

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2016年1月28日（14:00～15:46）

1月29日（9:00～12:31）

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（28日）

岡田直樹 財務副大臣（29日）

内閣府 西川正郎 内閣府審議官（28日）

高鳥修一 内閣府副大臣（29日）

（執行部からの報告者）

理事

雨宮正佳

理事

門間一夫

理事

桑原茂裕

企画局長

内田眞一

企画局審議役

高口博英（28日15:17～15:46、29日）

企画局政策企画課長

正木一博

金融市場局長

前田栄治

調査統計局長

関根敏隆

調査統計局経済調査課長

中村康治

国際局長

長井滋人

（事務局）

政策委員会室長

柳原良太

政策委員会室企画役

中本浩信

企画局企画調整課長

鈴木公一郎（28日15:17～15:46、29日）

企画局企画役

渡辺真吾

企画局企画役

武藤一郎

企画局企画役

飯島浩太（29日9:33～12:31）

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。今回の議事進行であるが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に伴う基本要領の制定等に関する執行部説明と採決、昨年 12 月 17、18 日開催分の議事要旨の承認、また明日は、展望レポートについての執行部説明、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、採決、展望レポートの基本的見解の取りまとめ、採決を予定している。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おう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

まず金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

前田金融市場局長

まず私の方から、お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明したいと思う。

図表1はマネタリーベースとバランスシート項目だが、金融調節については調節方針に沿って運営しており、2015 年末の数字をご覧頂くと、マネタリーベースは前年差で+80.3 兆円、長期国債+80.3 兆円と、それ以外についても方針どおりに運営しているということである。1月に入ってからあまり日はないが、1点だけ申し上げておく。この資料からはあまり分からないが、ETFとJ-REITは多少早いペースで買っており、最近の市場情勢のもとでは買入れの趣旨に沿ったものと考えている。

図表2は国債買入オペである。1月に入ってからグロスの買入額を増額している訳であるが、例えば1～3年ゾーンでご覧頂いて分かるとおり、大体応札倍率で2～4倍弱程度ということで、比較的安定した買入れが今のところできている。

図表3の短期国債買入オペ等では、国債買入以外のオペで1点だけ申し上げておく。1月13日にオファーした社債等買入れであるが、オファー額1,000 億円に対して、＜有効＞と書いている有効応札倍率が0.99 倍ということで、オファー額対比では若干の未達ということになっている。有効、というのは、社債ごとに個別に買入限度額というものがあり、これを除いた部分で応札された額ということになる。そのもとでの落札決定レートは-0.03%ということであり、初めてのマイナスとなっている。この背景であるが、このところ社債の発行は比較的短いところを中心に減少していることがある。これは、ベースレートとなる国債金利が2年債等々ではマイナスになってきている一方で、社債レートの発行は目線として0.1%が下限と意識されていて、その結果、その差であるスプレッドが拡大しているため、発行企業からは見た目が良くないということで、企業が発行を控えているということのようである。こうした状態は暫く続く可能性があるので、CPの買入れと併せて、注意してみていく必要があるが、現時点では残高目標を大きく下回るような事態は回避されると考えている。

図表4、ドル調達コストの（1）円投ドル転コストをご覧頂くと、12月後半以降は落ち着いてきているということではあるが、その水準は夏前と比べれば高めの水準で、夏前と比べてFFレート自体も上がっているが、

それ以上の上がり方となっている。またここには書いていないが、ドルのLIBORの金利も12月以降、OIS対比で幾分上昇しており、これには本年10月に導入されるアメリカのMMF改革の影響が出始めているという見方が多いようである。いずれにせよ邦銀のドル調達コストが、どのように展開し、本邦金融機関の外債投資にどう影響するか、引き続き注意してみていく必要があると考えている。

図表6以降は最近の内外金融市場の動向ということであるが、ご案内のとおり、年初来、世界的にリスクオフの地合いということになっている。図表6で言えば、株価が下落、為替レートも円高が進み、長期金利については米欧中心に低下傾向にあるということかと思う。株価は、先週末以降、反発してはいるが、日経平均で言えば年初から3,000円位下がって1,000円位反発した。1/3戻ったということである。きっかけについて、市場の見方としては、いわば中国ショック、そして原油ショックということで、まずは短期筋が売りを仕掛けたことが主因という見方が多いのだが、相場低迷がやや長引いて米国の経済指標も下振れ気味に推移しているということもあり、中長期の投資家の売りが出始めているのではないかといった声も聞かれるところである。若干、詳しくみていきたい。

図表7の中国関連指標については、株価が年初来下がり、人民元が安くなっているということである。株式市場においては、サーキットブレーカーの導入が却って市場の不安を煽ったということ、そして人民元についても、基準値の設定を含めた動きということで意図的に人民元安誘導しているのではないか、あるいは資本流出をとめられないのではないかと受けとめられていて、これらが中国の金融経済動向および政策遂行能力に対する懸念を高めたといった見方が多い。ただし、図表7の(4)中国のサプライズ指数にあるとおり、中国の経済指標のサプライズ指数は、去年の夏は明らかに下振れていたが、このところ特に下振れている訳でもないということで、どちらかと言うと市場心理先行型の動きというような感じかと思う。

原油の方であるが、図表8の最近の金融市場間の連動のうち、(2)米

国株価と原油価格をご覧頂きたい。ここ1か月位は米国株価と原油価格の動きがかなり連動しているということが分かる。これは一般的に原油安が、資源セクターの株下落に繋がっているということ、それからエマージング諸国の景気減速を連想させること、そして最近ではオイルマネーの引き揚げを連想させると言われている。さらに（3）日本株価と米国株価のグラフをご覧頂くと、日本株と米国株の連動性も、どうやら高まっている。そして日本株が下がると為替は円高になるという感じであり、いわゆるアルゴリズム取引も影響しているのではないかとされている。われわれは日中、日本時間でみているが、例えばWTIの先物価格の下落が、ダウ先物の下落を通じて日経の下落に影響する。このような現象がよくみられる。そして円高に繋がるということかと思うので、われわれからみる限りでは海外主導の相場展開と言えらる思っている。

図表9の金融市場のポジションをみると、原油のショートが膨らんできている。（2）米国株の先物ネットポジションをみても、米国株もこのところショート方向が膨らんできている。そして（3）日本株の空売り比率も上がってきており、いずれもポジションはショートの方に傾いている感じである。IMMネットポジション、ドル／円のポジションであるが、ネットでロング超になり、円買いの方向にきた。これは2012年以來のことである。ただ、2012年以前は恒常的に円高をみていたが、例えば2012年の初めと比べると、円ロング・ポジションの枚数はほぼ10万枚位で変わらないのであるが、ショート・ポジションは、今回はそこそこある。それ以前と比べると、今回はロングおよびショートともに相互のベットが存在している。

図表10の主要通貨の対ドル相場の騰落率は、前回会合以降の対ドルに対する各通貨の動きであるが、日本円が一番上であり、日本円の独歩高の様相になってきている。これは、やはりリスクオフの際には円が買われるという発想が残っているということである。最近では、以前はセーフヘイブンであったスイスフランが、あまりセーフヘイブンとみられていないということで、さらに円買いの方にきてしまっているということである。

図表 11 の株価関連指標であるが、(1) 本邦株式・主体別売買動向では、年初以降、2 週間の動きをみる限り、海外投資家が売っているという姿が分かると思う。(2) P E R であるが、現時点で企業収益見通しが然程修正されていないので、素直に P E R は低下しており、割安感といった指摘も一部にはある。ただし、(3) 株価のインプライド・ボラティリティをご覧頂きたい。まだ株のボラティリティは高いということで、不安定な状況にあると思う。

図表 12 の海外短期金利は、米欧の金融政策の見方である。一番上、F F レートであるが、この 1 か月ちょっとで、株ははっきり低下しているということであり、米国の利上げ予想は後退している。今のところ 3 月の利上げ予想は 2 割位、12 月末の時は 5 割あったので、大分低下しているし、(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をご覧頂くと、この 1 年間での利上げは大体 25bp、1 回位、以前は 2 回、3 回であったが、低下しているということである。昨日の F O M C も、若干ハト派的と捉えられたようである。またドラギ E C B 総裁の会見での発言もあり、(3) の E O N I A スワップについては全般に低下している。ただ、E C B の動きは、リスクオフを幾分和らげているということで、現在本行の政策も注目されている。市場の予想について口頭で補足すると、日本のエコノミストや短期市場参加者へのサーベイでは、追加緩和予想は 15% 程度、海外投資家の間ではもう少し思惑は高まって、ある米系証券のサーベイによれば 3 ～ 4 割位ある感じかと思う。今のところ、積極的なポジション造成というところまでは至っていないようである。

図表 15 の本邦長期金利の (2) イールド・カーブをご覧頂きたい。どこが下がっているかと言うと、長めのゾーンが下がっている。先月のわれわれの措置を反映したものと思うが、一方で 5 年、10 年辺りはそろそろ下限という感じにもなっている。

以上、ご覧頂いたように、年初来のリスクオフの地合いというのは、短期筋の売り仕掛け的なものが出発点であり、市場のポジションからみて、仮にグッドニュースがあれば相応の反応もあり得るかと思う。一方、ファ

ンダメンタルズを重視する中長期の投資家の動きにも、変化の兆しがあると指摘されている中で、第1に中国、原油動向は不透明感が強い。第2に米国の利上げやその市場への影響も不確実性が高い。第3に金融規制に伴う流動性低下、あるいはアルゴリズム取引の増加の影響も加わって、どうも市場のボラティリティが高いといった点を踏まえると、展開次第ではリスクオフが強まる可能性があるので、双方の面から注意してみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

図表9、(4) IMMネットポジションについて教えて欲しい。今、2012年以来の円ロング・ドルショートになっているという説明であった。一方、このグラフにはないが、ユーロとドルでみると、2014年半ば以降今もずっとユーロショート・ドルロングが続いている。しかもポジションが拡大しているようであり、円とは対照的な動きになっている。その理由としては、ECBには2014年の金融緩和以降、今も緩和期待というものがあり、その違いなのか。

2点目は、安全通貨についてである。先程、円が安全資産として需要があるという説明があったが、かつてはユーロもそうであったと思う。それが、今は円だけになっているという解釈なのか。また、アジアの中では、中国への懸念があって、日本円の需要が高まっているという理解で良いか。もう1つ、スイスフランについてである。昨年1月の初めに対ユーロのフロアを撤廃し、政策金利も-0.75%に引き下げたことで、最初はスイスフラン高になった。これは、今は落ち着いてきており、安全通貨という感じではないとされたが、この背景についてもう少し教えて欲しい。

3点目は、図表9、(1) 原油のネットポジションであるが、今、先物のショートが増えている。別の資料でみると、コモディティのミューチュア

ルファンドのファンドフローをみると、2015 年末から流入超になっている。一方で、エネルギーセクターのハイイールド債に沢山投資しているファンドの方は流出超で、そこはしっかり出ているが、なぜかコモディティ全体ということになると、流入超が続いている。もし分かれば、この資金はどういう動きなのか伺いたい。

前田金融市場局長

3つ質問があったが、1 番目の点は恐らく白井委員がおっしゃったようなことが色々重なっているのだろうと思う。

それから 2 番目のスイスフランとの件であるが、なぜスイスフランが高くないか、なかなかはっきりとは分からない。一般的に言われていることを 2 つ申し上げると、1 つはやはりネガティブレートがスイスフランを買いにくくしているのではないかという見方が多いようである。それと、スイスフランは実はネガティブレートを導入しているが、どんどん安くなっている訳でもなくて、高くとどまっている状態だ。同時に介入も、あまりやらなくなった。一方で、日本はここ数年間かなり円安になったので、実効為替レート等々でみて、スイスフランの方がまだ割高の状況にあり、相対的に日本が買われやすくなっているという指摘もある。

3 目目のファンドの件については、十分把握していないので、もし何か分かればお伝えしたいと思う。

石田委員

図表 2 の物価連動国債であるが、今月から 200 億円から 400 億円に引き上げたわりには、価格較差が広がっているようである。その辺り、マーケットの現在の状況を簡単に説明して頂きたい。

前田金融市場局長

石田委員ご指摘のとおり、今月から全体の額を上げる中で、物価連動国債についても買入れを増やしたが、マーケットのセンチメントはかなり悪

い。そもそも、このマーケットは機能していないと言うと、言い過ぎかもしれないが、昔は外国人がばたばたやっていたところ、なかなか儲からないということで、段々手が引かれていき、発行もされない状況になった。新しく発行されてから、G P I F がかなり買ってはいるが、買って持っているだけで、国内投資家はほとんどいない。外国人もあまり真剣にやらなくなったので、非常に流動性の低い、動きやすいマーケットになってしまっている。そういう中で、原油価格の低下等々、色々世界の混乱もあり、このところ物価連動国債はさらに買われていない状況である。われわれは買入れを増やしたが、この程度ではマーケットにインパクトを与えるほどでもないという感じである。

木内委員

2点ある。1つは、同じ頁の国債買入オペで、一番下に1月の買入銘柄の平均残存期間8.9年となっている。12月にレンジを7～12年にした訳で、中央値はそれよりも少し長い。従来、レンジの中と言うより、ピタリとはできないにしても、レンジの中央を目指してきたと思うし、市場もそこを多分理解していたと思う。しかし1月の平均値は、レンジの中央よりも短めのところから始まっている。今後、新年度になって、より長めの国債が発行される比率が高まってくると、これも徐々に上がってきて、結果的には真ん中の9.何年になっていくと思うが、市場はそういうことを理解しているのだろうか。従来と違っているのではないかというような、コミュニケーション上の問題は、今、起きていないのだろうか、というのが1つである。

2つ目は、先程ご説明頂いたアメリカの市場でのMMF改革の影響で、L I B O R などが年末年始上がってきている。MMFの残高でみても、プライムからガバメントにかなりシフトが起こっているが、チャートを見ると、なぜか年末に急激に起こっているように見える。MMF改革自体は去年の大分早い時期にアナウンスされていて、実行は今年の10月である。なぜ年末時点で急にそういう機運になったのか。また、今後10月のスター

トにかけて、どういう動きになるのか。もうここで一旦調整は終わってしまったということなのか、まだ加速するような動きがあるのか。それに関連して、日本の邦銀のCD・CPを通じたドル調達に色々逆風になり、その結果としてドル調達を為替スワップにシフトしてくると、再びプレミアムの上昇などになってくる可能性もあると思うが、そういうリスクはどの位あると、みておけば良いのかの2点である。

前田金融市場局長

1点目のご指摘については、市場は混乱していないということである。真ん中と言っても、月々によって結構振れもあるし、平均してみれば大体真ん中位というのが、これまでの実績であった。あとは大体、毎月末に、われわれは何を買うか公表しているので、そこで期待形成はほぼできている。それと、ご指摘のように4月以降、政府の発行年限も変わってくるので、多少そこで変わるのではないかと市場が考えている。われわれがどうするのかというのは、これから考える。現時点で特段の混乱が生じている訳ではない。混乱が生じている訳では全くないと言って良いと思う。

2番目の点については、なぜ12月かと言うと、なかなかこれも難しいが、大手のフィデリティが早めに移行すると宣言して、12月で完全に移行したために、こういうことが起きている訳である。なぜ大手のフィデリティがそうしたかは、われわれは分からないが、あまり引き付けてシフトすると市場に混乱が生じる。従って早めにやっておくべきであると、このように考えたのではないか。これから徐々に中堅等々も動きが出ていくと思うが、多分年央位までには、シフトという意味では、落ち着いていくのだろうと思う。邦銀の話については、これはむしろ金融機構局のmatterかとも思うが、われわれが聞いているところでは、CD・CPから顧客性預金の獲得へのシフトを進めている。あるいは、以前はアメリカで調達したドルをアジアでの資金調達に使っていたが、アジアでの現地調達のようなものを増やすかたちで対応しており、為替スワップ市場の方へいくということは、むしろ今のところ想定されていないと理解している。

中曽副総裁

図表 8 で日米株価の連動性の話があったが、確かに凄く重なっているようにみえる。ただ一方で、ファンダメンタルズ的にみると、米株は結構バリュエーション的にも、サイクル的にも——リーマンの後からずっとブル・サイクルだったので、かなり経っている——、高い。F e d の政策が正常化に向かっていることもあり、日米ではずいぶん状況が違うと思う。実際、バリュエーション的にも、説明があったように日本株はまだ割安感がある。上昇余地もありそうである。バックグラウンドはずいぶん違うが、日本株が米株につられる状況というのは、続きそうなのか、あるいは一時的なものともみておいた方が良いのか、難しいと思う。どのようにみておけば良いのか。

前田金融市場局長

私自身は、市場が落ち着いてファンダメンタルズが注目されてくれば、おっしゃったように相対的に日本の方が買いである。これは多分、海外の投資家も冷静に考えれば、そうであるので、落ち着いてくれば、diverge と言うと言い過ぎかもしれないが、相対的に日本の株の方が上がりやすくなる可能性は十分にあると思っている。今、アジア発というか、中国発のリスクオフの地合いであるが、そうなるとアジアの中で流動性が高い市場は日本ということで、ここに結構売りがきて、アメリカ以上に下がっているのではないかと思う。

中曽副総裁

先程の株式市場の説明にあった中長期の投資家というのは、まだ売り始めといった程度なのか。

前田金融市場局長

売り始めているという声もあるし、どうするか見守っているという声も

あり、完全に売り始めた訳ではないと思う。オイルマネーは、オイルの事情というのもあるが、中長期の投資家がビューを完全に变えて、ばっと売りに出ている感じではない。いわば、どうしようかと気迷いになっているところではないかと思う。

原田委員

リスクオフで日本が安全資産として買われるという話であるが、地政学的な弱さや財政的な弱さを考えると、どうしてそうなのか。海外の格付会社がしばしば日本の格付けを下げる。そういう中で、何で日本が安全と考えられるのか。外国投資家が普段言っていることと矛盾しているのではないかと思うが、如何か。

前田金融市場局長

矛盾していると思うが、消去法的にどこを買うかと言うと、ここしか残っていないということで買われているのではないか。昔は実質金利が高かったので日本を買うという話になっていたが、そこはもう買う理由はない。何となく投資家の発想の中に、まだそういうプログラムがインプットされているということかと思う。

原田委員

そういう非合理的なことで買っているので、そのうち買わなくなると、そういうお考えか。

前田金融市場局長

非合理も、どの位続くか分からない。

雨宮理事

これは投資家心理なので、そういうものかもしれない。投資家が安全かどうかという時は、高収益かどうかということに加え、ボラティリティや

イベントなど変なことが起きるかどうかもある大事な基準である。日本は過去、不良債権問題等々で色々なことがあった訳であるが、その後、不良債権問題が解決し、かつ経済もそこそこということで、要するに、妙なイベント性が最も小さいとみられているのではないか。そういう意味では、実はかつて3大安全資産というのは金、スイスフラン、円であったところ、スイスフランは、やはりファンドにとってみれば、去年1月の防衛ラインの撤廃はあまりにイベント性が大きかったので、あの時、安全資産の地位から落ちた。金も、実物でこういうことで落ちたので、結局、日本がパフォーマンスは物凄く良くないけれども、相対的に変なことを一番やらなさそうな国として認識されているという気がする。

佐藤委員

市場センチメントの変化という点では、ECBの最近の情報発信が色々ボラティリティを提供している。前回のECBの政策理事会を受けて、マーケットではどうも追加緩和への期待が高まってきており、リスクセンチメントも幾分改善してきていると思う。その前の12月の政策理事会では、要は期待外れということで、あれが今に至る市場センチメントの悪化のきっかけになっていたのではないか。そういった経験がある中で、市場参加者はECBに何を期待しているのか。3月の政策理事会でも同じようなことが起こって、要は期待外れの結果に終わって、折角好転していた市場のセンチメントが再び悪化するといったリスクが相応にあるのではないか。市場は、何を期待しているのか。期待のレベルはどれ位なのか、教えて頂きたい。

前田金融市場局長

おっしゃったとおり、12月については期待がどんどん膨らんで、妄想かもしれないが、金利は30bp下げるのではないか、asset purchaseもこんなに膨らむのではないかと。それと比べると、少なかったということで、今のところは10bp位付利金利を下げる、もしかしたら若干の

asset purchase の増加はあるかもしれない、となっている。それ位なので、あの時ほど期待は膨らんでいない感じがする。モデレートな期待感というところかもしれない。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

それでは、次に海外経済情勢について説明をお願いする。

長井国際局長

海外経済・国際金融の現状評価ということで、本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明をする。

最初に全体観である。前回会合以降、今、前田金融市場局長からご説明のあった市場のリスクオフ状態や、中国経済の先行き懸念、あるいは新興国・資源国に対する不安といったものが背景にあったようであるが、現時点までで明らかになったハードデータ、経済指標をみる限り、中国経済を含め景気の基調に変化はみられていない。このため今回、「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。

個別に、米国からご説明する。図表1－1、米国経済（1）の（1）ISM製造業指数は、昨年11月、12月と連続して50を割り込んでいる一方で、非製造業も幾分は低下しているが、引き続き高水準である。製造業の不振をサービス業が支える構図のもとで、雇用改善を背景とした家計主導の回復というシナリオが、これまでのところは維持されていると判断している。

輸出周りであるが、（2）輸出関連指標は、ISMの輸出受注が50割れをしているもとで、実質輸出にゆっくりとブレーキがかかっている。一方、（3）鉱工業生産であるが、mining の不振、それから暖冬に伴う電力・ガスの減少を除くと、製造業は緩やかながらも増加基調が続けている。（4）設備投資関連指標も、全体として緩やかな持ち直し基調が続いてい

る。

一方で、(5) 消費者コンフィデンスは高水準を維持している。(6) 名目小売も、12 月こそ暖冬に伴う冬物衣料の不冴えなどもあって市場予想を下回る伸びにとどまったが、家計支出の堅調な増加という基調判断を変えるものではなかったと判断している。その背景について、図表 1－2、米国経済 (2) の (2) 雇用者数のグラフでは、雇用者数が順調に増加している。10～12 月の雇用も、月平均で 28.4 万人と 7～9 月を大きく上回っており、多少、暖冬による影響は割り引いて考える必要があるとしても、強い内容ということだと思う。

その一方で、(3) 賃金関連指標であるが、時間当たり名目賃金が、なかなか加速しない。(4) 物価の基調にも変化はみられていない。C P I 総合ベースは、エネルギー価格の前年比マイナス幅縮小で、前年比 +0.5% までは上昇してきている。ただ、またその後の原油相場下落を受けて、(5) のガソリン価格の前年比は、今の原油先物価格を前提とすると、目先マイナス幅が拡大して、ヘッドラインに下押し圧力が働くと予想されている。昨日の F O M C 声明文でも、短期的にインフレ率が低位にとどまり続けるという見通し、あるいは (6) 中長期のインフレ予想でお示ししている市場のインフレ期待指標も一段と低下したことが言及されており、こうした物価面でのダウンサイドリスクが今後の利上げのペースを読みにくくしているとみている。

図表 2 の欧州経済である。こちら景気指標には変調はなく順調に推移している。(1) P M I 生産指数の複合 P M I は引き続き高水準である。

(2) 消費者心理に示した消費者コンフィデンスも、雇用の改善を背景に引き続き高水準である。(3) 個人消費関連指標の小売売上数量は、足もとはフランスにおけるテロの影響で幾分減少している。ただ、基調は変わっていないと思っているし、新車登録台数も順調に増加を続けており、景気の前動力である消費の基調は、今のところ揺らいでいないようにみえる。

企業周りでも、(4) 輸出関連指標については、輸出受注 P M I が 50 を

優に上回っている。輸出も、名目でも実質でも緩やかな増加基調を維持している。それを受けて（５）企業関連指標では、生産、製造業コンフィデンス、あるいは国内投資財出荷は、緩やかながらもしっかりとした増加を続けているということだと思う。

一方で、（６）物価であるが、第４四半期のＨＩＣＰ前年比伸び率は、コアでは＋０．９％、総合で＋０．２％と第３四半期からほぼ横ばいである。ただ、ご案内のとおり、先のＥＣＢ政策理事会では、原油価格のさらなる下落によって物価見通しを下方修正する可能性が示唆され、３月の政策理事会での緩和がかなり強く織り込まれているということである。

今回の話題の中心になった中国経済、図表３であるが、市場の動揺にもかかわらず、指標について大きな変化はみられていない。（１）PMIと実質GDPにあるように、第４四半期のGDP前年比伸び率は＋６．８％となり、昨年通年でほぼ予想どおり＋６．９％ということになった。財新ベース、製造業PMIの足もとの小さな小幅低下が市場で材料にされたが、新型スマートフォンの増産効果の息切れを映じたものであると判断しており、よりカバレッジの広い国家統計局のPMIでは、50は切っているが、むしろ足もとは改善しているということである。

外需は引き続きぱっとしない。（２）輸出関連指標でも、実質輸出は弱めの動きが続いている。一方、（３）の名目輸入は、昨年は商品市況の下落基調が続く中でも、極めて緩やかではあるが増加してきている。その背景にある内需の動きについて（４）内需関連指標をみると、実質小売は２桁の伸びを安定的に維持している。乗用車販売も、１０月から実施された減税の効果もあって、足もと急激に伸びている。

一方で、ずっと伸び率鈍化が続いてきた固定資産投資であるが、（６）財政支出にお示ししたような財政支出の高い伸びを映じて、第４四半期には下げ止まってきてはいるが、なかなかそれ以上に勢いがつかないのも事実である。その１つの背景として、（５）不動産関連指標の不動産市況であるが、ある程度回復したあとにもう一段の勢いがつかないということも影響しているようで、この点については注意してみていきたいと思ってい

る。当面は、こうした財政を中心とした刺激策に対して、素材などの過剰業種や、不動産市場における調整圧力との引っ張り合いが続く見込みである。

図表4はその他の新興国経済である。(1)はIMFによる2016年の成長見通しの修正状況であるが、中東欧やASEAN5の見通しはほとんど修正されていない。その一方で、ロシアを含めるCIS、あるいはラ米はさらに下方修正されている。(2)ブラジル・ロシアの製造業PMIをみてもブラジルの悪化はあまりとまった気配がないし、少し前までロシアについてはやっと底打ち感が幾分出てきたと思っていたが、足もとの原油安で再び悪化しているということだと思う。

(3)NIEs・ASEANの11月までの輸出であるが、中国向けを中心に相変わらず輸出は弱いのであろう。一方、比較的明るいニュースは、各種財政刺激策の効果もあって、(4)の消費者コンフィデンス、あるいは(5)自動車販売といったNIEs・ASEANの内需関係が、昨年後半には持ち直しの動きがみられたことである。ただ、財政刺激策に依存している面もあるので、持続性については注意深くみていきたいと思っている。

今回、新興国を巡るマーケットの動揺は、まだ終わったようにはみえないので、実体経済と負のフィードバックを起こすことがないように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

何かご質問はあるか。

原田委員

中国の財政支出が30%近く増えている。中国の財政支出が国のGDPに占める影響としては2～3割はあるので、3割の3割だとすれば、これだけで9%成長する訳である。それにしても中国の成長率は低いので、本当なのかという気がするが、如何か。

長井国際局長

こちらでみせている財政支出という数字であるが、公共投資だけではなくて、一般の様々な中央政府の支出も示している。そういった中で公共投資に入りそうな農林関係とか交通関係とかの支出は2割程度である。そういった意味でこの財政支出の伸びが、財政刺激の公共投資のようなかたちで、ダイレクトに、成長率の数字に効いてくる訳ではない。それから、支出として計上されているが、色々な基金に蓄えられて、これから進捗して実際に工事が行われていくなど、そういったラグはある程度覚悟しなければいけないだろう。正直、足もと公共投資がもう少し数字に出てきても良いと私も思っているが、この先もう少し効果が明示的に出てきて下支えをするというのが私どもの基本的な判断である。

原田委員

公共投資でなくても、政府が、何でも良いと思うが、何か買えば良いのであって、公共投資に拘らなくて良いと思う。そうすると、基金にいったりしているとすると、日本でもよくあった真水なのかどうかという問題があるということか。大きくみせる数字であって、本当の政府購入にならないものがあるから、よく分からないと考えた方が良いのか。

長井国際局長

その他の大きい項目をみると、例えば、教育、科学・技術、国防とか、医療・衛生とか、GDPに今後どういうかたちで出てくるのか、なかなか読みにくいところがある。例えば、個人消費については、先程申し上げたようにかなり安定して2桁の伸びを続けており、そういったところに、公務員の給与関係とか、人件費とかが下支えに働いているといったルートは現に働いているのだろう。何分、データがないが、財政政策の効果は鍵なので、そこは引き続き分析を進めていきたいと思っている。

白井委員

図表 5－1 の（２）の中国の外貨準備について、2015 年が 12 月まで出揃い、通年で 5,000 億ドル位の減少だそうだが、何が主として効いているのか。昨年位から居住者がドル建ての債務、特に短期の債務の返済を急いでいたということは聞いている。直近の B I S のデータをみても、そこははっきりしていて、クロスボーダーの銀行の債務が減ってはいる。それ以外に、多分輸入を少し多くみせるというような、よく言われるインボイスを通した流出といったものも続いているのだろうか。また、外国の投資家の動きも反映しているのか。どの位の動きなのかというところが知りたい。

もう 1 点、図表 3 の（４）の実質小売売上高は、結構順調であるが、これは所得が良いからということであると思う。1 人当たりの実質可処分所得は＋7.4%位で、年間の実質成長率の＋6.9%よりも高いので、多分その賃金の上昇が支えているということかと思うが、ただ一方で、昨日出た工業部門の企業利益は、今凄く悪くなっている。それが、単に鉄鋼や非鉄金属だけではなく、いわゆる内需系と言われる耐久消費財的なところや、食品、通信、自動車などでは、プラスではあるが収益率が落ちてきており、今後この賃金を支えていけるのかというところが気になっている。そこをどうみているのかを伺いたい。

最後に、アメリカについてである。図表 1－2 の C P I をみると、コアが足もと 12 月のデータで＋2.1%まできて、歴史的平均と一致している。そのうちのサービスが＋2.9%と相当高い伸びであるが、その 1 つの理由が、よくご指摘頂いているように、家賃である。今までも凄く伸びていたが、ここ 3 か月位はもっと伸びていて、今対前年比で 3 % 台の伸びである。これは、どうしてなのだろうか。集合住宅の着工件数は、今もまだどんどん伸びていて、リーマン・ショック前の水準を超えている。それでもまだ家賃はどんどん上がっている。戸建ての住宅も、リーマン・ショック前よりは低いが、やはり上がってきている。雇用も順調で、賃金も緩やかであるが上昇して、住宅金利もローンの金利も低い中で、なぜ戸建ての方はもっと伸びないのか。1 つは、住宅価格が高いということがよく言われる

が、昨日か一昨日に出た新築の住宅価格は、ここ4か月位下がってきている。それでもまだ高過ぎるということだろうか。もう1つ、人手不足で供給ができないという話も聞く。そういうことで宜しいか。

長井国際局長

中国の外準については、おっしゃるとおり、今まで大分積み上がったドル建て債務を返済しているから良い動きであるということと、居住者のお金が逃げているので怖いのだという両方の面があるとは思っている。そのシェアは、なかなかデータの的に確認できないが、最近の当局の慌て方をみると、債務の返済の健全な動きだけとは思えないし、特に大きい国営企業とかは大体返済スケジュールは管理できると思うので、そこで管理できないものという意味では、先程おっしゃったようなインボイスの変更などがあると思う。あるいは、個人が年間5万ドルまで外貨に換金できるという中で、結構人口の何%かがそれを一斉にやってしまうと、あっという間に外貨準備がなくなってしまう。こういったようなことが、少し起きているのだろう。特に5万ドルの制限は毎年更新されるそうなので、換金が年初に集まるそうである。そういった意味で、当局も銀行に対して、あまりそれが進まないように工夫をしているという市場情報もあった。

それから、中国の所得については、おっしゃるとおり、賃金がある程度伸びている点が個人消費の順調な伸びに繋がっているのだろうと思っている。確かに、特に国有企業などは採算が悪く、かなり利益が圧迫されているので、どこまで続けられるのかといったところは大きな焦点ではあると思う。そういった意味で、特にリストラが必要なところでは、そこは大きな 이슈になってくるだろうとは思いますが、一方で、労働力も業種によっては段々不足してきているので、そういった意味でどんどん賃金が落ちていくという状況でもないのだろう。

3番目の、アメリカで戸建て住宅はなぜ伸びないのかということである。確かに水準は緩やかであるが、昨日出た販売統計とか、あるいは最近の住宅ローンの許可件数なども、結構順調に上がってきており、漸く戸建ての

方も低水準ながら動きが出てきたと思っている。その1つの背景は、おっしゃったようにかなり家がない中で、家賃も上がってきているので、そろそろ所得の改善を背景に、高い家賃を払うよりは家を持とうという動きが、少し広がってきたのだらうと思っている。一方、人手不足とか木材不足という話は、一昨年とか去年はあったが、その問題は今は解消してきているようである。

木内委員

1点だけ、アメリカ経済についてである。図表1-1でみると、ISM指数の製造業だけでみると、景気後退を示唆するような水準になっている訳であるが、勿論、サービスと合わせてみると、それなりということであるが、両方合わせてGDP成長率でみると、第4四半期はかなり下振れるという見通しが出ていて、ゼロ近傍とか、場合によってはマイナスという見通しも出ている。これは暖冬の要因か。暖冬は、第1四半期のGDPの押し上げ要因かもしれないが、第4四半期のGDPを落とした可能性があるといったような、一時的な要因が大きいのかどうかということである。ちょっとテクニカルであるが、去年、季節調整をかなり操作して、第1四半期の数字をかなり上げるような調整をした訳だが、そうすると多分第4四半期の数字は下がるような調節圧力がかかる。これが、少し過大な調整になってしまい、これもあって第4四半期の数字が少し下振れる、実勢よりも下振れる姿になる可能性もあるのだらうと思うが、その辺りはどうお考えか。

長井国際局長

製造業の不振をサービスがどこまで支えられるかというのは、私どもも大きな問題意識として持っている。第4四半期は主に在庫投資みたいなものが大幅に調整されることでGDPの伸びは制限されると思うが、今後、足もとの四半期とかその先について、所得と個人消費の好循環がどの位続いていくのか。ここさえ確保できれば、緩やかながらも着実な回復が進む

のだろうと思っている。暖冬は個人消費にプラス、マイナス両方の影響があるし、かなり的大雪がまた東海岸に降り、その影響は、あまりにも最近のことなので、われわれもまだ分析できていないが、それも出てくるかも知れない。その辺りの天候要因もあって、また第1四半期のGDPなどの数字が振れがちになるのだろうと、私どもも懸念している。昨年の技術的な改正で、どの位その状況が改善するのかというのは、即答できない。

黒田議長

それでは、他に質問がなければここで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分でお願ひする。

(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

決定会合を再開する。国内経済情勢に移りたいと思う。

関根調査統計局長

それでは私の方から、事前にお配りした資料－4（参考計表）に沿ってご説明させて頂く。と申し上げつつも、今月はCPI、IIP、労働力調査、職業安定統計といった重要指標は明朝公表されるので、これらの指標のヘッドラインは、明朝ご報告させて頂く予定である。そこで私からは他の指標、特に通関統計とマインド指標を中心にご説明させて頂く。その後、やや大胆ではあるが、明日公表の指標についてのプレビューをさせて頂く。

結論を先に述べさせて頂くと、先程の長井国際局長の海外経済と同じようなところがあるが、国内経済についても、マーケット情勢は年初来、荒れた動きになっているが、現在までで利用可能な指標では、先月までの景気・物価の基調判断を維持することが適当と思われる。ただし、気になるところも少しはある。

まず先月出た通関統計、図表 6 は輸出入関連指標である。12 月、実質輸出の季節調整済前月比では-3.1%の減少となった。10~12 月均してみると、+2.7%の増加ということである。

図表 7、実質輸出入の（２）実質輸出の主要国・地域別内訳をご覧頂くと、地域別の実質輸出を四半期ごとにプロットしたものがある。先月までご覧頂いていた姿とそれほど変わっていない。まず、米国、EU向けといった先進国については、自動車関連を中心に増加基調を続けている。それに対して、中国、NIEs、ASEAN 4 といった東アジア向けについては、やはりやや弱めということであるが、その中で中国については、昨年度、第 4 四半期は iPhone 関連と思われる部材関連のものが出て増加に転じている。

図表 8、実質輸出の内訳の（２）財別をご覧頂くと、情報関連に iPhone 関連の部材の輸出といったものも入っているが、これをご覧頂くと、先程そういったもので増えていると申し上げたが、月次で 3 か月マイナスが続いている。これについては、支店長会議の場でも少し話があったが、iPhone6s が今一つ人気がないということで、それを減産するという話があったが、こうしたところにもそういった影響が出ているのかもしれない。そういった目で、（１）地域別の中国をみて頂くと、この 2 か月間は前月比がマイナスになっている。また（２）財別の表、自動車関連についてご覧頂くと、12 月は-4.4%とやや大幅なマイナスになったが、これはその前月が大きな伸びになっていることの反動ということで良いのでないか。その一方、資本財・部品については相変わらず弱めの動きが続いている。このように日本の輸出は、得意の資本財、電子部品が今一つということであり、自動車頼みの一本足打法といったかたちの様相を呈している。なお 1 月の実質輸出であるが、今年は春節が 2 月 7~13 日であるので、過去のパターンに従うと、春節前の駆け込み輸出が出るかたちで、中国向けや東アジア向けは増加に転じるはずと思っている。逆に言うと、仮に来月も弱めの数字となると、新興国経済は相当弱いということになろうかと思う。以上が通関統計である。

続いて企業マインドについてご説明する。図表 15 は企業マインドである。年初来のように金融資本市場が荒れた時は、ハードデータが出揃うまで、マインド指標やヒアリング情報が頼りということになる。現時点で企業としては、自社の業況で何か大きな変調を来しているとは感じていないように思われる。ただ、最近の金融市場の裏側に何かがあるのか、不安感を募らせているということかと思う。まずこちらの図表 15 で、1 月入り後にサーベイをしているものをご紹介しますと、(1) 製造業大企業の QUICK 短観、ロイター短観、(3) 非製造業大企業のこれも QUICK 短観、ロイター短観、(6) PMI である。まず PMI をご覧頂くと、こちらの方は堅調な動きを続けているし、(3) 非製造業大企業についても、特に QUICK 短観だが、しっかりとした動きを続けている。ただ、製造業大企業については、やや弱めなのではないかといったかたちになっている。これに加えて昨日、プロットしたものはお持ちしていないが、(2) の製造業中小企業の中で商工中金、中小企業月次景況調査が新しく出ているし、非製造業中小企業のところも同じ商工中金のデータが出てきている。どちらも 1 月は下落であり、こちらのグラフでみると、12 月までのところで、最後のところが少し落ちているかたちになっているが、これがさらにもう少し落ちた絵になっている。

この一方、図表 24 の個人消費関連のマインド指標では、実はこちらにプロットしているものは、全て 12 月までのデータである。個人消費関連ということで、(1) 消費者態度指数、生活不安度指数ともに、しっかりとした動きであるし、(2) 景気ウォッチャー調査も横ばい圏内である。ただし、こちらにはプロットしていないが、日経消費 DI が、小売り・サービス業者を中心に 1 月下旬までのサーベイ期間で聞いたものが出てきている。そちらの DI は、ここに来て若干悪化している。ただ、これには後程もう一度触れるが、暖冬の影響なども寄与しているかもしれない。

また、今度はヒアリング情報だが、私どもの企業ヒアリングの情報について、3 点にまとめてご報告させて頂きたい。まず第 1 点だが、グローバルな株価下落等をファンダメンタルズ面から裏付けるような事業環境の

悪化はほとんど聞かれなかった。2点目だが、為替円高の進展についても、輸出型企業では、現在の水準であれば、やや慎重に見積もっていた想定レートの範囲内であるので、業績への悪影響は小さいとみる向きが多かった。ただし3点目、先行き不安感を述べる企業は多かった。ボラタイルな市場環境が長引けば、収益予測や投資計画等の事業計画策定が困難になることや、投資そのものが委縮する可能性を危惧する声は聞かれた。その他、消費関連業種では、株安に伴う消費マインドの悪化や、インバウンド観光の減速を警戒する向きも多かった。

これは直接聞かれた訳ではないが、こうした不透明感の高まりが、これから本格化するベア交渉で、好ましくない影響を及ぼすリスクもあろうかと思う。

因みに、新聞報道では、各労組の要求額は去年の要求額の半分程度となっている。例えば自動車総連では、3千円の要求になっているが、去年は6千円の要求だった。ただし、これを妥結額との比較でみると、トヨタ、日産、ホンダは去年の妥結額が3千円を超えているので、仮に今年の実要求額がそのまま実現しても、去年の妥結額を超えることにはならない。しかし、他のメーカーについては、実は去年の妥結額は1千円台から2千円ということであるので、こういうところであれば、3千円がそのまま実現すればベア率は高まる筋合いにある。同じような話は、金属労協にも当てはまる。これに対して経団連だが、収益が拡大した企業に対しては、年収ベースの賃金引き上げを促しているが、先行きの経営環境に対する不透明感が根強いこともあるので、必ずしも全社一律のベアだけに拘らない対応を目指すことになっていることは、ご案内のとおりである。

以上を踏まえて、ベアについては、次回3月の決定会合で、より詳細にフォローアップをさせて頂く予定である。以上が、マインド指標である。

今朝、商業動態統計が出ているので、その数字を口頭で補足させて頂く。図表19、個人消費関連指標の小売業販売額である。まず名目値は11月の季節調整済前月比が-2.5%であったが、12月の数字は-0.2%ということであった。実質値は、CPIをデフレーターに使用しているので、あくま

でも 12 月の C P I は仮置きで計算させて頂いているが、その仮置きバージョンであると、12 月の実質ベースの小売業販売額は-0.1%である。その結果だが、四半期ベースに引き直すと、名目額で 10~12 月は 0.0%、実質ベースでは-0.2%という計算になる。消費周りについては、天候要因によってプラス、マイナスに振れる状況が続いており、7~9 月については猛暑効果もあってプラスに、10~12 月は暖冬の影響で衣料品等が振るわずマイナスということかと思う。こうした要因を除いてみれば、底堅いという基調判断で良いのではないか。

最後に、明日公表される指標のプレビューも兼ねて、I I P、雇用・賃金、C P I の順に言葉を足させて頂きたい。

まず I I P であるが、図表 28、生産・出荷・在庫関連指標の月次の表をご覧頂くと、12 月、1 月のところに予測指数が入っているが、予測指数では 12 月が+0.9%、1 月については自動車関連を中心に大幅増ということで 6.0%ということになっている。これを四半期ベースに引き直すと、10~12 月については 1.4%、2 月、3 月が 1 月の水準と変わらなければということだが、1~3 月は 6.3%ということである。

ただし、最近の予測指数については、図表 30、製造業 P M I と鉱工業生産の（2）生産予測指数の修正状況でご覧頂けるように、生産予測指数については下振れる予想が続いているので、私どもとしてはこのままの数字が実現するとは思っていない。明日の数字でも 10~12 月については、大体 1%位の前期比に収まる位になるのではないか。1~3 月については、われわれは大体 1%台後半位を見越している。そういった数字に近いような数字が出てくれればと思っているが、その中でも自動車関連についてどのような予測修正になるのか、電子部品などの業種についても、どういう予測修正になるのか、が明日のポイントと思っている。

続いて、図表 33 の雇用関連指標である。明日出てくる数字は、職業安定統計と労働力調査である。ポイントは有効求人倍率、新規求人倍率、失業率だが、これらについては労働需給が非常にタイトな状況が続いているので、月次の振れはあっても、さらに改善傾向を続けるということで大丈

夫ではないか。

その一方、毎月勤労統計だが、12 月速報が公表されるのが来月 8 日である。こちらの表に入っているのは 11 月確報の数字だが、11 月確報の数字でご確認頂くと、名目賃金周りについては 10 月までというか、今までの基調とあまり変わっていない。11 月単月では前年比が名目賃金 0.0% であるが、四半期ベースで 10～11 月平均は +0.4% であるので、大体 +0.5% 近傍の伸び率を続けていると思う。11 月の数字をさらに細かくみていくと、振れを伴ったとみられるのは特別給与のところで、前月まで 2 桁の伸びだったものが、11 月は -3.0% になっている。これについては、11 月は賞与月とはいっても、冬季賞与の割合でいくと 11 月は 5% 弱、ほとんどは 12 月で、12 月が 9 割以上であるので、これで冬季賞与を占うのは早計かと思う。ただ、毎月勤労統計なので、サンプル問題が続く。12 月で本当に良い数字が出てくるかどうかは、あまり期待は持てないかもしれないと思っている。

最後に、図表 39 の物価関連指標である。明日のポイントは、全国 C P I で出てくる除く生鮮食品と、除く生鮮・エネルギーである。11 月の数字はそれぞれ +0.1%、+1.2% であった。私どもとしては、東京の C P I、その他の地方の C P I 等々の情報をみていくと、12 月の数字はこの +0.1%、+1.2% に対して、+0.1% から +0.2% ポイントほど伸び率を高めるのではないかと考えている。実際そういう数字が、明日出てくることを切に願っている次第である。私からの説明はこれで終わるが、明日またご報告させて頂きたい。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

木内委員

細かい点を 2 つ、聞きたい。4 月の物価について、4 月に色々な価格改定があるので、その中で非常に分かりにくいと思っているのが、電力料金

の自由化と携帯料金の変更である。電力料金については既存の電力会社の価格引き下げもあるようだが、一方で新規に参入してきて、色々な他のサービスとセットで割引するという話もある。あのようなものが果たしてどうC P Iにカウントされ、トータルでどの位の影響があるのかというのが1つだ。

もう1つは、これも少しテクニカルなところだが、先程の話にもあったように、iPhone はグローバルに経済に影響があって、同じタイミングで新規に作っていくので、かなり季節性を作っている。それが今の季節調整値、例えばわれわれのみる鉱工業生産統計だったり、本行で季節調整している実質輸出などで、どの程度季節性が既に調整値に反映されているのか、感触として、もし分かれば教えて欲しい。

関根調査統計局長

電力料金について、恐らく小口自由化などで新規参入した先は、多分、彼らの調査項目に入らないのではないかと思います。今まで既存の電力会社が小口自由化を睨んで引き下げをしたものはカウントしているし、今後その辺りで新たに引き下げの動きが出てくるとしたら、そういうことを踏まえるのだろう。原発も動き出したこともあって、もっと下げるという話があるが、こちらのインパクトは、そこそこ出てくるのではないかと思います。

木内委員

新規参入とは、例えば、ガスだったり、ケーブルテレビだったり、携帯だったりする。それが、既存のサービスの割引のようなかたちで価格設定すると、電力料金はかからないが、他のところに影響が出てくるというようなことがあるのではないか。

関根調査統計局長

これも、かなり不明確なものが色々ある。その時に、ポイント付与をやるという話も聞こえている。これは多分、C P Iに計算されない。そうい

うかたちになると、今までの家電などもそうだった。ポイントによってディスカウントするというのは、調査対象ではなくなるので、そういうかたちで還元する分には、C P Iにはあまり影響を与えないのではないかと考えられる。

その一方で iPhone 関連の、何というか、新しい振れということだが、ご指摘のように、最近、大体秋口に新しいものが出て、それに伴って輸出が出て、生産も増えて、ということになるが、これがずっと続けば、いつかは季節調整で均されるということだと思っている。しかし、これが明確なのは、ここ 1～2 年ないし 2～3 年といったところであり、実際にデータをみても、秋口でぐっと増えているのはここ数年の動きである。こうなると、なかなか季節調整で均されないもので、まだ暫くはこういった癖をみながら、心の中でアジャストしていくことが、どうしても必要になってくるのではないかと思う。

白井委員

図表 27 のマンション販売のことを聞きたい。国土交通省が出しているヘドニック法で品質調整したマンション価格をみると、2013 年初辺りから非常に上がってきた。九州は前年比+13%位、関東は+7%だが東京都は+30%も上がってきている。価格が高過ぎることと杭打ちの問題もあってマンション需要が少し落ちているという話も聞くが、一方で、今後は消費税増税前に駆け込み需要が出てくる。そうなると、このマンション価格はどのようにっていくのか。価格は高いが駆け込み需要もあるので、供給は増えていくと考えるのか。今のところは、価格が高過ぎて需要がつかないのか、供給も伸びないという感じだが、その辺りをどう考えるのか。2004～2007 年位のミニバブルの時は、ヘドニックをかけたマンション価格が上がり、他の住宅価格も上がって、それがヘドニックをかけてない C P I の家賃をプラスの方に引っ張っていく力があつたのだが、東京都の家賃はどうなってきているのか。ヘドニックの問題もあるが、C P Iには影響するのか、その辺を聞きたい。

2点目は、鉱工業生産統計をみると、乗用車を除く資本財が、このところ生産・出荷が非常に伸び悩んでいる中で、以前から指摘されていることであるが、在庫水準が高い。多少減ってはいるが、まだ高い水準である。この理由については、建設機械などが中国向けで売れないという話もあるが、少し前までは軽自動車売れないという話もあった。この在庫はどうなるのだろうか。これは、全然計画が外れ作り過ぎてしまって、そのままになっているということなのか。段々はけていくことも考えられるのか。機械受注などをみると、均してみればこのところあまり伸びていない気もするが、受注残高はあるので、需要はあるように見える。分かりにくいのだが、受注残高をみると設備投資は高く見えるが、新規の受注統計はあまり良くない。そういうことで、鉱工業生産統計の資本財についてどう考えたら良いのか。機械受注との関係で、どうみれば良いか。

関根調査統計局長

まずマンションの方だが、ご指摘のように東京圏を中心として非常に上がってきていて、そのためにある程度調整が行われているのではないかとすることは、私どものヒアリング情報でも聞いている。足もとのマンション販売が今一つというのは、杭打ち問題についても限界的には影響しているのだろうが、むしろメインは価格ということであるので、そういったところで販売が振るわない状況になる局面に入りつつあるのではないか。その一方で、供給側がそれに対して、どのようにやるのかというのは、まだ完全に把握しきれていない訳ではない。残念なことだが、それが家賃にどう跳ねているかということ、家賃には全然跳ねていない。図表 45 の消費者物価（東京）の（3）一般サービスに東京のC P I の家賃があるが、 -0.2 から -0.1 のところまで下落を続けているので、残念ながら、そういったマンション需給の逼迫は、こういったところには表れない。何度か主張させて頂いていることであるが、貸家の家賃が持ち家の帰属家賃というかたちで全て膨らまされているというところに、大きな問題があるのではないかと私どもはみている。

資本財の出荷だが、在庫については、ご指摘のように建設財関連のところで少し高いものがある、それを徐々に run down させているフェーズにある。その一方で受注は、ご指摘のとおり、かなり受注残が高まっていて、その中にはラグの長いものがかかり入っている。これは、時間はかかるが、いつか資本財の出荷として出て行くというのが、われわれのベースラインシナリオである。

佐藤委員

賃金交渉のマクロの影響について、先程、自動車の例を引き合いに出して、大手とそうでないところとで、同じ自動車会社でも妥結水準には、ばらつきがあるとのことであった。その意味は、要求額が控えめでも、必ずしも悲観する必要はないということなのか。

関根調査統計局長

そこまでは言っていないが、大手とそれ以外では、同じ妥結額でも異なる意味を持つということである。

佐藤委員

この前も少し触れたが、連合が控えめな要求をしている背景として、中小にも幅広く、下請けにも賃上げの恩恵が幅広く行き渡るように、ということが1つの狙いだと言っている。本当にその狙いどおりにいくのかどうかは勿論定かではないが、仮に中小企業、下請けに賃上げの動きが広く均霑していくとすると、その結果を何でフォローしていけば良いのか。勿論、毎月勤労統計ということになるのだろうが、毎月勤労統計は当てにならない。毎月勤労統計が使えないとなると、何でみていけば良いのか。

関根調査統計局長

毎月勤労統計について、サンプル問題とさせて頂いていたのが30人以上の事業所であり、それよりも小さいところは、同じような問題という訳

ではないが、そこまで深刻にはなっていないということもある。30人以上についても、問題になるのは12月までということなので、この1月から、その問題は剥落することになっている。そういう意味では、少しはみやすくなってくれるのではないかと思う。色々なものでフォローアップさせて頂くが、基本的にしっかりとした統計というか、捕捉できるものとしては、どうしても毎月勤労統計に頼らざるを得ない。他のものも、いつものように、法人季報、家計調査、税務統計など、色々当たってみていくつもりではあるが、最終的には毎月勤労統計で捕捉するしかないだろうと思う。それが、この前の夏季賞与のように、そこで上手く分からない時には、われわれもかなり苦しい展開になる。GDP統計も毎月勤労統計で決まってしまうので、なかなか本当に分からないという状況で、非常に深刻な問題であるのは事実だ。

佐藤委員

税務統計は悉皆統計なので、ある意味一番正確ではないかと思う。税務統計では賞与のデータはしっかりしていると思うのだが、如何せん公表のタイミングは非常に遅い。

関根調査統計局長

税務統計の中でも一番しっかりしたものは、実はもっと遅くなる。実態的に分かるということになると、データのラグがあるので、GDP統計が確報になるまで、色々なもので推計しなければいけないということになる。そういう意味で、確かにわれわれも最近では、税務統計の方が reliable ではないかと、心の中では思い出しているが、如何せん、足もとの動きを追おうとすると結構難しい。限界があるということである。

4. 金融環境に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

事前にお配りしている資料－５（参考計表）をご覧頂きたい。インフレ予想関係、まず家計である。図表１、家計のインフレ予想の（１）に生活意識に関するアンケート調査が出ているが、「現在の実感インフレ率」を中心に若干低下、他はあまり変わっていないという感じである。それから（２）消費動向調査であるが、また少し下がった感じで、加重平均で言うと 2.33% というレベルになっている。

図表３、エコノミストのインフレ予想であるが、（２）の E S P フォーキャスト調査は 1 月調査が出ている。2015 年度はもう変わらないが、2016 年度が 0.8%、2017 年度が 1.1% ということで 10bp ないし 5bp 下がっている。因みにこれは 1 月 5 日までの調査であるので、年初以来の原油安の影響は出ていない。もうちょっと下がるかもしれない。（３）コンセンサス・フォーキャスト、3 か月に 1 度の長いところが出ている。これは若干不思議であるが、1～3 年のところは上がっていて、4～5 年、6～10 年のところは少し下がっている。傾向として長いところを中心に、少し下がったという印象で良いのではないか。

図表４、市場のインフレ予想である。（１）Q U I C K 月次調査（債券）は基本的に上がったたり下がったりで、横ばいとみて頂いて良いと思う。それから（３）物価連動国債の B E I であるが、また下がった。先程来触れられているように、あまり使えないような感じがする。今回、下がって、0.54% という数字になる。20bp 下がっている。因みにアメリカが 11bp、ユーロが 14bp 下がっている。英国はポンド安になっているので若干上がっているという感じであるが、世界的に下がっている。日本は特に下がり方が大きいという 1 か月であった。

図表６の実質長期金利であるが、これは新しい図表で、実質長期金利ということである。10 年債の利回りから各種のインフレ予想の指標を引いて、実質金利を出したものであるが、エコノミストの予想を使うと、みて頂いたような形状になっており、－1.0% 位のところに下がってきて横ば

い位である。一方で、市場のデータであるQUICKとかBEIを使うと、昨年の春位がボトムで、むしろ、マイナス圏ではあるが、上がっているような姿になる。

図表 11 は資金調達量関連指標ということでボリュームである。民間部門総資金調達は 1.1%、1.1%ということで前月から変わらない。個別の項目もほとんど変わっていない。貸出は、銀行貸出 2.3%から 2.2%ということで、こちらも変わっていない。この 0.1%下がったのは外貨インパクトローンの換算の問題であるので、実勢は変化なく、都銀中心にM&Aが引き続き出ているし、地銀はアパマンローンも含めて比較的高い伸びということである。

図表 16 の企業金融関連指標に、ローンサーベイが出ている。ぎくしゃくするデータだが、企業向けのところをみて頂くと 7%ポイントから 8%ポイントということで需要は引き続き増加方向で動いている。特に大企業のところが 1%ポイントから 8%ポイントということで若干上がっている。ただ、これは振れるデータなので、むしろかたちとしては図表 17 の主要銀行貸出動向アンケート調査の（１）金融機関からみた企業の資金需要をみて頂いた方が良いと思う。後方移動平均を 4 期かけてみると、大体貸出の前年比と似たような動きになっているので、貸出の方をみていれば大体当たるのではないかという感じである。（２）金融機関の貸出運営スタンスであるが、積極化超のところで大企業については 2%ポイントから 4%ポイント、中小企業については 13%ポイントから 11%ポイントと、あまり変わっていない。さすがにこれは積極化したかどうかと聞いているので、これ以上、積極化幅がもっと増えていく感じにはない。

最後に、図表 20 のマネー関連指標である。まずマネタリーベースの表の銀行券は引き続き 6%台で伸びている。6.1%という数字が入っている。それから最後にマネースtock、M2であるが、12月 は 3.0%となっており、11月の 3.3%から若干下がっている。これは先程申し上げたように資金調達要因はあまり変わっていないので、それ以外の要因である。具体的には、先程あったとおり、個人が株の買越しになっているので、シフトが

起きていること、為替要因の換算が少しマイナスに効いていること、それから最近出ている動きであるが、消費税の納付があるので、財政要因がその分、国の方に移り、マネーホルダーから預金が抜けていること、その3つ位が効いており、貸出の実勢はあまり変わっていないと思われる。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

木内委員

1点ある。図表3の(1)ESPフォーキャスト調査は、説明はなかったが、妙なかたちをしていると思う。つまり、今回、最新の1月調査で1年分、先行きの予想期間が延びたら、2017年第1四半期でかなり屈折して、しかもそれ以降水平のようなかたちになっている。消費税の影響で物価の上昇ペースも頭打ちという見通しを反映しているのだろうとは思いますが、それにしてもおかしい。2017年度の調査は、例えば、回答者が凄く少なく、少数の人の意見が反映されているとか、何か技術的な要因があって、こういう妙な屈折と水平のような見通しになっているのか。

内田企画局長

多少、ご指摘のようなことがあるかもしれないが、ひとつの見方としては、オイルを除いて考えてみると、今1%位なのであって、ここから物価の実勢が変わらない、基調が変わらないとみているということではないか。要するに実勢が1%から上がっていかないということであれば、2017年の第1四半期までは原油価格のマイナス寄与があるから、それが消えていくだけ、というようにエコノミストの方はみている、との見方もできるのではないか。

木内委員

原油の影響を除くと、比較的足もとから、物価はかなり安定した……。

内田企画局長

今も1%であって、そのあともずっと1%であるという見方も、できると思う。ただ、どこまで真面目に書いているかというのは、おっしゃるとおりのところはある。これ位先の話になると。

白井委員

先程他の委員からもご質問があったが、物価連動国債について、日本の場合は全然取引もないのであまり参考にならないということだが、取り敢えず物価連動国債の実質利回りやその価格をみると、あてにならないとはいえ、一応価格が下がって実質利回りが上昇していくということになっている。一方、アメリカとドイツは、10月以降のデータをみると、どちらかと言うと物価連動国債が買われて実質リターンが下がっていつている。インフレリスクプレミアムという推計が内部分析であるが、それによると、一応アメリカもインフレリスクプレミアムはほとんどなくなってしまっている。つまり、インフレはあまり起きにくいと思っている方が多いと思うが、それでもアメリカとかドイツの場合、取引は結構行われているという理解で良いのか。

内田企画局長

取引自体がどうこうということはないと思うが、インフレリスクプレミアムの計測はかなり複雑なものなので、後程、データをお送りする。

Ⅲ. 「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に伴う基本要領の制定等に関する執行部説明と採決（資料－6、7、8）

黒田議長

次に、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に伴う基

本要領の制定等に入る。まず、執行部からの説明の後、採決を行いたいと思う。

高口企画局審議役

それでは、本日は3件ご説明をさせて頂きたいと思う。まず資料－6をご覧頂きたい。「成長基盤強化支援資金供給の拡充等について」である。昨年12月の決定会合において、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の一環として、成長基盤強化支援資金供給の拡充と貸出支援基金等の1年延長が決定されたことを受けて、関連する基本要領等の改正をお諮りしたい。具体的には1頁目の下に記述があり、まず成長支援の拡充については、現在金融機関による期間1年以上の投融資のうち、資金の使途が①から⑱まで18項目に該当するものを適格投融資としている。2頁目で、12月の決定会合では、「これに加え、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を投融資先とするものを新たに適格投融資とする。その際、設備・人材投資に関する政策税制の適用を受けている企業を「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」として扱い、個別の投融資にかかる資金使途の確認を省略することにより、手続きの簡素化を図る」ことが決定されたところである。これを踏まえて、対象とする政策税制については、以下の3つの要件を設けることが適当と考えている。第1に、法律に基づく税の特例である。条例に基づく税の特例もあるが、かなり細かいものが多いので、対象外とする。具体的には、国税の租税特別措置法、地方税の地方税法に併せて、東日本大震災の特例法があり、これを想定している。第2に、設備投資に関しては、事業の用に供する設備の取得もしくは試験研究の実施を要件とするもの、としたい。現にこれらに支出を行い、税額控除や特別償却など優遇措置を受けている企業を対象とする趣旨である。12月の決定会合では、産業政策的なものはふさわしくないのご議論もあったことから、特定の事業のみを対象とするものについては、事業間のイコール・フッティングを確保する観点から対象外としたいが、こうした企業に対する投融資については、従来どおり18項目で対象としていける

と考えている。なお類似の観点として、特定の地域、例えば沖縄、過疎地、被災地、特区などがあるが、これを対象とする税制をどうするかという点があるが、特定の地域を対象とする税の特例の適用を受ける事業者は、逆に全国一律に適用される同種の特例の適用を受けないことが一般的である。従って、こうした事業者を排除せず、イコール・フッティングを確保する観点から、こうしたものについては対象としたいと考えている。第3に、人材投資については、雇用者への給与等支給額の増加を要件とするものであることとしたい。これらの要件に適う政策税制は、足もと30程度になる見込みである。以上を踏まえて、基本要領の一部改正、それから貸出支援基金等の1年延長などもお諮りしたい。実施日については、規程改正の実施日は即日とさせて頂いたうえで、成長の拡充については1～3月に民間銀行が対象となる貸出を行うことを踏まえて、4月以降に実行する資金供給から適用したいと考えている。具体的な規程は5頁以降であるが、1点だけ9頁をご覧頂ければと思う。9頁中程に、19項目目として、今ご説明した内容を規定している。従来の18項目にこの1項目を加えるかたちで改正をしたい。その他の改正は1年延長にかかるものなので、説明は省略させて頂く。資料－6については以上である。

続いて、資料－7をご覧頂きたい。外貨建て証書貸付債権の適格担保化についてである。昨年12月の決定会合では、外貨建て証書貸付債権を適格担保とすることを決定されたので、これに関する特則の制定をお諮りする。対象とする外貨建て証書貸付債権は、米ドル建ての企業向け証書貸付債権としたい。これは、中程の＜参考＞の表にあるとおり、外貨建ての証書貸付債権、特に今回対象とすることを考えている国内企業向け分は大半が米ドル建てであることを踏まえて、これを対象とするということである。適格要件については、1頁の一番下に掲げている①～④など。通貨以外の適格要件については、円建てのものと同様としたい。なお、現在、被災地向けについては、適格要件の緩和措置を行っているが、こうした企業は外貨建ての債務は基本的にないので、これは対象外にしたい。円換算後ベースの担保の掛け目については、2頁の表のとおりにしたい。これは、円建

ての企業向け証書貸付債権と同様の金利モデルに基づくシミュレーションで、ドル建ての掛け目を算出し、さらに為替レートの変動を勘案して算出したものであるが、ドル金利が円金利よりややボラティリティが高いということに加えて、為替リスクもあるので、円建ての企業向けの証書貸付債権——〈参考〉で書いているが——、これより低めの掛け目となっている。以上を踏まえて、特則の制定をして頂きたい。特則の実施日は、実務的な準備を整えたうえで、総裁が別に定める日とさせて頂きたいと思う。今のところ年度内、すなわち3月中には担保受入れができる体制構築ができ、受入れを開始できる見通しである。この措置は、「量的・質的金融緩和」を円滑に遂行する観点から、当分の間、実施するものとする。3頁以降が具体的な改正案であるが、内容は今ご説明したとおりなので、割愛をさせて頂く。

最後に3件目、資料－8である。J－R E I Tの銘柄別買入限度額の引き上げに関するものである。昨年12月の決定会合においては、J－R E I Tの銘柄別買入限度額を発行済投資口総数の5％以内から10％以内に引き上げることが決定されたことに伴って、1つは基本要領の一部改正、もう1つは業務方法書の一部変更、そしてJ－R E I Tの買入れは認可を得て実施しており、この認可にも5％以内という規定をしているので、その変更の申請、と、この3つをご決定頂きたい。実施日については、基本要領および業務方法書の変更等については、認可取得を条件として、その認可を取得した日から実施することとしたい。なお、実務的には、買入事務を信託銀行にアウトソースして行っていることから、これに関する信託契約の改正、あるいは大量保有報告書の取扱いに関する体制等の整備を含めて、所要の対応を2月中に整え、これが整い次第、5％を超えて買入れを行いたいと考えている。2頁以下が付議文であるが、内容は今ご説明したとおりであるので、説明は省略させて頂く。以上である。

黒田議長

何かご質問、ご意見はあるか。それでは採決をお願いします。

「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案について
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

「米ドル建の企業に対する証書貸付債権にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定に関する議案について、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

〔「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正等に関する議案について、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

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

採決の結果を順番に申し上げる。初めに、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する件、賛成 9、全員一致である。

次に、「米ドル建の企業に対する証書貸付債権にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定に関する件、賛成 9、全員一致である。

最後に、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正等に関する件、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

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

IV. 議事要旨（12 月 17、18 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、昨年 12 月 17、18 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いする。

〔議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

原田審議委員

布野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果は、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2月3日水曜日8時50分に对外公表する予定である。

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

(15時46分中断、29日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。まず、本日の議事進行をご説明する。本日は、展望レポートについての執行部説明、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、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決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。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

V. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

それでは、執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポート案および「経済・物価の現状と見通しに関する記述」を配付して頂きたい。

〔事務局より展望レポート案および「経済・物価の現状と見通しに関する記述」を配付〕

それでは、展望レポート案について執行部から説明をお願いします。

正木企画局政策企画課長

ではご説明申し上げます。集計した計数を確認したいと思うので、展望レポート案の 10 頁をご覧頂きたい。便宜上、中央値でご説明するが、成長率については、2015 年度、2016 年度、2017 年度、それぞれ+1.1%、+1.5%、+0.3%ということであって、ほぼ前回の昨年 10 月の展望レポートと同じである。消費者物価上昇率であるが、2015 年度が+0.1%、2017 年度は+1.8%から+1.7%ということではほぼ同じであるが、中程の 2016 年度については、前回の+1.4%から+0.8%に 0.6%ポイント下方修正されている。その背景だが、（注 3）のところにある。原油価格の想定が、前は 50 ドルを出発点に見通し期間をかけて 60 ドル台前半まで上昇するということがあったが、今回は 35 ドルを出発点に 40 ドル台後半にかけて緩やかに上昇ということである。この下振れによるものである。なお、その原油価格の消費者物価に対するマイナス寄与は、その（注 3）にあるとおり、今回は-0.7~-0.8%ポイント程度ということである。これに対応する数字は、前回 10 月の展望レポートでは-0.2%ポイントだった。従って、この部分だけで 0.5~0.6%ポイントの縮小であった。それが先程申し上げた、2016 年度+1.4%から+0.8%ポイントの縮小に、ほぼ対応しているといえることができるのではないかと。

以上が計数であり、それを受けた記述は 1 頁をご参照頂きたい。シャドーで付したところが、今回の数字を受けて新たに文章としてお示しするところである。物価については、エネルギー価格が C P I に与える寄与の推移を明記してある。具体的には、先程申し上げた前提に立てば、「エネルギー価格の寄与度は、現在の-1%強から次第に剥落していくが、2016 年度末まではマイナス寄与が残る」ということである。一方、物価の基調

は、2%に向けて上昇率を高めていくということである。従って、こうした前提のもとで、消費者物価の先行きをみると、「消費者物価の前年比が、「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、2017年度前半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる」というように記載している。2%程度に達する時期に関する記述は、前回10月の展望レポートでは2016年度後半頃となっていたので、こちらを2017年度前半頃に変更するということである。前回の見通しとの対比では、先程計数でご説明したように、「成長率の見通しは、概ね不変」ということである。「物価の見通しは、2016年度は下振れ、2017年度は概ね不変」ということである。物価見通しが下振れたこと、および2%に達する時期の後ずれについては、いずれも先程申し上げたように、「原油価格の想定を下振れさせたことによるものである」ということを明記している。先行きの政策面については、これまでのステートメント、展望レポートの記述と同一である。

最後に、冒頭に付けている「経済・物価の現状と見通しに関する記述」だが、今回の決定会合からいわゆる金融経済月報がなくなったので、景気・物価の現状については、展望レポートの2頁の冒頭、1. わが国の経済・物価の現状というところにまとめるというかたちになっている。今回、便宜上この展望レポートの1. の記述と、前回12月の対外公表文を、「経済・物価の現状と見通しに関する記述」に対置しているが、全体の評価も各コンポーネントも基本的に変更はない。以上である。

黒田議長

今の執行部の説明に対し、ご質問があればどうぞ。

なければ、ここで、今朝公表された指標について、執行部から説明をお願いします。

関根調査統計局長

それでは、今朝方出た数字について、ご報告させて頂く。まず鉱工業生

産だが、平成 27 年第 4 四半期をご覧頂くと、前期比が+0.6%であった。昨日、私は 1 %位と申し上げたが、それに比べると少し下振れたかたちとなっている。12 月の前月比は、-1.4%であった。それに続いて、予測指数をご覧頂くと、1 月の見込みが前月比+7.6%、2 月が-4.1%とかなりぎくしゃくした動きが予測されている。輸送機械が、+6.9%、-5.3%となっているが、ここは新型車が出てきているのだと思う。情報通信が+22.2%となっているが、12 月の実現率が-11.9%と大幅に下振れているので、この数字は当てにならない。このままいくと 1～3 月の計数は、3 月が横ばいと仮定すると大体 3.3%位になると思うが、この数字自体はもう少し下にいくはずと感じている。

残りの計数をご報告する。次の計数は、消費者物価である。全国の C P I、生鮮食品を除く総合であるが、12 月は+0.1%、除く生鮮・エネルギーは+1.3%で、前月+1.2%に対して伸び率を高めたかたちになっている。続いて、東京都区部である。生鮮を除く総合は-0.1%と、12 月+0.1%の後、-0.1%の下落にまた戻った。手許の計算であるが、東京の除く生鮮・エネルギーは+0.8%と、12 月が+0.9%だったことに対して、0.1%ポイント伸び率を低下させた。最後に雇用周りで、労働力調査、失業率であるが、大体予測どおりである。完全失業率（季節調整値）は 3.3%で、前月と同じである。続いて職安統計の方は、さらにタイト感を高めており、12 月の有効求人倍率は 1.27 倍と、前月に比べて 0.02 ポイント上昇。新規求人倍率は 1.91 倍で、こちらは 0.02 ポイントの低下となっている。以上である。

VI. 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と展望レポートの評価について、1 人 4 分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。布野委員からお願いする。

布野委員

E C Bの追加緩和とF R Bの利上げの後の世界経済は、今のところ実体経済に大きな変化はみられない。海外情勢の第1に、アメリカである。12月の利上げの影響は限定的であり、今後の利上げペースも内外の経済情勢を踏まえつつ緩やかなものになると想定している。ただし、金融市場面からは、既に利上げが中国市場の動きや油価下落との相乗作用でグローバルなリスクオフの資金の流れを刺激している。ヨーロッパは堅調である。個人消費を牽引役として緩やかに回復している。昨年来フランスでのテロや難民問題など様々な懸念材料があるが、経済への影響は限定的である。中国は、迅速な景気刺激策により、実体経済には一旦落ち着きがみられている。一方で、株式と為替市場は年初から動き、世界の金融市場を揺るがせており、引き続き注視が必要である。新興国と資源国は、減速した状態が続いている。今後、アメリカの金融政策の影響がどうかたちで出てくるか先入観を持たずに、また特定国に限らずに、広く注視することが必要である。

次に、わが国の経済だが、緩やかな回復が続けている。年末年初の消費は、まずまずの結果であった。次に、今春の賃上げが、消費の加速に繋がっていくことを期待している。この関連で、一連の春闘の動きは懸念材料である。

以上を踏まえた私の見方の第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、需要構造の変化を経験しつつあるということである。リーマン・ショックを機に、世界経済の牽引役として新興国が大きな役割を担うようになった。GDP規模で世界第2位が中国となったのもこの時期である。中国の高度成長は、世界経済に大きく貢献し、資源市況の活況やその他の新興国の成長を牽引した。しかし、ここにきて中国は中高速ペースにシフトダウンしており、世界貿易の拡大ペースのスローダウンと新興国・資源国経済の減速に繋がっている。

第2点は、日本経済は内外需のバランスを取った成長が必要だということである。リーマン・ショックの後、日本経済は内需と輸出の需要不足の

状態が続いた。企業はその対策として日本の供給力の下方調整や海外での事業基盤の強化、さらに財務内容の改善を進めてきた。今後は、不確実性の高い外需に対応しながら、一方で回復しつつある内需を着実に業績に繋げていくことが求められる。日本経済にとっては、その内需の比重の厚さを生かすフェーズであるとも言える。

以上の現状認識を踏まえた展望レポートだが、経済成長率の見通しは、2015 年度、2016 年度ともに潜在成長率を上回る成長、2017 年度は消費税引き上げの影響から潜在成長率を幾分下回るプラス成長を想定している。一方で物価見通しは、下方修正した。今後需給ギャップの改善が続くもとで、物価上昇率は高まっていくとみている。しかし同時に、油価と為替の下押し圧力は強く、2 %程度の水準に達するのは 2017 年度以降にずれ込むだけでなく、物価情勢に関するリスクは下方に厚いと考えている。この様に「物価安定目標」の達成が遠のいて行く中であって、本年年初からの油価下落、株式、為替市場の動揺は、デフレインド復活のリスクを孕んでおり、さらなる深刻な事態とみている。そこで、何らかの対応が必要な情勢だと思われるが、執行部から対応の具体策として考えられるオプションを示してもらえないだろうか。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず初めに中期経済見通しをお示しすると、2015 年度は 1 %程度、2016 年度は 1.4 %程度、2017 年度は 0.1 %程度と予想している。2016 年度までは潜在成長率を大幅に上回ることで需給ギャップは改善するが、2017 年度は潜在成長率を幾分下回り需給ギャップの改善は一服するとみている。この見通しは、昨年 10 月評価時点とほとんど変化はなく、政策委員見通し中央値対比で慎重な見通しを維持している。

以上の経済見通しに関するリスク評価は、下方に傾いているとみている。

特に中国経済の減速と経済政策の方向性が不透明なこと、および原油価格の不安定化によって世界金融市場の変動が大きいことに加え、F R Bの利上げペースの不確実性が高く、新しいデータが公表される度に市場が振り回される可能性も高く、わが国の輸出を下振れさせるリスクを注視している。また企業と家計のマインドの悪化を通じて、設備投資や個人消費が下振れるリスクも意識している。

次に、中期物価見通しについて申し上げますと、2015 年度は 0.1%程度、2016 年度は 0.6%程度、2017 年度は 1.4%程度と予想している。この見通しは 10 月時点対比で、2016 年度と 2017 年度を下方修正しており、依然、政策委員見通し中央値対比で慎重な見通しとなっている。下方修正の理由は、①原油価格下落が需給ギャップ改善による物価上昇圧力を相殺するため、コア C P I 伸び率が上昇に転じる時期が 2016 年度後半以降に後ずれすること、②複数の中長期予想物価上昇率が既に低下していることから、先行きの予想物価上昇率の上昇ペースが緩やかになるとみていることである。

以上の物価見通しに関するリスク評価は、下方に傾いていると判断する。原油価格と為替相場の動向は不確実性が高く上下双方向に振れるリスクがある一方で、中長期予想物価上昇率が着実に上昇していくには予想以上に時間がかかり、需給ギャップに対する物価の感応度が低下するリスクも高いからである。

次に、足もとの物価の基調について申し上げますと、総じてみれば、上昇幅の拡大傾向はみられないものの、悪化もしていないとの判断が正しいと思う。その理由として、生鮮食品とエネルギーを除く C P I は過去 3 か月間 +1.2% を維持し、12 月は +1.3% へ上昇しており、特に食料品、外食、宿泊料、耐久消費財等を中心に売上高の拡大を伴いながら販売価格引き上げが続いていることを反映している。円安、外国人観光客数の急増、新商品の発売等がこれを後押ししている。その一方で、日本銀行が新たに開発した複合コア指標——刈込平均値、最頻値、加重中央値——は 1 % を大きく下回っており、2 % 目標の達成には時間がかかることを示唆しているが、

悪化もしていない。また、一橋大学消費者購買指数は横ばい、日経CPI Now・S指数は新年入り後若干垂れたものの高水準を維持しており、今後上昇傾向が続いていくのか、本年4月以降の価格改定の動向を見極めたいと思っている。従って、現在の低インフレは、デフレ的な企業の価格設定行動を反映したものではないと判断している。

最後に、今回は私にとって中期見通しを示す最後の機会であるので、2%の物価安定目標の実現に向けた私のこれまでの見通しについて、簡単に振り返っておきたいと思う。まず、私はQQEを導入した2013年4月初から2015年度末に2%程度に近づいていくとの見方を示し、2%程度に達するには2年以上かかり、その間QQEを継続する必要があるとの持論を展開してきた。その後、私が当初から警告を発してきた下振れリスク、すなわち消費税率引き上げが個人消費を減退させるリスクが顕在化したこと、並びに原油価格の下落と消費税率引き上げ時期の先送りなどを織り込んで、2%程度すなわち1.7～1.8%程度に近づく時期の見通しを、2017年4月の消費税率引き上げ直前と直後へと後ずれさせてきた。そして、2%程度の安定的実現を判断するには消費税率引き上げ後1年以上待つ必要があり、この間、政策の持続性に問題が出れば、より持続的なやり方に転換していくことが良いと述べてきた。

本日の見通しでは、昨年10月時点以降の原油価格の一段の下落から2%程度に近づく時期を、消費税率引き上げ直後へと1四半期程度後ずれさせており、その後は2017年度末頃まで消費税率引き上げの負の影響から物価上昇率は低下していくとみている。従って、2%程度に達し、かつ安定的に推移しているかを判断できる時期は2018年度以降との見方に変わりはしない。なお、執行部案の表現では、2017年度前半頃に2%程度に達するとみており、私の見方とは一致していないが、数字的には大きな差ではないことから、執行部案の表現に反対はしない。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

年明け以降、原油価格の一段の下落に加えて、中国当局の人民元安への対応などから、リスクオフの動きが強まり、金融市場のボラティリティが高まっており、わが国でも、円高・株安へ振れている。現時点では、各種D I等からは、実体経済への波及は特にみられないと思う。今後、金融市場における調整が長引く場合には、実体経済へのネガティブな影響につき注意深くみていく必要があると考えるが、今のところ、今回の金融市場の調整が、「わが国経済が緩やかな回復を続けていく」というシナリオが崩れるほどのショックとなる蓋然性は低いとみている。原油価格などの資源価格の低下については、以前も申し上げたが、わが国全体については、全体でメリットは非常に大きいとみている。また、原油価格などの低下の影響を強く受けるセクターも、商社、石油会社、建機メーカーなど、財務基盤の強固な先が多いことも安心材料だと思う。

次に春闘だが、3年連続を目指すベースアップの動向については、年初からの市場の混乱が、足を引っ張る要因となる懸念がある。また、現実の賃金交渉で重視されている足もとのインフレ率が原油価格の低下によりゼロ近辺にあることから、労働側の要求も昨年比控えめなものとなっている。原油価格などの資源価格の低下は、中小企業を含め、広く企業のインプット価格を引き下げ、収益の底上げをもたらすが、それが賃金のしっかりした上昇に繋がるまでには、それなりに時間がかかるものとみている。賃金については、過度の期待は持ちがたいものと考えている。企業収益・賃金・消費の動向からは、所得から支出への前向きの循環メカニズムがしっかり働いているとは、必ずしも言い切れない状況にあると思う。

次に展望レポートだが、消費者物価の前年比が2%程度に達する時期を2017年度前半頃としている点については、中央値が2016年度+0.8%、2017年度+1.7%であることから、数次に亘る後ずれとなる今回は、2017年度として幅を持たせることが適当だと考える。私自身の見通しについては、補正予算などの影響を勘案して、2016年度の成長率を上方修正して

いる。また、物価については、原油価格の影響がエネルギー以外の幅広い商品のインプット価格をも低減させる波及効果を勘案して、2016年度、2017年度の伸び率を下方修正している。なお、原油については、OPECとロシアの協議が成立し、何らかの生産調整が出てくる可能性がないとは言えず、コアCPIのリスクはニュートラルとしている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状評価については先程の執行部報告で概ね良いと思うが、年初来の国際金融資本市場の不安定な情勢からリスクは依然下方に厚いとみている。市場の不安定化の根源は、Fedが過去数年に亘り、リフトオフに向け入念な情報発信を続けてきたにもかかわらず、中国が通貨制度の改革を先送りし続け、また他の新興諸国もドル建の公的・民間債務を積み上げ続けたこと、すなわち官民の complacency にあるように思われる。それらの問題が昨年12月のリフトオフを契機に改めて表面化したのであろう。

こうした中での、人民元をはじめとした新興国・資源国通貨の先行き下落期待は、裏返せばドル高期待であり、またドル高期待は原油価格の下落期待とペアになっている。このように足もとは原油市場の価格形成も単なる需給要因を超え、新興国・資源国の通貨制度の軋みの中で、落ち着きどころを見通しにくい状況となっている。さらに、足もとは原油価格動向が世界経済の重石となり、牽引役の米国もアトランタ連銀の Nowcast によれば10～12月期は年率1%未満に減速した模様である。折からの寒波の影響から1～3月期の成長率も下振れリスクがあろう。米国経済自体の減速もあり、Fedの先行きの利上げのペースについて、市場では慎重な見方が広がっている。米追加利上げ期待の後退、ないし利上げのペースダウンの見通しが一段と強まれば、ドル高の流れに変化が生じ、さらにそれが原

油市況にプラスの波及効果をもたらすかもしれない。しかし、仮に米国経済の減速が長引けば、それはそれで米国一極集中の世界経済にとり新たなリスクとなり得るので、これもまた問題含みである。

一方、国内経済については、エネルギー価格下落による実質所得の増大からマクロの所得形成は堅調で、これが外生要因に対するバッファーとなっている。このため、国際金融資本市場の混乱のわりに企業マインドは堅調さを維持し、ガソリン・灯油価格の下落から家計マインドも底堅さを維持している。足もとの状況とリーマン前の類似性を指摘する向きがあるが、現状は、エネルギー価格高騰による交易条件悪化から世界経済に先駆けて景気後退入りしたリーマン前とは真逆の状況である。この点、内外経済の先行きのリスクは下方に厚いと申し上げたが、直ちに政策対応が必要となるというほどのリスク認識はない。

もっとも、暖冬の影響から 10～12 月期の個人消費は低調に推移した模様で、私自身は 10～12 月期の成長率見通しを慎重にみた結果、2015 年度の成長率見通しは 7～9 月期の 2 次速報の上方修正でも前回 10 月末の見通しから不変とした。2016～2017 年度については、展望レポート案のシナリオに概ね沿う展開を見込むものの、先に挙げた世界経済の先行きの下方リスクをやや重めにみた結果、政策委員見通しの中央値よりも若干慎重、かつリスクバランスも下振れリスクを見込んでいる。

物価については、生鮮・エネルギーを除く基調的な物価動向は足もと堅調に推移し、中長期の予想物価上昇率もエネルギー価格下落のわりに全体として底堅く推移しているとみている。もっとも、前年の裏の影響が剥落する 2016 年度以降の物価の基調が順調に前年比プラス幅を拡大するかどうかについては、今般の賃金交渉の見通しなどに鑑みると下振れリスクをみている。その結果、生鮮食品を除くいわゆるコアについても、私自身は 2016～2017 年度について政策委員見通しの中央値より慎重な見通しを維持している。ただし、前回 10 月末の私自身の見通しからの下方修正も、ほとんどは原油価格の前提の違いによる。その点、政策委員見通しの中央値の変化も原油価格によるものと、整合的に説明できると思う。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、世界のマーケットの動きについて申し上げたい。市場の動揺が実体経済の減速を反映したものであり、かつ、それが予想物価上昇率に影響を与え、物価と生産にも悪影響を及ぼす恐れがある。これらの点について十分に注視する必要がある。

海外経済については、アメリカ・ヨーロッパ経済は基調的に回復しているが、新興国経済は減速が続いている。

日本経済についてみると、消費、輸出、生産などに弱い指標があった。消費の弱さは、暖冬の影響もあるが、これらが一時的なものとみて良いか難しいところがある。消費性向が低下を続けており、回復していないことも気掛かりである。ただし、消費は弱いが、雇用は改善している。しかし、雇用×賃金の雇用者所得の増加は、需要面から物価を押し上げる要因になるが、賃金の上昇が弱いことは物価をコスト面から押し上げる力が弱いことを意味する。前回会合でも述べたように、パートの時間当たり賃金が上がれば物価は上昇するが、現在の時給の上昇は2%の物価上昇には力不足である。また、インフレ予想を示す多くの指標が低下している。12月の物価は、全国は予想どおりだったが、東京の物価はマイナスだった。さらに、失業率の低下テンポが弱まっているようである。再三述べているように、過去の経験則によれば、失業率が3%を切らないと物価が2%になるのは難しい。3%前半の失業率を構造失業率で、これ以上下がらないかのようなイメージを与えるのは再考すべきである。

次に、展望レポートについて申し上げる。実質GDPについて、2016年度については、世界経済がメインシナリオどおりであれば、成長率は戻ってくると思われる。また、年度末には消費税増税前の駆け込みの需要

もある。2017 年度は、駆け込み需要の反動、消費税増税それ自体の景気押し下げ効果が働いて成長率は大きく低下する。実質GDPの成長率についての私の見方は政策委員見通しの大勢とほぼ同じである。

物価は、生鮮食品とエネルギーを除く物価でみると、継続的に上昇している。ただし、エネルギー価格の下落が続き、その影響がピークとなるのは 2016 年の中頃までとなるので、消費者物価総合の上昇は後ずれする。2017 年度には、消費税増税それ自体の需要押し下げ効果による物価下押し圧力もかかる。以上から、物価の見通しについての私の見方は、これも政策委員見通しの大勢とほぼ同じである。

繰り返しになるが、冒頭述べたように、市場の動揺が実体経済を反映したものであり、また、その動揺自体が予想物価上昇率に影響を与え、物価と生産に悪影響を及ぼす恐れがある。既にそれが一部の指標に表れている。金融政策運営を討議する次のラウンドで提起したいが、2%の物価目標を実現するためには、追加緩和の必要な状況にある。次のラウンドでは、執行部から、緩和を行う場合のオプションを提示して頂きたい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

年明け後の金融市場は俄かに不安定な動きとなったが、この点で、中国の為替政策に特に注目している。米国金融政策の正常化に伴いドル高が進む中で人民元が対ドルで大きく切り下がれば、周辺国にとっては、貿易面を通じてデフレ圧力が加わり、対ドルでの自国通貨安に伴う金融面からの悪影響と相俟って経済に打撃となる。現在は大量の為替介入を含むやや強引な政策で為替の安定維持が図られているが、いずれそれが限界に達して人民元の対ドルでの顕著な下落に追い込まれる事態もリスクシナリオとしては念頭に置いておく必要がある。他方、中国经济自体は弱いながらもなお一定の安定性は維持しているように見受けられるが、先行きの世界経

済を占ううえで、より注目されるのが米国経済の動向だ。米国の 10～12 月期実質 GDP 成長率は、天候要因の影響もあり、かなり下振れたとみられる。輸出減速、原油価格低迷を背景にして製造業の不振が続く一方で、大幅な金融緩和などに支えられた非製造業の堅調さも、製造業の弱さを十分に補えるほどには強くない。当面は原油価格の下落が製造業の活動を弱める可能性がある一方、逆に原油価格が反転する場合には、実質所得が悪化して個人消費に打撃となることも考えられる。総じて不振な新興国経済が、米国を中心とする先進国経済に牽引されて、世界経済全体が回復ペースを高めていくというよりも、米国経済が原油価格下落や不振な新興国経済にどれだけ耐え、景気後退を先送りできるかに今は注目している。

国内経済についてだが、鉱工業生産は輸出の増加に支えられて緩やかな回復傾向をたどっているが、新車投入効果の一巡や海外での新型スマートフォン販売の下振れを受けた関連部材への需要鈍化などを背景に、4～6 月期以降は生産増加ペースが明確に落ちる可能性がある。他方、賃金上昇率の改善ペースが依然としてかなり緩やかにとどまる中、年後半にかけて、エネルギー価格下落の一巡から、個人消費が再び慎重化する可能性にも留意したいと思う。この間、主要企業の収益が過去最高水準を更新し続ける中でも、企業は引き続き慎重な投資活動を維持している。足もとの収益改善は一時的要因に支えられた面も大きい一方、国内市場での中長期的な売上および収益への期待が、企業の間でなお十分に高まっていないことが、その背景に考えられる。企業がキャッシュフロー対比で設備投資をより積極化させていくためには、中長期的な期待成長率の上昇が重要だが、国内の人口減少や少子高齢化という強い逆風の中、各種政策などを通じてそれを実現するには、なお相応の時間を要すると考えている。

消費者物価のコアコア指数や生鮮食品・エネルギーを除くコア指数をみると、昨年来の加速傾向には足もとで一巡感もみられている。前年比でみた円安効果は既に一巡しつつあること、川上に位置する原材料価格や企業物価が足もとで明確な下落基調を続けていること、また需給面からの物価押し上げ効果が先行きも顕著には高まりにくいこと、幾つかの指標は中長

期の予想物価上昇率の改善一服を示唆していること、などの点を踏まえると、これらの指数が今後さらに加速傾向を続けていく余地は大きくないと考える。また昨年の今頃には多く聞かれた食料品や日用品の値上げ計画が今年はあまり聞かれないことから、4～6月期を中心に、これらの指数の前年比上昇率は幾分下振れしやすいと思う。他方、消費者物価の一時的な攪乱要因を除いて基調的な変動を把握するうえで、生鮮食品を除くコア指数と並んで信頼性が高いと考えられる刈込平均値に注目すると、昨年よりも高い水準で比較的安定した上昇率を維持している。こうした点も踏まえ、基調的な物価上昇率の加速は一巡しても、その後に大きく上昇率を低下させることはなく、比較的安定した上昇率を当面続けるものと考えている。

最後に、展望レポートの見通しについては、前回以降の原油価格の前提下振れを反映して、2016年度の消費者物価見通しを大きく下方修正した以外は、前回から大きな修正はない。2017年度にかけて、基調としては、潜在成長率に見合った比較的安定した成長率と物価上昇率が続くことを標準シナリオに据えている。しかしこうした自身の見通しは、成長率、物価ともに政策委員の中心的な見通しと比べればかなり低めだ。その背景には、現在ほぼ中立的な水準にある需給ギャップを先行き顕著に改善させるほどの需要面での強い牽引役が、金融緩和の追加的効果も含めて見当たらないと考えていることがある。また展望レポートの基本的見解については、従来と同様に、先行きの物価上昇率の見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営方針の3か所について、修正文案を後で提出したいと思う。物価見通しについては、予測期間中に2%程度に達することは引き続き想定していない。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

世界経済は、新興国は減速しているが、先進国を中心に緩やかな成長が

続いている。しかし、年初来の原油価格の急落と国際金融市場の不安定な動きからみて、今後の世界経済の下振れリスクは前回会合よりも増大していると考ええる。原油価格は例えば、ドバイ原油でみて、年初から昨日 28 日までの間に 23% も下落した。こうした原油価格の急落の主因は供給要因にあると思われるが、中国経済の減速により原油需要の伸びが大きく鈍化していることも影響していると思われる。

中国経済は金融財政政策による対応の余地があり、投資・輸出主導型経済から消費・サービス主導型経済への転換において、ハードランディングは避けられると思われるが、どこまで成長率が低下するかに関しては今のところ不透明である。一方、原油価格などの資源価格の低下は、資源輸入国にとってはメリットが大きく、景気浮揚効果を持つ一方で、資源輸出国の景気を悪化させるが、世界経済全体にとってはメリットの方が大きいと考えられてきた。しかし、中国の経済減速と資源輸出国の景気悪化は、資源を輸入する新興国経済だけでなく、先進国経済に対しても下押し圧力となるリスクが増大している。その意味で、原油価格がこれ以上低下ないし停滞し続けることは、必ずしも世界経済全体にとってメリットがあるとは言えない状況になってきたのではないかと考えている。

日本経済は、これまでのところ、緩やかな回復を続け、消費者物価前年同月比（総合、除く生鮮）は、原油価格の大幅低下によるエネルギー価格の大幅低下のため、0 %程度にとどまっているが、生鮮食品とエネルギーを除いた物価の基調は2 %に向けた軌道をたどっている。

今後の物価見通しは、原油価格が昨年 10 月の展望レポート作成時よりも、さらに下がっていることを考慮すると、後ずれする可能性がある。すなわち、原油価格が1 バレル 35 ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて 40 ドル台後半に緩やかに上昇していくと想定すると、2 %の物価安定目標に到達する時期は昨年 10 月の展望レポートの 2016 年度後半頃よりも、2017 年度前半頃へと後ずれする可能性が高まってきた。この後ずれは先行きの原油価格の想定を下振れさせたことによるものである。しかし、足もとの原油価格がドバイでみて 26 ドル台後半で、昨年 10 月の展望レ

ポート時よりも 40% も下がり、いま述べた展望レポートの 35 ドルの想定をも下回っている。この足もと、26 ドル台まで低下した原油価格を考慮すると、今回、適切な金融政策を講じない限り、2 % の達成時期はさらに後ずれするリスクがある。

日本経済は、デフレからの脱却過程にあり、消費増税などの国内発の需要減少ショックや、中国経済減速などの外国発の需要減少ショックに対して、未だ脆弱な状況にある。こうした負のショックに弱いデフレ脱却過程にある日本経済においては、年初来の中国経済減速の不透明感の増大や原油価格急落による国際金融資本市場の混乱と、それらに起因する日本株式価格の大幅低下や企業の想定を上回る円高が定着することは、企業や家計のマインドを悪化させ、デフレマインドの転換を遅らせ、物価の基調に悪影響を及ぼすリスクが大きい。従って、量的・質的金融緩和の拡大など、できる限りの手段を講じて、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2 % の物価安定目標に向けたモメンタムを維持することが必要である。

既に布野委員、原田委員が言及されたのと同じように、私も第 2 ラウンドで執行部に、量的・質的金融緩和の拡大や付利金利の扱いなどを含めて、どのような追加緩和のオプションがあるかを示して頂きたいと思う。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

国際金融資本市場では、年明け以降、原油価格の一段の下落に加え、中国経済の先行きに対する不透明感などから、投資家のリスク回避姿勢が強まっている。経済指標をみる限り、実体経済が大幅に悪化している訳ではなく、マーケットのセンチメント主導で世界的な株安が進んだという色彩が強い。ただ、後述するように、わが国の企業や家計のコンフィデンスに及ぼす影響には警戒を要する。

わが国経済であるが、現状、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、景気は緩やかな回復を続けていると判断している。先行きも、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国内需要が増加基調をたどり、輸出も緩やかに増加することから、わが国経済は基調として緩やかに拡大していくと考えている。企業部門では、収益が過去最高水準で推移するもとで、企業は前向きな投資スタンスを維持している。そのもとで、先行きも、設備投資は増加を続けるとみている。家計部門では、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、個人消費は底堅く推移しており、先行きも緩やかに増加すると予想している。

次に、物価情勢である。生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、2014年夏以降の原油価格下落の影響で、0%程度となっているが、生鮮食品とエネルギーを除くと直近は+1.3%まで上昇しており、物価の基調は着実に高まっていると言って良い。

先行きも、物価の基調が着実に高まる動きが続くとみている。その理由は、第1に、需給ギャップがさらに改善すると予想されること、第2に、企業の価格設定スタンスや家計の支出行動も含めてみれば、中長期的な予想物価上昇率が上昇傾向をたどると考えられることである。従って、メインシナリオとしては、今後も予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみている。そうした中、消費者物価の前年比は、原油価格下落の影響が剥落するに伴って2%に向けて伸び率が高まっていくと思う。それでも、生鮮食品を除く消費者物価の前年比が2%程度に達する時期は、原油価格の一段の下落によるエネルギー価格の下振れから、2016年度後半頃というこれまでの見通しから1～2四半期後ずれして、2017年度前半頃になるとみている。

以上がメインシナリオだが、見通しに関するリスクバランスは、経済・物価とも下振れリスクが大きいと考えている。2点述べたい。第1に、新興国・資源国経済の動向である。先日の支店長会議でも多くの報告があったように、新興国・資源国経済の先行き不透明感の強まりや、それを映じた国際金融資本市場の動揺が、企業のコンフィデンスの悪化を通じてわが

国経済・物価へ及ぼす影響を警戒しなければならない。具体的には、企業が過度の悲観論に傾き、支出行動を抑制したり、賃金・価格設定スタンスが後退したりするリスクである。特に、企業のデフレイマインドが払拭されていない中で、現在行われている賃金交渉において、企業の賃上げの動きが広がりやを欠き、物価上昇ペースが下振れるリスクに対しては、物価安定目標を達成する観点から重大な関心を払わざるを得ない。第2に、この点とも関連するが、予想物価上昇率の動向を巡る不確実性である。原油価格の下落が続いている結果、消費者物価上昇率が低い状態が長い期間に亘って続くことになる。そのことが、バックワードルッキングな期待形成を通じて、予想物価上昇率の上昇ペースに影響する可能性がある。実際、予想物価上昇率に関する幾つかの指標が、このところ弱含んでいることも気掛かりである。

以上を踏まえると、これまで着実に進んできた企業コンフィデンスの改善や人々のデフレイマインドの転換が遅れ、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが高まっていると言わざるを得ない。物価安定目標を実現するためには、ここで何らかの対応が必要な情勢になってきていると思う。そこで、緩和を行うとすれば具体的にどんな対応が考えられるのか、私も、執行部からオプションを示してもらいたいと思う。以上である。

黒田議長

前回会合以降の金融経済情勢と展望レポートの評価について、委員方のご意見を私なりにまとめると、海外経済は新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているというこれまでの判断に概ね沿った動きであると思う。

わが国経済については、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられているが、緩やかな回復が続けているとの評価は共有されていたと思う。先行きについても、家計・企業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持続するもとで、基調としては緩やかに拡大していくという評価が概ね共有されていたと思う。

物価の先行きについては、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は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、物価の基調は着実に高まり、2 %に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

展望レポートの原油価格の前提のもとでは、消費者物価の前年比が物価安定の目標である 2 %程度に達する時期は、2017 年度前半頃になると予想されるというのが多くの委員の見方であったと思う。

また、リスクバランスについては、経済は海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きいとの見方が多かったと思う。また、物価についても中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きいとの見方が多かったと思う。特に金融市場について、このところ原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから世界的に不安定な動きとなっている。私自身も企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響を及ぼすリスクが増大していると考えている。

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どうぞ。

特に追加的なご意見がなければ、今から 10 分程度コーヒーストップを取りたいと思う。再開は 9 時 58 分とする。

(9 時 48 分中断、 9 時 58 分再開)

VII. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

議論を再開する。前のラウンドでは、何人かの委員から、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大しており、何らかの対応が必要ではないかとの意見が示された。討議に入る前に、執行部から政策を行うとすれば、どのようなオプションが考えられるのか説明してもらい、それを受けて委員方から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

それでは資料をご覧頂きながら、お聞き頂ければと思う。考えられる政策オプションだが、大きく2つあるかと思う。1つは「量的・質的金融緩和」の拡大、すなわちマネタリーベースや資産買入れのペースを増やすということである。これは勿論、実務的に可能なので、事務方として特に申し上げることはない。

もう1つ、「量的・質的金融緩和」にマイナス金利の要素を付加した新たな枠組みを作ること、オプションになり得ると思う。この場合は、設計に工夫が必要だと思っている。すなわち、日本の場合、1つは当座預金残高が極めて大きく、かつ年間80兆円というペースで増えていくということ、それから大規模な国債買入れを行っていること、こうした事情を考慮に入れたうえで、スキームを作る必要がある。具体的には、マイナス金利を適用する対象は日銀当座預金になる。当然のことだが、〇%の〇の部分を決めて頂くことになる。そのうえで、階層構造とすることが適切ではないかと思う。この階層構造方式というのはスイスなどで行っており、マイナス金利が金融機関収益を過度に圧迫して、かえって金融仲介機能を弱めることを防ぐ趣旨で採用されているものである。日本の場合には、スイスなどと比べても当座預金残高が極めて大きいので、残高全部にマイナス金利を適用すると、金融機関収益への影響が大き過ぎると思われる。具体的には、階層構造は3層にする必要があるかと思われる。3つ書いてあるが、まず既存の残高である。これについては、これまでどおり+0.1%を適用することとしてはどうか。金融機関は「量的・質的金融緩和」のもとで、本行の資産買入れに応じて、その結果として0.1%のプラス金利が付く当座預金を積み上げてきた経緯もあるので、この分については、いわばグランドファザリングとして従来の取扱いを維持することが良いのではないか。

マイナス金利の部分については、一部だけマイナス金利を適用して意味があるのか、効果があるのかという疑問が当然あり得ると思うが、この点

は大丈夫だと思う。すなわち、金利とか株価、為替相場のように、金融取引の価格は、ある新しい取引を行うことに伴うマージナルな、限界的な損益によって決まると考えられる。マイナス金利が当座預金残高の全体にかからなくても、限界的な増加部分にかかれば、新しい取引を行うことによって当座預金が増えることに伴うコストは－〇%ということになる訳である。金融市場をはじめ、今申し上げたような各種の市場は、そのことを前提に金利あるいは相場の形成がなされると考えられる。

次に真ん中の0%が適用される部分である。日本の場合、年間のペースで約80兆円、マクロ的な当座預金残高が増加していくので、プラス金利部分とマイナス金利部分の間にクッションを置かないと、マイナス金利を適用する部分がどんどん大きくなってしまう。そうしたことを防ぐ観点から、マクロ的な当座預金残高の年間80兆円ペースの増加に合わせ、ゼロ金利を適用する部分を増やしていくという制度設計が必要と思われる。そういう意味で3段階と申し上げている。

最後に資金供給、具体的には貸出支援、被災地支援等である。これらについては、制度を維持するという観点から、今は+0.1%で実施しているが、ゼロ金利で実施する必要があると思う。以上、申し上げたような仕組みであれば、実務的には「量的・質的金融緩和」、あるいは貸出支援等の制度と矛盾なく、実施することができると考える。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ければと思う。

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4分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。布野委員からお願いします。

布野委員

緩和した金融環境のもとで、消費、投資ともに経済の好循環は、維持さ

れている。しかし、その歩みはゆっくりで十分とは言えない。この背景には、将来に対する不安心理があり、この払拭に時間を要している。この点に関連して、企業の投資行動について補足したいと思う。日本国内への投資に関して、予測される人口減を理由に否定的な議論があるが、この見方に対し、私は懐疑的である。

その理由は、例えば第1に、多くの日本企業にとって日本を抜きにしたサプライチェーン展開は非現実的かつ非効率であるとともに、日本の果たすべき役割は、イノベーションを生み出す研究開発や高技術製品の生産体制という観点で重要であり、かつその優位性が高いことである。すなわち、日本企業にとって日本でしかできないことがあるとも言える。

第2に、日本は地の利として、長期的な需要拡大と経済成長を期待できる東アジアが後背地に控えていることである。各企業がそれぞれ独自の観点からアジアの需要と日本の供給力を結び付け、活かしていく必要があるが、近年進歩が目覚ましい情報技術の発展は、数年前には不可能であったビジネス・プロセスの設計を可能にすると思われる。

第3に、欧米やアジアの海外企業に目を向けると、彼らの方でも日本の電子部品や素材分野等の先端技術の産業集積などを踏まえ、日本をそのサプライチェーンに組み込んでいく動きがみられていることである。こうした前向きな理解が進み国内投資が加速するには、緩和的な金融環境が必須であるとともに、金融政策に対する信認が非常に重要である。

次に、物価動向である。各種ファクターをみていくと、まず第1に資源市況は軟調に推移しており、油価に関しては全く予断を許さない。

第2のファクターは為替である。今後アメリカの利上げが緩やかなものにとどまる場合には、わが国の経常収支の黒字と相俟って、ドル／円相場が円安方向に動くのを抑止する作用を持つとみている。反対に、アメリカの利上げのインパクトが大きければ、リスクオフの動きから、これもまた円高圧力である。これに油価下落等による円高圧力も加わる。

第3のファクターは需給ギャップである。足もとの労働需要や短観の設備判断D Iの動向を踏まえると、需給ギャップは改善方向にあると判断し

ている。労働需給は引き続きタイトで、今後労働力人口の逼迫が長期に続くことを考えると、給与や待遇の悪い企業では徐々に人材確保が難しくなると想定される。また、設備稼働率は技術的に優れた魅力的な製品を中心とした需要増に牽引され上昇していくことが見込まれる。

第4のファクターである予想物価上昇率であるが、やや長い目でみれば上昇していると判断される。デフレを前提に判断する経営者も徐々に減っているとみている。しかしながら一方で、本年年初からの油価下落、株式、為替市場の動揺はデフレマインドを復活させるリスクを孕んでいる。

以上、需給ギャップと予想物価上昇率は物価押し上げ方向に作用していると思われるが、油価と為替の押し下げ圧力がこれを上回っているのが現実である。従って、2%程度への到達は2017年度以降にずれ込み、緩和的金融政策の期間もまた後ろに膨らむリスクが出てきている。

以上を踏まえたうえで、先程執行部より説明のあった措置についてであるが、第2番目のオプションすなわちマイナス金利の要素を付加する措置に賛成である。国内経済の好循環を中断させることなく鋭意推進すべき正念場の今、金融政策の信認を保つためにも追加的措置を講じて、これを補強するとともに将来の緩和手段の選択の幅を広げることは適切だと考える。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

最初のラウンドにおいて、私は、足もとの物価の基調について、「総じてみれば、上昇幅の拡大傾向はみられないものの、悪化もしてない」との判断を示した。

確かに、一部の中長期予想物価上昇率指標の低下傾向は注視が必要であるが、原油価格下落の影響が主因とみられ、2014年10月頃にみられた消費税率引き上げによる需要低迷、企業収益の対前年比マイナス予想、非製

造業企業・家計マインドの悪化等は、現在、みられていない。従って、現在の低インフレはデフレ的な企業の価格設定行動を反映したものではないと判断している。

そうした判断をもとに、金融市場調節方針について私の見解を申し上げますと、当面は現状維持を貫くのが適当だと考えている。その理由として、第1に、金融緩和の度合いを確認すると、例えば、均衡イールドカーブと実質金利の乖離幅によれば、緩和度合いが大きい状態が依然として維持されている。また、マイナスの実質金利が実質消費を押し上げる効果が日本銀行内部の実証分析でも確認できている。すなわち、実質金利チャネルを通じた金融緩和効果が健在であり、追加アクションを正当化する理由はない。

第2に、市場参加者を中心に円高を懸念する声もあるが、円相場は過小評価状態にあるし、企業からも円安を望む声は聞かれていない。中小企業に至っては、望ましい為替水準は105円前後と回答する調査結果もあり、現状でも円は安過ぎるとの見方もあるようである。これまで、円安は間接的效果を含めれば、わが国の物価押し上げに大きく寄与しており、企業が、新たな財・サービスを提供することで正当な価格引き上げができる状態へと転換するきっかけとなったし、また、暫くは、これまでの円安によるラグ効果が比較的長く持続していくと思われる。しかし今後については、円安による物価引き上げではなく、企業の商品サービス開発努力と内外市場の開拓を通じて、人手不足による賃金引き上げや利益マージンの確保を維持すべく、販売価格が引き上げられていく環境が高まっていくことが重要だと思っている。

第3に、現在の原油価格の下落は企業収益を改善するほか、家計に対しても可処分所得改善の恩恵が大きいと言える。例えば毎月勤労統計の実質賃金伸び率が、直近11月を除けば、昨年7月からプラスに転じている主因は、名目賃金の上昇よりも原油価格下落を主因とする物価上昇率の低下である。

また、消費回復が緩やかな理由の1つとして、実際の実質賃金や実質賃

金予想が伸び悩んできたことがあるように思われる。この点、連合総研のサーベイデータに基づく日本銀行内部の分析によれば、QQE導入以降、実質賃金伸び率の実感および予想はマイナスで推移し、消費を下振れさせる要因となってきたが、昨年10月には実質賃金伸び率予想については物価上昇率の低下もあってプラスに転じ、消費の押し上げに寄与しそうである。今後も、原油安が、実質賃金の改善およびその予想形成に寄与するのであれば、2%目標の実現に時間がかかっても、無理なく2%を実現するとの観点から前向きに捉えた方が良いと思う。

このような状況下で、今、追加緩和をすれば、こうした前向きな動きを打ち消す方向に働きかねず、日本銀行は2%インフレの達成だけを重視しており、国民生活、中小企業経営、および経済成長を考慮していないというよく耳にする誤解を助長しかねない。金融緩和について新たな行動が必要か否かの判断については、4月以降の賃金動向、価格改定の動きや物価の基調を分析したうえで行うのが適切で、その判断時期は2016年度前半頃ではないかと現時点では考えている。

なお、現在は新たなアクションを取るよりも、原点に立ち返って、2%の物価安定目標を着実に実現するために、その重要性の認識を正しく国民の皆様 に深めて頂くことを重視すべきだと思う。すなわち、国民の中には2%目標についてメディアを通じて知ってはいても、なぜ2%のインフレが必要なのかについては、家計も企業もほとんど理解していないのが現状である。日本銀行が定期的に接触している大企業のトップの方々からも、本音では誰も2%目標は望んでないとの声を複数耳にしている。この国民の理解を抜きに2%目標を目指して追加緩和をしても、安定的な実現が可能になる訳ではない。QQE導入以来、私は市場に対してだけでなく、国民の目線に立った対話のあり方を検討すべきと再三強調し、幾つかの具体的な提案も行ってきたが、今のところ目立った対策は何ら採られていない。まずは国民の理解について現状分析を行い、現執行部の任期残り2年程度を念頭に置いた広報戦略を、抜本的に練り直す方が良いように思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

私は本日緩和策を採る必要はないとみているが、提示された政策オプションについて申し上げますと、量的・質的金融緩和の拡大については、既にマネタリーベースの水準は大きく積み上がっているものの、物価や実体経済への限界的効果は明確ではなくなっているとみている。いずれ見直すとしても、拡大していく方向にあるとは考えていない。また、ポートフォリオバランス効果についても、例えば、大手行については、円投により外貨建て資産を積み上げることで、増加する当預の大きな部分を転用してきたものの、円投コストの増大、外貨流動性管理の観点からも、これからのさらなる増加に制約がかかりつつある。国内の資金需要が伸び悩むもとで、大量の資金を振り向ける対象は見出しがたく、国債買入れが金融機関にとっては保有国債と当預の単なる振替にとどまる可能性が大きいと考えている。以上から、量的・質的金融緩和の拡大については、賛同できない。

マイナス金利の導入については、イールドカーブの起点を引き下げることにより、イールドカーブ全体を引き下げ、緩和効果を強めることが狙いとも思うが、国債のイールドカーブをこれからさらに引き下げたとしても、例えば、C Pのレートが0.1%に張り付き、これからさらに下がる余地は乏しいとみている。また、銀行の預金金利がマイナスになる可能性が極めて低いもとで、信用コストや経費を考えると、企業の資金調達コストが有意に引き下がっていくことは想定しがたいと思う。また、金利引き下げによる設備投資の増加効果自体についても、これまで国債のイールドカーブが大きく低下してきている中、貸出の伸びにも変化なく、顕著な押し上げ効果は認められない。マイナス金利は、円相場に対して円安方向に働く効果があるが、この点については、現在の状況はこのような大がかりな政策

変更を行うタイミングとは考えていない。以上から、マイナス金利の導入には賛同できない。

なお、前回の追加緩和の際、緩和の理由として、デフレマインドの転換の遅延防止を挙げ、インフレ期待の低下防止を掲げたが、市場では、B E I を即インフレ期待を表すものと捉える向きも多く、その観点からの議論が多々見受けられる。わが国の場合、B E I の信頼性が低いことから、B E I の play down を図る必要があると考えている。

当面の調節方針については、今何らかの変更をする時期ではないと考えているので、現状方針の継続ということで結構である。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

先程執行部から説明のあった2つの案について意見を申し上げる。まず、①の量的・質的金融緩和拡大には反対である。理由は、現行の買入ペースをさらに引き上げると、市場関係者に対し、量的・質的金融緩和の限界を益々強く意識させる可能性があり、結果的に市場との対話が一段と難しくなると見込まれるためである。一方、②の「マイナス金利付きの量的・質的金融緩和」の導入については、マイナス金利の導入は買入減額と併せて実施するのであれば良案と思うが、現行の年間80兆円のマネタリーベース目標を維持する前提であれば慎重に考えている。

理由は、第1に経済・金融動向に関するリスク認識から、第2に金融システムの安定という本行のもう1つのマנדートから、第3に財政ファイナンスとみなされることへの懸念からである。

第1の点に関して、執行部から説明のあった展望レポート案に記述された基本シナリオを前提とすれば、足もとの情勢判断として、そもそも「第1の柱」のもとでは追加的措置が必要な状況でないと認識している。追加的措置が必要であるとすれば、経済・物価の下振れリスクに備えた「第2

の柱」によるという整理になると思う。もともと、私自身は確かに経済・物価ともにリスクは下方に厚いと認識しているものの、リスクの程度について、追加的措置を必要とするほどという認識はない。

第2の点に関して、本行は物価の安定とともに金融システムの安定に責務を有しているので、2つのマンデートを果たすに当たり両者に conflict が見込まれる場合、それぞれのプロコンを考え、バランスの取れた政策を目指す必要があると思う。しかし、現時点でのマイナス金利導入は微妙なバランスを崩す恐れがある。具体的には、付利下げによる限界金利の低下が市場金利に広範に影響することから、新規貸出金利は一段の低下が見込まれる。一方、預金取扱金融機関が預金金利をマイナスにすることは容易でなく、預貸金利鞘はさらに縮小の方向となろう。利鞘の縮小は有価証券運用利回りの低下とともに、リスクに見合ったマージンの確保を阻害し、やや長い目でみて金融機関経営、ひいてはシステムの安定性を脅かすと思う。マイナス金利のその他のプロコンも考えた場合、想定される効果と副作用は均衡をやや失していると思われる。

第3の点に関して、中長期国債の利回りまでマイナス化が波及すると、最終投資家は新規でマイナス利回りの国債を持ち切ることができなくなるため、国債市場は現在の短国市場と同様、プライマリー・ディーラーが発行入札後に鞘取り目的で本行に転売するだけのマーケットとなり、最終的な買い手は本行だけという状況になることが予想される。そうした状況のもと、本行が国債買入れは金融政策目的であり財政ファイナンスではないと説明したところで、それが人々に対し十分な説得力を有し続けるかどうかは不確実性がある。予て申し上げているように、この問題は本行がどうみるかではなく市場がどう判断するかにかかっているため、状況がこじれると打開策を容易に見出しにくくなる点が厄介である。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

年初来の金融市場の動揺が何を意味しているかの判断は難しいが、少なくとも先進国の株式市場の下落は実体経済の悪化と関係していることがほとんどである。株価が実体経済の減速を見通して下落したか、減速の結果下落したかであることが多い。また、金融市場の動揺が実体経済、インフレ予想に影響を与えて2%の物価目標の達成をさらに後ずれさせる危険もある。現実には、幾つかの指標はその可能性を示唆している。従って、現在の段階で、予防的に金融を追加的に緩和することが必要であると考ええる。これまでも私は、理論的な可能性として、同じ量であれば付利を引き下げた方がポートフォリオリバランス効果を高め、より強い効果があると指摘してきた。今回、付利の引き下げ、量の拡大など追加的緩和を行うべきであると考ええる。

緩和の手段としては、量の緩和、質の緩和、金利の引き下げによる緩和と3つの考え方がある。金利をさらに引き下げることについては、これまで様々な議論があったが、ヨーロッパ諸国の経験から、効果や実務的な問題についても経験値が上昇し、適切に運営するだけの知見が集積されていると考える。

今回、執行部より、これらの知見を活かし、実務と利害調整の問題を最小限にしながら、より効果を高める提案がなされたので、マイナス金利付きのQQEの提案に賛成する。これによって、量・質・金利と3つの次元でより効果を高めるように金融政策を行えることになった。これは3つの次元を持つので、より機動的な政策手段を開発したということである。具体的なマイナス金利の決め方であるが、少しずつ行っていく、例えば-0.1%から始めるのが良いと思う。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、自身の考えは従来と変わらず、同様の提案を後程提出したいと思う。

さて、先程執行部から示された2つの政策オプションについて、1番目の量的・質的金融緩和の拡大については、私自身は減額を提案しているので、当然これには賛成できない。2番目の付利金利引き下げ、マイナス金利導入については、昨年10月末の会合で私自身の考えを一度整理した。付利金利引き下げは、一時的に金利全体を押し下げ、緩和効果を生むことが期待されるため、将来の政策の選択肢としては考慮に入れるが、国債買入策と整合的でなく、その持続性を損ねる可能性がある点が特に問題であるため、その実施には、減額措置で国債買入れの安定性、持続性を予め高めることが必要であり、そのうえで、経済・金融情勢が著しく悪化するような非常事態での危機対応策としてのみ検討に値する、というのが基本的な考えであった。また、将来の非常事態に備えて、今はその政策手段は温存しておくべきとも申し上げた。

こうした考え方は変わっておらず、現時点では、減額措置と非常事態という2つの条件はともに満たしていないため、付利金利引き下げ、マイナス金利導入には反対である。国内経済・物価情勢は安定しており、また足もとでの金融市場の不安定な動きも深刻な事態ではないことから、現時点では、付利金利引き下げに限らず、追加的緩和措置は必要でないと考えている。

改めて、付利金利引き下げ、マイナス金利導入の問題点、副作用について、自身の考えを4点にまとめて申し上げる。第1は、既に述べたように、付利金利引き下げは、量的・質的金融緩和の中核である国債買入策の安定性、持続性を損なう可能性があるという点である。現在国債を保有している銀行の多くは、地銀に代表されるように、一時的なキャピタルゲインよりも安定したインカムゲインを重視する傾向が強いと考えられる。既に保有している国債の利回りに対して付利金利が大きく低下し、また再投資す

る場合の利回りが大きく低下すれば、そうした銀行は、保有する国債を本行に売却して当座預金に積むインセンティブは着実に低下すると思う。また、付利金利の引き下げは、株主への説明の難しさ、レピュテーションリスクなどの観点からも、当座預金を積み増すインセンティブを低下させる面があると思う。こうした影響も見越して、付利金利引き下げにより国債買入れが限界に達する時期が早まるリスクが市場で意識されれば、タームプレミアムが上昇するなど金融市場は不安定化し、経済に逆に悪影響を与えてしまう可能性もある。

これに関連して、ユーロ圏ではマイナス金利と巨額の資産買入策が現時点では両立しているため、日本でも同様に両立可能との見方もよく聞かれる。しかしユーロ圏では、資産の買入規模や実施期間は日本を大きく下回っている点や、付利金利の水準が国債売却のインセンティブに直接影響を及ぼさない、当預先、付利先以外の金融機関から国債を買い入れる比率が高い点で、日本とは環境がずいぶんと異なる。欧州の事例は、必ずしも日本の参考にならない面がある。

第2は、既に脆弱化している金融機関の収益性に与える追加的な悪影響である。当座預金への適用付利金利を複数化すること等の工夫で、当預先の収益への直接的な悪影響を当面抑制することはできるかもしれないが、短期ゾーンを中心に市中金利が大きく低下し、マイナス金利の領域が拡大することは、投資信託の運用利回り等を含む金融機関全体の収益環境に追加的な大きな打撃となる。これが先行きの金融システムの安定性を潜在的に低下させる可能性があることを踏まえると、付利金利引き下げは、信用秩序の維持という本行のマンデートに反する側面がある。

第3に、欧州の一部でみられるように、金融機関が預金金利引き下げや貸出金利引き上げを通じて、付利金利引き下げのコストを預金者、与信先に転嫁する場合、それが金融緩和効果を減じることになる。これらは、実際には手数料引き上げなど、目立たないかたちで進められる可能性がある。

第4に、本行は付利金利引き下げを強く否定する情報発信を従来繰り返してきたことから、仮にこの措置が実施されると金融市場に大きなサブラ

イズを起こし、一時的に市場価格に相当の影響を与えることが見込まれる。しかしこうした経緯は、市場との対話という観点からは大きな問題になり、本行の信認にも悪影響を与えると思う。その結果、金融市場で先行きの金融政策の予見性が低下し不確実性が高まれば、それは市場のボラティリティ上昇にも繋がる。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

第1ラウンドで述べた理由で、現在は追加緩和が必要な時期だと考えている。先程執行部が示した追加緩和オプションのうちでは、量的・質的金融緩和にマイナス金利を付与することに賛成である。この政策は、日銀当座預金全体に対してマイナス金利を課すのではなく、一定額以上の日銀当座預金にだけマイナス金利を適用するという階層構造方式を採用することによって、金融機関に過度の負担をかける結果、却ってその金融仲介機能が損なわれるという事態に陥ることを避けつつ、金融緩和効果を強化できるという点で、ヨーロッパの幾つかの国で採用されているマイナス金利の経験を踏まえたうえでの、よく練られた政策である。マイナス金利はイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れと合わせて、金利全般にこれまで以上の下押し圧力を加えることにより、金融緩和効果の起点である予想実質金利を一層引き下げる効果を発揮する。今後は、量・質・金利の3つの政策を組み合わせた、3次元の緩和手段を駆使して、2%の早期実現を図るべきである。

なお、マイナス金利は金融機関の収益を多少なりとも引き下げる可能性があるが、金融機関の経営を最終的に好転させるためにも、できるだけ早くデフレから脱却し、20年間も続いている低金利環境から脱却することが不可欠である。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

当面の金融政策運営については、物価の基調に悪影響が及ぶリスクの顕現化を未然に防ぐために、このタイミングで追加緩和を行うべきだと思う。追加緩和手段については、これまで所期の効果を発揮してきた量的・質的金融緩和の要素をしっかりと維持しつつ、先行きの様々な情勢変化に対応できる十分な拡張可能性を持つ仕組みとすることが大事だと考える。

長期国債買入れについて、私自身は、限界がまだ近いとは思わないが、市場においては限界論が根強い。それを前提にすると、今回、国債買入れを増額し、量を増やすだけでは、却って打ち止め感が強まったり、政策の寿命が短くなったと受け止められる可能性がある。その意味で、これまでの量的・質的金融緩和にマイナス金利という新たな要素を追加し、量・質・金利の3つの次元で、追加緩和の余地が十分にあることを示すことが可能となるマイナス金利付き量的・質的金融緩和を導入するというオプションは良いアイデアである。

マイナス金利については、私は、元々は、QE、量的緩和との併存は理念的にも技術的にも親和性が乏しいと考えていたが、執行部の案は、欧州の事例を参考にしつつも、日本の実情に適合した工夫が施されており、問題をかなりの程度解消するものだと評価している。マイナス金利を導入するうえでの論点としては、第1に資産買入れとの整合性、第2に金融機関収益を過度に圧迫し、却って金融仲介機能を弱めることがないか、金融システムとして問題はないかといった点がある。

第1の資産買入れとの整合性については、理論的には、マイナス金利の中銀当座預金保有に伴うコストは、オペによる売買価格で調整されるということだと思う。つまり、付利金利がマイナスであってもそれより深いマイナス金利で国債を日銀に売却できれば、銀行にはオペに応じる合理性がある。もっとも、マイナス金利の導入によって金融機関の国債投資スタン

スが変化する可能性もある。この点については、注意深くみていく必要がある。

第2の金融機関収益への影響であるが、日本の場合、金融機関の総資産に占める中銀当座預金の割合が、確かに欧州諸国に比べて大きいこと、また、量的・質的金融緩和のもとでは今後も日銀当座預金は増加し続けること、を踏まえると、この問題は極めて重要な論点である。その点、執行部から説明のあった、3段階の階層構造とするというスキームは、非常によく練られたアイデアであると思う。限界的な金利をマイナスにしつつも、金融機関収益への過度の圧迫により金融仲介機能が低下することがないようなかたちで制度設計されている。

マイナス金利の水準であるが、まずは、 -0.1% で始めることで良いと思う。その際、金融機関の現金保有額の増加分をゼロ金利適用部分から控除し得る扱いとして、制度からの漏れを塞ぐことが適当であろう。これにより、階層構造のもとで、必要になれば、さらにマイナス金利の水準を引き下げる実効性が担保されることになる。

貸出支援基金を含む、資金供給オペの適用金利については、金融機関にとっての応札メリットを維持する観点からゼロ金利とするのが良いだろう。また、付利金利のマイナス化が、貸出支援基金等の利用インセンティブの低下に繋がらないようにする観点から、貸出支援基金等の残高相当額をゼロ金利適用部分に加算できることとするのが適当だろう。

金融市場調節方針、資産買入方針については、現状維持で良い。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、企業や家計の支出活動を支える金融環境については、緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との意見であったと思う。マイナス金利の導入については、多くの委員が日本銀行当座預金にマイナスの金利を適用

する、具体的には－0.1%といったもので始め、今後必要な場合、さらに金利を引き下げるべきというご意見であった。またその際には「階層構造」を取ることが適当とのご意見であった。先行きの金融政策運営については、2%を安定的に持続するために必要な時点までマイナス金利付き量的・質的金融緩和を継続する。必要であれば量・質・金利の3つの次元で追加的な金融緩和措置を講じるということであろうと思う。私自身も、物価の基調に悪影響が及ぶリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の物価安定の目標に向けたモメンタムを維持するため、マイナス金利付き量的・質的金融緩和を導入することが望ましいと考えている。この間、白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員からは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

本日は執行部より追加緩和の提案があったが、2%目標の実現を目指すもとの、マイナス金利政策の導入は将来の選択肢として検討の余地はあるものの、提案された枠組みは、性急なあまり中身が十分に詰められていないように思う。また、現時点での導入は適切ではなく、現状維持を貫くべきと考える。以下、その理由を4点申し上げる。

第1に、わが国経済の実体と物価の基調は悪化しておらず、金融緩和度合いからみて追加緩和を正当化する理由は見当たらない。

第2に、今回の措置はこれまでの金融政策運営および対外的な説明と整合的ではないため、資産買入れを中心とするQQEの限界と市場に受け止められるリスクがある。そもそも12月のQQE補完措置は資産買入れの持続性を高める措置であり、私は現状維持が良いと思っているが、仮に追加緩和をするのであれば、資産買入れの増額とするのが本筋である。それにもかかわらず、マイナス金利の導入だけを行うのであれば、資産買入れの継続や増額が困難になっていると思われても仕方がない。しかも、taperingも予想より近いかもしれないとの連想をもたらし、金融緩和効

果を減衰させる惧れもある。また、ＱＱＥのメカニズムについて、これまでの日本銀行の説明では、長期国債の買入に重点をシフトすることでイールドカーブ全体を下押しするとしてきたが、再び短期金利に重点を置くかのような印象を与えるマイナス金利の導入は、いよいよ長期国債の買入れが限界にきていることを示唆すると思う。

第３に、マイナス金利の導入は、階層構造によって一部の当座預金にのみ－０．１％を適用するので、一見、金融機関の収益に与える影響は軽微にみえる。しかし、ＥＣＢの付利金利が現在－０．３％、３月には一段の引き下げが予想される中で、当然、日銀に対して今後も一段のマイナス金利引き下げへの期待を煽る催促相場になる惧れがある。銀行収益の悪化は銀行顧客へのコストとして転嫁されるので、銀行経営者や預金者の不安が続くとともに、預金者いじめとの報道が増えれば、ただでさえ２％目標に対する国民の理解が乏しい中で、２％目標に関する誤解も一段と高まる可能性がある。

第４に、付利金利の階層構造という複雑な仕組みを正確に理解してもらうことは難しく、混乱・不安を招きかねないと思うし、複雑なわりにＥＣＢと比べて大胆さに欠け、これまでのＱＱＥとは異なるとの印象を与えるかもしれない。

なお、マイナスの付利金利は、仮に導入するのであれば、ＱＱＥを導入した現執行部の任期の最終フェーズにかけて導入するのが適当だと思う。tapering をする際に適用するのであれば、円高抑制として理解が得られやすいし、仮に物価が２％程度に達していないとしても、いよいよ打つ手が枯渇してきた中での最後の対応として、比較的短期間での措置として理解も得られやすいと思う。

最後に、私は２％の物価目標の実現を目指し、これまで執行部を同志と考え、最大限の努力をしてきた。経済・物価見通しの違いから反対票を投じたこともあったが、政策そのものには賛同してきた。従って、私の任期が残すところあと２か月となるこの時点で、袂を分かつのは大変心苦しいが、国民の目線に立った金融政策運営、および日本銀行の信認を維持する

うえで不可欠な論理的整合性という観点から、反対する。黒田総裁の説明が今後ますます困難になっていくので、心より心配している。

原田委員

白井委員のご発言は、基本的に、誤解されるから反対というご意見のように思う。であれば、誤解されないようにすれば良いのであって、それは、黒田総裁をはじめ、必要とあれば私どももしっかりと説明していけば、ご懸念は払拭できるのではないかと思う。

また、4番目に、複雑な仕組みで国民に理解されないとのことであったが、これは国民に細かく理解されなくても、当事者が理解すれば良いのではないか。金融機関経営に与える影響を最小にしつつ、ポートフォリオリバランス効果を強めるものということなので、細かい制度設計は当事者に理解して頂ければ、それで十分ではないかと思う。

他に反対されていた方々の中では、木内委員が一番はっきりとおっしゃっていたが、国債は安定的なインカムを生み出すものなので、その金利が下がるのは良くないとおっしゃったと思う。QQEとは国債を持っていても仕方ないから別のことをしてくれ、という政策なので、それがまさにQQEの効果である。なので、これは妙なことをおっしゃるなと思った。

木内委員

私が申し上げたのは、付利金利の水準と金融機関が持っている国債の利回りの水準との差が拡大することが、国債を当預に替えるインセンティブを殺ぐという説明をした訳である。つまり、日本銀行に国債を売るということは、国債とマネーとの交換なので、今ならマネーは現金と0.1%の付利だが、持っている国債の利回りが0.1%であれば、ほぼ等価ということになる。今はそうした等価の状態にあるので、比較的スムーズに、国債買入れが進められている訳である。付利が下がって、持っている国債が0.1%で付利が-0.2%とかになれば、それは凄く不利な交換になる訳である。それに対しては、国債価格の上昇(利回りの低下)によって金融機関にキャ

ピタルゲインを稼がせるインセンティブを与えることになるため、本行は国債を円滑に買い続けることができるという説明もでき、実際、こうした行動をとる金融機関もあるとは思う。例えば、それは都銀などであると思うが、しかしそうしたキャピタルゲインを狙う先は既に相当売ってしまったのではないかと思う。今、地銀で言えば、これだけキャピタルゲインを稼げ、評価益が膨らんだ中であつても、国債残高を減らしていないというのは、国債を持ち続けたいということなのであろうし、やはりインカムゲインが重要だという金融機関にとっては、突然、国債と交換するマネーの金利が大幅に下がると、売却の意欲を下げられてしまうということを、私は申し上げたのである。

原田委員

執行部は、より高いキャピタルゲインを与えることで買えるという判断をしている。売らないで持っている金融機関もあるとは思うが、売った金融機関は、国債を持っていても仕方がないから、別のことに使うはずで、それが日本経済を回復させることになる。

木内委員

リバランス効果を否定している訳ではないし、今回、金利が下がれば、その分、そうした効果が一時的には出るかもしれないが、私が申し上げたのは、資産の買入れの持続性にとってマイナスだということである。

原田委員

資産の買入れができないと判断しているから、反対ということなのか。

木内委員

国債の保有目的とか投資戦略というのは、金融機関により違う訳で、今まで比較的キャピタルゲインで売ってくれる先から買っていたのであるが、これからそうではない先が大きなウェイトを占めてくる時に、付利金

利を下げるということは、より売りたいなくなるというインセンティブを与えることになる」と申し上げている。

原田委員

それは木内委員の市場の見方であって、それが正しいかどうかというのは分からないと思う。

石田委員

見方で良くはないか。意見なのだから。

原田委員

意見は承る。

石田委員

私から、意見と質問がある。先程、実質長期金利を下げるという話があったが、既に国債のイールドはかなり下がっており、社債のイールドの下がり方が追い付かなくてスプレッドが開いてきている。これからさらに急速にイールドを下げた場合、例えば金融環境の説明でも、10 年の名目の国債金利から様々なものを引いてみているが、本来、実質長期金利が民間の設備投資や経済行動を左右するというのであれば、これは相応しくなくなっているのではないかと思う。これは私の意見である。

もう 1 つは質問である。原田委員は先程、今回の追加緩和策がポートフォリオリバランス効果を高めると話されたが、年間 80 兆円というお金が具体的にどういう資産に向かうとお考えなのか。先程私は円投の話をしたが、円投で買っているものは基本的に外貨資産であり、日本国内に与える影響は少ないと思うのだが、日本国内の経済に対し、ポートフォリオリバランス効果として、どういうものを買うと、政策意図として好ましいとお考えになるのか。

原田委員

石田委員のご発想は、非常に産業政策的であると思う。つまり、政府にせよ、日本銀行にせよ、民間部門がその資産をどう割り当てるべきかを議論するという発想はおかしいと思う。それは民間で決めることである。では、何が考えられるかというと、勿論、円投での外貨資産の購入もある。そのことによって為替が下がる……。

石田委員

円投は、為替相場には影響はない。

原田委員

いや、円投でも全てを買い戻さずドルのまま、海外にネットで投資すれば、為替が下がる要因になる。あるいは株、あるいはその他の色々な資産、あるいは貸出もある。その結果、企業は利益を上げていくので、貸出が増えなくても、上がった利益を投資する、あるいは賃金で払う、あるいは配当する、あるいは仮に現預金で持っていたとしても企業の財務状況が良くなるという効果がある。こうした様々な効果を通じて日本経済はQ QE以来、良くなっている。雇用は継続的に良くなっている。消費と投資は振れながらしか良くなっていないが、良くなっているとは言える。具体的にどういう資産に投資すべきかということは、それは産業政策的な発想である。

石田委員

私は銀行に勤めていたが、その当時からそのようなものは、あまりないと思っていた。

原田委員

思っておられた、というのは石田委員のご判断である。私が申し上げているのは、現実には為替が下がって、株が上がって、実体経済はQ QE以来、動いていたということである。その結果、貸出も、それまで増えていなかった。

たものが、＋３％近くで増えていた。マネタリーベースを３０％も増やしているのに、貸出は３％しか増えていないではないか、と言われればおっしゃるとおりである。しかし、それまで増えていなかったものが、３％増えている訳で、デフレの日本の中で３％で増えているものは、そうはない。これは効果があったと考えるのが、当然ではないかと思う。

白井委員

私は、誤解されないためにやるべきではないと申し上げているのではない。既に説明したが、私はあらゆる角度からみて、現状維持が良いと考えている。昨年１２月の措置も、私自身は今の８０兆円の買入れをできるだけ長く続けるべきだと予てより思っているが、執行部の説明では、必要があれば追加緩和もあり得ると言っていたので、執行部の立場に立つ論理的な帰結としては、追加緩和するのであれば、それは資産買入れの増額だと思う。私がどうしたいかではなく、今までの執行部による説明のロジックからみれば、追加緩和と言え、普通は資産買入れの増額と考えるのではないかと思う。誤解されないように執行部はＱ＆Ａを用意するであろうが、それでも私は誤解されると思う。

当事者が理解すれば良いということであったが、当事者である金融機関全てが、この複雑な仕組みを理解するのかどうか分からない。スイスなどのように当座預金残高がほぼ一定でなく、どんどん増えていく中で、０％になるのか－０．１％になるのかが変わっていくようなやり方なので、非常に複雑だと思う。当事者の中でも、メガバンクは優秀な方が多くすぐに理解されるであろうが、日本全国にある地方銀行や信用金庫など、皆が全部分かるのかと言われれば、私は疑問に思うし、預金者も当事者と言え、当事者だと思うので、皆が新聞を読んだり有識者の説明を聞いてどこまで理解するかについては疑問がある。要は、私はマイナス金利を否定しているのでなく、今はまだ実施する時期ではなく、もっとそうしたところをしつかり詰めたうえで考えるべきだと思っている。

中曽副総裁

QQEとの関係では、量的拡大はやらないと言っているのではなく、現実にも国債買入れは年間 80 兆円、残高が増えており、日々継続している。今回拡大しないのは先程述べた理由からで、却って限界説が強まってしまうのではないかということだ。ただ、手段としては、今もやっているし、拡大というオプションも将来的には残っているという理解である。今回、同時にやれば良かったのではないかという議論もあり得ようが、何分、マイナス金利は初めて導入するので、効果の大きさとか、国債市場ないし金融機関の国債買入れオペへの影響をよく見極める必要があると思っている。

金融取引への影響で、どういう金利が付くのかということだが、スイスの事例をみると、粋余しをしている金融機関に、粋がなくなっている金融機関から、マイナス金利が付いてしまう部分の資金が流れているという。これで短期金融市場取引がむしろ拡大しているという部分があるようだ。ここで、どういう金利が付いているのかというと、 -0.73% 位がO/Nレポの均衡金利になっており、政策金利が -0.75% であるので、そこから若干マイナス幅が小さいところで取引レートが成立している訳である。先程の内田企画局長からの説明に沿ったようなかたちで、市場で金利取引がなされているということだと思う。限界的な損益が金融取引のプライシングを規定しているというのは、スイスの事例をみてもそのとおりかと思う。スイスの事例をみても、そういう取引ができるような制度設計をしているものだと理解している。

それから金融仲介機能、金融システムへの影響という面について何人かの委員からご指摘があったが、それはそのとおりだと思う。QQEの継続とマイナス金利の追加的な導入でイールドカーブはさらに低下し、フラット化が恐らく進むと思うので、金融機関の収益は一段と厳しくなることは避けがたい面がある。マイナス金利の枠組み自体には、金融機関への激変緩和措置が施されているとはいえ、下位の業態とか、一部の特定の金融商品に影響が強めに出る恐れもあると思う。この辺は勿論、よくみていくと同時に、われわれの政策意図、すなわち金融機関の経営環境を一日も早く

好転させるためにも、マイナス金利政策を新たに政策手段に加えることで、デフレ克服のスピードを加速していく必要があるという趣旨を、誠意を持って関係方面に説明していくことが大事だと思っている。

佐藤委員

私は、このマイナス金利付きの量的・質的金融緩和については、先程の意見表明の機会にも、tapering とセットであれば非常に良い案であり賛成したいと思うが、こういう国際金融資本市場の情勢のもとで、現時点で tapering をやるということは現実的な案ではないと思うので、そういう意味ではマイナス金利の導入に関しては慎重に考えたい。そのうえで、マイナス金利のプロコンに関してコメントしたい。そもそも本行はマネタリーベース目標にコミットしているが、そのマネタリーベースの増加にコミットする一方で、マネタリーベースの限界的な増加に対して penalize する、マイナス金利を課す、というロジカルな矛盾を、マーケットに対してどのように説得的に論理展開していけるか。これはコミュニケーション戦略として、理解を得ることは非常に困難ではないかと思う。もう1つは、買入れの持続性に関してである。先程申し上げたように、買い手が本行だけになるリスクというものがある。イールドカーブの起点が恐らく下がるので、そうすると長いところも幾分下がるだろう。今は7年金利がもうほぼゼロなので、10年近くまでがゼロないしマイナスになる可能性は十分ある。そういう状況のもとでは、買入れは、恐らく皮肉にも現状よりも容易になってしまう可能性がある。それは、国債市場が短国市場化していくということだと思う。そういう意味では、木内委員がおっしゃった持続性に関しては、私は皮肉にも若干買入れが容易になっていく可能性があると思っている。ただ、そのうえでもマイナス金利で売り手を限界的に penalize するということで、売り手がどのように反応するかに関しては、走り出して、実際やってみないと分からないという不確実性がかなりあると思う。そういう意味で、非常にリスクであるということである。

マイナス金利について、そもそも金利とは何なのかということであるが、

金利というのは流動性を手放すことに対する対価であるということが金融の原理であると思う。そういう金融の原理原則からすれば、流動性を手放すことに対して penalize することになると、確かに階層構造を設けることによって枠のやりとりをするようなマーケットはできるかもしれない。枠の足りない金融機関と枠の余っている金融機関との間で資金の融通が若干のマイナス金利で成立することはあるかもしれないが、恐らくそれだけのマーケットになるということであり、その他のマーケットの市場機能の低下は必至である。また、民間の非金融部門同士でのマイナス金利の取引が一般化することも、およそ考えにくい。その当預のマーケットでの極く限られた効果しかなく、実体経済の効果は極めて限定的ではないかということで、これは石田委員のご議論にも通じるところではないかと思う。

白井委員のご指摘にもあったように、例えば今後、為替市場でリスク回避の円買いが活発化するような局面では、既にマイナス金利を採用している欧州との間でマイナス金利競争に陥る可能性もある。本行は欧州中銀よりもはるかに大規模な買入れを実施しているが、それにもかかわらず本行がこういった政策を採ることによって、金利のマイナス幅だけに市場のフォーカスが当たることにもなりかねない。マイナス金利を欧州のように賦課するということは、金融システムの安定性あるいは市場機能維持の観点からは避けなければいけないと思う。本行としては、大規模な買入れにフォーカスした情報発信をして、そうした欧州との、例えば金利競争のような不毛なゲームに陥ることは、避ける方が賢明ではないかと思う。すなわち、月間約 10 兆円のグロスの国債買入れをやる訳であるし、あるいは均してみれば四半期で 20 兆円のネットの国債の保有増額ということになるので、これは、それに見合った同程度の追加緩和を、毎月毎月あるいは毎四半期やっているということに等しい。こうした桁外れの政策を本行がやっているということを、より丁寧に説明して理解を得られるように努力することが先決ではないかと思う。

市場機能の点で補足しておくとして、私が気にしているのは、MMF や MRF といった広義の決済性預金は、法律が変わらない限りは 50% 以上の有

価証券組入比率を維持することが恐らく困難になってくる。マイナス金利のもとでは、恐らく多くは解消の方向に向かっていき、銀行預金にシフトしていくことになるのではないかと思う。振り返ってみると、リーマン・ショックの時には、こういったMMFやMR Fといった短期の公社債投信といったところが、C Pの消化あるいはレポによる証券会社への資金供給など、企業や金融機関の資金調達の安全弁になっていた面がある。従って、こういった広義の決済性預金が銀行預金に全部シフトしてしまうことになると、いざ危機が起きた時にシステムの脆弱性を高めてしまう可能性があると思う。

以上申し上げたようなことから、私としてはこのマイナス金利は、現時点でやることに関しては極めてネガティブである。仮に本行がこういった対応策を打ち出すにしても、先月 12 月に打ち出した補完措置と同様、市場参加者の間に却って政策の手詰まり感を印象づける結果に終わる可能性さえあると思う。

木内委員

簡単に3点申し上げる。市場とのコミュニケーション上、非常に難しい問題が起こるのではないかと思う。幾つかの点が既に議論されているが、今回の措置を打ち出すことで、資産の買入れに対する持続性の問題や、政策の重点がそちらに移っていったという観測は、幾ら否定しても市場の方は当然そのように織り込むのだろうと思うし、金融機関の収益に対する悪影響についても、「結局はデフレを脱却すると経済が良くなるので金融機関にもプラスである」と過去3年間言い続けている。それを金融機関が「ああ、そうか」と簡単に納得するとは到底思えない。それから、市場とのコミュニケーションについて、もう1つ申し上げると、これほど付利金利を強く否定してきて、つまり、あらゆる政策手段でやれることはやると言いながら、付利金利だけは絶対やらないというようなコミュニケーションをしてきて、今回金利を下げるので、市場は相当サプライズであるし、一時的には市場は相当動く。ただ、それがわれわれの目的ではなく、中長

期の経済・物価を良くするというのが目的である。

その点から、第2点目になるが、果たして今回のマイナス金利導入の経済効果をどう考えるのか、どういうチャネルでどういった経済効果があるのか。例えば、QQEの時には色々な試算値を材料として執行部から出されたが、今回はそういうものが全くない。この政策によって、果たして目先あるいは中長期の経済・物価にどの程度の影響があるかを、全く議論しないでこの大掛かりな仕組みを導入するのが果たして良いのかどうか、非常に疑問である。

第3点目は、マネタリーベース・コントロールへの影響である。今回マイナス金利を導入すると、貸出支援オペについては当預との間に逆鞘が生じないような工夫が検討されているが、それでも市中の金利が下がっていき、マイナスの領域に入っていく中では、0%の金利であってもオペの魅力は一段と下がり、支援オペの利用度が下がって残高が減っていくのではないかと。それは、貸出増加のインセンティブを削ぐことにも繋がっていく問題がある。一方で、当預との間に逆鞘が生じることになる共通担保オペについては、大幅に残高が減る可能性があるのではないかと。両者の結果、マネタリーベースの拡大が、従来よりも、より難しくなるという面があるので、今回の政策は、国債の買入れ、資産の買入れの安定性を下げる可能性を先程指摘した。このマネタリーベースのコントロールの難しさも考えると、この両方から、今回の施策は量的・質的金融緩和と整合的でない面があるのではないかと思う。

岩田副総裁

最初に、白井委員がおっしゃった中では、色々複雑なのでなかなか理解が得られないとか、12月の措置からみると、長期国債の買入れの方が市場に受け入れられやすく、むしろこういう政策を採ると長期国債買入れの限界と思われるのではないかなど、リスクを色々指摘されたが、いずれにしても、よく説明していくということに尽きるのではないかと。皆さんがおっしゃったように、コミュニケーションはいずれにしても大事なことで

ある。白井委員から指摘され、私、座長になって、どうやってコミュニケーションしていくかというワーキンググループを何回もやり、間もなく中間報告的なものは出ると思うが、その中でも色々な難しい問題が出てきたので、白井委員はあと2か月しかないが、また意見を頂いて、もっと改善していきたいと思っている。今回のようなものが、普通の人にとっては複雑であると言われれば確かにそうで、それもよく説明していきたいと思う。

もう1点、白井委員が実は今は基調に変化がないから必要ないとおっしゃった点について、確かに基調として考えるエネルギーを除いたところで、今は+1.3%とむしろ上がってきている。しかし、私が心配しているのは将来の基調である。円安の効果があって、まだある程度持続するということであるが、その先が心配である。今は原油が大きく急落したことが心配要因になっているが、そういう中で、将来基調が悪くなることははっきりしてから実施するよりも、時期としては今、予防的に実施するのが一番良いのではないかと判断し、執行部提案のマイナス金利付きを支持した。このマイナス金利付きというのは、新たな方法を作ることによって量的・質的金融緩和がむしろもっとやりやすくなると、私は考えている。同じ量的・質的金融緩和でも、マイナス金利がある方が効果が大きく、それを上手く組み合わせていくことが、これからの課題であると思う。

もう1つ、予想実質金利が下がったからといってどうなのだ、という話である。要するに、デフレというのは現金と、名目利子が一定の預金、国債を有利にしてしまうという状況である。この根本は何かというと、予想実質金利が、その経済にとって高過ぎるということである。それを引き下げるということは、現金や、名目利子が一定の預金、国債が不利になるので、どうしてもそれを株式や投資信託、外貨預金、不動産、企業であれば設備投資のような実物資産、あるいは貸出——海外の貸出も含めてであるが——へ移す、そういうポートフォリオバランスをしないと不利になる状況となるのである。不利になるなら不利になっても良いという人もいるかもしれないが、そういう状況を作り出すことによって、要するに今、内部留保として持っている現預金などが動き出すのであり、実物経済が刺激

され動き出すということは、デフレ脱却の道に繋がるのである。これは、量的・質的金融緩和をなぜ採用するのか、採用当初に私が説明したとおりである。それを一層強化するというのが、今回の手段だと考えて頂きたい。

欧州との間でマイナス金利の調整が起こるとよくおっしゃるが、別にマイナス金利競争を引き起こそうという気は、日本銀行にもないし、欧州にもないと思う。お互いが物価の安定の2%に向けて適切なことをやっているの、それが適切であればお互い内需は拡大する。内需が拡大すれば、お互いの輸入が増え、ひいてはお互いの輸出が増えるということで、世界経済が良くなる。これは1930年代の大不況で、金本位制を離脱した国が皆金融緩和をしたのを、金融緩和競争や為替切り下げ競争だと批判したが、それは間違いであった、理論的にも実証的にも間違いであった、ということで、1980年代のサックス氏とアイケングリーン氏の論文ではっきりしており、その後、その考えは定着している。そういう競争をしようという気もないし、たとえお互いがマイナス金利を、もう少し深め合ったとしても、2%の物価安定の目標というのをできるだけ早期にやることで、お互いの経済が安定するので、そのようなことを危惧する必要はないと思う。

白井委員

少し誤解があると思う。マイナス金利競争は私達がするのではなく、市場が煽るということを申し上げている。従って、私達は当然そのような競争をする気はないが、市場が各中銀のマイナス金利水準を比較して、そこをベースに投機が起こることを申し上げている。他の方もそういうことだと思う。

また、佐藤委員もおっしゃっていたが、私達はバランスシート政策なので、バランスシート政策というのは、それを拡大して、そこから色々なルートで働きかけるといふものなので、基本的には超過準備の拡大が必要である。そこに課税をするというかたちは、なかなか理解されないと思う。

私は欧州で色々な方々と議論してきたが、欧州は国債発行残高のまだ9%しか買っていないということもあるが、非ユーロ圏から沢山買えてい

る。それから、まだ銀行がデレバレッジをされていて、まだ借りたくても借りられない人達が沢山いるので、マイナス金利であれば、そういう人達に対して銀行は貸し出すということで、日本と違って貸出に対する潜在需要があるということもある。

基調に変化がないという点であるが、私は、実質金利はもう相当緩和的であると思う。なので、今基調に変化がなく、これから下振れリスクがあっても、いわゆる金融緩和度合いという言い方をするが、十分金融緩和的な状況であるという意味で、現状維持で良いのではないかとやっている。

黒田議長

それでは、概ね議論が収斂したと思うので、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。

なお、ここで私から一言だけ申し上げる。量的・質的金融緩和を導入した際に、かなり詳しく、その経済に対する効果を述べている。基本的に、名目金利を下げるとともに、物価上昇予想を引き上げ、実質金利をイールドカーブ全体に亘って引き下げていく。それが、投資や消費を促進するし、またポートフォリオリバランスを通じて、さらに経済にもプラスの影響を及ぼすということであった。今回のマイナス金利の導入により、マイナス金利付きの量的・質的金融緩和というかたちになることによって、今申し上げたような基本的な金融緩和の経済に対する影響のチャンネルは、さらに強化される。違ったものになるというよりも、それがさらに強化されるのである。つまり、実質金利がイールドカーブ全体に亘って低下し、またポートフォリオリバランスも進むことによって、消費や投資をさらに刺激し、経済をより力強いものにして、2%の物価安定目標を早期に実現するという目標に向けた努力を強化するであろうと思う。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。岡田直樹財務副大臣お願いする。

岡田財務副大臣

今のご議論を伺っていると、量的・質的金融緩和にマイナス金利の要素を付加する点で、このあとご判断をされようという趣旨と承った。ついては、この会議を、暫時休憩をさせて頂いて、財務大臣とも連絡を取らせて頂き、そのうえで政府側として正式なコメントを申し上げたい。

黒田議長

それでは、議案の説明を聞いてからの方が良いと思うので、この後、議案を取りまとめて執行部から説明させたあとで、ブレイクを取ることで宜しいか。

岡田財務副大臣

結構である。

VIII. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、補完当座預金制度基本要領の全面改正の議案、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

議案を提出したい。金融市場調節方針、資産買入方針、先行きの金融政策運営方針について、従来どおりの案を提出したい。

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、説明をお願いします。

内田企画局長

議長提案は4種類ある。どういう種類のものを先に申し上げる。1つ目は、規程のかたちになっており、このあとご説明する。複雑なので詳細はある程度お任せ頂きたいが、中身はマイナス金利導入に伴う改正案である。2つ目は、金融市場調節方針であり、いつものとおり、マネタリーベースは年間80兆円ペースの増加としている。3つ目は、資産買入方針である。長期国債、ETF、J-REIT、CP、社債について、今までどおりである。最後に、議長案としての公表文案である。1. (1) のマイナス金利導入については、1つ目の規程改正案に対して、先に賛否を頂ければと思う。(2) 量の面、金融市場調節方針については、いつものとおり、2つ目の議長案で、この80兆円に対して賛否を頂き、(3) 質の面、資産買入方針については、3つ目の議長案で賛否を示して頂ければと思う。それぞれ基本的に、中身はこの公表文にあるので、公表文案を読み上げながらご説明させて頂く。

公表文のタイトルは「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」である。「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、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする」と、趣旨を書いている。以下、(1)、(2)、(3)で、金利、量、質という3つの次元について今回の対応を書いているとい

う構成である。(1)は金利であるが、「マイナス金利の導入」と書いている。「金融機関が保有する日本銀行当座預金に -0.1% のマイナス金利を適用する」ということである。因みに、脚注1で、次期積み期である2月16日からの適用としている。そのあとに、「今後、必要な場合、さらに金利を引き下げると、先行きのさらなる引き下げ余地のことを書いている。次の行に「具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する(別紙)」と書いているが、この別紙については後程ご説明する。3つ目の行は資金供給について、「貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する」としている。以上3つがマイナス金利導入に関する中身であり、それを細かく書いたのが、先程最初にご説明した規程改正案であるのご理解頂きたい。後程、3層構造については別紙でご説明する。

(2)は変わっていない。前回までと全く同じなので、読み上げは省略させて頂く。80兆円という今までどおりのペースでマネタリーベースを増やすということである。

(3)は質の面、資産買入方針であるが、これも前回までと全く同じであるので、読み上げは省略させて頂くが、脚注3が付いているので、読み上げる。「従来通り、長期国債買入れの下限金利は設けず、 -0.1% を下回る金利での買入れも行う」としている。これは、ECBが下限金利を設定しているので、そうした誤解がないようにする、念のための規定である。同じく②のETF、J-REITも変えていないが、脚注4を付けている。これは、昨年12月の決定会合で決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするETFの買入れは、この3兆円とは別枠で、プラス α であることを、念のため記述したものである。それ以外は変えていない。

(4)は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続である。「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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」

を継続する」としている。継続に関する基準は変えていないが、「マイナス金利付き」という文言を、これまでのものに加えている。「今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる」としている。ここは表現が変わっている。

2. が経済に関する情勢判断、3. が政策の趣旨である。2. について、まずメインシナリオとしては、「わが国の景気は、企業部門・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとで、緩やかな回復を続けており、物価の基調は着実に高まっている」と判断している。続いてリスクであるが、「もっとも、このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレイマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している」と、リスクが増大している点を書いている。

今回の対応が3. である。「日本銀行は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することとした」としており、以下の2つの文章が、この新しい枠組みの趣旨である。「日本銀行当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて」、すなわち「量」も続けるということであるが、「金利全般により強い下押し圧力を加えていく」、2つ目の趣旨として、「また、この枠組みは、従来の「量」と「質」に「マイナス金利」を加えた3つの次元で、追加的な緩和が可能なスキームである」としている。「日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもと、2%の「物価安定の目標」の早期実現を図る」と決意を述べている。

最後に、別紙「日本銀行当座預金のマイナス金利適用スキーム」である。テクニカルであるが、趣旨の部分を申し上げる。1. で3段階に分けている。(1)の+0.1%を適用するところは「基礎残高」という名前を付けて

いる。これを設ける趣旨は、最初の2行に書いている。「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の残高については、従来の扱いを維持する」ということである。具体的な計算はそのあとに書いており、各金融機関の2015年1～12月、すなわち昨年1年間の平残を取り、これを最後の行、「既往の残高に対応する部分として、+0.1%を適用する」としている。

続いて、(2) マクロ加算残高、段々増えていくゼロ金利の部分である。以下の3つに分かれる。①の「所要準備額に相当する残高」は、今も所要準備に関してはゼロ金利であるので、変えないということである。②は「金融機関が貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合には、その残高に対応する金額」とあるが、先程申し上げたように、これはゼロ%で供給しても-0.1%で積まれると逆鞘になるので、その分はゼロ%で積めるようにするということで、これらの制度を維持するための対応である。③は増えていく分である。「日本銀行当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案して、適宜のタイミングで、マクロ加算額（(1)の基礎残高に掛目を掛けて算出）を加算していく」としている。

それ以外の部分を、(3)の「政策金利残高」と名付け、-0.1%を適用していく。

最後に、若干細かいが、2. で「現金保有額が大きく増加した場合の取り扱い」として、金融機関が現金保有によってマイナス金利の適用を逃れることになると、マイナス金利の効果が減殺されることになるので、これを防止する観点から、金融機関の保有現金が大きく増加した場合には、その増加分を、(2)のゼロ%、あるいは、それ以上の場合にはプラスを適用する部分から控除する、すなわちマイナスを適用することにして、現金に逃げられないようにした。

脚注5は、先程ご説明した限界についての概念を、念のため記述したものである。以上である。

なお、木内委員案については、今までと同様であるので、説明は省略させて頂く。

黒田議長

それでは、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 26 分中断、11 時 42 分再開)

黒田議長

会議を再開する。政府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お願いする。

岡田財務副大臣

今回、執行部からご提案のあった事項については、金融政策の目標を達成するために必要な措置としてご提案されたものと認識している。本会合において、適切にご判断頂ければと思う。私どもとしては、異議はない。また、今回のご提案を含め、金融政策運営の状況などについては、引き続き丁寧かつ積極的な説明に努めて頂きたいと思う。

引き続き財務省から、予算についてご報告申し上げる。ご承知のとおり、先般、1 月 20 日、平成 27 年度補正予算が成立した。経済の下振れリスクに対応するとともに、わが国の課題を解決していくために、本補正予算を直ちに実行に移していく。また、1 月 22 日には、平成 28 年度予算を国会に提出した。平成 28 年度予算は、「一億総活躍社会」の実現をはじめとした重要課題に取り組んでいくための予算である。「経済・財政再生計画」の初年度の予算として、その目安に沿って一般歳出の伸びを抑制しており、経済再生と財政健全化の両立を実現するための予算となっている。補正予算に続き、本国会での早期成立に向けて取り組んでいきたいと思う。

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頂くことを切に期待している。以上である。

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。このところ、株価をはじめとした世界的な金融資本市場の変動がみられているが、わが国の景気は緩やかな回復基調が続いており、ファンダメンタルズはしっかりしていると認識している。わが国や海外の金融資本市場の変動の影響については、予断を持たず注視していく。1月22日に閣議決定した政府経済見通しでは、平成28年度のわが国経済について、各種政策の推進等により雇用・所得環境が引き続き改善し、経済の好循環がさらに進展するとともに、交易条件が緩やかに改善する中で、堅調な民需に支えられた景気回復を見込んでいる。この結果、平成28年度の実質GDP成長率は+1.7%程度、名目GDP成長率は+3.1%程度と見込んでいる。また、雇用者報酬については、2.5%程度の増加を見込んでいる。物価については、経済の好循環の進展により、需給が引き締まっていく中で上昇し、消費者物価上昇率が+1.2%程度、GDPデフレーター上昇率が+1.4%程度と見込まれ、デフレ脱却に向けさらに前進すると考えられる。同日の閣議で配付した「中長期の経済財政に関する試算」では、2015年度の国・地方の基礎的財政収支赤字の対GDP比は3.3%程度となり、赤字半減目標の達成が見込まれる。黒字化目標年度である2020年度は、経済再生ケースで1.1%程度の赤字となり、引き続き経済・財政一体改革を着実に推進していくことが重要と考える。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。平成 27 年度補正予算が 1 月 20 日に成立した。また、平成 28 年度予算政府案についても国会へ提出し、ご審議頂いているところである。昨年 12 月 24 日の経済財政諮問会議において、経済・財政一体改革の工程を具体化した「経済・財政再生アクション・プログラム」を決定した。本プログラムでは、主要歳出分野ごとに K P I を設定するとともに、改革工程表を策定しており、これに基づき、P D C A をしっかりと回し、改革を着実に進めていく。また、政府予算の使われ方や、それによる成果の「見える化」、「ワイズ・スペンディング」を柱とし、関係者や現場の創意工夫を重んじるボトムアップによる躍動感ある工夫の改革を推進していく。また、同日の経済財政諮問会議にて、T P P 協定が発効した場合に、わが国のマクロ経済に与える経済効果分析を示した。分析の結果、G D P にして 2.6% 増の約 14 兆円、労働供給にして約 80 万人の増加が見込まれる。政策を総動員し、事業者や農林漁業者の積極的な行動を促し、最大限の経済効果を実現していく。

最後に、日本銀行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。なお、最近の金融資本市場の変動の影響に十分注意を払って頂きたいと考える。また、今回の追加緩和策を含めた金融政策の効果について、十分注視していく必要があると考える。加えて、2% の物価安定の目標の達成時期の変更、および金融政策運営の変更に関し、日本銀行としての考え方について、対外的に丁寧に説明して頂くことが重要と考える。以上である。

黒田議長

先程、執行部から説明のあった議案について、何かご意見があればどうぞ。

石田委員

公表文について、2013 年 4 月 4 日に Q Q E を導入した時に、量的・質

的金融緩和の継続に関して、期限を定めず継続することとし、「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」という項目があり、採決をとって8対1で可決されたものである。今回の文章の内容は、大きな変更があり、「上下双方向」云々という部分が削除されているが、付議対象とはされていない。私としては、当該部分の表現が、資産バブル等への対応など、プルーデンス面の配慮も入っているものとして賛成した。今回その部分が削除されており、個別項目としての議決ではないことから、公表文に反対したいと考えている。

黒田議長

それでは、最初に議長提出の「補完当座預金制度基本要領の全面改正」について採決を行う。次に、木内委員提出の「金融市場調節および資産買入れ方針」について採決を行った後、議長提出の「金融市場調節方針」および「資産買入れ方針」について採決を行い、最後に、木内委員案も含め「対外公表文」の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11時50分 政府からの出席者退室]

それでは、議長提出の「「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の全面改正等に関する件」について採決をお願いする。

[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

原田審議委員

布野審議委員

反対：白井審議委員

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 5、反対 4、賛成多数である。反対は、白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員である。

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。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する。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は木内委員である。

黒田議長

続いて、議長提出の資産買入方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は木内委員である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた両方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。

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

それでは、執行部は採決結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

[事務局より議案を配付]

内田企画局長

3 頁をご覧頂きたい。(注 1) であるが、マイナス金利について、4 人の反対意見を書いている。「白井委員は、「量的・質的金融緩和」の補完措置導入直後のマイナス金利の導入は資産買入れの限界と誤解される恐れがあるほか、複雑な仕組みが混乱を招く恐れがあるとして、石田委員は、これ以上の国債のイールドカーブの低下が実体経済に大きな効果をもたらすとは判断されないとして、佐藤委員は、マイナス金利の導入はマネタリーベースの増加ペースの縮小とあわせて実施すべきであるとして、木内委員は、マイナス金利の導入は長期国債買入れの安定性を低下させることから危機時の対応策としてのみ妥当であるとして反対した」とされている。

(注 2) のマネタリーベースおよび資産買入れに関する方針についての木内委員の記述は、今までと同じである。(注 3) の継続部分についての記述も全く同じである。なお、石田委員が反対された点については、主な意

見および議事要旨で正式な文書としてはテイクノートしていくということにさせて頂ければと思う。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。

委員（全員）

異議なし。

黒田議長

それでは、最終案がまとまった。対外公表文に関する採決を行う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

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：石田審議委員

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。反対は石田委員である。

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。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[12 時 05 分 政府からの出席者入室]

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。

IX. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決を行いたいと思う。委員方には、本日の決定を前提とした見通し計数およびリスクバランスを再提出して頂く。今回、見通しおよびリスクバランスの変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が見通し計数を回収、資料を配付]

内田企画局長

ただ今配付した資料の 11 頁をご覧頂きたい。頂いた計数を集計した結果、3 か所変更になる。いずれも消費者物価指数である。2016 年度の大勢見通しの下限が+0.1 から+0.2 になっている。2017 年度の中央値が、消費税率引き上げの影響を除くベースでみて+1.7 から+1.8、これに足し上げたものであるが、含むベースで+2.7 から+2.8 となっている。数字の変更はこの 3 か所である。

なお、今回の政策に伴い、記述を変更する必要がある。技術的なところを除いて意味のあるところのみ 3 点申し上げる。1 頁目である。これまで

「量的・質的金融緩和の継続」という方針を書いていたが、本日の決定を踏まえ、本日の対外公表文の冒頭の表現である「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した」という記述としている。また、公表文1.（4）の「今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる」という文章をそのまま追加している。4頁の脚注7は政策金利の前提であるが、本日の決定も前提としたうえで想定を作っているという趣旨を記述している。最後に9頁、物価に関するリスク要因である。中長期的な予想物価上昇率に関する部分で、本日リスク対応をしたそのリスクの部分、具体的には公表文の2.の「このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している」という文章をそのまま記載している。以上3か所の変更である。

黒田議長

基本的見解について、他に議案を提出される方はいるか。

佐藤委員

提出する。

木内委員

提出する。

黒田議長

執行部は、佐藤委員の議案と木内委員の議案を配付して頂きたい。

[事務局が議案を配付]

提出された各委員は、提案内容とその理由を簡潔に説明して頂きたい。

佐藤委員

修正内容については、従来と同じである。2%の物価安定の目標は、私自身は向こう2年程度を見据えて、ローリングターゲット的に念頭に置く、幅のある柔軟な概念であるという従来同様の見解に基づき、物価安定の目標に関する私自身の見解を踏まえた修正を従来どおりさせて頂きたい。

木内委員

私も、修正は従来と同じである。先行きの物価上昇率の見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営方針の3か所について、従来と同様の修正文案を提出する。考え方については、先程申し上げたので、繰り返さない。

黒田議長

それでは、経済・物価情勢の展望（基本的見解）に関する採決をお願いする。まず、佐藤委員案から採決をお願いします。

[佐藤委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：佐藤審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

木内審議委員

原田審議委員

布野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

佐藤委員案である。採決の結果は賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員案の採決をお願いする。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

木内委員案である。採決の結果は賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員案は反対多数で否決された。それでは、議長案の採決をお願いします。

[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

原田審議委員

布野審議委員

反対：佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

議長案である。採決の結果は、賛成7、反対2、賛成多数である。反対は、佐藤委員、木内委員である。

黒田議長

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

委員（全員）

異議なし。

黒田議長

経済・物価情勢の展望（基本的見解）は、今回から会合終了後直ちに公表することになる。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。

X. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、3月14、15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、主な意見、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します。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

中本政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時38分である。

黒田議長

解禁時刻が12時38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31分閉会)

以 上