の下落が止まらない中、資源・エネルギー関係の社債、株価の下落が続いているということである。図表5-2、(5) 米ハイイールド債スプレッドの拡大であるが、これも内訳をみてみると結構格付けの低い銘柄を中心とした動きであり、金融市場全体のリスクオフに拡大するという気配は今のところない。ただ、新興国でも資源・エネルギー関係のドル建て社債の発行がここ数年で急激に増加しており、(6) ハイイールド債デフォルト数は、エネルギー関係を中

心とした業況の悪化と通貨安というダブルパンチを受けているだけに、今後とも注意深くみ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。

木内委員

2点ある。1つは中国の為替の話で、景気が減速しているうえに色々なイベントが起こったので、人民元が下落しているという話であったが、そもそも政策としてはどうなのか。通貨バスケットの発表などがあり、むしろドルとのリンクを少し弱めて切り下げていく方が景気にとってプラスだし、積極的に切り下げていくというよりは、これからアメリカの金利が上がってドルが強くなってくると、それにつられて人民元高になったら大変だということで、ここら辺で少し人民元の対ドルとのリンクを弱めておくとの見方もあると思うが、そもそも為替政策はそういう方向に変わってきているのかどうかということを知りたい。

もう1つはアメリカで、金融政策とも関係あるが、図表1-2、(5)のPCEデフレーターはじりじりと下がっていて、2%が直ぐにはみえない感じになっている。政策的にはコアPCEデフレーターをみる訳であるが、一方でCPIのコアでみると姿が大分違ってみえる。勿論水準ももっと高いし、方向としても前年比でより高まっている感じになっている。PCEとCPIというのは、常に水準が結構ずれているもので、それは近年も続いているが、方向感もかなりずれてきているので、その背景をどう考えるのか。それを踏まえて、PCEデフレーターの先行きに何かインプリケーションがあるのか、という点を教えて頂きたい。

長井国際局長

為替政策については、おっしゃったような面があると思う。以前からずっとバスケットを対象に柔軟にやっていくと言っていたが、それをより

具体化してきている。ここは推測であるが、実質実効ベースでかなり高いところにあるものが、さらにドル高が進んでいった時に、バスケットを明示的に意識するかたちで、これ以上増価しないようにペースを調整する、それを正当な理由のもとにやるということなのだろう。ただ一方で、彼等もかなり気にしているのだが、資本フローについて、本当に対通貨バスケットのようなかたちで為替をみて動いているのか、投資というものは対ドルベースで色々判断して動いている面があると思うので、その辺りがどういう影響を受けるのか、心配なところではある。

CPIとPCEについては、コンポーネントが大分違っている。CPIの方が、いわゆるレントを含み、貸家のレントは上がっていて、そのウェイトの影響を受けやすいといったこととか、あるいはヘルスケアの価格が制度変更で大分動いており、そういった影響を受けやすいという意味で、CPIの方がPCEより少し高めに出る傾向は続いていて、もしかしたら伸び率の差も少し出てくるかもしれない。引き続きPCEデフレーターを中心に政策運営をするということなので、むしろこちらを中心にみていきたいとは思っている。

白井委員

CPIとPCEのコアの差については、私も気にしているが、まさにおっしゃるとおりであると思う。さらに、双方のフォーミュラが違う点もあって、CPIは固定型ラスパイレス、PCEはフィッシャー式であるが、フィッシャー式の方がベターである。CPIの方は上方バイアスが出るので、PCEでみる方が正しいと思う。

長井国際局長

おっしゃるとおりである。

白井委員

当然ご存知のことであると思ったが、追加させて頂いた。そこで、私の

質問は4つある。1つ目は、図表1－1、(5)の米国の個人消費関連指標にある自動車販売についてである。今朝のイエレンFRB議長の記者会見でも、自動車もアップサイドリスクがあると言っていた。これを、もう少し長くリーマン・ショック前までみても、現状はその水準を超えてきている。仮に所得や資産、金利等を含めて推計した場合、ファンダメンタルからみて、歴史的水準を超えている今の状態はファンダメンタルを超えて需要が高まっていると言えるのか。私の勝手な解釈であるが、イエレン議長がそのように言った背景は、今までは賃金の伸びが低い中で雇用は増えていたが、今後は雇用はそれほど伸びなくなるので、賃金が上がっていくということだけで上振れリスクと言っているのかもしれない。もう1つ懸念されるのは、自動車ローンである。幾つかの連銀のレポートが出ているが、今、家庭の住宅ローンはそれほど増えておらず、そこは全然問題がない。問題は自動車ローンで、銀行などが提供するものは延滞率が低いが、特にファイナンスカンパニーは、サブプライム中心で、この延滞率が上がってきており、懸念されると言われている。こういう状態で段々金利が上がっていった時に、果たして自動車販売が維持されるのか。私は上振れも下振れもあるように思うが、長井国際局長の意見を伺いたい。

2つ目の質問は、アメリカの設備投資についてである。アメリカの設備投資はあまり出てこなかったと言われているが、その1つの理由は、数年前にスタイン元FRB理事も言っていたように、社債を発行しても自社株買いや配当の支払いが多く、設備投資に回っていないということであった。そうは言っても、図表1－2、(1)にあるように、2010年から2015年まで伸び続けており、景気循環としては結構長い。前年比の伸び率はずっとプラスで、2011～2012年辺りは8%位、その後3%に落ちたが、今は4%位である。結構長い期間、設備投資が出てきている。理由は分からないが、設備投資と資本ストックの関係と、設備投資の増加率の関係の循環図でみると、期待成長率が上がっており、そういうのもあって長くプラスが続いてきているようである。市場のエコノミストは今後も結構今の高いレベルが続いていくという見方であるが、それほど長くずっと続いていく

ものなのか、ご意見を伺いたい。

3つ目の質問は、欧州についてである。図表2の(1)で実質GDP寄与度をみると、今まで何度も出てきているように、欧州は設備投資が漸く出てきたところで、年度では2014年度に漸く実質設備投資がプラスになった。これから増えていくはずなのに伸びが弱い背景として、ドイツの設備投資のインアクティブさがあるようである。ドイツは、今、企業収益が凄く良く、大体年率7%位だそうである。日本銀行も注目している経常利益売上高比率なども6%で、日本より高い。このように収益は良いのだが、どんどんデレバレッジを進めているらしく、借金の返済に充てたり、上場企業でも配当の方に回していたりで、設備投資があまり増えていないようだが、今後の見通しをどうお考えか。

最後の質問は、中国である。図表3、(1)をみると、工業生産の伸び率がずっと落ちてきている。ある研究によると、中国の工業生産と中国の輸入というのは実は相関が相当高いそうである。従って、最近、中国は輸出の下落よりも輸入の下落の方が大きい。それは、やはり工業生産の減速が相当効いているそうである。因みに、サービスの付加価値と輸入というのはほとんど相関がないということが、研究成果にも出ている。もう1つの研究成果では、中国がアジアから輸入しているものは、60%がいわゆる加工中間財と言われるものだそうである。資本財が40%だそうで、東アジアが中心だそうである。そうすると、今、中国はこういうものを段々減らしてきていて、サービス化に移っているし、貿易よりも国内で作るという内製化が始まっている。そういうことを考えると、わが国を含めたアジアが、中国にこれまでのような財の輸出をしていくことは考えにくく、例えばアジア開銀なども、最近の報告書の中で新しいビジネスモデルを考えなければいけないのではないかという提言をしている。ITのところは一時的に今良くなっているけど、これからまたそれほど高くなるようには思えないが、そこは如何か。

長井国際局長

第1点目の乗用車について、アップサイドがあり得るのかということであるが……。

白井委員

イエレンFRB議長がそう言っていた。

長井国際局長

私どもも、今後の金利の緩やかな上昇に対して、これが耐え得るのかという観点で色々分析はしており、われわれはアップサイドもあり得ると思っている。それには、白井委員が指摘されたような、所得の緩やかな伸びということもある。1人当たりの所有台数のようなものを長期時系列でみると、今までのトレンドより下回っており、そういう分析から、ペントアップ・デマンドはまだ少しあるということがみてとれる。そういった観点から、ある程度のアップサイドはあり得る。勿論、金利によってはダウンサイドもあり得るだろうとは思っている。

設備投資については、確かに極めて緩やかであるが、アメリカでは漸く出てきてはいる。どの位それが続き得るかということであるが、これも一辺倒の分析しかできないが、製造業の稼働率という意味では、徐々に上がってきてはいるが、それほど上がってきていないところもあるし、資本係数ギャップも、それほど強い回復を示唆するものではない。外需などのアゲンストはあるものの、堅調な家計支出を背景に生産活動の回復につれるかたちで緩やかに上がっていくというイメージは持っているが、それ以上の高い伸びはなかなか難しいだろうと思っている。

欧州についても、やはり同じような見方をしており、緩やかに上がっていくとみている。その中で、特にドイツが凄くインアクティブで、足を引っ張っているかどうか、私どももそこまで国別にきちんと分析し切れていない。ご案内のとおり、今までエマージング向けの資本財に加え、かなり高付加価値の耐久消費財等、そういったところのビジネスモデルで凄く成功

してきたところであるが、今、頼みの新興国の設備投資が駄目であるし、かなり壁にぶつかっているところがあるので、成長モデルを変えて、次にどちらに進んでいくのかということをきちんと見定めないと、収益が良くてもなかなか設備投資は行いにくい環境にあるのだろう。そういった意味では、ドイツが非常に活況を呈している、次々と新しい前向きの投資が出にくい環境にあるのだろうと思っている。

最後に、中国についてはご指摘のとおりである。いわゆる加工貿易と言われているような動きは段々減ってきており、物を内製化するというかたちで、中国が安定的に成長していても、近隣諸国が貿易で潤うという関係は、過去と比べるとかなり弱まっているだろうと思っている。特に I T 絡みでは、その動きが非常に早い。最近、台湾もある程度 I T が伸びているが、中国が自前で、例えば携帯電話の部品をかなり作り始めたようなところがあり、素直にその力が台湾などに繋がりにくいということは、足もとでも凄く感じるところである。

黒田議長

他になければ、ここで 5 分間のコーヒブレイクを取りたいと思う。再開は、14 時 57 分でお願いします。

(14 時 52 分中断、14 時 57 分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

それでは、国内経済情勢について説明をお願いします。

関根調査統計局長

それでは、初めに資料－4（参考計表）【追加】で今朝公表された通関統計について説明させて頂いたあと、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。

まず、資料－４（参考計表）【追加】の図表１、輸出入関連指標に実質輸出がある。11月単月は、前月比＋1.6%になった。3か月連続の増加である。この数字をもとに10～11月の7～9月対比を計算すると、＋3.4%である。詳しい地域別や財別の数字は、お手許に用意するのが間に合わず、私のところにあるものもまだ再鑑が終わっていない数字なのだが、事前にお配りした資料－４（参考計表）の方の図表８、実質輸出の内訳をご覧頂きながら、数字のイメージを紹介したいと思う。（１）地域別にある第４四半期、10月の7～9月対比の数字と比べながら、10～11月の7～9月対比を読み上げる。米国向けは＋2.7%のまま変わらない。EU向けは＋6.6%、中国向け＋4.1%、N I E s 向け＋1.0%、A S E A N 4 が＋2.7%とプラスになる。（２）財別では、中間財の＋1.4%が＋2.5%である。自動車関連が＋6.8%、情報関連が＋1.7%、資本財・部品は＋0.3%である。今申し上げた数字は、繰り返しになるが、再鑑が終わっていない粗々の数字である。詳しい内容が分かっている訳もないので、この数字が一体どういうことなのかということは、本当に推測の域を超えない。それでも、この数字を一見して思うこととしては、まず米欧向けを中心にした自動車輸出が、一部、国内生産回帰の動きもあって、増加幅を高めているという姿が確認できたのではないかとすることである。また、新型 iPhone 関連の部材輸出が、情報関連や中国向けの輸出がプラスであったことを考えると、その姿に大きな変化はないということかと思う。ただ、11月単月でみると、中国向けや情報関連はマイナスになっていて、iPhone 関連の部材輸出も、徐々に山を越しつつあるのかもしれない。その一方で、中間財やA S E A N向けが前月から強さを増したかたちになっており、何か鉄鋼や化学といった色々な中間財がA S E A N向けに出たのではないかと推測はできるが、これ以上確たることは分からない。最後に、新興国向けを中心に資本財・部品の輸出がさして増加していない姿は、前月からあまり変わっていないが、機械受注の外需が最近大幅に増加していることからすると、いつかはこの部分も増加幅を拡大していくのではないかと考えている。

このように、ここに来て輸出がしっかりしてきているので、私どもとしては、先月まで「横ばい圏内の動きとなっている」としていた輸出の基調判断を「持ち直している」と修正しても良いのではないかと考えている。また、先行きについては、現状を「持ち直している」に変更したことに伴い、適宜文言を調整させて頂きたいと思っているが、この件については、後程、中村調査統計局経済調査課長から説明させて頂きたい。

資料－４（参考計表）の残りの指標をレビューさせて頂く。まず、図表１の業況判断ＤＩである。既に１２月短観の公表日にご説明させて頂いているが、最近のところまでをご覧頂くと、高いレベルで横ばい、ないしは若干の改善ということである。これは、９月短観で先行きを慎重にみていたところからすると、横ばい、ないし若干の改善というのは、ポジティブな動きである。ただし、海外経済の不透明感等を背景にした先行きに対する不安感は、今回の短観でも維持されており、企業の予測の部分である先行きをご覧頂くと、どのセクターでも先行きは慎重にみるという結果となっている。そういう意味では、足もとまでは取り敢えず良かったが、先行きの霧は晴れていないといった企業センチメントを反映していると思う。

続いて、図表２の実質ＧＤＰと景気動向指数で、２次ＱＥについて振り返りたいと思う。ご案内の話だが、法人季報等の結果を受けて、７～９月のＱＥは、前期比－０.２％、年率換算－０.８％から、前期比＋０.３％、年率換算＋１.０％に上方修正された。上方修正の内容は、設備投資、在庫投資といったところである。この間、公的固定資本形成をご覧頂くと、１次ＱＥでは－０.０％と寄与度が立っていなかったが、２次ＱＥでは－０.１％の寄与に下方修正されている。前期比の伸び率にすると－０.３％だったものが－１.５％への下方修正ということであるが、これは１次ＱＥ集計時点では利用可能でなかった９月の出来高統計等を反映したものである。

こうしたＧＤＰの上方修正を受けて、図表３、（３）マクロの所得形成に実質ＧＮＩがある。このＧＮＩが、先月の１次ＱＥ段階では、７～９月にかけて伸び率を減じるような若干垂れたかたちになっていたが、今回こ

の改訂を踏まえると前年比は+3.7%となり、4～6月の+3.0%からさらに加速する姿になっている。以上がGDP関連である。

続いて、図表5は先程ご紹介した公共投資である。まず（1）の公共工事出来高をご覧頂くと、9月にかけて減少していることがみてとれるかと思う。その一方で、（2）の公共工事請負金額は、振れを伴いながら、国等と地方の合計が減少傾向をたどっている。このことから公共投資は、高水準とはいえ緩やかな減少傾向を続けるとみられる、ということかと思う。

続いて、図表14で企業収益を確認させて頂きたい。法人季報ベースで企業収益の状況を示しているが、一目でどのセクターも既往最高レベルに近い水準であり、若干垂れたところもあるが、それでも非常に高い水準を維持している。これが、先程ご説明した業況判断の「最近」が9月短観対比強い結果になった背景と思われる。この結果、短観では強めの設備投資計画が維持されている。

図表17に設備投資アンケート調査がある。全国短観全産業の2015年度設備投資計画をご覧頂くと、1.3%ポイントの上方修正となり、+7.8%の伸びを見込んでいる。SNA統計に近い、金融機関も含むベースでは、表に数字はないが、2015年度は+8.6%の伸びである。短観は年度の着地にかけて下方修正される癖があるので、この数字を額面どおりに受け取る訳にはいかないが、先程のQEベースでも設備投資の上方修正という動きがあったので、そういった動きも併せると、先月時点では弱めの指標が相次ぎ下振れが懸念されていた設備投資が、ここに来てそこそこしっかりしているということが確認できたと思う。

設備投資関連では、もう1つポジティブな数字がある。図表20、（1）機械受注である。10月のデータが最後になるが、非常に高い伸びであり、前月比にすると+10.7%の大幅増加となっている。運輸関連等で大口の案件があったということなので、来月には反動減が予測される。また、内容的にみると、工期の長めのものが多かったということなので、資本財の出荷、ひいてはGDPの設備投資として顕現するには、相応のラグを伴う見込みにある。設備投資全体としては増加を続けるということだと思うが、

そのペースは緩やかということで良いのではないかと考えている。

続いて図表 22、個人消費関連である。色々と数字が出ているが、ここで申し上げるのは1つだけとする。商業動態統計の小売業販売額をご覧頂くと、10月の7～9月対比は+1.5%と、しっかりした伸びとなっている。しかしながら、ヒアリング情報では、11月の状況は天候要因で今一つということである。そういったことも勘案すると、相変わらずではあるが、個人消費は底堅いという位の動きではないかと思っている。同じようなことを、図表 26、(2)の景気ウォッチャー調査で確認すると、今申し上げた小売の話と同じような話であり、10月に上昇したあと、11月に低下している。コメントをみると、「気温の高さを背景に、秋冬物の衣料の動きが鈍い」といった天候要因を指摘する先が多かった。

続いて、図表 29の鉱工業生産である。鉱工業生産の前期比をみると、7～9月に-1.2%の減少となったあと、10月の7～9月対比は+1.8%である。生産は、先程ご説明した輸出のしっかりした伸びに比べれば、軽乗用車等の在庫調整が残っている分、伸び率はやや緩やかになることが考えられる。私どものミクロヒアリングに基づく、10～12月は大体+1%半ば程度になるのではないかと考えている。そうなると、先程7～9月が-1.2%と申し上げたので、大体7～9月の落ち込みをカバーして若干お釣りがあがる位の動きではないかと思う。来年1～3月にかけては、新型車の生産が本格化するという話を聞いているので、前期比+2%弱の大きめの伸びになるという見通しは、前月時点から変わっていない。

続いて、図表 33の雇用関連指標を確認したい。労働力調査の完全失業率をみると、3.1%と非常に低い水準になっている。先だっけの短観の雇用判断D Iでもタイト感が高まっていたので、労働市場がさらに引き締まってきたことが、こういったところからもみてとれるかと思う。この間、賃金の動向であるが、毎勤統計で賃金の動向をみると、特別給与が9月は+12.6%、10月は+23.9%と2桁の伸びになっていることが目につく。ただし、9月、10月とも賞与月ではないので、インパクトは限定的になっている。むしろ11月以降の冬季賞与が、今後のポイントになる

かと思う。経団連や日経新聞のアンケート調査によると、今年の冬とまではいかないが、この夏を上回る3%程度の伸びが期待できるということになっている。ただし、夏季賞与の時と同じくサンプル要因が効く可能性もあるので、毎勤統計でそうした動きが確認できるかどうかということは、残念ながら不確かである。

最後に物価関連である。図表41、(2)で短観加重平均D Iの動きを確認させて頂くと、先程申し上げた雇用判断D Iのタイト化を受けて、さらにタイト感は一層上昇しており、改善しているということである。こうしたことを背景に、物価の基調はしっかりしているということだが、図表46、消費者物価(全国)の(2)総合(除く生鮮食品)は、エネルギー価格の下落により前年比-0.1%となっているが、総合(除く生鮮・エネルギー)は10月も前年比+1.2%の伸びである。(3)上昇・下落品目比率の差も、非常に高い水準を維持している。その間、(1)刈込平均は前年比+0.6%と、除く生鮮・エネルギーほどには上昇していない。この件については、先月公表させて頂いた日銀レビューの中で少し論じているが、除く生鮮・エネルギーは、一部需給ギャップに感応的な品目を中心に上昇を先に開始するということであり、刈込平均値等で捕捉される品目別の価格変動分布の全体がシフトするには、なお少し時間がかかるという整理で良いのではないかと考えている。なお、除く生鮮・エネルギーの先行きであるが、11月は+1.2%位、場合によっては+1.3%もあり得ると、私どもとしてはみている。一方、除く生鮮だが、当面0%程度の動きを続けるとみている。先程の長井国際局長の話にもあったが、ここに来て原油価格がさらに下落している。昨日のドバイ原油は33.8ドルであった。こういったことからすると、除く生鮮食品ベースではっきりとしたプラスをつけるには、なお相当な時間がかかりそうだと考えている。

以上の動きを簡単にまとめると、自動車関連等で輸出の基調がしっかりとってきたというのが今月の大きな変化点かと思う。また、一頃下振れが懸念されていた設備投資も、しっかりしていることが確認された。こうしたことからすると、生産も、在庫調整が早晩に終わり、徐々に持ち直して

くるのではないかと期待される。物価は、基調はしっかりしているものの、原油価格の下落が続いているので、総合や除く生鮮食品ベースではなかなかプラスの動きがみえてこ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。

白井委員

最初に、資料－４（参考計表）【追加】で実質輸出をみると、11月は前月比＋1.6%であった。名目では＋0.5%であったので、円ベースの輸出価格でマイナスが結構大きかったということだと思う。企業物価指数の円ベースの輸出価格でみると、ここ3か月位で前年比マイナス幅が急に大きくなっている。確か金属や化学製品などだったが、ここ3か月はマイナスになっている。輸入価格が相当下がり、それを反映して円ベースの輸出価格も下落したために、11月は一部の輸出価格が下落したという理解で宜しいか。

第2点目は、GDPについてである。7～9月期の設備投資が、1次推計のマイナスからプラスに転じ、非常に良かったと思っている。とはいえ、これは市場の予測よりも低かった。市場では、恐らく法人企業統計などが良かったので結構高めにみていたと思うが、実績値はそれよりは弱かった。GDPの2次推計では、他にどういうデータが反映されるかということ、個人企業経済調査という中小企業のための調査がある。もっとも、そこはそれほど悪くなかったと聞いているので、生産側の統計などが悪くて、全体として予想対比で弱くなったという見方で良いのか。また、2014年度の設備投資が、比較的大きく下方修正された。非常に珍しいと思うが、公的固定資本形成も民間の方も下方修正になった。確報は、生産統計から来ていると思うが、下方修正になった背景は、工期が長くなっているということ、その一因は人手不足かもしれない。そうだとすると、来年の12月に公表される2015年度の確報はどうなるのだろうか、意見を伺いたい。

最後に、物価についてである。企業物価指数でみると、11 月には、耐久消費財や非耐久消費財の輸入品の前年比伸び率がかなり落ちている。因みに、耐久財は 10 月に+3.6%だったのが 11 月には 0%に、非耐久消費財は 10 月+3.2%が 11 月は+0.6%と、かなり落ちてきている。いよいよ円安の影響が剥落してきたのではないかという気がする。私はいつもラグに注目していて、今回もラグを伴って消費者物価に反映されるのではないかと考えているが、10 月の全国の C P I では耐久消費財価格はまだ結構上がっており、今のところ下落の兆しは全くない。そのようなラグ効果というのはどうみているのか。

もう 1 つは、短観における企業の物価見通しである。販売価格見通しの 1 年後と 3 年後と 5 年後をみると、他の製造業よりも電気機械と自動車の見通しが凄く悪い。どんどんマイナスに落ち込んでいく感じになっているが、これはどうみているのか。元々低いところに下方修正があってさらに低くなっているのだが、それについてはどう考えているのか。一方で、食料品の方は、下方修正にはなったが、どんどん上がっていく感じになっていて、結構強気の見通しである。食料品は、円安だけではなく、色々なマージン等の維持ができるなどということがあるのかもしれないが、対照的に強気である。その辺りはどうみているのか。

関根調査統計局長

まず、輸出のデフレーターの方からお答えする。デフレーターは手許には当然まだないのだが、C G P I ベースの方であるが、円ベース輸出物価の前月比は、実はプラスである。

白井委員

プラスであったか。

関根調査統計局長

+0.7%なので、一応そういう動きであったということだけはお伝えて

きるかと思う。

2つ目のGDPが市場予測対比低かったのではないかということだが、2次QEでは、私の記憶が正しければだが、QE発表前の事前予測はエコノミストも大体横ばい、0.0位か良くて0.1位が多かったように覚えている。トリックは何かということと在庫である。ここはそれほど・・・。

白井委員

設備投資の見通しのところである。

関根調査統計局長

設備投資のところは、法人季報をみて、皆、上がると思っていたのだが、在庫がここまで減るとは思っていなかった。商業動態統計で集計の誤りがあるなど色々な話があって、ちょっとここまでは予測できなかったというところがある。

白井委員

私の質問は、設備投資についてのみである。法人企業統計を反映して、市場ベースでは+1%位の見通しを立てていたのが、実績は+0.6%位であったので、その弱い背景についてである。

関根調査統計局長

その位であれば、われわれの予測精度からすると、そんなものかといった感じである。

白井委員

生産統計が弱かったと聞いているが、それについては如何か。

関根調査統計局長

そういうこともあると思う。全て掘り下げていくと、当然それもあるが、

大体、法人季報からみてどの位というような当て物をやる時は、ぴしゃりで当たるということは、なかなか難しいのが実情である。中には、ご指摘頂いた個人企業経済調査も含めて、われわれが直接みられない、若しくはよくみていないものもあるので、そういうものをみると、どうしても攪乱項が生じてしまうということがある。

2014 年度の設備投資が下方修正されたのをどう考えるかということだが、私もこれはちょっと意外感をもってみていた。正直に言うと、もう少し上方修正されるのではないかと考えていたが、これは白井委員のご指摘のように、コモディティ・フロー法を使っているので、むしろこれは額面を信じるしかない。正直に言うと、今のわれわれとしては、そういうことであつたのかと認識を新たにしたというところだ。何かトリックはないか、担当者としてずいぶん頭をひねっているのだが、今のところこれという良い説明は思い浮かんでいない。

物価について、ご指摘のように輸入物価が非常に良いということだが、円安の影響が今後どのようなになるのか、円安が剥落していくことの影響はどうかということかと思うが、これについても今ちょうどスタッフと一緒に揉んでいる最中であり、早晚ご報告できるのではないかと考えている。普通に考えると、消費者物価のこういったものに対する直接的なパススルーはそれほど大きいはずはないので、円安になっても、それが直接的に押し上げたところはあまり大きくないし、それが剥落してもそれほど大きくないだろうというのがまず最初の答えだが、それをもう少し掘り下げたかたちで分析させて頂きたいと思っているので、また改めてご報告させて頂きたい。

販売価格の先行き見通しについて、電気機械や自動車のデータを確実にみている訳ではないので、今は正確なことを申し上げられない。これらの業種はイノベーションが非常に進んでいるので、そういったところから価格が下がるように思いがちかもしれないと思うが、もう一度きちんとデータをみてからお答えしたい。

原田委員

輸出入のところで、勿論経常収支だから貿易収支だけではないのだが、GDPに対する外需部門は、寄与度として10～12月は何の位になる感じなのか。

関根調査統計局長

それもまた、今ちょうど作業中であるので、後日報告させて頂きたい。これを元にGDPがどの位になるかという質問は当然その次に来るが、今はまだ地域別の数字も再鑑が終わっていないような状況なので、今暫くお待ち頂ければと思う。ただ、最近起こっていることは、通関ベースの実質輸出とSNAベースの輸出で、季調要素が違ふとか、サービス輸出のところで少し出方が違ふとか、トリックが色々あり、ここに出てくる3.4%という数字が、そのまま載るといふところまではいかないと思っている。

木内委員

生産について1点聞きたい。説明のとおり、輸出がそれなりに改善してくると、生産の10～12月辺りもそこそこ増加すると思うし、1～3月位までは増加が続くという気がしている。マイクロヒアリングでも前期比+1%位と、やや慎重にみているようだが、数字としては全く違和感はない。ただ、見通しの中身をみると、追加投入の効果というものをかなり重視した書き振りになっている。実際に新車の事前注文が強いなどということがニュースになっているが、一方で生産予測調査の11月、12月の輸送機械などは結構弱めになっている。また、短観の業況判断DIも足もと、先行きとも、先行きにはバイアスがあるとはいえ、それなりに弱かったのではないか。その辺りを考えると、輸出は結構しっかりしているということで、生産の見通しが楽観的過ぎることはないか。つまり、新車投入で自動車の生産が増え、関連業種に広がって、来年の1～3月位までは結構強いというシナリオだと思うが、それ対して下方リスク、そこまではいかないう可能性はないのか。また、関連業種、例えば鉄鋼などでは、新車投入効

果をどの程度のイメージで考えて、あるいは前提にして、生産計画を立てているのかという点を教えて欲しい。

関根調査統計局長

まず自動車の生産であるが、予測指数等でみると、実は修正率ではあまり大きな差はなく、この業種はどちらかと言うと予測が堅い。10 月は予測指数どおり非常に大きく増えて、11 月、12 月は、まだ新型車の本格的な生産が出ていないので一旦緩んで、1 月位からぐっと上がっていくというのが、私どもの聞いているイメージである。実際、予測指数もそのような数字であるし、implementation も進んでいる。私どものミクロヒアリングでも、当然、関連業種にもその波及という点を聞いており、やはり裾野が広いということである。1～3 月にかけてそこそこ強めの数字が出るというのには、そういった理由がある。従って、過去のパフォーマンスからみると、ここが下振れるということはありませんと思っている。ただ、ご質問の意味をもう少しパラフレーズして、新型車の効果は 1 回限りであり、そこそこ続くとしても前期比ベースでどんどん持ち上げていく訳ではないだろうということであれば、それはそのとおりではある。その他の業種でも、もう少しポジティブな動きが出てくれば良いと思っている。そういうことからすれば、われわれも、まだそれほど強い感触を持ってはいない。

佐藤委員

設備投資について、説明にあったように、ここもとの指標には強い数字が出てきており、そこそこしっかりしてきたという評価であったし、そうであれば良いと思う。短観の設備投資計画をみていて少し感じるのだが、例えば大企業製造業の設備投資計画で、ここ 3 年位の上期・下期の別をみていくと、説明にあったように、上期は下方修正、下期は年度で帳尻を合わせるべく、その穴を埋めるために上方修正というかたちになっている。この 3 年位、大体似たようなパターンになっていて、大企業製造業の上期

の下方修正率をみると、2013 年度が－13%、2014 年度が－12.3%、2015 年度が－12.7%と、似たような下方修正率になっている。その一方、下期の上方修正がどうなっているかという、2013 年度が＋8.5%、2014 年度が＋7.8%であるが、2015 年度はこの前の短観だと＋6.1%で、下期の上方修正の程度がやや鈍いという感じがしている。実際、大企業の年度計画自体も若干の下方修正になっている。製造業に関して言うと、モメンタムとして少し弱いのではないかという懸念が若干ある。勿論、非製造業の方は逆に上振れているので、全体としては打ち消し合っているかたちにはなっているが、その辺が心配であるが、如何か。

関根調査統計局長

ご指摘のとおりである。今回説明は割愛させて頂いたが、いつもの修正パターンをみると、製造業大企業がいつもの修正パターンに比べれば弱め、非製造業大企業の方が少し強めで、キャンセルアウトしている。その結果として出てきた数字は、今回先程 8.6%位と申し上げたが、いつもはこれが 3%ポイント位の下振れで済むのだが、今の GDP の出方をみて本当にこの位になるのかと言われると、さらに下にいく可能性も全く否定はできないとみている。短観の世界でみているものが全てそのまま出るかと言われると、実績になる段階で、いつもに比べるとさらに先延ばしといった話が出てくる可能性もある。そうしたことを含めて、まだまだリザベーションは色々あると思っている。

4. 金融環境等に関する報告等(資料－5、7)

黒田議長

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

内田企画局長

まず、資料－5（参考計表）【追加】をご覧頂きたい。図表1の家計の

インフレ予想であるが、(2) 消費動向調査をみると、ここまで数か月間に亘って低下してきたが、今月に限って言うと横ばいという感じである。

図表2は短観の企業のインフレ予想であるが、いずれも前回低下し、今回もまた低下した。2回続けての低下である。まず、(1) 価格判断は、下がり方として仕入価格判断の方が販売価格判断より大きく、マージンは改善しているということかと思う。(2) 物価全般の見通しは、5年後に比べて1年後の下がり方が大きく、足もとを中心に低下したということであり、原油価格の影響が大きいのではないかと思う。(3) 販売価格の見通しは、万遍なく落ちているが、業種で申し上げると、特に今回は石油、石炭、金属製品という素材関連に加えて、小売、それから先程少し議論があった輸送機械が、元々マイナスであるが、足もと少し下がっている。一方、逆に上がっているのは、例えば宿泊・飲食サービスなどである。図表2-1は物価全般の見通しをブレイクダウンしたものである。(1) 1年後、(2) 3年後、(3) 5年後とあり、いずれも+3%程度以上という比較的高い見通しを立てた人の割合が減っているが、これは傾向としてずっと続いている。それ以外は、1年後、3年後、5年後で少し違っていて、1年後は、+2%程度が減っている一方で0%程度が増えており、かなり弱い感じがする。3年後は、+2%程度が横ばいか若干弱い位で、+1%程度、0%程度が緩やかに上がっている。5年後は、+2%程度は横ばい、+1%程度と0%程度も横ばいか若干増えている位である。長いところに行くに従って、少し落ち着いている感じがする。

続いて図表3のエコノミストのインフレ予想である。(2) E S Pフォーキャスト調査<年度>をみると、12月調査は、2015年度0.12%、2016年度0.92%、2017年度1.18%と、ほとんど横ばいであった。(1) E S Pフォーキャスト調査<四半期>をみると分かるが、落ちているゾーンは、来年の頭から半ばにかけてである。これはやはり石油価格の影響が大きいと思う。それから今回は(4) E S Pフォーキャスト長期予想が出ている。7年度後から11年度後の平均が1.5%から1.4%と0.1%ポイント、2年度後から6年度後の平均が1.4%から1.3%とこちらも0.1%ポイント下

がっている。ずっと上がってきて横ばいだったところが下がるというかたちは、(3) のコンセンサス・フォーキャストと同じであるが、コンセンサス・フォーキャストに比べると下がり方は少し小さかった。

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（債券）は、ずっと下がってきて今月は横ばいか少し強い位である。(3) 新物価連動国債（10 年物）の B E I は、また少し下がり、前月は 0.79%、今月は 0.75% と 4bp 下がっている。これは、原油価格が 5 ドル位下がっていることが世界的に影響しており、因みに米国は -12bp、欧州が -3bp、英国が -3bp と、それぞれ低下するかたちになっている。

図表 11 は貸出のボリュームであるが、民間部門総資金調達は 10 月の +1.2% から 11 月は +1.1% と 0.1% ポイントだけ下がっている。原因は、貸出が 0.1% ポイント、それから C P は表の中では寄与が立っていないが、多少寄与が減っている。民間銀行貸出残高をみると、銀行計（平残）は +2.5% から +2.3% と、主として為替要因に伴うものであるので、実勢はあまり変わっていない。若干変動があったのは、今月 M & A が月末にかけて出ており、平残では今月はあまり効かなかったが、来月は効くと思われる。国内の新聞社が海外の新聞社を買ったものなどが出てくる。エクイティ・ファイナンスと公募社債をみると、今回、公募社債で 7,200 億円と、久し振りに比較的高い数字が出ている。これは大手通信会社がたまにやっている個人向け社債が出たということなので、来月以降どうなるかはあまりはっきりしない。株式調達は、株価は若干落ち着いてきたとはいえ、引き続き弱く、200 億円ということで、これはまだ様子見が続いているという評価で良いかと思う。

図表 17 は短観の資金繰りと貸出態度であるが、かなり高水準のところ横ばいになっているということをご確認頂ければ良いかと思う。

図表 19 のマネースtockであるが、M2 は、11 月 +3.3% と、10 月 +3.7% から上昇率が低下している。これは技術的なもので、基本的には前年の裏である。前年は円安が進んでいたもので、当然外貨預金の換算が立っていた。それから、株高が進んでいたもので、大体そのような時は個人

を中心にマネーホルダーは売り越しになる。今年も実は売り越しであるが、売り越しの程度は、昨年の方が大きかったということである。もう1つ技術的なこととして、日本郵政株の売出しに伴って、個人がM2に持っていたであろう資金を使って日本郵政株を買った場合には、

ので、M3にシフトアウトした。M3の方はそれほど大きく落ちていないところにそれが表れている。従って、今月に関しては技術的な低下ではないかと思う。

次に、資料－7をご覧頂きたい。成長基盤強化支援資金供給と貸出増加支援資金供給である。まず成長基盤で、Ⅰ．1．の前回報告以降実施の新規貸付の本則であるが、貸付額が9,345億円、返済が一部あったのでネットで4,000億円強増えており、貸付残高が5.1兆円と、初めて5兆円を超えてきた。因みに、個別行では1行で1兆円を超え、1.2兆円になっているという状況であるが、枠は2兆円なので、まだまだ余裕はあるのではないかと思う。ABL、小口特則等については、あまり変わった動きはない。

貸出増加支援であるが、Ⅱ．1．前回報告以降における新規貸付の貸付額は、1兆9,900億円、ほぼ2兆円の実行があった。一方で期日前返済がかなりあったので、ネットでは9,000億円位の増加となり、残高は24兆5,000億円となった。因みに利用率であるが、大手行、地域金融機関とも10%程度ということで、これまでの最低になっている。個別に少し事情を聞いてみると、メガバンクの方は、1行は全額使っているが、1行は担保を勘案して残高維持にしている、もう1行はレバレッジ比率を気にして横ばいにしているということであった。その他、信託、地銀等々で担保制約の関係から残高を増やさなかったという先が幾つか散見されている。

最後に、暫く前に拡大した非取引先の関係であるが、極めて順調に伸びており、今回は1,626億円増えて、残高としても3,712億円であった。信組、労金、農林系、それぞれかなりの程度利用されているということで、こちらは順調に利用が進んでいる。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

利用率について確認したい。7～9月期の貸出増加額は、10兆円で宜しいか。

内田企画局長

使える額という意味で言うと、正確にはそうではないが、使った額との比較で言うと、そういうことになる。

白井委員

利用率が10%と今までで一番低かったということだが、それは一時的とみているのか。それから、今回は償還が1兆円位とわりと大きかった。確か6月も大きかったと思うが、9月は少なかった。その辺りをどうみているか。さらに、今説明のあった中で、大手行のうち1先が、担保余力が減少しているので国債を担保で持っておきたいとしているために、ニーズが減ったということであったが、それはどの位の重要性を持つのか。

内田企画局長

いずれも同じところでお答えできる。このままであれば、この傾向は暫く続くと思う。2兆円貸出をして、1兆円強戻ってきているということであるが、要するに、過去に貸し出したものをそのまま返してきているという動きが、大手行中心にある。つまり、残高を維持するということである。新しく借りれば期限が先まで伸びるので、新しい資金を担保ぎりぎりまで使って借り入れ、あとは返してくるという動きである。従って、これは担保が増えない限り貸出は増えないので、そういう意味ではこの動きは暫く続くと考えて宜しいかと思う。レバレッジ比率の話も、根本的な解決は自己資本を増やさない限りできないので、似たり寄ったりのところがあるか

と思う。レバレッジ比率の話をしているのは1行だけであり、他には、特に地銀等々で出てくる話は、担保の話か、あるいは資金がそもそも余っているという話か、どちらかである。そういう意味で、定量的に申し上げることはできないが、担保の話はそれなりに大きなウエイトのある話と思っている。

木内委員

資料－5（参考計表）【追加】の図表9の貸出・CP・社債のスプレッドについて、先程、前田金融市場局長からの説明では、グローバルにみるとスプレッドが開いてきている問題があるのに対して、日本はそうではないということだったと思う。社債のスプレッドがやや開いているのは、ベースレートが下がっているということだと思うが、一方で、CPのスプレッドが非常に安定している。図表7の資金調達コスト関連指標でも、スプレッドも発行レートも両方とも凄く安定している。ということは、ベースレートがほとんど横ばいという計算になるが、脚注をみると、短国3か月物の利回りがベースレートになっていて、ここ数か月は凄い勢いで上下に振れたところなので、この計算でなぜこんなに安定した数字になるのかというのが質問である。1つは、月間平均にすると均されるという面があるのか。これは流通利回りなのか。発行利回りだともっと安定した数字になるということなのか。

内田企画局長

ベースレートは流通利回りだと思う。CPの方は勿論発行利回りだが、そういう意味で均されているというのが多分1番の答えだと思う。

木内委員

計算上は毎月1bp程度しか動いていないようであるが。

内田企画局長

それでも、例えば、4～6月と7～9月でみれば0.1～0.2%程度違うので、その位には出てくるが、元々極めて小さいレベルで動いているということがある。それから、社債については、今月に関して言うと、先程申し上げた大手通信会社の個人向けで7年というのをを出していて、個人向けなので結構高いスプレッドを出している、それが効いているところはある。そういう意味で少し個別案件の要素がある。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

中村調査統計局経済調査課長

それでは金融経済月報の概要について、「金融経済月報「概要」の前月との比較」でご説明したいと思う。今お配りした「差し替え」と書いてあるものをご覧頂きたい。まず景気の現状パートだが、総括判断は変えていない。個別項目では、先程、関根調査統計局長から説明があったとおり、本日の通関統計で実質輸出が3か月連続でしっかり増加していることが確認できたので、輸出について、前月「横ばい圏内」としていたところを、今月は「持ち直している」と前向きの表現に改めたいと思う。ただ、資本財などにはまだ弱めの動きが残っているので、「一部に鈍さを残しつつも」という表現も加えている。公共投資については、GDP統計で公共投資が減少していることが確認されたので、前月に「減少傾向に転じている」としていたところを、今月は「緩やかな減少傾向にある」という表現に改めている。もう1点、今月は短観月であるので、企業の業況判断についての記述を加えている。「企業の業況感は、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している」ということである。これは前回、業況感の記述をした10月と同じ表現である。

先行きであるが、総括表現は変えていない。個別項目では、輸出に関す

る表現を変えている。先月は「当面横ばい圏内の動き」という表現があったが、今月はそれを取っている。現状の表現を変えたことと、先々、自動車や今鈍い資本財などでも改善が見込まれるということで、先行きは「緩やかに増加していく」という表現で良いのではないかと考えている。

物価については、現状、先行きとも、消費者物価も企業物価も変更はない。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」という表現を据え置いている。個別項目についても、実質的な変更はなく、新たに公表された計数を踏まえたアップデートのみである。順に申し上げると、マネタリーベースの前年比伸び率は10月、11月ともに+30%強であったので、「3割台前半の伸び」という表現を維持している。次に銀行貸出だが、M&A向け資金などを中心に増加基調そのものに変化はないが、主として為替換算等の影響から、前年比伸び率は9月が+2.7%、10月が+2.5%、11月が+2.3%と幾分低下している。従って、表現としては「2%台半ばのプラス」を「2%台前半のプラス」に変更している。CP・社債については良好な発行環境が続いているが、残高は小幅のマイナスとなっており、「前年比は、マイナス」という表現を据え置いている。企業からみた金融機関の貸出態度、企業の資金繰りといった項目は、主として短観を踏まえて記載しているが、先般の短観の結果をみても金融機関の貸出態度の改善傾向は続いているし、また企業の資金繰りは引き続き良好であるということが確認されたので、表現は変更していない。マネースtockについては、先程内田企画局長から説明があったように、幾つか技術的な面もあり、10月の前年比+3.7%から11月の+3.3%と伸び率が幾分低下しているので、「3%台半ばの伸び」を「3%台前半の伸び」に表現を修正している。

マーケット関連だが、ターム物金利は短国レートが引き続き0%ないし小幅のマイナスで推移しており、「横ばい圏内の動き」ということである。

その他の市況であるが、前回会合の11月19日終了時点はちょうど円安・株高が進んでいた頃であって、日経平均株価が19,900円台、ドル／円レートは123円40銭台であった。その後、米国の利上げが意識され、あるいは原油価格も一段と低下するもとで、リスクオフの流れとなっていたが、FOMC直前にはセンチメントがどちらかと言えば改善しており、また、利上げ後の市場の反応も総じて落ち着いている。従って、直近は円安・株高方向に振れている。この間、長期金利については0.3%程度と、前月とほぼ同じ水準である。いずれについても、この辺りは明日の会合終了時までの動きを踏まえ、適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

なければ、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。

(15時51分中断、18日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。本日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、11月18、19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。財務省からは岡田直樹財務副大臣、内閣府からは高鳥修一内閣府副大臣である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中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、宜しく願います。

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。中曽副総裁から願います。

中曽副総裁

国際金融資本市場では、F e d の利上げ後は、イベントをこなした安心感もあって、取り敢えずは落ち着いた動きとなっているが、今後の要注目点としては、第1に、新興国の市場や経済への影響である。例えば、南アフリカなどでは、資本流出防止のための予防的な利上げに踏み切っており、こうした動きが広がった場合に、新興国経済にどのような影響が及ぶか予断を許さない。第2に、米国クレジット市場でみられるハイイールド債からの資金流出が他市場へ拡大していかないかという点である。第3に、原油価格が続落していくかという点である。特に、日本の依存度が大きいドバイ原油が、O P E C が減産できなかったことや、油質の近いイラン原油増産観測もあって、下げ足がブレントやWT I よりも速いことが気になる。

海外経済は、前回同様「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、新興国の減速やドル高などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、雇用統計が示すように、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。

新興国経済は、減速した状態が続いているが、中国や韓国、インドネシアなどで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I T 関連財の生産や輸出に動意がみられている。新興国経済は、当面減速した状態が続くとみられるが、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の2次速報値は、1次速報値から上方修正され、前期比+0.3%となった。個人消費や設備投資、輸出が増加に転じるもとで、景気の緩やかな回復が続いている姿が確認された。

企業部門では、輸出は、横ばい圏内で推移していたが、このところ3か月連続で増加している。新興国経済減速の影響は残っているものの、新型スマートフォンの発売を背景にIT関連が持ち直しているほか、米欧向けを中心に自動車関連も堅調に推移している。従って、輸出については、持ち直していると判断して良いと思う。

短観や機械受注などをみると、企業収益が明確な改善を続ける中で、設備投資は、緩やかな増加基調にあると判断できる。12月短観では、企業の業況感は、新興国経済減速などの影響から一部に慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準が維持されていた。企業収益についても改善が続く姿が見込まれていて、そのもとで、設備投資計画は、この時期としては2006年度以来の高い伸びが見込まれている。このように、12月短観では、企業の前向きな投資スタンスが維持されていることが確認できた。

家計部門では、雇用・所得環境の着実な改善が続いている。タイトな労働需給を背景に、名目賃金は緩やかに上昇している。各種のアンケート調査をみると、冬のボーナスは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、先行きも、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。

物価面で、消費者物価の動向に大きな変化はない。すなわち、除く生鮮

の前年比は0%程度での推移が続いている。その一方、エネルギーを除けば前年比プラス幅の拡大傾向は続いており、10月の除く生鮮・エネルギーは+1.2%となった。12月短観における企業の物価見通しは幾分低下したが、企業が先行きの物価上昇率の高まりを予想している点はこれまでと変わっていない。また、下方修正幅は1年後が最も大きくなっていることについては、原油価格の下落が影響しているように思う。この間、消費者物価指数の上昇・下落品目比率や東大・一橋の物価指数の動きなどからは、引き続き、企業の価格改定の動きに広がりや持続性がみられている。こうした点を併せてみると、物価の基調は、引き続き着実に改善していると判断でき、そのもとで、消費者物価の前年比は、当面は0%程度で推移するとみられるが、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考えている。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、緩やかな回復が続けている」との執行部判断に違和感はない。世界を俯瞰すると、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、明暗を二分する世界情勢に変化はない。以下、实体经济に軸足を置いてみていく。

まずアメリカである。FRBによる0.25%の利上げが決定された。そのインパクトが、どこに落ち着くかに注目している。ただし、内需の牽引力はしっかりしており、今後の利上げが小刻みに、慎重かつ間隔を取って進められれば、景気腰折れの可能性は低いと思われる。ヨーロッパ経済も堅調である。懸念材料は、テロ警戒に伴う消費者心理の冷え込みなどにより経済活動の活性が失われることだが、今のところ影響は限定的で、ヨーロッパ全域という観点では、大きな問題は出ていない。中国経済は、政府の迅速な施策展開により、一旦落ち着いたとみて宜しいかと思う。新興国

と資源国は、アメリカの利上げの影響がどう出てくるか予断を許さず、今暫く注視が必要だと思っている。

次にわが国の経済だが、緩やかな回復を続けている。家計の財布の紐は未だ固く、消費の伸びはゆっくりだが、内需の基調は回復軌道にある。今後は冬のボーナス、来春の賃上げと前向きな動きが続いて、消費態度の変化が加速することを期待している。なお、これまで弱さが指摘されてきた設備投資については、製造業の中でも売上が内外需両方に依存する企業の事情があったとみられ、弱さの主たる理由であった先行きの外需の不透明感が解消するにつれ、徐々に戻りつつある。従って、アメリカ利上げのインパクトと中国経済の軟着陸などの状況がさらにはっきりしてくれば、将来に対する確信も回復し、需要の強い製品については徐々に増投資が進むとみている。また、内需とインバウンド需要はしっかりしているので、小売やサービス業、また製造業の中でも内需向け製品を取り扱う企業の設備投資の方も、今後進展していくとみている。企業の投資行動について補足すると、それぞれの企業の固有の要因があるのは当然だが、一般的には主たる投資分野として4つの方向で展開されているとみている。すなわち、第1は国内の生産設備、第2は国内が主の研究開発、第3は海外の生産設備、第4に国内外のM&Aである。グローバルなリスクに晒されている多くの日本企業にとって、リスクを管理しながら持続的に成長するためには、投資を複数の投資分野にバランス良く、かつ戦略的に配分して、それぞれが独自の競争力のあるサプライチェーンを構築していくノウハウが求められる。

以上を総括した私の見方の第1点は、世界経済は、非常に壊れやすい不安定な状態のもとで、中国などの新興国の成長に依存していたフェーズから、それぞれの経済が内需牽引型の回復を志向するフェーズに向かっているとみている。中国経済は、高度成長から中高速ペースにシフトダウンしているが、その構造も輸出入の比重の大きな製造業から内需牽引型消費依存の小売とサービス業に重点を移しつつある。このように、元々内需規模の大きいアメリカとヨーロッパのほか、今や中国を加えた米欧中の三大経

済が、内需牽引型の非製造業に傾斜を強めている。こうした変化は世界的な貿易縮小に繋がってきており、新興国や資源国には厳しい環境になりつつあると言える。こうした点も踏まえると、原材料やコモディティ化した製品についての世界的な供給過剰状態は長引きそうである。因みに、グローバルに展開している日本企業においても、新興国や資源国の事業は難しい状況にあるし、日本での輸出向け事業に関しても、在庫調整に時間のかかる製品もあると思われる。

第2点は、以上のような世界経済の変化を映じて日本経済も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、コモディティ化した製品については輸出の伸びは期待薄で、期待できるのは先端技術を織り込んだ資本財や資材・部品、またブランド価値の高いユニークな高付加価値商品等であろう。これに加えて、消費意欲の旺盛な中国の現状を踏まえると、中国からのインバウンド需要は、為替ファクターの不確実性は残るものの、基本的には持続を期待できるとみている。今後は、インバウンドを含む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

まず前回会合以降、本年7～9月期のGDP 2次速報値が発表され、予想を超える上方修正となった。原因は在庫投資と設備投資の上方修正によるものだが、このうちの在庫投資の上方修正は緩慢な在庫調整を反映しており、むしろ10～12月期以降のGDP成長率を下押しする可能性がある。設備投資については、前期比伸び率がプラスに転じたが、良好な企業収益のわりには勢いが無い。ただし、日銀短観12月結果によると、2015年度

設備投資計画は強気の見通しであるため、今後は徐々に拡大するとみている。7～9月期の個人消費については、緩やかな回復が確認されており、消費者態度指数も、水準はまだ低いものの、改善傾向にある。来年は、駆け込み需要の本格化もあって徐々に消費拡大傾向が強まるとみている。輸出については、足もとではスマートフォン関連等を中心に拡大しており、今後は、新車効果もあり緩やかな増加基調が続くとみている。GDP改訂値を含む足もとのデータを踏まえた私の暫定的な中期見通しは、結果として10月時点とあまり変わっていない。

先行きの経済のリスク要因としては、海外動向を重視している。本日は、中国、米国、欧州の順に申し上げる。まず、中国については2点注目しており、1つは為替政策である。11月末のIMFによる人民元のSDR組入れ決定によって、中国で金融改革や資本勘定自由化が促進されることが期待される一方で、中国当局は新たな課題に直面したように思う。すなわち、①経済成長率の減速が今後も続く見通しのもとで、米国との金融政策スタンスの違いから国内居住者の潜在的な対米投資需要が強まること、②名目実効為替レートがかなり増価した水準で推移していること、③個人消費へトリバランスが進むことで、将来の経常黒字幅が縮小する可能性があること——因みに、IMF推計では現在の3%程度から2020年までには0%程度へと低下すると予想である——などから、人民元安期待が強まりやすくなっている。そこで、中国当局が、市場ベースでの対ドルレートを重視すれば、人民元安期待の強まりからさらなる資本流出を促す恐れがあり、しかも人民元の対ドル相場がオフショアとオンショアで乖離を再び拡大し、SDR組入れ条件とされた両為替相場の乖離縮小に反する可能性がある。反対に、中国当局が人民元買い・ドル売り介入を再び増やせば、IMFが要請する市場ベースの元レートから遠のくことになる。この点、中国人民銀行は、先週末に人民元の貿易加重指数の公表を開始し、対ドルレートのみを重視すべきでないと指摘したが、以上のジレンマに直面する中、中国の今後の為替政策運営次第では、世界経済の不確実性を高めるリスクがある。

もう1つ、中国についての懸念は、足もとではPPIの下落幅が大きくなっており、CPIにも波及しつつあることである。この背景には国有企業の過剰生産があるが、収益力の低下で信用力が悪化しており、システミックな金融不安定化をもたらさずに多額の債務問題を如何に解決するのかが、次第に重要になりつつあるようである。この問題は、リバランスを遅らせ、潜在成長率を一段と押し下げるリスクもある。因みに、先月参加したサンフランシスコ連銀主催の国際会議では、中国専門家が、国有企業の市場占有率が小さく、企業の参入・退出が比較的自由なセクターほどTFP伸び率が高いこと、および第3次産業では市場が分断しており、資本とスキルが最も必要な業種で国有企業の占有率が高い一方で、民間企業はその他の労働集約的な業種に集中しているとの実証分析結果を紹介していた。従って、国有企業改革と第3次産業の生産性の向上が重要であるが、その進展ペースについて下振れリスクとして注目している。

次に、米国についてのリスクを指摘する。まず、12月16日に予想どおり最初の利上げが実施され、妥当な判断だと思うが、今後の利上げペースに関する高い不確実性を懸念している。FRBは、今後の利上げ判断について、労働市場や物価のデータをもとに決定していくとしているが、FOMCメンバー間の政策金利見通しにばらつきがあり、市場予想とも乖離がある。そのうえ、①新興諸国や欧州等からさらに資本流出が進み、米国国債の需要が高まり得ること、②ドル高と低い原油価格がこの先も続く場合には、米国のインフレ予想が低下し得ること、③エネルギー以外の物価上昇傾向が強く、インフレ率が上振れ得ることなどから、米国の長期金利の変動が上下双方向に大きくなることも予想される。このため、新たなデータ公表がサプライズとなる度に米国国債のイールドカーブが変動し、米国と世界の経済・金融市場に負の影響をもたらすリスクを注視している。

欧州については、12月3日のECBによる追加緩和の内容に、市場は落胆し、ユーロ高、株安、金利上昇がもたらされ、むしろ金融緩和度合いを低下させることになった。今回の内容は資産買入拡充余地が限定的であるとの印象を与えた面もあるため、個人的には来年春に買入プログラムの

技術的諸条件を見直す予定と発言した点に注目している。これは、銘柄・発行体ごとの国債買入れの上限33%の引き上げになると予想しているが、その引き上げ幅が予想より大きい場合やECBのキャピタルキーに沿った買入れの仕方を改めるといった内容が決定されると、大きなサプライズとなり、わが国を含め、世界の金融市場へ影響する可能性があるので、注目している。

最後に、景気の現状と見通しについては、執行部の判断で良いと考えている。物価については、次のラウンドでお話する。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

内外経済・物価情勢に関する昨日の執行部報告について、特に異論はない。中国の成長鈍化、原油等の資源の高水準の生産のもとで、エネルギーを中心に資源価格が大きく下落している。資源関連セクターの投資支出の大幅な削減が幅広く製造業に波及して、各国製造業の業況感D Iの頭を抑えている。一方で、非製造業はインプット価格の低下に支えられ、高水準を維持している。先進国経済全体では、原油価格等の低下は、トータルでみて確実にプラスとして働いていることは確かだとみている。

資源自給率が極めて低いわが国においては、原油価格等の低下メリットは相対的に大きいとみている。交易条件の改善は、高水準の企業収益を支えけるとともに、業況感の水準を引き上げている。特に、円安による輸出のプラス効果がないにもかかわらず、非製造業の業況感バブル期以来の高水準にある。当面、わが国経済は外部からの大きなショックがない限り、順調に成長を続けていくものとみている。

現状、既に労働需給、設備需給ともに引き締まってきており、今後とも経済が安定して成長していくとすれば、次第に、はっきりとした賃金の上昇、物価の上昇に繋がっていくものと考えている。しかし、足もとでみる

と、賃金の上昇は緩やかである。賃金については、政策的に種々の手が打たれており、その効果に期待しているものだが、例えば、賃金レベルの底上げを図るのに有効な政策である最低賃金の引き上げについて、配偶者控除の見直しの改正が見送りとなっており、いわゆる 130 万円の壁の問題などから、多くの主婦層のパートタイマーが所得を一定額に止めるため、時間給の上昇に併せて労働時間を短縮化する惧れがある。その場合、収入増に繋がらず、一方で、人手不足の悪化を招くだけにならないか懸念のあるところである。

また、春闘の状況についても、労働側でさえ、足もとの物価が上がらない状況をみて昨年を大きく下回る要求を設定するなど、2016 年度の賃金上昇について必ずしも楽観できないと考えている。経済の状況が賃金に反映されていくには、それなりにタイムラグがあるということを覚悟する必要があるとも考える次第である。

このような状況のもと、原油価格が 10 月展望レポート策定時より大きく下振れしていることから、エネルギーを含むコア C P I の上昇ペースがより緩やかとなり、2 %程度に接近するタイミングが後ずれするリスクを想定しておく必要が出てきているものとみている。

なお、先程、外からの大きなショックをリスクとして挙げたが、私が現在最も注意すべきとみているのは、中国人民元の幅を持った下落である。中国としては、ドルが弱かった時期は、ドルリンクのメリットが大きかったものだが、ドルが強くなった現在、リンクするデメリットが大きくなっているとして、資本の大幅な流出の懸念さえなければ、中国経済の現状からして、ある程度のマグニチュードを持った切り下げを行うことに合理的理由がある。中国政府はしないと言っているが、もし実施されると、周辺諸国も巻き込んだ混乱が生じることになるので、大きなリスクとして考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員をお願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、昨日の執行部判断どおりで良いと思う。このところの国際金融資本市場において、ハイイールド債市場や新興国市場でみられたリスクオフの動きについては、12月3日のECB政策理事会での決定内容が予想未満であったことで市場心理が慎重化したところに、4日のOPEC減産合意見送りを受けた原油安が加わり、新興国・資源国経済や資源開発投資の先行きについて改めて懸念が強まったことが影響したとみられる。かかるリスク回避的傾向が長引かないかどうか、注意深く見守りたい。これに関連して、ハイイールド債に特化したファンドの解約停止のニュースが、リーマン・ショックの約1年前に起きたパリバ・ショックを想起させるとの指摘が、各方面からなされている。今回は当時とは異なり、ハイイールド債に内在するリスクが世界中に伝播し、それが連鎖を起こすような状況ではないと理解している。もっとも、ハイイールド債を組み込んだ投信の残高は世界的に相応にあることから、いずれにせよ今後の情勢を十分に注視する必要がある。

一方、一昨日のFOMCで決まったリーマン・ショック後初の利上げは、米国経済の復活を象徴し、国際金融資本市場に長らくあった不確実性を1つ除去するものと、私自身は前向きに評価している。もっとも、今後の利上げのペースについて、新たな不確実性があることも事実である。この点につき、Fedは慎重にゆっくり行う趣旨の情報発信を繰り返しているが、Fedが今回示した新たなドットチャートと市場に織り込まれた利上げのペースには、依然、相応の乖離がある。リーマン・ショック後、回復局面が7年目に入らる中で、米国の景気回復の持続性との関連で、Fedの金利正常化に向けた帰趨を見守りたい。

なお、ECBの12月の政策決定は、事前の情報発信と実際の決定内容に落差があると受け止められ、また会合後には理事会内部の意見対立など

が報道等から伝わってきている。言葉で市場の誘導を図ることの危うさを示した点は、様々な意味で教訓となり得ると思う。先行きのECBの政策運営が困難さを増すことは想像にかたくなく、欧州がデフレ均衡に陥ることを回避できるかどうか、益々微妙な局面になってきたとみている。

以上、足もとやや不安定な国際金融資本市場の動向に鑑み、世界経済の先行きについては、私自身は基本シナリオを維持しつつも、引き続き下振れリスクを意識している。

国内経済については、7～9月期GDP 2次速報の上方修正で年度前半の景気後退仮説は棄却され、緩やかな回復持続という本行の基調判断が裏付けられたと思う。鉱工業生産は年度前半が2四半期連続減産となったが、製造工業生産予測調査や調査統計局のミクロヒアリングでは、素材産業における在庫調整の進展や自動車等の増産を主因に、生産は緩やかに持ち直す姿となっている。また、日銀短観では、中国経済減速の影響が幾つかの業種に散見されるものの、企業の業況感、良好な企業収益を映じ、堅調さを維持している。設備投資計画も高めの伸びが維持された。総じて、所得から支出への前向きの循環メカニズムは作動しているとみたい。

もっとも、これが力強く働いているとは言い切れない。例えば、7～9月期の実質設備投資は、GDP統計上は前期比プラス方向に上方修正されたものの、その足取りは引き続き力強さに欠ける。また、短観ベースの設備投資計画も、上期の計画の下方修正と下期の上方修正の、それぞれの修正の程度が昨年同様大きく、これは下期計画の相応の下方修正の可能性を示すものである。

賃金については、連合をはじめ主要労組の来年度の賃金交渉に向けたスタンスが、今年度との比較で今一つ迫力を欠く印象がある。この点について、連合のリリースあるいは報道等によれば、例えば連合は、今年度大企業に偏り過ぎた賃上げの動きが、より幅広く中小企業に均霑していくことを狙っているとのことである。中小企業は事業所数で99%、雇用者数で約7割と、ヘッドカウントでは大企業対比圧倒的なシェアがあることから、仮に連合の意図が実現すれば、デフレマインドの転換にも好材料となるこ

とが期待される。いずれにせよ、エネルギー価格低迷下で、賃金交渉のリファレンスである消費者物価が0%程度で推移する中、来年度の賃金交渉がどのように展開するか、帰趨を見守りたい。

最後に物価について、基調をみるうえで消費者物価（総合除く生鮮・エネルギー）に着目すると、10月の同指数は前年比+1.2%と堅調に推移し、先行きも、前年の裏が出ることもあり、暫くの間は+1%台前半での推移を続けるとみられる。最近のエネルギー市況下落と若干の円高によりガソリン・灯油等の小売価格が低下するにつれ、消費者の実質購買力は幾分高まると見込まれ、これが基調的な物価の押し上げに寄与することも期待される。来年度以降にこのような基調が維持されるかどうかは、賃金交渉を経て足もと動きの鈍いサービス価格に値上げの動きが波及するかどうかにかかっている。その意味でも、アネク情報を含め、今後の賃金の動きを注視したい。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

金融経済情勢については、基本的に執行部の見方に賛同する。まず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、新興国経済のうちアジアの一部の国ではIT関連の生産が持ち直している。アメリカの利上げについては、利上げ後、世界的に株は上昇、そのマイナスの影響は限られていたと思われる。

日本経済についてみると、まず、消費は、家計調査はマイナスが続いているが、販売統計では概ねプラスが続いている。設備投資は、機械受注の回復など好材料があった。短観の設備投資計画も、ある程度は実現されると判断できる。実質輸出については、米欧向けの回復が続いているが、アジア向けの回復は国ごとに異なる。生産は回復し、予測指数、企業へのヒアリングなどから判断して、当面増加が続くものと思われる。

さらに、7～9月期の実質GDPが1次速報から2次速報にかけて、大きく上方改訂されたことで、2015年度の実質GDPが1%を上回ることが期待できるようになった。ただし、このような大きく改定されるデータに依拠して政策を考えることは危険であり、これまでと同様に多数の指標をみながら政策を考える必要性がさらに確認された。

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。

最後に、物価についてである。インフレ予想を示す多くの指標が低下している。しかし、短期の予想が長期の予想よりも大きく低下していることをみると、これは、執行部からの説明にもあったように、原油価格の影響が大きいと考えられ、一時的な影響が剥落する長期のインフレ予想はそれほど低下していないと思われる。

また、賃金が上がらないことが、物価が上がらないことの一因であるが、なぜ賃金が上がらないかを考えてみたい。賃金は労働の限界生産物にその価格を掛けたもの、すなわち、労働の限界生産物の価値で決まるはずである。現行の賃金が労働の限界生産物の価値よりも低ければ、企業は人をより多く雇用しようとし、企業間の競争によって賃金が上昇するはずである。逆に、現行の賃金が労働の限界生産物の価値よりも高ければ、企業はこれ以上採用しようとはせず、賃金は上がらない。日本の場合、正規労働者の賃金はその労働の限界生産物の価値よりも高く、非正規労働者の賃金は低いと思われる。これは、企業は積極的に賃金を上げて正規労働者を集めようとはしていないが、非正規の場合には賃金を上げて集めようとしていることから、そう判断できる。非正規の賃金、パートの時給は年率2%弱で上がっている。物価は正規の賃金よりも、非正規の賃金との相関が高い。外食やサービスに関してパートの時給が反映されるからであると思う。これは、労働需給の引締まりで非正規の賃金が上がれば、正規の賃金の伸びが鈍くても、物価が上がることを意味する。直近、非正規の時給の上昇が高まっている。これはやがて物価が上がっていくことを示していると考え

られる。

物価については、政策運営のところで、さらに申し上げる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

世界経済の環境は、前回会合以降大きくは変化していない。相対的に安定した先進国経済と総じて不振の新興国経済が、拮抗した状態が続いているようにみえる。中国では 11 月の輸入の前年比減少幅縮小に多少の内需安定の兆しがみられるとはいえ、11 月製造業 PMI 指数は政府、民間のいずれも引き続き 50 を下回り、製造業の活動にはなお明確な改善の兆しはみえてこない。一方、米国では、年末商戦の前半は比較的良好とみられ、また 11 月の自動車販売も堅調を維持しており、個人消費が引き続き景気の牽引役を果たしている。しかし他方で、新興国経済の弱さを映した輸出軟調などを背景に、製造業の活動に相応に弱さが残っていることが、11 月製造業 ISM 指数や鉱工業生産統計で確認されている。ユーロ圏の経済情勢にも大きな変化はないとはいえ、ユーロ安の影響等も受けて、失業率低下など経済環境の改善がみられ、また PMI でみた製造業の環境は米国よりも良好である。来年はフィスカルドラッグが解消される見込みである点も、ユーロ圏経済にとってやや明るい材料である。各国政府が欧州委員会に提出した 2016 年予算を踏まえると、欧州債務危機以降続いてきた財政緊縮策が景気を抑制する状態は、2016 年には解消される見込みである。移民流入への対応もその一因となっており、この点でドイツの寄与が大きいとみられる。

グローバルな金融市場の安定性の観点からは、米国の利上げの影響に加えて、下落を続ける原油価格と人民元の動きに注目している。先日の米国での利上げは十分予見されていたことから、その後も世界の金融市場は概ね安定を維持している。しかし、米国では社債の格下げ急増や低格付け社

債のスプレッド拡大が目立っており、利上げがこうした傾向を助長しないか、多少長い目では注視が必要である。また先行きの利上げペースを巡る期待の変化などから、長期金利の上昇とドル高が進むような場合には、ドル建てを含む新興国の企業債務に調整圧力がかかり、世界経済の下振れ要因になり得る点には留意したいと思う。他方、足もとでやや一服感はみられるとはいえ、ドル調達コスト・プレミアム上昇の問題は続いている。日本の金融機関のドル調達に支障が生じる事態は、今のところはみられないが、海外投融資活動には今後一定の影響が及ぶ可能性がある。また海外投資の抑制とは逆に、コストを上回る収益の獲得を目指して過大なリスクを取るような投資行動に傾斜していく可能性にも、金融システム安定の観点からは注意が必要と考える。

国内経済は、来年初めにかけて緩やかに持ち直していく蓋然性は高まっているが、総じて力強さを欠く動きは続いている。10月分の鉱工業生産統計では、在庫および在庫率の水準が顕著に低下しており、在庫過剰による生産調整圧力は緩和していることが確認できる。また10～12月期の生産は、3四半期振りに前期比増加に転じる見込みである。しかし、予測調査が示唆する同期の生産増加率は、前月統計発表時点と比べて下振れており、回復力の弱さも窺われる。先行き生産の牽引役が期待される輸送機械と電子部品・デバイスについては、11月、12月の予測指数をみると、いずれも冴えない動きとなっている。12月短観の業況判断D Iの動きも踏まえると、新車投入効果による自動車生産の増加と関連業種への波及について、過大な期待がされていないか注視している。また、新型スマートフォン効果や新車投入効果の反動が、来年4～6月期の生産活動に現れてくる可能性も考えられる。

個人消費については、各種関連統計の間のばらつきが大きく、実態が掴みづらい状況が続いている。最新10月の家計調査統計で、実質消費は季節調整済み前月比で2か月連続の下落となった。この統計が基礎統計に用いられるGDP統計では、10～12月期の実質個人消費が再び前期比マイナスに振れる可能性も排除できなくなってきた。サンプルバイアスによる

統計の歪みにも配慮する必要があるが、その影響を受けにくいと考えられる平均消費性向をみても、足もと低下しており、下振れの理由を統計の歪みばかりに求めるのも正しくないように思う。

物価について、11月の東京都都区部コアコア指数をみると、季節調整済前月比は+0.2%と、10月の下落分を取り戻したかたちとなった。しかしこの結果を踏まえても、季節調整済前期比では7～9月期が当面のピークとなった可能性、言い換えると、上昇率の加速に歯止めがかかりつつある可能性が考えられる。

最後に、今後の物価動向に影響を与える賃金は、依然冴えない動きとなっている。10月の所定内賃金は、速報段階で前年比+0.1%と、9月と同水準で、確報段階ではさらに下方修正される見込みである。一般労働者の所定内賃金も、前年比+0.1%と同水準であり、パートタイム労働者の構成比率の変化が、平均賃金上昇率に与える影響は比較的軽微である。他方で、常用雇用は比較的堅調な増加を続けており、企業は雇用を確保しつつも、先行きの国内の成長期待、収益期待が明確に高まらないもとで、国内の雇用者に対しては、労働時間と賃金の抑制を通じて、労働コスト全体を抑える姿勢を堅持しており、これが先行きの物価にも相応の抑制効果をもたらすと考えられる。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

金融経済情勢であるが、前回会合以降に公表されたデータから判断して、世界経済については、前回会合同様、中国経済の減速と資源安の影響を受けた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いう状況に変化はない。

FOMCは利上げに踏み切ったが、現在までのところ、金融市場は落ち着いている。今後、米利上げが新興国にどのような影響を及ぼすか注視し

ていきたい。なお、対外債務の大きい一部の新興国を除けば、米利上げによる新興国からの資本流出による当該国の為替安は、中長期的にみれば、それらの国の純輸出の増加を通じて、それらの国の経済回復に資すると考えられるため、あまり心配する必要はないと考えている。

日本経済については、GDPは、1次QEでは、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であったが、2次QEでは+0.3%と、0.5%ポイントも上方修正され、緩やかな成長が続いていることが確認された。

企業設備投資は、1次QEでは、前期比マイナスで、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ったため、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のではないかと心配されたが、2次QEでは、前期比+0.6%に上方修正されたことは明るい材料である。既往最高水準の企業収益や10月の機械受注統計、12月短観の設備投資計画などから判断して、今後、企業設備投資は緩やかな増加基調をたどると予想する。

個人消費は、需要側統計からは弱さがみられるが、販売側統計や消費者マインドの改善、および雇用市場の需給逼迫を反映した賃金上昇が続くと思われるので、今後は2015年度前半よりも底堅く推移すると考える。

QQE実施後の特徴として、内需型企业である非製造業の売上高経常利益率の上昇率が製造業を大きく上回っていることが挙げられる。しばしば、QQEやアベノミクスの恩恵は、中堅中小企業、特に非製造業の中堅中小企業には及んでいないと言われていたが、実際データは、中堅中小企業の売上高利益率はQQE実施以降、上昇トレンドにある。最近、非製造業の中堅中小企業の売上高利益率は、リーマン・ショック前のピークよりも1.5%ポイント程度も高い水準を示している。これは、日本経済が、従来の製造業・輸出主導型経済から第三次産業主導型、すなわち非製造業・内需主導型に変わりつつあることを示している。非製造業は、製造業よりも労働集約的であるため、今後も、雇用需給の改善とそれに伴う賃金上昇が続くと予想される。従って、今後、新興国経済の減速から輸出の増加が鈍

化しても、日本経済は内需主導型で緩やかに成長していくことが可能であると考える。

中国経済の減速から、減少が予想されていた輸出も、2015 年第 4 四半期は堅調に増加した。足もとの 11 月も前期比+1.6%の増加で、「持ち直している」と判断を一步進めて良い状況である。今後も、先進国の緩やかな成長の好影響が新興国にも次第に及んでいくにつれ、為替円安の下支えもあって、輸出は緩やかに増加するとみている。

以上から、日本経済は、交易条件の改善にも支えられて、内需と外需双方の増加を伴いながら緩やかな成長が続くと考える。以上の基本シナリオに対するリスク要因としては、中国経済の減速と、それが N I E s や A S E A N、あるいは資源国に及ぼすマイナスの影響である。

物価については、日銀 12 月短観をはじめとして、予想インフレ率に弱い指標がみられることが気掛かりであるが、足もとの原油安の影響を受けた短期的なものであると考える。物価については、詳しくは第 2 ラウンドで述べる。以上である。

黒田議長

前回合会以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、国際金融市場では 12 月 F O M C での利上げ観測が高まる中、E C B による追加緩和が市場の事前予想を下回ったことや原油価格の下落を受けて、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まる展開となった。F O M C の利上げ決定を受けたあとの各国金融資本市場の反応は概ね落ち着いたものとなっているが、先行きについても引き続き注意してみていく必要があると思う。

海外経済であるが、米欧経済がしっかりとした回復を続ける一方、新興国経済は減速した状況にある。すなわち米国は、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、個人消費が引き続き増加するもとの、緩やかな回復が続いている。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、先行きは、当局の景気下支え策のもとで、概ね安定した成長経路をたどるとみられる。他のアジア諸国は、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。ブラジル、ロシアなど資源国では、資源価格の下落、あるいは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・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。企業部門では輸出が一部に鈍さを残しつつも持ち直しており、先行きについては、緩やかに増加していくと見込まれる。鉱工業生産は、当面横ばい圏内の動きが続くとみられるが、その後は緩やかに増加していくと考えられる。設備投資については、多くの委員が触れられたが、7～9月の法人季報ではっきりとした増加が確認されて、GDPの第2次速報値でも前期比プラスに転じた。また、12月短観においても過去最高水準の企業収益を背景に、企業の前向きな投資スタンスがしっかりと維持されていることが確認された。家計部門では、短観の雇用人員判断で示されたように、企業の人手不足感は一段と高まっており、賃金は緩やかな上昇を続けている。今後の賃金の動向については、多くの方が述べたように注目していく必要があると思う。こうしたもとで、個人消費は底堅く推移しており、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しっかりと作用し続けている。従って、「緩やかな回復を続けている」との現状判断と、先行き「緩やかな回復を続けていく」との見方が共有されていたと思う。

物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、0%程度となっている。先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、一部の委員も指摘されたように、弱めの指標もみられるが、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」との評価で良いと思っている。

以上、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、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、海外経済についてご意見をどうぞ。

木内委員

何人かの委員から人民元下落がリスクであるという指摘があったが、そのとおりだと思う。米国の利上げというイベントは越えたが、恐らく原油価格下落と人民元の低下が金融市場のリスクとしては残っている。中国は、ある種の国際金融のトリレンマに陥っているのではないか。すなわち、SDR加盟のために、かなり無理をして、部分的には資本の自由化を進めてきた。一方で、金融政策は米中で逆方向を向いてきており、背景には経済格差がある。その中で、為替政策は事実上のドルペッグ的な政策を続けてきたが、この3つを維持するのは難しい局面になってきており、その結果として、ドルのリンクを切り離していくという観測が広がってきているのだと思う。8月の経験もあるので、国際市場を混乱に陥れるような大幅な切下げをする訳ではないと思うが、少なくとも米国の利上げとともにドルが高まっていき、これに引っ張られていくこと自体は、経済環境から考えても避けたいという意向もあり、今、人民元がやや下がっている。周辺国、特にアジアの新興国にとっては、米国の利上げが進むことによって、自国から資本が流出し、これが国内の金融市場を通じて経済にも悪影響を及ぼす可能性があるが、一方でそれと平行に人民元が切り下がっていくことになると、今度は貿易を通じて中国からデフレが輸出され、ダブルパンチのような状況になっていく。こうした点から考えても、米国の利上げに対して中国がどういう為替政策を採っていくかが、実は非常に大きな 이슈なのではないかと思っている。

白井委員

2点申し上げたい。1点目は、先程も指摘したが、米国の金利、イールドカーブが非常に分かりにくくなるということである。過去の米国の利上げ局面とよく比較されるが、3点違うと思う。特に2004年、2006年との比較であるが、1つ目は、今回は稀にみる金融政策のダイバージェントが起きていることであるが、ここまでのものは過去にない。今、利上げが十分できそうなのは、米国と英国のみである。他は、中国を含め、日本、欧州は緩和を続けていくということを考えると、米国の実質実効為替レートはかなり過大評価になっており、通常であれば、ここから戻っていくと考えられるが、これだけ政策が違っていると、過大評価でも、さらにドル高が進む可能性はあるかもしれない。2つ目は、中国が2004年、2006年とは違って弱いことである。当時は、アジアも凄く成長しており、米国から新興諸国に資本が移動していた。それがドル安をもたらした面もあったと思うが、今はどちらかというと、中国はこれからどんどん成長率が低下していく方向である。リバランスもしているので、貿易力も昨日申し上げたように強くはないので、そこが過去とは違うのではないか。3つ目は、コモディティであるが、2004年、2006年は資源価格が高かったのも、経常収支の黒字もあった。今回は、コモディティ価格は非常に弱い。実際に、昨日の米国の30年、20年、10年、2年の国債利回りは、全て下がっている。それは、原油価格の下落がイールドカーブにも効いているようであり、ここが非常に分かりにくくなっているのも、注視しておく必要があると思う。

2点目は、欧州についてである。先程指摘もあったように、よくユーロ圏と日本を比較する話があり、物価をみると、確かにデysinフレのリスクはあるかもしれないが、1990年代当時の日本と今の欧州はかなり違うと思う。1990年代の日本は、まず需給ギャップが大変な勢いで落ちていった。1990年代前半にプラスからマイナスに落ちた。その時には、潜在成長率も落ちたが、実際の成長率ももっと落ちていたので、需給ギャップがどんどん底なしで、大変な勢いで落ちていった。その時に、それも反映して、実際のインフレ率が低下し、インフレ期待も低下し、ダブルパン

チで株の下落と土地の下落もあり、これだけ揃った訳である。今の欧州はそうではなく、需給ギャップは緩やかに改善している方向である。先程、他の委員からも指摘があったように、消費が強い。潜在成長率の低下についてはそのとおりであるが、これは日本も米国も含め世界的な現象であるので、ユーロ圏だけではない。従って、潜在成長率を上げるためには設備投資が必要なのは事実であるが、当時の日本とは少し違う状況である。成長率も 2004 年からプラスになってきており、今は 1 ～ 1.5% の成長ができている。また、インフレ期待も、下がってはいるが、5 年先 5 年のインフレスワップレートが 1.7% である。何よりも、エコノミストの長期インフレ予想が 2% 弱である。エコノミストですら、まだずっと 2% には行かないと思っているわが国の場合とは違う。ユーロ圏の場合は、少なくともエコノミストが、長い目でみれば 2% 弱の物価目標を達成できるとみている。最後にもう一言加えると、不動産価格のバブルの崩壊があったのはアイルランドとスペインであるが、漸くアイルランドはプラスになってきており、年率 10% 以上の不動産価格の上昇だそうである。スペインも今改善しているので、あらゆる角度からみて、今のユーロ圏と日本は違うと思う。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、ご意見があればどうぞ。

木内委員

経済・物価ではなく、金融についてである。ドルの調達プレミアムが上がっているという話だが、ただ、これを受けて例えば外債の投資が弱くなるというような動きは、今のところみられない。そのため、動きがなかなか収まらないというか、外債などへの投資が増えるのでプレミアムが高まる。高まると、それが投資を抑えて国内に資金が戻ってくるので、そうなれば、収束していく訳であるが、どうもそうならないのが、やや不安である。つまり、外へ投資が向かう一方で、円の調達コストが下がるので海外から資金が入ってきて、短いところを中心に国債の利回りが下がり、

それがさらに資金を外へ押し出すという動きが、発散的に進んでしまうリスクがあると思う。

もう1つは、その過程で、調達コストが上がる分、投資を抑えるのではなく、よりリターンを稼げるようなものに、リスクを取って海外の投資——例えば米国のクレジット物など——を増やすといった動きが出てくる。これは、米国経済にとってはプラスかもしれないが、わが国にとっては直接的なプラスの面がない一方、金融機関の財務の安定性を損なう可能性もある。ドルプレミアム上昇が目立ってから、今のところは、こういうやや発散的な動きになっている中で、金融機関の財務の健全性に対する影響もみていく必要があると思っている。

中曽副総裁

先程、佐藤委員から、連合の春闘ベア方針の話があったが、確かに、連合は中小下請企業の親企業を上回る賃上げ率を謳っているので、これは裾野を広げるという観点からは1つの考え方であろうと思う。また、引き上げ率についても、私の理解するところでは、過年度の物価を参照することについては、今年は意図的に落としている。つまり、機械的に過年度のCPIにはリンクさせないという方針を明らかにしていると理解している。従って、企業収益や労働需給、物価の基調を踏まえて、幅広いベースで賃金が上がっていくことを、われわれの物価目標に接近する観点からも期待している。重大な関心を持って、見守っていきたいと思っている。

石田委員

私は、連合が、中小企業の賃上げにどのようなレバレッジを効かせられるのか、あまり実感がない。

白井委員

2点ある。賃金のところで、緩やかには上昇していくことは間違いない。法人企業統計の人件費をみると、確かに足もと上昇しているが、長い10

年位でみると横ばいである。製造業と非製造業に分けると、人件費なので賃金×人であるが、製造業の方は——人も減っているとは思いますが——緩やかに低下しており、非製造業の方は緩やかに上昇しているという状況である。人件費を付加価値で割った労働分配率は、確かに低下してきているが、どうも低下幅が大分縮小してきているので、早晩は少しずつ人件費の方にシフトしていく可能性はあると思う。

もう1つ、男女の賃金差について、女性を代表して申し上げたい。やはり凄く差がある。正社員同士でもそうであるし、非正規でもそうである。特に全体で均してみた時の男女の賃金の差が、なぜそれほど大きいのかというと、一度就職して、子育てで辞めて、また入るために、勤続年数が短い。それに、女性はパートが多いからである。また、女性の管理者が非常に少ないということもある。ここは、日本の今までの社会構造の中で出てきたことであるが、賃金の格差があり、今は女性が増えているので、どうしても平均賃金の下がらざるを得ない。いずれは解消していく問題だと思うが、今の transition ではどうしても賃金が抑制的にみえてしまうところがあると思う。

もう1つだけ申し上げておく。東大・一橋物価指数によく言及されるが、確かにそこでみると物価はプラスで推移している。今は1%ちょっと程度だと思う。昨日も申し上げたように、短観の物価見通しの食料品をみると、他の業種と違って下方修正しても、先々はどんどん上昇していくとみているので、食料品メーカーは価格を引き上げやすいとみていると思う。そこは良いが、東大・一橋の消費数量、あるいは実質消費をみると、どちらもマイナスであり、あまり価格だけについて言うのはどうかと思う。価格は上がっているが、東大の指数に出ている売上高は名目なので、価格の部分を除くとマイナスの可能性が高い。一橋の場合は、はっきりと数量もマイナスである。従って、日銀として価格を指摘することは良いが、果たして本当に消費がついてきているかということは、マクロデータでは今のところはプラスであるが、そこは真摯に受け止める必要はあるのではないか。もう1つ、サンプルは少ないが、物価モニター調査で、この先支出を「減

らす」という割合が増えている。元々5割を超えていたが、今は物凄く多い。「増やす」という方は減っている。何を減らすかということ、1位が食料である。「増やす」と言っている少ない割合の人達も、何を増やすかということ食料である。従って、二重構造がある気がするが、そういうものも真摯にみていく必要があると思う。

石田委員

今、日用品について価格と数量の話が出たが、日用品の場合は、今のような少子高齢化のもとで、数が大きく変わる、すなわち景気が良くなれば買う数量が増え、悪くなれば減るというものでもない。数量が増えたり減ったりするのではなく、高いものを買うのか、より安いものを買うのかということであり、食べる物や着る物の数量はある程度決まっているので、数についてみていくのはあまり意味がないのではないかと思う。

佐藤委員

先程の賃上げについて、補足しておきたい。賃上げの動きは、今度の春闘で中小企業に波及するかどうか1つポイントだと思う。石田委員ご指摘のとおり、大企業の労組である連合が、中小企業の賃上げに影響を及ぼすことができるかどうか、確かに不透明感は非常に高いと思う。その一方で、大企業の労組、あるいは連合等の報道等にみられるスタンスを確認すると、やはり彼等としては、今年度の春闘はあまりに大企業に偏り過ぎたということで、好業績の恩恵をもう少し幅広く均霑させていく必要がある、あるいは、大企業の中でも、グループの中で業績の格差が開いている現状があるということであって、そういったグループ内の業績の格差も踏まえ、たうえで、親会社というか、大企業については控えめな要求を敢えて出している、というコメントがなされている訳である。そういう点で、ある程度そういったグループ内の下請け系列会社等にも配慮した賃上げ要求であると理解しているので、こういった動きがどのように広がっていくかは注目していきたい。

黒田議長

それでは、今から 10 分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。10 時 14 分に再開する。

(10 時 04 分中断、10 時 14 分再開)

IV. 来年に向けての検討課題と考えられる対応案についての執行部説明

黒田議長

議論を再開する。今回は、今年最後の金融政策決定会合である。ここ数回の決定会合においては、来年以降、量的・質的金融緩和を進めていくうえでの課題について、何人かの委員から意見が示された。そこで、まず討議に入る前に、来年に向けて検討しておくべき課題について、執行部から説明してもらい、それを受けて委員方からの意見表明をして頂きたいと思う。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

ここ数回頂いていたご議論、宿題等々について、執行部としての考え方をご説明したいと思う。大きく分けて 3 つある。

まず 1 つ目は、年末辺りに毎回検討していることであるが、年度末頃に期限が来る貸出増加支援オペ、成長基盤強化オペ、それから被災地支援のための諸措置について、受付期間を延長してはどうかということである。1 年間の延長というのは、これまでやってきたカスタムである。

2 つ目は、量的・質的金融緩和のもとで、資産買入れをより円滑に行うために何ができるかということである。(1) は適格担保の拡充である。昨日の貸出支援基金のご説明でも若干申し上げたが、国債買入れが進む中で、金融機関の担保が不足がちになっているということがあって、私ども

の与信を出すうえでも、若干それが制約になっている面がある。そういう意味で、われわれが取る担保をどう拡充できるかということだが、実務的に少し頑張れば取れると思っているものが、以下の2つである。1つ目が外貨建て証書貸付債権である。円建ては既に取り持っている。外貨建てなので換算の問題はあるが、勿論海外向けではなくて、国内企業向けのいわゆるインパクトローンということで、これは実務上取ることが可能かと思う。2つ目が住宅ローンである。これは100兆円を超える残高があるものではあるが、極めて小粒なので、若干の工夫をしないとわれわれが受け入れることは難しい。従って、信託を使って一括でバルクで取っていくというようなことが——事務的には多少の工夫が必要だが——できるかと思っている。この2つが実務ベースで可能なものとして挙げられる。

(2)はJ－REITの銘柄別買入限度額の引き上げである。これは何回か議論があったが、銘柄別の買入限度額が今5%となっている。この5%を守る場合には、市場に残っている買入余力が約600億円なので、年間900億円のペースで買っていくと、あと1年も続かないという感じになっている。勿論、J－REITの市場次第ではあるが、現状はそうなっている。これを、10%に引き上げてはどうかということである。なお、5%を超えると、いわゆる大量保有報告の提出が必要になる。その結果、保有者として日本銀行という名前が出ることになるが、買入対象については、格付け等といった客観的基準でほぼ固まるということであるし、大体、日本銀行が買っている銘柄については、世の中の人には分かるので、個別の価格形成に大きな影響を与えることはないだろうと思っている。

(3)は、ポリシーに強く関わるものだが、長期国債買入の平均残存期間についてである。昨日、前田金融市場局長からご報告したとおりだが、来年については、今、私どもが保有している国債の償還が増えるので、グロスで買い入れるべき金額も増えることになる。年間で言うと、今年が110兆円、来年が120兆円という予定である。それから、まだ正式には出ていないが、国債発行計画上短めのゾーンの発行が減ることが予定されている。従って、円滑に買っていくうえでは、買入れの平均残存期間が少し

延びることになる。ここ暫くは、7～10 年程度と頂いているマンドートのもとで、ちょうど真ん中辺りの8年台の半ば、8.5～8.6 年位で買ってきたが、来年は9年台に延びる。これが真ん中位というイメージで買っていくとすると、7～12 年ということになるろうかと思う。なお、これとは別に、かなり技術的な案件であるが、S L Fについて連続利用日数を延ばしてはどうかと思っている。今は15 日だが、50 日程度に延長してはどうかと思う。今の問題と直接は関係ないが、国債の市場流動性を確保する意味で役に立つことだと思うので、もしこの(3)が実施すべきだということであれば、公表は同時にしてはどうかと思う。

3つ目は、企業の設備・人材投資をサポートするための施策である。量的・質的金融緩和のもとで、企業・家計のデフレマインドの転換が進んでいるというご判断だと思うが、広い意味でのデフレマインドについてはまだ残っており、企業の規模、業種あるいは個社ごとにかかなりばらつきがある。従って、これをより積極化していく企業を広げていくにはどうすれば良いかというのが、ここ数回議論されたところである。そうした問題意識に立って、2つほど考えてみた。1つ目は、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするE T Fの買入れである。現在、年間3兆円のE T F買入れを行っているが、T O P I X、日経225、J P X400の3つを市場残高と比例して買っている。これとは別枠に、プラス α ということで、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするE T Fを買い入れてはどうかということである。現在、この趣旨に合致するものとしては、ちょうど符合するということではないが、J P X400が比較的近く、これしかないということである。まずこれを対象に買入れを始め、新たにこういう趣旨に合うものが組成されるよう市場参加者に働きかけていくことではどうかと思っている。なお、昨日の政策委員会通常会合で、以前私どもが金融機関から買っていた生株の売却について、5.5年から10年に延ばすというご決定があった。この分の株が市場に出る金額は年間3,000億円ということになる。これを打ち消すという意味で考えると、来年4月に開始し、金額は3,000億円ということにすれば、今申し

上げた株式の売却にちょうど見合うということかと思っている。

最後に、もう1つの手段として、成長基盤強化支援の適格要件を多少追加してはどうかということである。現在、18項目を例示して適格要件を定めているが、これに、同じ文言だが、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加してはどうかということである。また、そういう企業であれば、大抵、税制上の優遇措置を受けていることが多いと思うので、これを基準とすることで、適格性の審査をより簡略化できるのではないかと思っている。以上である。

黒田議長

ただ今の説明に対するご質問があればお願いします。なお、ご意見については、後程のラウンドにおいて表明して頂く。

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

それでは討議に移る。このラウンドでは、ただ今説明のあった点も含めて、当面の金融政策運営の方針等について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、中曽副総裁からお願いします。

中曽副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にある。低水準の企業の資金調達コストや貸出増、あるいは良好な起債環境などからみて、QQEのもとで企業や家計まで緩和効果が浸透していると思う。以下では、執行部から説明のあった来年に向けた検討課題を踏まえた対応案について述べたい。

量的・質的金融緩和は、効果を発揮しており、現時点で追加緩和は不要と考えているので、説明のあった諸措置は、オペレーションの継続を難しくする、ないし難しくなると市場が予測しているような要因に対して予め手当することを通じて、量的・質的金融緩和を補完することが趣旨だと理

解している。その際に、資産買入れを、より円滑に進めることを可能にすること、また、ＱＱＥの効果が実体経済に、より効果的に浸透していくようにすること、この２つの観点が重要である。

１番目の資産買入れを円滑にするという観点からは、執行部の説明に則して述べると、次の３つの措置を導入することが適当である。まず第１に、適格担保の拡充である。日本銀行が大量の国債買入れを行うもとで、金融機関の保有国債は大幅に減少している。そのため、大手行などからは担保適格資産の不足を訴える声が聞かれている。こうした状況を踏まえると、執行部からの説明にあったように、外貨建て証書貸付債権および住宅ローン債権を新たに適格担保とすることが適当である。担保不足というＱＱＥのもたらす固有の状況に対処することを念頭に置いたものである以上、恒久措置ではないというのが自分の認識である。第２に、国債買入オペである。国債買入れについては、イールドカーブ全体の金利低下を促すという趣旨で行っており、昨年のＱＱＥの拡大の際には、平均残存期間を「７年」から「７～１０年」に長期化した。そうしたもとで、実際に買い入れている国債の平均残存期間は長期化している。具体的には、フローの平均残存期間は、ＱＱＥの導入から昨年１０月までは概ね７年、その後、この１年は概ね８年半と、「７～１０年」のレンジの中心で推移している。しかし、来年以降は９年台まで長期化することが予想される。そうしたことを踏まえると、国債買入オペをより柔軟かつ円滑に実施するために、買い入れる国債の平均残存期間を「７～１０年」から「７～１２年」へと予め長期化しておくことが適当である。そういう趣旨であるので、実際の運用において、目先、俄かに超長期ゾーンの国債の買入れを増やす訳ではないということは、しっかりと市場に伝えておく必要がある。それから、第３に、Ｊ－ＲＥＩＴ買入れである。買入れを進めるもとで、銘柄別の買入限度額である発行済投資口総数の「５％」に達する銘柄が増加しつつある。５％を超えた銘柄については大量保有報告義務が課されることになり、これに伴う市場への影響が気になるところである。しかし、５％を維持すれば、事実上Ｊ－ＲＥＩＴの tapering が始まることになり、政策効果を損なうことに

なるので、Q Q E の補完という趣旨に相反する。今後の円滑な買入れを確保する観点を優先し、上限を 10% に引き上げる案を受け入れたいと思う。

2 番目の観点である Q Q E の実体経済への効果浸透について敷衍すると、Q Q E のもとで企業や家計のデフレマインドは確かに転換してきている。実際、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業も多いと思う。ただ、これまで何度も述べているとおり、マクロでみると収益水準のわりには設備投資や賃金の伸びが鈍いのが実情である。従って、企業の積極的な動きをさらに広げていくことが重要であり、そのために、日本銀行としても、企業の設備・人材投資をできるだけサポートしていくことが適当と思う。

具体的には、新たに E T F の買入枠を設け、設備や人材投資に積極的な企業の株式を対象とする E T F を買い入れることが適当である。そのような E T F としては、当初は J P X 400 に連動する E T F を買入対象とし、趣旨に合致する新規の E T F が組成された場合には、速やかに買入対象に加えていくのが良いと思う。新たな買入枠は、金融機関から取得した株式の売却額と見合う年間 3,000 億円とするのが適当ではないかと思う。そうすることには、幾つかのメリットがあると思う。第 1 に、株式売却の市場への影響を打ち消し、相場への影響を中立化することができる。第 2 に、資本市場の役割への注意を喚起することができる。資本市場は、企業価値を評価し、投資家と結び付けることに本来の役割がある訳だが、今回の施策は、企業のキャッシュフローの効率的な活用に対する資本市場の関心を一段と高めることに繋がると思う。こうした措置が、企業、投資家、市場関係者に対する問題提起というかたちで、キャッシュフローの効率的活用を促す触媒的、catalytic な機能を果たして欲しいと願っている。同時に、第 3 に、企業の設備投資などをサポートする施策として位置付けることにより、自分としては、成長戦略も重要である、というわれわれの従来からのメッセージを託した vehicle としての役割も担って欲しいと考えている。

ところで、E T F は上場企業が対象であるため、E T F の対象とならな

い非上場の中堅中小企業に対するサポートも必要である。この点、執行部から説明のあった、成長基盤強化支援資金供給の適格投融資に「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」に対する投融資を加えるとともに、税制上の優遇措置を利用することで手続きを簡素化することは、良いアイデアと思う。この拡充に合わせて、貸出支援基金等については、1年間延長すべきである。

以上の措置は、経済・物価見通しの下振れリスクの増大や顕現化に対応するものではないという意味で、それ自体は追加緩和ではない。しかし、資産買入れを一層円滑に進めることを可能にすることで、先行き「量的・質的金融緩和」をしっかりと継続し、また、必要と判断した場合には、迅速に調整を行えるようにするものであると考えている。情報発信に当たっては、そうしたメッセージをしっかりと伝えていくべきだと思う。

最後に、当面の金融政策運営だが、現在の政策を着実に進めていくことが肝心であり、金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

布野委員お願いします。

布野委員

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。企業は、その高収益と相俟って、非常に潤沢な資金に恵まれているので、この潤沢な資金を利用しつつ将来に繋がるような投資を加速していくことが期待される。

次に、物価動向であるが、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には、時間がかかると思われる。展望レポートの予測前提との関連では、目下、油価が大幅に下振れていることは気掛かりであるし、今後の緩やかに上昇していく想定についても楽観できず、方向性のない上下動が続く可能性も無視できない。

第2のファクターは為替である。物価へのインパクトという観点から注

目しているドル／円相場は、このところ 120 円台前半のバンド内で上下動をしてきたが、今回のアメリカの利上げのインパクトがどこに落ち着くかに注目している。ただし、今後の利上げが相当の間隔を置いて実施されるとの想定に立てば、さらなる円安進行の可能性は低いとみている。これに加えて、中長期の視点では、貿易収支がゼロ近傍に定着してきたことは、さらなる円安を抑止する作用を持つだろうとみている。以上、資源市況と為替という 2 つのファクターについては、物価押し上げ圧力としては寄与しにくいと思われる。

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、失業率や求人倍率に表れているようにタイトな状況が続いている。雇用者数の増加が続いているとともに、パートの時給も着実に上昇している。設備稼働率は指標をみる限り上昇余地があるように見えるが、今回の短観の設備判断 D I ではゼロ近傍まで達している。こうした人、設備両面でのタイトな状況が緩むことなく長期に亘り持続し、賃上げ、待遇改善、働き方改革、設備投資等を促していくことが、経済の好循環に繋がると思う。そのためには、需要の持続が必須であるが、需要に目を転じると、外需は不透明感が残るものの、内需とインバウンドの方は堅調である。今後は、不確実な外需を補う意味でも、冬のボーナスアップと春の賃上げが、一層の消費促進に繋がることを期待している。

第 4 のファクターは予想物価上昇率である。実体経済の視点から、消費行動と設備投資の意思決定を担う主体である一般消費者と企業経営者の間で、もはやデフレではないという意識が広まってきている。一般消費者の意識に作用しているのは、食品等の購買頻度の高い商品の値上げ動向である。また、企業経営者は様々な手法を駆使して消費者の抵抗感を弱め、需要を冷やさない工夫をしつつも、実際の売上単価の押し上げを進めている。こうした企業の値上げ努力は、消費者物価指数には十分表れていないために、物価は硬直的にみえているが、一方で、サプライチェーン下流に位置する百貨店、コンビニ、外食など小売業や、食品、トイレタリー、衣

料など消費財系企業の利益率向上に顕著であると観察している。以上の観点を踏まえ、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、上昇しているとみている。

このように、需給ギャップと予想物価上昇率は、物価押し上げ方向に有効に作用していると思われるので、不測の事態が発生しない限り、デフレに逆戻りすることはないと思う。今後、消費者物価は、主として油価の影響から下振れと後ずれリスクを伴いながらも、徐々に物価安定目標である2%に向けて進んでいくと期待している。

以上の金融環境と物価動向を踏まえたうえで、最後に金融政策であるが、外需の不確実性が懸念される現在は、目下、着実に作用しつつある国内経済の好循環を推進すべき正念場であると思っているので、現在進行中の量的・質的金融緩和を着実に継続していくことが上策と考える。

次に、先程執行部より説明のあった措置についてであるが、貸出支援基金等の受付期間の延長は、基金自体の趣旨に賛同しているとともに、今後ともその効果を期待できると考えるので、賛成である。また、適格担保の拡充、J－R E I T銘柄別買入上限額引き上げ、国債買入平均残存期間の長期化・柔軟化は、現在の金融政策運営方針のもとでの資産買入の円滑な遂行に資すると思うので、賛成である。企業の設備・人材投資をサポートするための施策についても、経済の好循環を後押しする効果が期待されるので、賛成である。また、特にE T F買入枠を新たに約3,000億円追加設定して、2016年4月より買入を開始する措置については、本行が金融機関から買い入れた保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点からも、賛成である。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

本日は、まず物価の基調を示す指標について、次に金融市場調節方針について、私の意見を申し上げる。

まず、調査統計局が本年 10 月分から、物価の基調を補足するために有益な指標として、5 つの指標——除く生鮮・エネルギー、10%刈込平均値、加重中央値、最頻値、コア上昇・下落品目比率——の公表を開始した。日本銀行は、物価の基調を示す指標について、きちんとした統計的性質や分析を踏まえてこれまで選択してきたが、今回そうした枠組みを改めて明確に公表した点で、有意義であったと思う。

他方、懸念される点として、相互に関連するが 3 点指摘したいと思う。第 1 に、日本銀行が目標としているのは、総合 C P I であり、最終的に金融政策の成功の是非は、事後的にみて総合 C P I が毎月上下していても、例えば 10 年間平均といった長い目でみて、2 % 近傍にあるかどうかで判断されるという枠組みが、却って曖昧になった可能性がある点である。この枠組みは、主要中央銀行が共通して採用している訳であるが、日本においては、元々この点の理解が不十分な中で、複数の指標を新たに示したことで、一層分かりにくくなった面がある。実際、日本銀行の金融政策を熟知する有識者からも、日本銀行が、総合 C P I を重視するスタンスを変更したとの誤解を耳にしている。第 2 に、従来のコア C P I を含め、これらの指標の性質の違いについて、分かりやすい説明が必要かもしれない。例えば、最頻値や加重中央値は、その国の物価のノルムを反映し、長期予想インフレ率との関係でチェックすることが有用な一方で、コア C P I、生鮮・エネルギーを除く C P I、刈込平均値は、需給ギャップとの連動性が高く、予測性が高いなどの大雑把な特徴を一覧表等を用いて解説し、外部の方が活用しやすくするのが良いと思う。第 3 に、物価の基調を示す新たな 5 つの指標が、物価変化率の 2 % 目標からの乖離が拡大する局面で提示されたことから、物価が上昇しにくい現状についての言い訳と捉えられた面があることである。日本銀行としては、物価目標は総合 C P I である点で何ら変わりがないことが、対外的に正しく理解されるよう、有識者、市

場関係者等を中心に、粘り強く説明を続けていく必要がある。目標自体への国民、市場の理解があやふやでは、Q QE政策自体の実現性にも影響を及ぼすので、重要な点だと思う。

なお、日本銀行による最近のデータを用いた物価に関する研究では、①総合C P Iと長期間平均ではほぼ一致するとの観点からみた「トレンドインフレ率の捕捉力」と、②総合C P Iが鞅寄せされる方向にあるかどうかでみた「将来の基調的な変動の予測力」の観点から、従来のコア指標である生鮮食品を除くC P Iのパフォーマンスが高いものの、最近では原油価格の大幅な変動からコアC P Iの信頼性が低下していることが指摘されている。現在のように、コモディティ価格や為替相場について、長期に亘り変動が大きくなる局面では、特定品目だけが常に大きな一時的ショックに直面するとの仮定や、削除品目のショックがトレンド対比で persistent でないとの仮定は成立しなくなっており、トレンドインフレ率を捕捉する指標としての刈込平均値の重要性が高まっていると思われる。また、前述の日本銀行の研究でも刈込平均値による総合C P Iの予測力が高いことが明らかにされていることから、同指標を重視すべきと考えている。

この点について、私は11月下旬にサンフランシスコ連銀主催の国際会議に出席した際に、ウィリアムズサンフランシスコ連銀総裁をはじめFRBや他の地区連銀の研究者が沢山集まる中、物価の基調について個別に活発な議論をする機会を得た。そこで得た考え方を紹介すると、FOMCで物価の基調を示す指標として特別なものを明示しない理由は、メンバー間で合意が得られていないことが主因であるものの、予想インフレ率が2%近くで推移していることに加え、総合PCEデフレーターが10%刈込平均値に鞅寄せされる方向にあるため、同指標の予測力が高い点が重要な一方で、加重中央値や最頻値は分布状況に依存するため注意が必要との見解を耳にした。実際、10%刈込平均値は、8～10月の3か月間は1.7%で推移し、コア指標を上回っており、しかも2%目標に近いことから、物価の基調は良いとの声が多く聞かれ、その後のウィリアムズ総裁の講演では、この点を意識した言及がなされている。

最後に、金融市場調節方針についてであるが、私はこれまで、当面は現状維持が望ましく、仮に現行の資産買入れにかかる継続性に問題が生じる場合には、まずは買入れの平均残存期間の長期化などを検討すべきと再三申し上げてきた。現在の局面は、tapering 等の金融緩和が後退したとの印象を与える決定は適切ではなく、目標達成のために必要な手段を日本銀行が有しており、かつそれを実施する意思があることを示すことを、最優先すべきだと思う。この点、2%を安定的に実現するまでQQEを継続するとのフォワードガイダンスに対して、市場関係者からは、「継続は無理」との声も聞かれている。その際の1つの論拠が、日本銀行のバランスシートの健全性に対する懸念であるが、この点は、先に引当金制度を拡充することで対応することにした。もう1つが、国債買入れの継続性に対する懸念であるが、これについては、本日の執行部による説明は、資産買入れを円滑に遂行するために有効な策だと思うので、基本的には支持する。そのうえで、後程、私の考えを少し詳細に申し上げる。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、金融政策全般について申し上げます。先程申し上げたように、原油価格の動向、賃金の動向等をみると、実体経済が順調に成長していくとしても、物価の上昇ペースが想定を下回っていくリスクがある。さらに、2017年4月の消費税率引き上げも考えると、QQEをより長い期間、継続させることとなる可能性を、良い悪いにかかわらず、考えておく必要があると思っている。

QQEをより長い期間継続していく場合に、まず考慮すべきは、現行の国債買入れの持続可能性だと思う。IMFで8月に、2017～2018年に買入れの限界がくるとのスタッフのレポートが出ているそうだが、市中では2016年後半にも、札割れ発生の懸念があるとみる向きが、必ずしも少数

ではない。国債買入の持続可能性については、どこまで買えるのかという議論があるが、買うということが、金利とか市場機能の状況を考慮せず買うということであれば、物理的には買えるとしても、中央銀行の金融政策としてあり得ないものと考えている。市場の流動性など、この種の問題については、問題が生じるまでは問題は生じないということであり、外部からの何らかのショックの発生を含め、事前に flexion point がどこにあるのか、もとより知ることはできないものと考えている。それ故、市場を預かる中央銀行としては、より保守的な、慎重な対応が必要と思っている。

80兆円の現行のペースを維持した場合、2016年後半より円滑な買入が困難となり、買入ペースを調整せざるを得なくなるような事態の発生の可能性が出てくると考えている。その時点で、物価の基調が展望レポートの想定どおり強くなっていれば、市場は買入額の調整を出口と受け止め、非常に大きな反応を起こす危険があるとみている。

また一方、不幸にして物価の基調が上がらないまま、調整をやむなくされることとなれば、2017年4月の消費税率引き上げの時期にかかることもあり、極めて好ましくない状況となる惧れがある。私としては、買入額の調整はある程度時間的に余裕を持って、かつ、何らかの名分の立つタイミングでやるのが望ましいと思う。国債の需給がさらにタイト化すると見込まれる2016年度は、QQEの効果を減じさせることなく買入額の調整を行うのに相応しいタイミングであると考えている。本件については、国債需給が極めてタイトになっていくもとで買入額を調整するものであり、QQEの持続性を高める一方、QQEの効果は十分保全されるものと考えている。当然ながら、コミュニケーションや付随的施策については、別途、十分な検討を要すると考えている。なお、足もとの金融政策については、現在の諸方針の継続が適当と考えている。

次に、先程執行部より提示された、来年に向けての検討課題について申し上げる。賛成する項目について意見を述べることは省略し、反対する項目について申し上げる。「国債長期化」に関しては、QQE導入の当初より、イールドカーブ全体に働きかけるという点について、超長期ゾーンも

同様に扱うことには違和感があると申し上げてきたところであり、さらに、私自身、買入額の調整も今後の課題と考えているうえ、現行枠内でも繰り返し可能であることから、反対である。「J－REIT」について5%を10%に拡大することは、J－REITが主たる対象とする不動産市場の現在の状況について、不適切なシグナルとなる懸念があり、反対である。元々5%を限度に買っていくという話であり、それで買えなければ仕方がないという理解である。「ETF」については、現在の3兆円枠は、元々1兆円であったものを3倍にしたもので、十分な規模と考えている。新しい種類のETFの買入れが必要であれば、この枠内で十分対処可能であり、追加枠の設定については反対である。保有株式の売却については、期間を決定済みの5.5年から10年に延長し、年間売却額を半減させ、市場へのインパクトを軽減させる対応を取っているという理解である。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。先のセッションで述べたとおり、国際金融資本市場では、このところハイイールド債や新興国市場でリスクオフとなり、世界経済の先行きのリスク・プロファイルは、どちらかと言えば下に厚いと判断される。外生的なリスク要因である以上、本行の対応は限られるが、本行としては「量的・質的金融緩和」を着実に進めることで、経済、市場に対し、建設的なメッセージを発信していけるものと考えている。また、私は、量的・質的金融緩和は資産買入れの進捗とともに、その政策効果および副作用が累積的に積み上がるものと理解している。その意味で、毎回の会合における現行規模の資産買入れの継続ということ自体が、重い判断であるという点を繰り返しておきたい。

そのうえで、先程執行部から提案のあった、来年に向けての検討課題に

ついて、項目ごとに意見を申し上げる。

1 番目の貸出支援基金等の受付期間の延長については、執行部提案どおりで良いと思う。

2 番目の量的・質的金融緩和のもとでの資産買入を円滑に遂行するための諸措置のうち、適格担保の拡充については、量的・質的金融緩和のための時限措置ということであるので、執行部提案に賛成する。第2のJ-REITの銘柄別買入上限額の引き上げについては、反対する。この政策は、そもそも、金融政策で個別の有価証券への資金配分を行うことの特異性に配慮し、銘柄別の買入限度額を5%以内と予め決めたうえで実施している臨時・異例の措置である。5年間買入を続けてきて、5%を超えそうだからという理由で、さらに続けることは、5%以内と決めた時の経緯を推し量ると、如何なものかと思う。REIT市場のキャップレートは、リーマン・ショック前のミニバブル期に近く、リスクプレミアムに働きかける、あるいは当該市場の取引活性化を促すほか、経済全体のリスクテイク活動を後押しするという呼び水効果は、既に十分に発揮されていると考えている。むしろ5%の上限が近づいてきたことから、上限に抵触しそうな銘柄から順次買入を停止する一方、売却は行わず、残高を当分の間、維持することを、早めに市場に周知することが妥当と考える。第3に、国債買入の平均残存期間の長期化・柔軟化については、反対である。現行のディレクティブは「7～10年程度」と幅を持たせてあり、既にある程度柔軟性がある。執行部が試算するように平均残存期間が仮に9.5年に伸びるとしても、それは現行ディレクティブの範囲内である。来年度の国債発行計画で、政府の国債発行年限長期化が見込まれているが、これと相前後して、本行が買入の平均残存期間の長期化を敢えてプレイアップすることで、市場が財政従属への懸念を強める可能性もあり、情報発信のやり方として適切でないと考える。また、私としては、予てより、基調的な物価が堅調地合いを維持しているうちに、量的・質的金融緩和をより持続可能なものにソフトランディングさせることが必要と、毎回の金融政策決定会合で申し上げてきたところでもある。買入の平均残存年限を最長

12 年程度まで伸ばすという執行部案は、そうしたソフトランディングをより一層困難なものとする可能性がある。さらに、年限長期化によりイーロドカーブが一段と平坦化すれば、それは一面では政策効果かもしれないが、金融システムへの負荷を高めるといったプルーデンス面の問題が顕在化するタイミングを、より手前に引き寄せることにも繋がり得ると思う。

3 番目の企業の設備・人材投資をサポートするための施策についてであるが、まず第 1 に、E T F の買入れについて、新たな枠を 3,000 億円設けることには、反対である。E T F の買入れは、リスクプレミアムに働きかけるという目的で始められたが、量的・質的金融緩和の実施、拡大を経て、日本の株式市場のリスクプレミアムは、他の先進国主要市場のそれとの比較で、特段拡大したまま放置されている状況ではないと理解している。言い換えれば、日本株市場は、もはや大幅にディスカウントされた状況ではない。このような中で、E T F の買入れについては、むしろこれを如何にしてソフトランディングさせるかが、当面の重要な課題であると認識している。その点では、昨日の政策委員会にて金融機構局から付議のあった、金融機関から買い入れた株式の売却については、本行保有株式を市場で売却する意図を示すことになるので、量的・質的金融緩和で買い入れた株式についても、今後のソフトランディングの可能性を示すうえでは良いと思う。なお、執行部案では、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とする E T F を買い入れるとあるが、そのような企業の株式を中央銀行が峻別するのは、マクロ政策というよりミクロ政策、あるいは産業政策であり、中央銀行の政策のあり方としては如何なものかという思いがある。また、本行による適格基準の策定までの間、当面は J P X 日経 400 に連動する E T F を買入対象とするのであれば、外形的にはプルーデンス政策目的で保有していた株式を減らす分、金融政策目的で E T F の年間買入額を 3,000 億円増やして約 3.3 兆円とすることとなる。プルーデンス政策と金融政策は相互補完的であり、プルーデンス政策で市場に生じ得るストレスを、金融政策で相殺するという考え方は理解できなくもない。もっとも、私としては、金融政策で既にこれだけ思い切った政策を打って

いる中で、また新たにプルーデンス政策を補完する必要があるのかという思いがある。設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するという趣旨を生かすのであれば、既存の年間約3兆円のETF買入枠内で考えれば良いと思う。最後に、成長基盤強化のための資金供給制度を拡充し、設備・人材投資に関する各種の優遇税制の適用対象企業に対する投融資について、これを簡素な手続きで適格とすることは、執行部提案どおりで良いと思う。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、金融政策運営についてであるが、11月26日に行われた東京大学と日銀共催のコンファランスでは、極めて興味深い報告があった。この報告では、構造型VARモデルとDSGEモデルを用いて、量的緩和が生産・雇用を拡大、失業率を低下させることを示していた。これに対し、討論者は、2%の物価目標を達成するためには、VARモデルでは1京2,000兆円の、DSGEモデルでは3,000兆円のマネタリーベースショックが必要とコメントした。私がラフに名目GDPとマネタリーベースの関係を調べたところでは、600兆円の名目GDPを達成するためには、1,300兆円のマネタリーベースが必要になる。しかし、このように非現実的な数字となるのは、失業率と物価上昇率の関係を示すフィリップスカーブがほとんど水平な時代のデータを用いて推計しているからである。失業率が十分に低下すれば、フィリップスカーブの傾きが急になる局面に到達し、2%の物価上昇率目標を常識的な範囲内のマネタリーベースで達成できると考えられる。

そう考えることができる2つの事実がある。量的緩和を行っているアメリカとイギリスにおいて、これまでマネタリーベースを拡大しても名目GDPは僅かしか伸びなかったが、最近順調に伸びるようになっている。同

じことが日本でも起きると期待できる。

もう1つは、日本の失業率が3.1%まで低下したことである。過去の経験によれば、失業率が3%を切るにつれてフィリップスカーブの傾きが徐々に急になり、2.5%を切る時点で傾きが垂直に近くなる。すなわち、QQEの物価に対する効果は逡減するのではなく、ある時点で逡増すると考えることができる。それは、人々のインフレ期待が高まり、失業率の低下とともに現実の物価が上昇し、それがさらに人々のインフレ期待を高める時である。そのような、QQEの効果が大きくなる真実の瞬間とも言うべき時が、やがて来ると思う。その瞬間では、金融緩和の程度を緩めていく必要がある。私は、真実の瞬間が2016年度の末頃に来るのではないかとと思っているが、その直後に消費税の増税があり、真実の瞬間は遠のくと思われる。しかし、そのような瞬間が来ることを、意識しておくべきだと思う。真実の瞬間が、将来、来るとすれば、その時点での確に金融緩和の程度を抑制することが必要になる。その瞬間を捉えるためには、物価の予想を四半期で行うことが望ましいと思う。足もとの物価とその変化をよりの確に認識し、その認識を市場により効果的に伝えることができるからである。GDPについては四半期で予測することは必要ない。しばしば大きく改訂されるGDP速報の四半期のパターンに過度にとらわれることは、却って金融政策を不安定にするからである。

政策については、現在の緩和を続けることが望ましいと思う。ただし、物価と失業率など実体経済の指標を、今まで以上に注視する必要がある。また、私のやや楽観的な見方が誤っており、所得から支出に向かうメカニズムを表す指標が悪化すれば、躊躇なく追加緩和をすべきである。

次に、執行部からの検討課題であるが、私は現状のQQEを継続することが必要と考えているので、量的・質的金融緩和を円滑に推進するための諸措置の導入に、全て賛同する。ただし、企業の設備・人材投資をサポートするための施策には疑問がある。理由は、中央銀行は産業政策や社会政策をするべきではないと考えているからである。私は、なぜ人々が効果の不明確な産業政策が好きなのか分からない。ただし、これまで行っている

ものについて、その規模を縮小することは、量的・質的金融緩和の度合いを削減すると誤解される可能性があり、そう誤解されることの副作用が大きいと思われるので、続けることに賛同する。また、これまでの産業政策的な政策も総花的であり、ほとんどの産業に平等に金融緩和効果を与えるという意味で、産業政策的な意味合いが強くないと考えているからでもある。しかし、新たな産業政策的な政策は、基本的には行うべきではないと考える。株式処分のマイナスの影響を避けるためであれば、単純に、これまでの方針での買入額を増やせば良いと考える。ただし、これに反対することも量的・質的金融緩和の抑制と誤解されるという副作用があり、この副作用への考慮と、実際に行われる施策の産業政策的意味合いが僅かなことを考えて、賛成する。実際、現状の J P X400 も日経 225 も、ほぼ同じ動きをしているので、現実には何も変わりはないと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

次回会合までの金融市場調節、資産買入方針、並びに今後の金融政策運営方針については、従来の自身の提案が妥当と引き続き考えており、同様のものをあとで提出したいと思う。実質長期金利の低下が一巡するもとの、量的・質的金融緩和の限界的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の可能性等といった各種副作用は逡減しておらず、買入規模を減らすことで資産買入れの安定性を高めつつ、限界的な効果と副作用のバランスを改善できると考えている。

さて本行の国債購入について、来年は2つの意味で節目を迎えると言える。第1はストックの側面であるが、国債発行残高に占める本行の保有割合が、英国中央銀行の過去のピークである3割強、物価連動債を除いた

ベースでみて4割の水準を超え、主要国の中では未知の領域に入っていくことである。第2はフローの側面であるが、本行のグロスの長期国債購入額がグロスの市中発行額に並び、上回る可能性もあることである。まず第1の点であるが、国債保有残高比率が英国でのピークを初めて上回るといっても、日本では、短期保有傾向が強い海外の保有比率が低い一方で、国債を持ち切る傾向が強い生保や年金の保有比率が高い点を踏まえると、国債購入に伴う潜在的な困難度合いは、もとより日本の方が高いと思う。足もとの市場動向をみると、海外資金流入の影響も受けて短国や短めのゾーンの長期国債を中心に逼迫感が強まっている。ドル／円ベースの拡大傾向が長期化する場合には、こうした傾向も長期化、構造問題化する可能性がある。さらに、その影響がより長めのゾーンへと広がっていく可能性にも、この先注意したいと思う。このような環境のもと、何らかのショックで金融機関のリスク回避傾向が強まれば、長期国債の買入れの安定性、持続性に不安が生じ、タームプレミアムの上昇がもたらされるリスクが潜在的には着実に強まっているように思う。いつも申し上げている点であるが、私の減額提案には、こうしたリスクを未然に軽減する意図がある。因みに、長期国債買入れの限界時期に関する多くの外部試算については、こうしたいわば有事ではなく、平時を前提にしている点を理解しておく必要がある。

ところで本行が国債保有を増加させていくと、保有国債の償還額も年々増えていく。その結果、残高増加目標は変わらなくても、本行のグロスの国債購入額は増加傾向をたどる。国債市場の流動性リスクや長期国債オペの不安定化といった副作用については、グロスの需給関係といったフローの側面も相応に影響を与えるものと考えてきた。来年は本行保有国債の償還額が約40兆円と今年の約30兆円から増加する。その結果、残高増加目標が現状の年間80兆円ペースで維持される場合でも、グロスの購入額は今年の110兆円程度から120兆円程度に増加する。他方で、カレンダーベースの長期国債市中発行額は、今年度と比べて相応に減額が見込まれている。その場合、冒頭で述べた第2の点であるが、本行のグロス購入額がグロス

発行額に初めて並び、あるいは上回る可能性もある。今までの大量の国債購入は、プライマリーディーラーが落札した新発債の多くを、極く短期間で日銀に売却するという、いわゆる日銀トレードによって支えられてきた面が強いことを踏まえると、来年は、日銀トレード以外から、より多くの国債を購入する必要性が生じ、国債市場の新たな圧力となる可能性が考えられる。

最後に、先程執行部からの説明があった各種措置についてであるが、資産買入措置に関する私自身の提案との整合性に照らして、それぞれの賛否を考えたいと思う。

まず J－R E I T の個別銘柄ごとの買入上限の引き上げ措置についてであるが、私は J－R E I T の保有残高の年間増加ペースを、現行の約 900 億円ペースから、約 300 億円ペースに変更することを提案している。この場合には、現在の個別銘柄ごとに 5 % という上限を維持しても、買入適格銘柄の新規発行がないとの前提のもとで向こう 2 年程度は買入れが可能との計算となるため、制度変更は必要ないと考える。また一般に、本行が個別銘柄への関与を強めることは、本行の民間企業活動に対する中立性や健全な価格形成の観点から望ましくないと考えており、この措置には賛成できない。

次に、長期国債買入れの平均残存期間の長期化についてであるが、私は現行 7 ～ 10 年程度を 7 年程度に変更することを提案しているので、長期化には賛成できない。また一般に長期化には、第 1 に、生保などが超長期の国債を持ち切る傾向が強いことなどを踏まえると、買入れの安定性をむしろ低下させる可能性があること、第 2 に、事実上、政府の国債管理政策により深く関与することになること、第 3 に、将来、長期国債保有残高の正常化に要する時間が長くなること、などの多くの問題点があると考えている。

さらに、E T F の保有残高については、年間増加ペースを現行の約 3 兆円ペースから、約 1 兆円ペースに変更することを提案しているので、3,000 億円の増額には賛成できない。また一般に、リスク性資産を多く取得する

ことが、本行の財務の健全性に与える影響に配慮する必要があると考える。加えて、特定の企業群を支援するという、従来と全く異なる目的で新たな E T F 購入枠を設定する訳であるが、対象銘柄選択の難しさなどから実効性の低いスキームに終わる可能性が相応にあり、それは政策全体への信認を低下させかねないと考える。

他方、それ以外の各種資金供給の延長と一部要件の見直し、適格担保適用範囲の拡充、国債補完供給の要件緩和については、賛成したいと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

初めに、執行部から説明のあった来年に向けた検討課題について、意見を述べる。基本的な考え方は、最初に中曽副総裁が述べられたことに賛成である。具体的には、貸出支援基金等の受付期間の 1 年延長は、賛成である。金融機関の国債担保使用率の状況からみて、外貨建て証書貸付債権と住宅ローン債権を適格担保に加えることは、適切な措置であり、賛成である。また、Q Q E を効果的にかつ円滑に進めるという意味で、J - R E I T の銘柄別買入限度の引き上げと長期国債買入れの平均残存期間を 7 ～ 12 年程度に長期化・柔軟化することにも、賛成である。企業収益が既往最高水準に達しているわりには、企業全体としてみると、設備と人材投資が高まっていない現状から判断して、企業の設備・人材をサポートする 2 つの施策についても、賛成である。なお、以上の措置は、追加緩和ではなく、資産買入れを円滑に進めるための Q Q E の補完であることを、マーケットの参加者をはじめ、人々にしっかりと伝えることが重要であるので、コミュニケーションを工夫して頂きたい。

次に、金融政策運営については、最近の予想インフレ率指標の低下との関係についてだけ述べておきたい。予想インフレ率の低下に歯止めがかか

らなければ、金融政策による対応が必要になる。そこで、例えば、12 月短観の企業の物価見通しが、前回 9 月短観に続いて下方に修正されたことをもって、金融政策で何らかの対応が必要と考えるべきかどうかを考えてみたい。

日銀短観の企業の物価見通しは 2 回連続で下方に修正されたが、下方修正は 1 年先が最も大きく、3 年後から 5 年後にかけて上昇する傾向は維持されている。こうした物価見通しの下方修正の仕方をみると、企業は、原油価格の低下に歯止めがかからず、消費者物価指数（除く生鮮）前年比が 8 月から 3 か月連続 -0.1% で推移しているという状況をみて、適応型期待によって物価見通しを下方に微調整したと考えられる。しかし、原油価格は、どこまでも低下し続けるものではなく、安定すれば、その物価への下方圧力は剥落する。従って、原油価格が下げ止まる一方で、エネルギーを除いた消費者物価上昇率の前年比が上昇するにつれて、エネルギーを含めた消費者物価前年比の上昇幅も拡大していくと思う。そうなれば、企業などの適応期待型の予想インフレ率も上昇に転ずると考えられる。

さらに、以下のデータも金融政策は現状維持が妥当であることを示している。第 1 に、企業の価格設定に上方改定の動きがみられ、消費者もそうした価格改定を受容しながら消費を増やしている。第 2 に、消費者物価を構成する品目のうち、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急速に上昇している。第 3 に、需給ギャップを決定する主要因である労働市場の需給は逼迫しており、今後も賃金上昇が続くと予想される。すなわち、10 月の有効求人倍率の 1.24 倍は、1992 年 1 月以来の高水準である。12 月日銀短観の雇用人員判断指数も、全産業全規模で -19 と、1992 年以来の人手不足であることを示している。こうした労働需給の逼迫により、賃金上昇は今後次第に加速するとみている。その結果、フィリップス曲線はスティープ化するとともに、上方シフトがもたらされ则认为ている。第 4 に、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価指数の対前年比は 2015 年初来、上昇傾向にある。

以上から、現在は、今後の物価の基調とそれに影響を及ぼす需給ギャッ

プの動向や予想インフレ率がさらに低下しないかなどを見守る段階で、金融政策運営は、現状を維持することが妥当であると考えている。以上である。

黒田議長

委員方のご意見を私なりにまとめると、金融市場調節方針については、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。当面の先行きの金融政策運営についても、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で概ね一致していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。

企業や家計の支出行動を支える金融環境については、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向を続け、貸出金利は既往最低水準にあるなど、緩和した状態にあるという見方では一致していたと思う。

物価についても、引き続きご意見があり、確かに足もとでは生鮮食品を除く消費者物価の前年比は0%程度になっており、先行きもエネルギー価格下落の影響から当面0%程度で推移するとみられるが、この間、需給ギャップの改善が続いている。さらには予想物価上昇率についても、先程申し上げたように弱めの指標がみられるが、今のセッションでも何人かの方が指摘したように、企業の価格設定スタンス、あるいは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の評価で良いのではないかと思う。

次に、来年に向けての検討課題を踏まえた対応案について、委員方のご意見を整理したいと思う。委員によって濃淡はあったが、概ね次のようにまとめられるかと思う。まず第1に、貸出支援基金等については、受付期間を1年間延長すべきとの意見で一致していたと思う。次に、資産買入を円滑に遂行するための措置として、金融機関の保有国債残高が大幅に減少していることを踏まえ、外貨建て証書貸付債権や住宅ローン債権を適格

担保化することが適当であるということについても一致していたと思う。これに加えて、多くの委員は、国債買入れの平均残存期間を現行の「7年～10年程度」から「7年～12年程度」へと長期化・柔軟化すべきである、また、J－R E I Tの銘柄別買入上限を「5%以内」から「10%以内」に引き上げるべきであるとのことのご意見であった。

また、企業の設備・人材投資をサポートするための施策については、多くの委員は、新たにE T Fの買入額を設定し、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするE T Fを買い入れることが適当との意見を述べられた。買入枠については、来年4月以降の銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点からも、3,000億円とするとのことのご意見であった。また、大方の委員が、成長基盤強化支援資金供給について、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業への投融資を適格融資に追加するとともに、税制上の優遇措置を利用して、手続きを簡素化するとのことのご意見を述べられた。

私自身も、量的・質的金融緩和のもとでの資産買入れをより円滑に進めることを可能にすること、また量的・質的金融緩和の効果が、企業部門をはじめとする実体経済に、より効果的に浸透していくようにすること、という2つの観点から、各種の措置を導入することが望ましいと考えている。この間、石田委員、木内委員、佐藤委員からは、国債買入れの平均残存期間の長期化、J－R E I Tの銘柄別買入上限の引き上げ、新たなE T F買入枠の設定について異なる意見が示された。

以上、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。ご意見をどうぞ。

白井委員

資産買入れを円滑に遂行するために必要な検討に関する私の考えを申し述べる。まず、国債買入れの平均残存期間の拡大については、本行が保有する国債の平均残存期間は来年、9年超に長期化するとみられ、現行の7～10年程度のままでは、上限に近づき、市場参加者の間で資産買入れ

の持続性への疑念が強まる可能性がある。そこで、より柔軟な買入れを可能とするために、9年超を中心に幅を持たせるかたちで7～12年程度に拡大することを支持する。また、SLFの連続利用可能日数については、来年度から財務省が流動性供給入札を一部毎月から隔月に変更することを踏まえ、国債市場の流動性確保の観点から、現行の最長15営業日から最長50営業日に延長することも賛成する。

次に、適格担保の拡大については、国債買入れの継続性を確保するための直接的かつ効果的な政策対応と考えられるため、賛成である。その具体的な対象を、国内企業向け米ドル建て証書貸付債権と個人向け住宅ローン債権とすることについては、特に米国については、海外中銀でも担保対象債権とする事例がみられているようであるし、わが国でも信託等の手法を用いることで担保規模も相応に確保できるため、有力な候補だと思う。ただし、LTVの水準等の債務者の属性を含めた適切な信用リスク管理の検討をお願いする。

J-REITの銘柄別買入上限額の引き上げについては、来年半ばにも対象資産が枯渇する懸念がある中で、10%まで拡大し、買入余地を引き上げることは理解できる。とはいえ、足もとでは首都圏の新築マンション販売平均価格がバブル期並みの水準に達し、かつREITが購入可能な物件数が減少するとの指摘がみられる中で、上限額の引き上げがわが国の不動産市場の発展と経済成長の底上げにどのように寄与するのかはやや不透明であるので、引き続き注意深い点検が必要になると思う。なお、この引き上げに伴い保有比率が5%を超過する場合には、金融庁に対して、大量保有報告書の提出が必要になり、保有する個別銘柄が明らかとなってしまふ。このため、当該債券の信用力にかかる憶測を招かぬよう配慮が必要となる。この点、対象銘柄をAA格以上の格付け取得を条件とすることで、第三者の目からみても十分高い信用力を有することになり、本行の判断が当該先の信用力評価を左右する懸念は極めて小さくなると思う。よって、この案も支持する。

ETFの買入れについてであるが、私は、昨日の政策委員会の場で、金

融機関保有株式の買入れによって取得した株式の売却開始について、現在実施している金融緩和政策との整合性を確保するための金融政策面での対応を検討することを前提に、賛成した。この点、保有する株式、約3兆円分を今後10年間に亘り均等売却し、その同額分を、QQEを継続する限りにおいてETFの買入れに回すとの提案は良いと思う。その際、JPX日経400の市場規模がまだ小さいため、まずはそれに連動するETFを購入対象とすることは自然だと思われ、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするETFを購入対象に加えていくことは、市場規模の大きな拡大は見込めないとしても、企業のデフレマインドの転換に必要となるリスクテイクを後押しするとのメッセージを送ることはできると思う。従って、こうした趣旨に沿ったETF組成を促す新たな枠を設けることは面白い案だと思う。企業に賃金引き上げを促すことにも繋がるかと思う。

また、成長基盤強化支援資金供給の適格投融資に、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業を追加することも良いと思う。

最後に、貸出支援基金等の受付期間延長についても賛成する。

木内委員

量的・質的金融緩和の円滑な遂行のための措置について、先程、私自身の提案との整合性に照らして賛否を決めるということを申し上げたが、追加で、J-REIT、ETFについて、意見を申し上げたい。

J-REITについては、本行の買入上限5%に、まだ達していない銘柄を探して買うような投機的な動きが、かなり以前からみられていた。その結果、価格形成がファンダメンタルズからかなり乖離している面も相応にあるように思う。これは、市場規模に対して本行の買入規模が既に過大になっていることの現れだと思う。また、J-REIT購入によるマクロ的な政策効果についても、改めて考える必要があるように思う。

提案されているETFの新たな枠組みについてであるが、まず、買入れの対象となる銘柄を明らかにしつつ、本行が個別の株価に影響を与えるよ

うな政策を行うことが中立性の観点から妥当なのかという問題意識がある。それに加えて4点ある。第1に、買入れの対象となるETFが本行のニーズに沿ったかたちで果たして組成されていくかが不確実である点、第2に、仮に組成されたとしても、いわゆる日銀買入銘柄といった触れ込みで販売促進に利用される可能性がある点、第3に、本行が買入対象となるETFの銘柄を適切に選択できるか、選択するのは難しいのではないかという点、第4に、以上の点からこの枠組みが理念先行で上手く稼働しない場合には、政策の信頼性が傷つくという問題点が挙げられる。さらに、第3の銘柄選択の難しさという点について、やや補足する。買入規模が一定ということから、制度の趣旨に沿って比較的少数の銘柄で構成されたETFを購入するとなると、個別株式銘柄への影響が過度に強まる可能性がある。一方で、逆に多数の銘柄で構成されたETFを購入する場合には、価格形成を歪めるとか、本行の中立性に関わる問題は相対的に小さくはなるが、その場合は現在のETF購入と変わらなくなってしまう。こうした、やや二律背反的な問題があると思う。

中曽副総裁

私自身、このQQEがこの先何年も何年も続けていける政策とは考えていない。いずれ、どこかで正常化に向けて舵を切っていく政策であると思う。実際、われわれの物価目標は、2016年度後半頃に2%と言っているのだから、2016年は大変重要な局面になる。だからこそ、それ故、今回の一連の措置により、オペレーションの綻びを招くと受け止められかねない技術的な要因を排除しておくことは、政策の継続可能性に対する疑念が生じることを防ぐとともに、われわれの政策継続に対する構えを整えることにもなる。そのことを通じて政策効果も維持されることになる。政策効果が維持されれば、やがて金利上昇期待が出てきて、これでまたオペも回っていくという循環が期待できるのではないかと思う。いずれにせよ、そうした観点から、今回の一連の措置というものは、正常化に向けた、いわば道筋を付けやすくするものと私は理解している。実際、長期国債買入

れの平均残存期間のレンジを7～12年とかなり幅広くするという事は、正常化の過程でも、オペレーションの柔軟性を維持する面もあるのでないか。

木内委員が指摘されたJ－REITについては、私も大変悩んだところである。買入限度額が5%を超えていくと、個別銘柄の増減について開示しなければならなくなり、買入れの時はもとより、いずれやって来る売却局面でも、個別の銘柄につき日銀という大口投資家の動きが非常に読みやすくなるので、スペキュレーションの機会を提供することになる。この点は確かに気になると考えたところである。ただ、今5%を維持するという選択肢を採ってしまうと、J－REITが事実上、先行的に tapering してしまうことになる。従って、QQEの構えはしっかりとしておくという観点から、私は10%に引き上げることを受け入れたのである。ただ、国債と異なり年限のないJ－REIT、ETFについて、正常化の過程でどうしていくかということについては、例えば、十分に長い期間を取るというようなことを含めて、色々構想しておくことは、必要なことではないかと思った。

原田委員

石田委員と木内委員にお伺いしたい。石田委員は、国債買入れの長期化に反対で、それは最初からそもそも超長期のものを買うことに違和感があつたのご説明された。それは、以前この会合の場でご説明されたことなのかもしれないが、私はそれを知らないで、今、ご説明頂ければ有難い。

もう1つ、木内委員に質問だが、国債の買入限界が認識されればショックがあるということを、ずっとおっしゃっていた訳だが、ここで国債の残存期間を長期化しなければ、当然、限界は来る。よって、ご自分の予想が当たるように、そのように国債の残存期間を短くするという制度的なことをおっしゃるのは如何なものかと思う。それについては、どうお考えか。

石田委員

2013 年 4 月、QQE 導入の時に、イールドカーブ全体に働きかけるという言葉と平均買入期間の問題があった。平均買入期間が少し長いのではないかという議論に対して、40 年債も入れるとこうなる、という議論がなされ、その時に、私だけではなく他の委員からも、超長期のマーケットは特殊なのではないか、との指摘があった。基本的には生保のマーケットであって、需給関係がある程度その世界で閉じている。そういうところに入っていったら価格を崩してしまうと、出て行く時も問題であり、金融政策として超長期のところを下げていく意味が何かあるのだろうか、という議論もあった。その議論は、7～10 年になった時も潜在的にはあったと思う。これが今回、さらに延びるのである。超長期を増やしていくという世の中の流れもあるが、われわれがそこから出て行った時には、多分、生保では吸収できなくなるのではないか。この辺を色々と考えて、違和感があるということである。

原田委員

分かった。

木内委員

超長期のところは特殊なゾーンであり、特に生保が持ち切る傾向が強いところである。そう考えると、例えば 5 年、10 年は、新発債に対して、われわれが 100% 買っていて、20 年債など長いところは、もう少し比率が低く 75% 位だったと思うが、だからといって長いところは買入余地が非常にあるのかというと、そうではない。超長期の方が、保有者が短いところと違うということもあって流動性の低い面があるので、平均残存期間を長期化して、より長いところを買うことによって、オペの持続性、安定性が高まるかは疑問であると申し上げた。

それから、長いところを買うことで、より長いところの金利が追加的に下がる可能性はあるとは思いますが、果たしてどれだけの経済効果を生むのか

と思う。つまり、5年、10年辺りであると、経済全体に与える影響はそれなりに大きいと思うが、アメリカのように30年の社債が出ている訳ではない日本では、住宅ローンではあると思うが、極く一部の住宅ローンのフラット35などの一部の金利に、多少影響を与えるに過ぎないと思う。そういう面で、非常に長いところを買うのは、その効果と副作用の観点からすると、見合わないのではないかというのが基本的な見方である。従って、私は長期化するのでなく、買入れの減額の方が資産買入れの安定性に資すると思う。

それに、長期化しなくてはならない、ということでもないのではないか。私は、それが良いとは思っていないのだが、例えば、短いところをもっと買っていくということで、平均年限を変えなくても、グロスで10兆円の買入増額に取り敢えずは応えることができるのではないかと思う。超長期を必ず買わなければ、買入れできなくなる、ということではないと思う。短いところは、政府が国債発行を減らす可能性はあるが、一方で流動性供給の制度を見直し、1～5年については増やすということでもあるので、金利の低下に目をつぶれば、今までと平均年限を変えなくても買うことはできるだろうと思う。

原田委員

短期のものをさらに買っていくとマイナスの金利になると思うが、それはそれで良いというお考えか。

木内委員

いや、私は、根本的には減額することが良いと思っている。

原田委員

自ら限界を作って、だから買入れに反対というのは如何なものか、という質問には、まだ答えて頂いていない。

木内委員

ご質問の趣旨が良く分からない。自ら限界を作るとは、どういうことか。

石田委員

私も分からない。

原田委員

買入れの限界が認識されれば、ショックがあるというが、それは国債の残存期間を短くするからである。

木内委員

だから、事前に対応する、というのが私の意見である。

原田委員

つまり、長期のものを買えないようにするのだから、限界を自ら作るという訳ではないか。そうするとご自分の予言を実現するために、制度を変更するということになるが、それは如何なものかというのが私の質問である。ご自分の予言を実現するために反対だということで良いか。

石田委員

予言ではなくて懸念ではないか。懸念への対応ということで、予言の実現ではないのではないか。

原田委員

懸念が何であるかということを何度も質問しているのだが、明白なお答えを頂いていない。

木内委員

懸念とは、どこかで安定した買入れができなくなってしまった時の大き

な混乱であり、事前に軽減させた方が良くだろうということである。

原田委員

だから、それはどういう混乱なのか、ということを含めて伺っている。

木内委員

それは、突然買入の限界が意識された時に、タームプレミアムが跳ね上がる可能性があるということである。

佐藤委員

7～10 年程度という現行のディレクティブを修正することに関し、執行部の説明のとおり 9 年台で買えるということであれば、なぜ現段階で敢えてこの 7～10 年程度というところを修正する必要があるのか。これを、ディレクティブあるいは対外公表文に書き加えると、当然プレイアップされるが、それが市場にもたらす波及効果について、私は懸念している。つまり、先程執行部から提案のあった一連の措置について、これが外部からどうみえるかということである。先月からの経緯を考えると、11 月の会合では対外公表文の中で予想物価上昇率の判断を下げた。それから 12 月短観では、原油価格の影響という評価ではあるが、企業の予想物価上昇率が短いところを中心に下がってきているという現象がみられている。こうした中で、こういった措置を決めた時の市場関係者の予想される反応としては、追加緩和と誤解される可能性が相応にある。勿論、多くの委員から、追加緩和ではなくて、QQEを補完するものだという説明があったのだが、やはり誤解される可能性は相応にあると思う。それから、ETFの買入増枠、あるいはJ－REITの増枠ということに関しても、やはり国債買入には限界があって、この程度のメニューしか残っていないというように思われて、却ってQQEの限界が近いと受け止められる可能性があるのではないかと思う。この点で、この措置は今後市場とのコミュニケーションを難しくする可能性があると思うので、これはよく考え

てやっていかないといけないのではないかと思っている。

それから、オペの限界ということに関して、私なりの意見を補足しておきたい。オペの限界と言う時には、2つあると考えている。1つは本当に物理的に買えなくなるリスク、ないしはオペレーショナルな意味での買えなくなるリスク、すなわち、金融機関がもはや売却に応じなくなるということで未達が続くということである。イールドカーブの形状によっては、そうしたリスクが出てくるものである。もう1つのリスクは、そういった状況が昂じると、恐らく債券市場は価格で反応するということである。すなわち、本行がより高い価格で買うということを明示すると、より高い値段であれば売り手がどんどん現れてくることもある訳である。その結果として、金利低下がより極端に進む可能性もあると思う。どういうことかと言うと、イールドカーブのかなり幅広い領域がマイナス金利化してしまうというリスクである。こういう状況の中では、皮肉なことだが、却って本行の買入れはやりやすくなってくる。なぜならば、民間の金融機関はIR上の観点から、マイナス金利の国債は買えないということであろうから、来年になるとグロスで本行が120兆円買い、グロスの市中発行額がそれに匹敵するということであるので、イールドカーブが全部マイナスに突っ込んだ中で、恐らく買い手は本行だけになると思われる。これはまさに財政ファイナンスであって、本行が財政ファイナンスではないと幾ら説明したところで、市場はそのようにみなす可能性があり、その点のリスクを懸念している。オペの限界と言った時には、突然買えなくなって金利が急騰するというリスクも勿論あるのだが、蓋然性はどちらが高いかといえ、逆に本行だけが買える状況になってしまう方が、よりlikelyなリスクではないかと思う。そういった、本行だけが国債の買い手になるという状況をどう考えるかということが、今後の重要なポイントになってくるのではないかと思う。

黒田議長

それでは意見がおおよそ収斂したので、後程、採決を行いたいと思う。

執行部は採決に向けた準備を進めて頂きたい。

ここで、政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。まず、岡田直樹財務副大臣から願います。

岡田財務副大臣

私は、財務副大臣として初めてこの会合に出席するので、一応確認をさせて頂きたいが、先程執行部からご提案のあった来年に向けての検討課題、そしてその対応策、主要な点は、長期国債買入れの平均残存期間を7年ないし12年程度に拡大するという事、ETFに新枠3,000億円を設けて、約3兆3,000億円にする、あるいはJ-REITの買入限度額の引き上げといった点について、いわゆる金融政策の変更についてご決定されようという方向性であると認識して宜しいか。

それでは、その場合には会議を一時中断して頂き、財務大臣に連絡を取らせて頂き、そのうえで政府として正式のコメントをさせて頂きたい。

黒田議長

分かった。ただ、議案の説明を聞いて頂いてからの方が良いと思うので、まず議案を取りまとめて執行部から説明させて頂いたあとで、ブレイクを取ることとしたいが、宜しいか。

岡田財務副大臣

それについては、全く問題ない。

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に関する議案、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]

黒田議長

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針、当面の金融政策運営方針について、従来と同様のものを提案したい。

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議案について説明をお願いする。

内田企画局長

まず、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入について、6つ議案がある。別紙1から読み上げる。

[「貸出支援基金等の延長に関する件」を読み上げ]

[「日本銀行適格担保の拡充に関する件」を読み上げ]

[「長期国債買入れの平均残存期間の長期化に関する件」を読み上げ]

[「J－REITの買入限度額の引き上げに関する件」を読み上げ]

[「新たなETF買入れ枠の設定に関する件」を読み上げ]

[「成長基盤強化支援資金供給の拡充に関する件」を読み上げ]

以上の6点である。

続いて、金融市場調節方針の決定に関する議長案である。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

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]

対外公表文の議長案である。「2015年12月18日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致／賛成○反対○)。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。2. 資産の買入れについては、以下の方針とする(全員一致／賛成○反対○)。①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は、本年中は7年～10年程度、来年からは7年～12年程度とする。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する」。

若干補足すると、2. ①の長期国債買入れの平均残存期間であるが、「本

年中は7年～10年程度、来年からは7年～12年程度」としているのは、この買入方針は次回金融政策決定会合までであるので、来年1月末に行われる決定会合までのうち、本年中は7年～10年を維持し、来年入り後次回決定会合までは7年～12年という趣旨である。同じく、ETFについて今回新たに3,000億円の枠を設けるが、4月からというご議論になっているので、次回決定会合までであれば、3兆円ということである。

3. については、昨日詳しく申し上げているので、前月との変更点のみ申し上げる。輸出であるが、「輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している」、公共投資は、「高水準ながら緩やかな減少傾向にある」、鉱工業生産は、「横ばい圏内の動きが続いている」、業況感については、「企業の業況感は、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している」としている。それ以外は、前月と同じである。

4.、5.、6. については、前月までと全く同じ文章である。7. を追加している。「こうした方針に沿って「量的・質的金融緩和」を推進していくに当たっては、国債市場の動向や金融機関の保有資産の状況などを踏まえ、より円滑にイールドカーブ全体の金利低下を促していくことが適当である。また、「量的・質的金融緩和」のもとで企業や家計のデフレインドは転換してきており、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業も多いが、そうした動きがさらに広がっていくことが期待される。こうした観点に立って、日本銀行は、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定した（別添）」。

別添を読み上げる。「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入。1. 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート。（1）新たなETF買入れ枠の設定（全員一致／賛成○反対○）」。以下、「（全員一致／賛成○反対○）」は省略する。「ETFの買入れについて、現在の年間約3兆円の買入れに加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる。当初は、JPX日経400に連動するETFを買入対象とし、この施策の趣旨に合致する新規のETFが組成された場合には、

速やかに買入対象に加える。新たな枠によるETF買入は、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始する。（２）成長基盤強化支援資金供給の拡充。成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、現在の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融資について、手続きを簡素化する（税制上の優遇措置の対象となっている企業に対する投融資を適格とするなどの措置を講じる）。（３）貸出支援基金等の延長。「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、受付期間を1年間延長する。２．「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置。（１）日本銀行適格担保の拡充。「量的・質的金融緩和」のもとでの長期国債買入に伴って金融機関が保有する適格担保が減少していることを踏まえ、外貨建て証書貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入する。（２）長期国債買入の平均残存期間の長期化。長期国債のグロスベースでの買入額が増大することが見込まれることから、買入を柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化する。また、国債の市場流動性を確保する観点から、国債補完供給（SLF）の連続利用日数に関する要件を緩和する。いずれも2016年1月から実施する。（３）J-REITの買入限度額の引き上げ。現在、J-REITについては、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としているが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げる」。

脚注1．であるが、現在の買入について、TOPIX、日経225、JPX日経400を対象とし、それぞれ市場残高に比例して買っているということを述べている。脚注2．は、私どもの銀行株式についてのこれまでの

決定について書いたもので、これに伴う売却規模について、「なお、売却の規模は、2015 年 11 月末時点の時価で年間約 3,000 億円となる見込み」とあり、これと 3,000 億円が見合ったかたちになっている。脚注 3. は本文中数箇所書いているが、実施時期を明示していないものについて、基本要領等の所要の改正を次回以降の決定会合で行い、準備が整い次第実施するということである。脚注 4. は、グロスベースが増えるところについて計数を書いている。2015 年の約 110 兆円から 2016 年は約 120 兆円になるということを書いている。脚注 5. は、S L F について具体的に連続利用可能日数を 15 営業日から 50 営業日にするということを書いている。

最後に、木内委員案である。前月までと同じ提案なので読み上げは省略する。マネタリーベースについて 45 兆円、長期国債について 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 億円としている。6. についての変更案であるが、これまでと同じであるので読み上げは省略する。以上である。

黒田議長

ここでブレイクを取りたいと思う。なお、情報管理には、くれぐれもご留意頂きたい。

(11 時 57 分中断、12 時 10 分再開)

再開する。政府出席者の方にご発言頂きたいと思う。まず初めに、岡田直樹財務副大臣願います。

岡田財務副大臣

今回ご提案のあった事項については、財務大臣にも伝達をし、金融政策を円滑に遂行するうえで、必要なものと理解しており、本会合におかれては適切にご判断を頂ければと思う。

現状の私どもの予算、税制についての状況をご説明したい。予算につい

ては、平成 27 年度補正予算を、本日ちょうど閣議決定できるよう最終調整を行っているところである。今年度の基礎的財政収支赤字対 GDP 比半減目標を堅持しながら、「一億総活躍社会」の実現に向けた「緊急対策」および「TPP 関連政策大綱」を踏まえ、緊急に対応すべき施策等をしつかりと盛り込んだ予算としていきたいと思う。さらに、平成 28 年度予算についても、12 月 24 日に予定される概算決定に向けて作業を進めているところである。平成 28 年度予算は、本年 6 月に閣議決定した「経済・財政再生計画」の初年度の予算であり、2020 年度の基礎的財政収支の黒字化に向けて、計画をしっかりと具体化すべく取り組んでいる。今般、予算編成も大詰めを迎えているので、引き続き概算決定に向けて最終調整を行っていく。

税制について申し上げる。平成 28 年度の税制改正については、デフレ脱却・経済再生の推進、「一億総活躍社会」の実現に向けて、まず法人実効税率「20%台」の実現、さらに住宅リフォームにかかる特例の導入、また、地方法人課税の偏在の是正等の取組み、そして消費税率 10%への引き上げ時の低所得者対策としての軽減税率の導入等について、16 日に「平成 28 年度税制改正大綱」として、与党において取りまとめられたところである。政府においても、この与党税制改正大綱を踏まえ、法案の準備等に取り組んでいく。

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、ご努力賜ることを期待申し上げます。宜しく願います。

黒田議長

高鳥修一内閣府副大臣願います。

高鳥内閣府副大臣

まず、景気認識等についてご説明する。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。12 月 8 日に公

表した 2015 年 7 ～ 9 月期 GDP 速報では、実質成長率は民間設備投資の上方改定等により、前期比年率 + 1 %、名目成長率は前期比年率 + 1.6 % となった。先行きについては、海外景気の下振れなど、わが国の景気を下押しするリスクに留意する必要があるものの、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、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、これも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ご説明する。11 月 25 日に TPP を経済再生・地方創生に直結させるとともに、国民の不安を払拭するため、総合的な TPP 関連政策大綱を決定した。また、農林水産業の成長産業化を一層促進するために必要な戦略などを、来年秋を目途に具体的内容をお示しする。11 月 26 日に、「一億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策」を取りまとめた。この緊急対策により、GDP 600 兆円経済実現に向けた動きを加速するとともに、デフレ脱却を確実なものとし、足もとの景気をしっかり下支えしていく。特に最低賃金については、年率 3 % 程度を目途として、名目 GDP の成長率にも配慮しつつ、引き上げていく。同日の官民対話において、産業界から、必要な政策が講じられれば、2018 年度の設備投資が 80 兆円程度となるとの見通し、また、来春の賃上げについて、名目 3 % 成長への道筋も視野に、収益が拡大した企業に対し前向きな検討を呼びかけるとの積極的な方針が示された。11 月 27 日には、平成 28 年度予算編成の基本方針を閣議決定した。経済・財政再生計画の初年度であり、改革工程表を十分踏まえ、歳出改革を着実に進める必要がある。その際、デフレ脱却・経済再生と財政健全化の双方をともに前進させるという基本的考え方を、的確に予算に反映させていく。また、一億総活躍社会や TPP 等、喫緊の重要課題への対応のため、平成 27 年度補正予算を本日閣議決定する予定である。

最後に、日銀への期待を述べさせて頂く。日本銀行においては、経済・

物価情勢を踏まえつつ、２％の物価安定の目標の実現に向けて、着実に取り組むことを期待する。また、今後、今回採られた諸措置に関し、日本銀行としての考え方について、対外的に十分説明して頂くことが重要であると考えている。以上である。

黒田議長

それでは、先程執行部から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。

なければ採決に移る。今回は、多くの議案がある。これらの議案はそれぞれともに関連するものであるが、最初に、議長提出の「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入について採決を行う。そのうえで、金融市場調節方針等についての採決を行う。具体的には、いつものとおり、まず木内委員提出の「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」および「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。

[12 時 17 分 政府からの出席者退室]

それでは、議長提出の「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に関する採決をお願いする。各委員におかれては、別紙１から６までのそれぞれの措置について、賛否を○×の形式で記入したうえ、署名して頂きたい。

[[「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に関する件]について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

(別紙１)「貸出支援基金等の延長に関する件」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

(別紙２)「日本銀行適格担保の拡充に関する件」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

(別紙３)「長期国債買入れの平均残存期間の長期化に関する件」

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
原田審議委員
布野審議委員
反対：石田審議委員
佐藤審議委員
木内審議委員
棄権：なし
欠席：なし

(別紙4)「J－REITの買入限度額の引き上げに関する件」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
原田審議委員
布野審議委員
反対：石田審議委員
佐藤審議委員
木内審議委員
棄権：なし
欠席：なし

(別紙5)「新たなETF買入れ枠の設定に関する件」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

原田審議委員
布野審議委員
反対：石田審議委員
佐藤審議委員
木内審議委員
棄権：なし
欠席：なし

（別紙６）「成長基盤強化支援資金供給の拡充に関する件」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

採決の結果を順に申し上げる。（別紙１）貸出延長、賛成９、全員一致である。（別紙２）担保拡充、賛成９、全員一致である。（別紙３）国債長期化、賛成６、反対３、賛成多数である。反対は石田委員、佐藤委員、木内委員である。（別紙４）Ｊ－ＲＥＩＴ、賛成６、反対３、賛成多数である。反対は石田委員、佐藤委員、木内委員である。（別紙５）ＥＴＦ、賛成６、反対３、賛成多数である。反対は石田委員、佐藤委員、木内委員で

ある。(別紙6) 成長拡充、賛成9、全員一致である。以上である。

黒田議長

次に、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。続いて、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

原田審議委員

布野審議委員

反対：石田審議委員

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6、反対3、賛成多数である。反対は石田委員、佐藤委員、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、執行部は採決の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、最終案である。1. のところが 8 対 1、2. のところが 6 対 3 となり、それぞれ注が入っている。(注 1) は、木内委員案に関して、いつもと同じ文章が入っている。(注 2) では、「石田委員と佐藤委員は、長期国債買入れの平均残存期間の長期化に反対した」としている。その後に「なお、木内委員より」として、いつものとおりの文章が入っている。(注 3) は、いつものとおりの木内委員の案である。

別添であるが、1. (1) が 6 対 3、(2) と (3) が全員一致、2. (1) 全員一致、(2) と (3) が 6 対 3 ということである。それぞれ注が振ってある。(注 1) には、「石田委員と佐藤委員は、現在の「年間約 3 兆円」の枠内で対応すべきであるとして、木内委員は、E T F 買入れ減額を含む自身の提案と整合的ではないとして反対した」、(注 2) には、「石田委員と佐藤委員は、現在の「7 年～10 年程度」のもとでも運営可能であるとして、木内委員は、長期国債買入れの平均残存期間を 7 年程度とすることを含む自身の提案と整合的ではないとして反対した」、(注 3) には、「石田委員は、買入限度額の引き上げが不動産市場に対する不適切なシグナルとなる懸念があるとして、佐藤委員は、現在の買入限度額の範囲内で買入れを行うべきであるとして、木内委員は、J－R E I T 買入れ減額を含む自身の提案のもとでは買入限度額の引き上げは不必要であるとして反対した」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

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 36 分 政府からの出席者入室]

提出された議案のうち、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。

VII. 議事要旨（11月18、19日開催分）の承認

黒田議長

最後に、11月18、19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 24 日木曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

今回の会合から、「金融政策決定会合における主な意見」の公表を開始する。具体的にどのような文書が公表されるのか、市場等の関心も高いことから、本日の記者会見において、私から主な意見の作成プロセスを説明したいと思う。具体的には、まず各政策委員および政府出席者が、金融政策決定会合で表明した自身の意見を一定の文字数以内に要約し、議長である私に提出する。当面は、1 人当たり 300 字以内とする。これを、私の責任において項目ごとに編集し、公表するということである。これによって、文書の性格がある程度イメージでき、来年初の公表に備えられると思う。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、1 月 28、29 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

中本政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 50 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 50 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 45 分閉会)

以 上