

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2016年3月14日（14:00～16:16）

3月15日（9:00～12:28）

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（14日）
 坂井 学 財務副大臣（15日）
 内閣府 西川正郎 内閣府審議官（14日）
 高鳥修一 内閣府副大臣（15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（14日 14:54～16:16、 15日 9:00～9:31）
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（14日 14:54～16:16、 15日 9:00～9:31）
企画局企画役	加藤 涼
企画局企画役	二宮拓人

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行であるが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、昨年 12 月に決定した補完措置の具体的な取扱い等に関する執行部説明と採決、また明日は、経済・物価の現状と見通しに関する記述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、1 月 28、29 日開催分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

それでは私の方から本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明したいと思います。

図表 3 の国債買入オペの応札倍率について、ゾーンごとにこの 1 年半位

の動きを振り返ったものである。縦に線を引いたところが、マイナス金利が入ったところである。どのゾーンをみて頂いても分かるとおり、マイナス金利適用後も応札倍率は過去と比べて目立って低下している訳ではない。これについては、証券会社を中心としたオペ先が市場実勢に比べ、若干低めのレート、若干高めの価格で、私どもに売却できているということに支えられているためだと思う。ただ、銀行などの投資家がプラス金利の国債を保有しておきたいという行動をみせているので、応札倍率がそれ以前と比べると多少低下しているし、その時々々の市場情勢で振れやすくなっているという点には、一応の注意が必要かと思っている。

図表4は短期国債買入オペ等で、その他のオペということである。CP等買入をご覧頂くと落札レートが書いてあるが、2月後半以降はかなり深いレートでの決定レート、例えば2月24日では-0.298%となっている。CPについては、発行レートがなおゼロ以上ということであるので、本行への売却でオペ先は益を出して市場取引における収益減を補填しようといった行動がみてとれるところである。下の国債補完供給のグラフをご覧頂きたい。マイナス金利導入後、投資家が当座預金の増加を嫌って国債の貸出、供給を控えていることから、スペシャルコラテラルの市場がタイト化していて、その分、私どもの補完供給制度の利用が目立って増加している。一番右側は3月であり、まだ半分も経っていないので、2月位、あるいは2月を若干上回るようなペースで申込みがきていることになる。そのもとでの図表5であるが、(1) 短期金利をご覧頂きたい。無担コールレートとGCレポレートということになるが、マイナス金利適用開始後、はっきりと金利は低下している。ただ、両者を比べてみると、GCレポレートの低下がさらに大きいということである。GCレポレートは、はっきりとしたマイナスになっているが、両者の違いについては、1つ目は、レポ取引についてはシステム対応ができている先が多いということ、2つ目は、レポは有担保取引であるが、コールは無担コールレートということである。なかなか無担でマイナスの資金供給をするということについて、金融機関の心理的な抵抗が、まだ大きいようであり、レポではそういった抵抗は少

ない。主にこの2点が効いているのではないかと現時点では判断している。

(3) コール市場の取引状況をご覧頂きたい。コール市場の取引残高であるが、まず有担取引は、大きく下がっていて、それまでの主な出し手であった信託勘定の余資運用がマイナス金利でできなくなったということである。一方、無担コールレートであるが、これは、当初2日目は相当落ちた訳であるが、その後緩やかに回復してきていて、現時点ではそれ以前の半分強位のところまで戻ってきている。こういった先がやっているかという信託や外銀、地銀など、この辺りがマイナス金利での放出を始めている。ここにはないが、レポ取引については、それ以前と比べると大体1～2割の減少にとどまっているとの感触を持っている。

図表6は政策金利残高の業態別分布である。これは、それぞれ業態別に、どのようなところが政策金利残高、いわゆるマイナスが適用されていて、逆にマクロ加算残高、あるいは基礎残高という枠が余っているかということを示したものである。(1)が1月積み期、(2)の2月16日～3月10日の平均残高が2月のマイナス金利導入後ということになる。政策金利残高が特に多いところは主に2つあって、1つが信託である。特に増えているという意味でも、かなり増えている。もう1つが、その他というところで、ここには一部大手金融機関が含まれる。信託については、投信等々の資金、あるいは年金の資金が入ってきているということで、放っておけばもっともっと積み上がっている訳である。これは、コールあるいはレポで資金放出すると、オーバーナイト金利のマイナス化に繋がっていくものである。一方、その他の部分は、なかなか大きく減っていない。ここは、先程申し上げた一部の手金融機関が、現時点ではマイナス金利での放出をためらっているということで、政策金利残高の大きさのわりには、コールのオーバーナイト物が下がりにくくなっている要因の1つと考えている。

図表7の短期金利(2)は、その他の短期金利である。(2)のCP発行レートは、はっきり下がっていて、企業の借入コストの低下に繋がっている。また(3)のOISレートであるが、これもマイナス金利適用後、動き始めており、取引も少し増えている。そのことによって先行きの政策

金利の見通しに関する情報を提供するようになってきている。これをみると、3月会合では、利下げはほぼ想定されていないということであるが、それ以降は徐々に利下げの方向にいくとみられている。

図表8のドル調達コスト、(1) 円投ドル転コストである。マイナス金利導入後、これが少し上がっている。これは、マイナス金利によって日本の投資家が外債投資に向かうだろうという思惑から上がったということである。3月入り後は1か月物の年度末越えが意識され、さらに少し上がっているが、9月末あるいは12月末と比べると、上がり方が相対的には小さい。この背景については、1つは、例えば12月と違ってFedの利上げ観測の後退があり、現在はそれほど利上げが見込まれていないということがあると思う。2つ目に、ここ半年位、邦銀のドル調達はかなり多様化されてきていたので、現時点ではこの市場にそれほど集中するという訳でもなさそうだが、いずれにせよ、この辺りは今後どうなっていくか注意してみていく必要があると思っている。

図表9の本邦長期金利(1)、(2) イールドカーブのグラフをご覧頂きたい。全般に前回会合以降、大きく下がっているが、特に超長期物の下がり方が大きい。この点については、1つは先々追加利下げの見通しが強いということもあるが、それ以外に、マイナス金利下でも私どもは金利の下限を設けずに大量に国債を購入しているので、そのもとで投資家になるべくプラスのイールドを求める。そうすると、どうしても超長期の方に向かってしまうということが、複合的に作用しているのではないかと思う。いずれにせよ、目線が定まらない中で、当面、長期金利については、ボラタイルな動きとなる可能性が高いと思っている。

図表12の本邦デット市場、(2) 本年入り後の動きをご覧頂きたい。社債のレートであるが、社債についても、国債ほどではないが、全般に金利は低下している。BBB格については少し上がっているが、これは資源関係やそれに関連した海運辺りの社債について、少し信用リスクが織り込まれて上がっているということであり、そういう事例を除けば、全般に企業の借入コストの低下に繋がっていると思う。

図表 13 の最近の金融市場動向（１）で、前回金融緩和以降の国際的な金融市場の動向について、ご説明したい。（１）の日米欧の株価、あるいは（２）の為替相場であるが、マイナス金利を導入した後は数日間、株価が上昇し、為替も円安に向かった。その後、ダドリー発言と書いてあるが、かなりハト派的なＮＹ連銀総裁の発言があった。それによってドル安に振れたということがあるし、その翌週は欧州銀行株価がドイツ銀行の決算等々で大きく下がったということがある。それ以外にも、２月の第２週はアジアが休場であったとか、日本も休日があったということで、かなりマーケットが薄い中で相場が振れやすかったということもある。いわば、主に海外発のネガティブな要因に左右された面も大きいと思っている。ただ、その後については、年初からのリスクオフ要因が薄れ始めて、市場のセンチメントは幾分改善してきている。３つ申し上げると、１つは為替政策を中心とした中国を巡る不確実性の後退、２つ目が原油価格の反発、３つ目が米国経済指標の底堅さであり、ＥＣＢの緩和の時も多少マーケットがボラタイルになったが、リスクオフに転じているという訳ではない。ただ、（２）のグラフの為替相場であるが、ドル／円については反発しない状態が続いている。この背景としては、１つ目は米国の利上げ期待が相当後退しているということ、２つ目にマイナス金利で期待ほど円安にならなかったということで、それまでと違って円のショートポジションが取りにくいと思っている投資家が多いということ、３つ目に年度末にかけて輸出筋などのドル売り観測もあるということかと思う。

図表 15 の海外短期金利、（３）ＥＯＮＩＡスワップ・フォワード・レートをご覧頂くと、欧州の利下げについては、ドラギＥＣＢ総裁の会見を受けて先々さらに利下げという期待はかなり後退していて、ＥＣＢ政策理事会前日と比べると全般にＥＯＮＩＡのスワップレートは上がっている。先行きほとんど利下げはないという感じになってきている訳である。

図表 16 の海外デット市場、図表 17 のエマージング市場であるが、クレジット市場をみても、エマージング市場をみても、いずれもここにきてリスクオフの地合いが少し緩む感じが出てきている。

図表 18 の株価関連指標の（３）東証ＲＥＩＴ指数であるが、これは株式市場に比べると、海外要因に左右されにくいということかと思う。金利低下に支えられて堅調に推移している。

以上、国内金融市場については、マイナス金利の適用によって長短金利は低下し、クレジット物の金利形成にもはっきりと影響していると思う。この間、短期金融市場における取引量は、システム面を中心に取引を阻害する要因が幾つかあるので、減少している。そうした摩擦的要因が和らぐにつれて、顔ぶれを変えつつ、取引量は回復していくとみているが、それには数か月から半年程度かかる可能性があり、引き続き市場参加者との対話を重ねながら、市場機能の向上に努めていきたいと考えている。一方のグローバルな市場であるが、年初来のリスクオフ地合いに歯止めがかかりつつあると言って良いかと思う。ただ、明日のＦＯＭＣの影響を含め、なお、不確実性は高く、加えて日本の場合はドル／円市場がやや不安定なだけに、株式市場への影響も含め、引き続き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

大きく分けて３つある。１つは、－０．１％の金利の適用残高のことである。１月積み期の－０．１％の適用残高は 23 兆円、全部の枠を使い切った場合は 3 兆円であった。それに対して今現在の－０．１％適用平均残高は、図表 6 をみると大体 25 兆円なので若干増えた程度である。２月積み期の全部の枠を使い切った時の－０．１％適用枠は、１月の 3 兆円に対してどの位なのか。それから、今は 25 兆円というところからみると取引が極く僅かにみえるが、３月 20 日以降の国債大量償還で相当超過準備が積み上がると、取引がどんどん増えていくようにみているのか。これは無担コールに影響する訳であるが、マイナス金利適用前は 14 兆円であったものが、ゆ

うち銀行などが動き始めると、どの程度市場が回復していくとみているのか。短資会社が、マイナス金利適用前は無担保で 40%と、結構大きな役割を果たしていたと思うが、今はどうなっているのか、今後の見通しはどうか。

2つ目の質問であるが、先程EONIAのスワップカーブをみせて頂いたが、EONIAのオーバーナイトの金利がほとんど反応しなくなっている。今大体-0.2%位、付利が-0.4%なので、ほとんど反応していない。これは、優良銀行が多いため取引が少なく、EONIAの指標性がなくなったとみて良いのか。一方で、ユーロ圏のコールの方は、今、-0.4%よりもマイナスが少し小さいところにあるので、ドイツなどの超過準備を持っている銀行が付利金利を回避するために、それよりも高い金利で出しているというような理解で良いのか。

最後に、MMFについてである。欧州にもMMFがあり、残高が増えていた。ただ、スペインやイタリアの短期国債でも2年物までマイナスで、コール市場もマイナスなので、コールや短期国債で運用しているMMFは運用難にあると思う。それにもかかわらず残高が増えているということについて、ECBのレポートに書いてあったのは、MMFは、そういうものではなく、為替市場の投資対象であったり、ユーロ圏以外の銀行の債券に投資しているということだったので、もしかしたら、わが国のMMFが抱える運用難と違う問題なのかなと思っているが、それについては如何か。

前田金融市場局長

3つ目の点については、日本の場合、MMF、MRFは個人の投資家が対象であるが、基本的にヨーロッパの場合、institutional investorsが対象ということである。これはマイナスになっても取引はされるという理解である。

2つ目の点は、EONIA自身が日本のコール市場ということであり、ヨーロッパではコールという名前はなくて、日本のコールのことをヨーロッパではEONIAレートと言っているが、これをみる限り、利下げが

行われれば、その段階で下がってくる。12月で言えば10bp下がっているし、足もとの数字はないが、今回も恐らく下がるだろうと思っている。

白井委員

このところはまだ下がっていない。

前田金融市場局長

まだ1日、2日……。

白井委員

過去をみても完全に一致していない。

前田金融市場局長

第1点とも絡むが、実はヨーロッパでマイナス金利を導入した時には、レポレートの方が先に下がった。無担保市場については、やはり心理的な抵抗があったということで、マイナスになるのに数か月、時間がかかったと聞いている。システム対応はできていたが、なかなか心理的な抵抗でマイナスにならなかった。その点とも関連するが、第1点については、正直どの位になると、コールがはっきりとしたマイナスになるか、というのは分からない。心理的な抵抗にも時間がかかり、排除に時間がかかると思うし、やはりシステムの問題は、数か月で対応できるところもあれば、半年程度はかかるというところもある。それと、別途、金融機構局等々から説明があったかもしれないが、大手のところについては、自分達が出してコールが下がると、それが自分達の持っている資産の金利低下にも繋がるのが嫌である、とおっしゃっているところもある。3月になれば本当に下がるかどうか、つまり3月になれば超過準備的なところが増えるので、その可能性が高まると思う。どの位かかるのかは、ここは少し我慢強く、みていく必要があると思う。なお、おっしゃった3兆円に当たるところは、2月期は大体8～9兆円といったところかと思う。

佐藤委員

3点ほどある。まず債券市場についてである。この金利水準で、日々の変動が結構大きくボラティリティが高い状況が続いているということで、わりとバリュー・アット・リスクがヒットしやすい状況にあると思う。ここは注意してみなければいけないと思っている。また、プラスの金利が付いている超長期のゾーンを search for yield ということで買い上げていく動きもある。そういうところは、プルーデンスの観点から若干警戒感を持ってみている訳であるが、そもそも国内の機関投資家でマイナスの金利の国債を長く持つ人というのは、私はいないと思う。2月以降の売買動向は、公式な統計が出ていないので分からないが、プラスのイールドが付いている超長期のゾーンを買うような国内の機関投資家というのは、どういった顔ぶれなのか。どういった業態が、こんなに突っ込んで買っているのか。これが第1点である。

2点目は本行の国債の買入れオペである。応札者の顔ぶれは、その後、変化があるのか。QQE拡大以降は、主に証券会社と聞いている。このマイナス金利の状況で、銀行が売ることを完全にやめているのかどうかということである。恐らく、ほとんど売っていないのではないかと思うが、その場合、応札者はほとんど証券会社なのか。

3点目にCP等買入れオペである。落札決定レートが、過去2回であるが、それぞれ -0.298% 、 -0.198% とかなり突っ込んで本行が買入れを行っている状況である。その札の入り方というのは、どうなのか。すなわち、何か突出して高い値段を付けている、すなわち低い金利で札を入れているところがあって、そういった札を掴まされてしまっているのか。あるいは、万遍なく札が入っていて、自然体で買って行って、こういうレートが付いたのか、その辺りの感触を教えて欲しい。

前田金融市場局長

まず第1点、私どもは特段統計を持っている訳ではないが、ヒアリング

している限りでは、メガバンクもそうであるが、地銀勢、メガバンクではない大手金融機関が 20 年債等々を買っていると聞いている。ただ、ご案内のとおり、長いところを買うとリスク量も多いので、例えば 10 年債を 100 減らして 20 年債を 100 増やしているという訳ではないが、銀行勢が長いところを買っていると聞いている。生保についても、勿論、さらに長いところについていると聞いている。

佐藤委員

それはディーリングタッチで買っているのか。

前田金融市場局長

そうではない。10 年以上は基本的に持つために買っているということである。先週 E C B の決定の後、一瞬、10 年債がプラスになった時があったが、そこはメガバンクがどっときた。+0.5bp や +1bp 位で買っていた。ディーリングで、買った後、鞘を稼ぐ意味でやるところもあるが、それは、長いところは極く僅かであると思う。メガバンクがマイナスで買っているのは、基本的には 5 年未満になるが、1 つは担保目的、もう 1 つはプライマリーディーラーの義務といったところかと思う。

それとも関連するが、買入オペの応札者は、引き続き証券会社がほとんどである。時折、益出しのために、メガバンクがここに来て少し入れてくるということもある。

C P オペの札の入り方は、なかなか難しく、途中までは大体まめに入っているが、端の方になると、極く一部が非常に低いレートで入れてくる。私どもが買っている範囲の中では、どちらかと言うと、それほど極端なレートではなく、マイナスの中で近いレートで入れている人が他にも結構いて、札は繋がっているということである。

佐藤委員

突出して低いレートで買っている訳ではないということか。

前田金融市場局長

そうである。ただ同時に、私どもは、市場実勢と比べあまりにも、つまり極端な話が－10%のものを買うかという、恐らく買わないと思うので、その辺りの札の状況をみながら、あまりにも酷い札があれば、過去も除外したことがあるが、そういう行動を取る可能性もある。現時点でわれわれが受け入れているのは、そこまで異常な価格でもないということである。

木内委員

コールについて1つ質問である。図表5（1）の（3）コール市場の取引状況のように、無担コールについては大幅に減った後、少し戻してきているが、当初は、コールの取引がやや戻ってくる中で、むしろ金利が下がる、マイナス幅が大きくなるという見方が一般的であったと思う。つまり、システム対応などができないので、取り敢えずは見合わせるが、段々対応が整うに従って、マイナスの取引も増えて、そのウエイトが、ゼロや小幅プラスの取引より高まる中で平均の金利が下がっていくとみられた。ところが、実際はそうはなっていないくて、ほぼ横ばいか、むしろ若干マイナス幅が縮まるかたちになっている。こうなると、取引が少し正常化しても、なかなか金利が下がらないのではないかという気がする。そこで、もう少し金利が下がっていく見通しがあるのかどうか、市場参加者との間に落ち着きどころのコンセンサスというのが果たしてあるのか、という点が気になる。如何か。

前田金融市場局長

マイナス金利での取引も実は増えている。一方で、ゼロ位での取引も増えていて、平均がなかなか下がらないということが起きていた。ゼロでの取引が増えているのは、例えば当座預金が+0.1%の枠を余しているような地銀が、ゼロで取って積むと+10bp 抜けるということで、これまでそういう取引をあまりしなかった先が、裁定取引に入ってきているところが

あるからだと思う。今後については、－10bp で持っている銀行によって、どれだけ出されるかというところにかかっているだろうと思う。そのことについては、一応時間が経てば、－10bp で持っているより、例えば－5 bp で出した方が少しはプロフィットが出るという認識が広がってくるとか、システム上の対応が進むとか、そういうことが必要だと思う。基本的に、これまでよりも当座預金が増えるに従って、マイナスで持たれる方の数が少しずつ増えていくと思うし、段々、色々な認識が広まれば、マイナス金利での取引がもう一度増えていくと現時点では思っているが、そこがどうなるかは、もう少しみないと分からない。

目線については、現時点では特段ない。大体ゼロから－10bp の間、－5 bp 位いけば十分であろうという雰囲気は何となくあるが、それでも現時点では遠い状況にある。

中曾副総裁

5 頁の外銀における当座預金の保有方針であるが、一方で、説明があったように、ドル転コストは上がっている。ポートフォリオリバランスが進んだり、米国の政策も基本的には利上げ方向であるとする、ドル転コストの裏側の円転コストは多分深くなっていく。外銀からすると、マクロ加算残高はもとより、政策残高で持っても抜けるような地合いが出てくるのだとする、もう少し持っても良いという気もするが、外銀の当座預金保有スタンスというのは、どのようなものなのか。

前田金融市場局長

確かに円転コストは－10bp を大きく下回っているので持っても良いと思うが、そうは言っても、われわれの付利が＋10bp から－10bp に 20bp 下がったので、その頃と比べて本当に鞘が稼げるかというと、今のところはそうでもない。円転のマイナスが深くなって、さらに稼げるようになってくれば、持ってくるかもしれない。一方、彼らは、マイナスのコールで出すという行動が、前の量的緩和時代からあったが、それには全然抵抗はな

く、－10bp で持っているよりは、クレジットラインさえあればコールで出した方が良いという部分もある。結局のところ、この人達の当座預金が本当に増えるかどうかは、そのバランスで決まってくるため、今のところは何とも言えない。

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します。

長井国際局長

本日お配りした海外経済・国際金融の現状評価、資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。

予め結論の方から先に申し上げるが、前回会合以降の経済指標をみる限り、米国や欧州は製造業周りの減速にもかかわらず、全体としてしっかりと雇用や所得、家計支出に支えられた緩やかな成長基調に変化はなかったと判断している。一方、新興国であるが、景気刺激策の奏功などから内需が持ち直すような動きも一部にみられたが、アジアを含めて輸出・生産面で弱い動きが目立った。そのため、全体の基調判断であるが、「海外経済は、緩やかに成長しているが、新興国を中心に幾分減速している」と幾分引き下げている。

各地域ごとにご説明する。まず、図表1－1の米国経済（1）をご覧頂きたいと思うが、（1）実質GDPのグラフにあるように、昨年第4四半期のGDPが年率＋1.0%と幾分減速した。背景としては、（2）輸出関連指標にあるような輸出関連の弱さ、これに加えて暖冬による個人消費への影響が重なったことと思うが、現時点でこの第1四半期に関しての成長率、民間見通しは総じて2%近傍に戻るという市場の見方が大勢である。ただ、（3）設備投資関連指標も今のところ勢いを欠いているし、（4）稼働リグ数（原油）の減少テンポも年明け後加速しているなど、やはり鉱工業周りは元気がないのが現状である。

もともと、家計周りは、しっかりとした指標が続いている。(6) 消費者コンフィデンスは、改善ペースこそ鈍化しつつも高水準を維持している。これを映じて、図表1－2の米国経済(2)、(1) 実質個人消費は、昨年第4四半期の暖冬で減速したあと、1月は再び伸びを高めている。(2) 住宅市場関連指標も緩やかな増加基調がしっかりと続いている。その背景にあるのは、ご案内のとおり、(3) 雇用者数(業種別)、あるいは(4) 失業率の動きがしっかりと続いているということと思っている。

その一方で、雇用は良いが、(5) 賃金関連指標をみると基調は相変わらずであり、増加ペースは緩やかなままで、これを映じて、(6) 物価(PCEデフレーター)は、前年の裏要因もあって、コアベースで少し伸び率が高まったが、当面加速する気配は窺われていないところである。

図表2の欧州経済の方に移りたいと思う。(1) 実質GDPと複合PMIのうちの実質GDPであるが、昨年第4四半期も前期比年率+1.3%と第3四半期の+1.2%並みの成長となった。事前にお配りした資料－3の海外経済・国際金融の現状評価の7頁で、この+1.2%は第2四半期並みの成長と誤って記載していた。お詫びして訂正させて頂く。第3四半期並みの水準である。同じグラフの複合PMIをご覧頂くと、引き続き高水準であり、そういった意味で足もと変調は窺われないと思っている。

(2) 輸出関連指標であるが、新興国の減速を映じて、名目域外輸出、あるいは実質域外輸出は弱めの動きが続いており、輸出受注PMIも引き続き50は上回ってはいるが、少し垂れてきているということである。

一方で、(3) 個人消費関連指標では、小売売上数量、あるいは新車の登録台数とも順調に増加を続けている。この背景であるが、(4) 消費者心理にあるように、緩やかながらも着実な雇用の改善と、それに伴う消費者コンフィデンスの改善があり、雇用と家計主導の景気回復の構図は欧州も揺らいでいないように窺われる。

一方で、物価面であるが、原油安で2月のHICPが再びマイナスになるなど、(5) 市場のインフレ予想からも分かるように、インフレの下振れリスクが強く意識されており、今回のECBによる追加緩和措置に繋

がったということだと思う。(6) E C Bスタッフの経済見通しにあるように、E C Bによる物価見通しも、ヘッドラインだけではなく、コアも大きく下方修正されたところである。

図表3は中国経済、(2) 生産関連指標であるが、工業生産が鈍化しており、生産PMIも年明け以降悪化している。その背景には、(3) 名目輸出(地域別)のグラフに示しているような輸出の弱い動きに加えて、ご案内の過剰設備の調整圧力がやはり根強いということだと思っている。

その一方で、(4) 内需関連指標を示しているが、実質小売売上高は、相変わらず2桁の高い伸びを続けて経済全体を支えている。それから、固定資産投資も、財政支出の高い伸びに支えられ、不動産市場の調整も徐々に進捗していることを映じて、緩やかながらも伸びを回復し始めたところである。

(5) 2016年数値目標と重要政策(全人代)にあるように、先の全人代では、2020年までの5か年計画で年平均成長率を6.5%以上とするという方針が決定され、財政政策はより積極的に、金融政策も穏健ながらもより弾力的かつ適度に、運用されるということなので、2016年の6.5%から7.0%の間という成長目標は十分達成できていると思っている。

図表4は中国以外の新興国経済である。(1) N I E s・A S E A Nの輸出、1月までの域外輸出をみると、中国向けだけではなく、米国向けを含めて弱めの動きが続いている。中国における過剰の調整だけでなく、(2) N I E s・A S E A NのI T生産関連指標からも分かるように、スマートフォンの新製品を中心とした需要回復、これが一服している姿が窺われる。

一方、内需面であるが、色々、各種財政刺激策の効果が出ていることもあって、(3) N I E s・A S E A Nの消費者コンフィデンスも、ばらつきはあるが、回復の動きをみせている。(4) 第4四半期までのN I E s・A S E A Nの実質GDP成長率を合計したものであるが、これも純輸出が足を引っ張る中、個人消費や公共投資を中心とする総固定資本形成が下支えをしている姿がみてとれる。目先はこうした構図が当面続くのではない

かと思っている。

この間、足もとこそ少し戻してはいるが、原油を含め資源価格の低迷を映じて、(5) ブラジル、ロシアの製造業PMIでは、資源国に一段の下押し圧力がかかったということである。

金融面であるが、図表5－1の国際金融市場(1)をご覧頂きたい。前回会合以降、新興国経済の先行きに対する不安の高まり、あるいは米国景気の減速リスクが強く意識されて、金融市場が一気に不安定化して、その後急速に落ち着きを取り戻すという大きなスウィングがあった。足もとでは、資源価格の反発とともに、(5) 新興国通貨騰落率でお示ししているように、多くの資源国通貨も前回会合比上昇しており、こうした回復の動きが今後どれほど持続性のあるものなのか注意深くみていきたいと思っている。

最後の頁、図表5－2の国際金融市場(2)をご覧頂きたいが、先進国周りの金融市場でも、(1) 米主要シェール企業決算(最終損益)や(2) 米ハイイールド債スプレッドでお示ししているような、資源・エネルギー関係の信用リスクへの警戒感の高まりがみられている。また、(3) 米・ユーロ圏の銀行株指数にあるように、欧州系を中心に銀行セクターの脆弱性も意識されたところである。加えて(4) 英ポンド(対米ドル)にあるように、6月に予定されているBrexitを問う国民投票がもたらすリスクへの懸念も高まっているということである。

こうした市場のセンチメントの悪化にもかかわらず、これまでご説明したように世界経済の足取りは、新興国が輸出・生産面で幾分減速したほかは変調はなく、先進国を中心に緩やかな成長を続けている。ただ、金融市場の混乱が一種、自己実現的に景気の足を引っ張るリスクはあると思う。

(5) FCI(米・ユーロ圏)のグラフでお示ししているように、少なくとも足もとまでは金融環境の引締まりも限定的なものである。(6) 社債発行額(米・欧)の社債の発行ペースも、今年に入ってから分を年率調整したものをみても、エネルギー関連の発行の減少を除けば、然程発行ペースは落ちていない。この点については、引き続き注意深くウォッチし

ていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

米国の賃金についてであるが、図表 1－2 でみると、平均で＋2％強である。ところが、あるリサーチでみると、フルタイムでは＋4％位らしく、リーマン・ショック前と変わっていないそうである。そうであれば、米国は、いわゆるシフト効果が凄く大きく、平均の賃金の伸び率が＋2％程度になっているようなので、フルタイムのところは結構良いのだと思う。そこがずいぶん消費を支えているような気がするが、今後、この賃金の見通しはどうなっていくのだろうか。フルタイムのところはこれ以上、上がっていかないのか、それともパートのところが上がっていくのか。NY連銀の家計調査で、1年後の失業率の予測などが悪化してきているのが気になっているのだが、その辺をどうみているか。

長井国際局長

おっしゃったような色々な雇用で賃金のレベルが違う中、どの雇用で賃金が伸びているかは違いがあると思っている。今後、どういう展開を予想しているかという、賃金の伸びが今までかなり低かったような低賃金のところも、労働市場のスラックがなくなってきているので、じわじわと上がってくるのだろうと思っている。それから、グラフではお示ししていないが、いわゆる J O L T S 統計といった労働市場のダイナミックさを示すものでは、かなり賃金の高いところも含めて、job openings が上がっていて、それに向けて自発的に職を辞めて、そこにアプライする動きも足もと非常に強まっている。そういった意味では、フルタイムで非常に賃金の伸びも良い魅力的な仕事に、どんどん移っていくような動きもあるので、賃金の伸びが高いところも低いところも、全体にこれから底上げしていく

のだろうと思っている。そのところは、消費を支えてはいくが、一方で労働生産性の伸び悩みとか色々な問題があるので、この点については今後のF e dの金融政策運営も含めて、注意してみていきたいと思っている。

木内委員

2つある。1つは、中国企業によるドル建て債務の返済が、人民元安を強めてきたというように言われているが、このフローというのは、数字で確認できるものなのか。例えば、どういう中身なのか。銀行借入なのか、違うかたちの債務なのか。それから、返済した後、どうしているのか。人民元借入にドルから乗り換えているのか。足もと人民元貸出が少し上がっているのか、それと関係しているのか。それとも、債務全体を削減するという、まさに構造改革の進展と一体なのか、ということが1つ目である。

2つ目は漠然としているが、商品市況が意外と少し戻ってきている。金融市場が少し安定してきているのは、多分、人民元が安定してきているということと、原油が戻っている、化学が戻っているということがある。原油だけではなくて、鉄鉱石とか、一部の商品市況が底打ちをしているが、一方で、お話しのような新興国経済が厳しいという話と、動きとしてはちぐはぐになっており、この食い違いをどう考えるか。あるいは、その商品市況の戻りの持続性をどう考えるのか。ドル高傾向がやや一服してきているということが、商品市況高に貢献している面があるのかどうか、ということをお願いしたい。

長井国際局長

第1点目については、中国企業の外貨建ての借入が、足もと結構減ってきているというデータは確認できるので、その分が減っているということは分かるが、全体の資本アウトフローのうち、それがどの程度 dominantなのかというところは、その他の統計の errors and omissions とかもあつて、まだ判断つきかねている。返済が進んでいる数字は確認できるが、木内委員がおっしゃったように、返してそのままのものもあるし、一方で、

足もと1月、2月とかなり人民元貸出が出ており、その一部はそういったドル返済の借換えのようなものだろうということは、これもアネクドーツであるが、色々言われているところである。

商品市況の方であるが、確かに供給面では、鉄鋼も含めて、原油の方もシェールの方など、金融面からのプレッシャーもあって、サプライサイドの方でかなりリストラが進み始めているところが意識されていると思っている。加えて、今までの下落局面で、それで儲けようという金融的な動きがあったのが、少し剥落したという要因もあると思う。さらに、需要サイドも、木内委員がご指摘のように作用していると思っている。なぜ商品市況が少し戻ったところで、今回判断を引き下げたのかということであるが、今回引き下げたのはあくまでも、エマージングの製造業周り、輸出周り、生産周りの今の足もとの弱い情勢が、今年の上半期位まで、少し長引きそうだという判断である。その先については、緩やかに先進国に引っ張られながら、あるいは新興国のバランスシート調整のショックも徐々に和らいでいくかたちで、回復していくと思っている。そういった、長い先までの新興国の需要見通しという意味では、それほど大きく変わっている訳ではなく、食い違うように見える面があるかもしれないが、それほど大きく矛盾はしていないと思っている。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒープレイクを取りたいと思う。再開は、14時54分ということでお願ひする。

(14時49分中断、14時54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。国内経済情勢について、説明をお願いする。

関根調査統計局長

お手許の資料－４（参考資料）【追加】に基づいて、ご説明させて頂く。前回決定会合以降、沢山の数字が出ているので、まずは網羅的にそういった計数を確認させて頂きたいと思う。

まず図表１の実質GDPだが、２次QEが出ている。（２）需要項目別の動向の表をご覧頂くと、前期比－０.３％、年率換算－１.１％の減少となった。マイナスに大きく寄与したコンポーネントは、－０.５％の寄与となった民間最終消費支出の減少だが、これについては暖冬の影響に加えて基礎統計の１つである家計調査のサンプル問題等があるとみており、この数字でみるほどにまで実勢は悪化していないと考えている。この点は、後程、足もとの消費の動きということで、もう一度振り返りたいと思う。

この間、図表２のマクロの所得形成と景気動向指数の（１）GDP（国内総生産）とGNI（国民総所得）をご覧頂くと、実質GNIは増加を続けている。

続いて、図表３の需給ギャップと潜在成長率である。（１）需給ギャップは私どもの推計の暫定値をお示ししているが、ご覧頂くと極く小幅だが、第３四半期から第４四半期にかけて改善している。一方、ここにお示しはしていないが、内閣府の推計の需給ギャップは、マイナス幅が若干拡大している。こうした差が生じるのは、ご案内のように推計手法の違いによるものではあるが、両者とも、極く小幅の動きであるので、推計誤差等も考慮に入れると、需給ギャップは大体横ばい圏内の動きとみておけば良いのではないかと考えている。

続いて図表６の輸出入関連指標、１月の実質輸出、＜実質輸出入＞にあるように、季節調整済前月比－０.４％の減少となった。１月の１０～１２月対比は－１.９％である。

地域別のブレイクダウンということで、続いて図表７の実質輸出入の（２）実質輸出の主要国・地域別内訳のグラフをご覧頂きたい。まず①米国・EU・その他で、米国は自動車関連を中心に増加を続けている。EU向けはここ１～２か月弱めの動きとなっているが、振れの範囲であって、

増加基調にあることがみて取れるかと思う。その一方で、中東やロシアといった資源国が入っているその他の地域は、弱い動きとなっている。②中国・N I E s ・A S E A N 4で、東アジアについては、春節前の作り込みということもあり、電子部品が出ている。ただ、この位の増加だと、春節前にしては弱めという感じは否めないのではないか。

この間、今朝方出た数字だが、図表 9 の(2)機械受注・外需と資本財・部品輸出(名目)をご覧頂きたい。これは振れの大きな統計であるが、機械受注・外需が1月に大幅な減少となっている。前月比にして大体3割程度のマイナスであり、この点については気掛かりである。内容的には、プラントや船舶といったところが落ち込んでいる。似たような目で図表 10 の輸出を取り巻く環境、(2)の新規輸出受注のPMIと日本の実質輸出をご覧頂くと、これについても2月にかけて落ち込んでいる。こういったところをみると、先程、長井国際局長の話で、「海外経済は緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に減速している」との話があった。そうした海外経済の動向を反映して、わが方の輸出は、ここにきて持ち直しの動きが一服しているということかと思っている。

続いて企業収益・企業マインドに移る。図表 15 の業種別・規模別の企業収益をご覧頂きたい。(1)全産業全規模をご覧頂くと、法人季報でみれば、売上高経常利益率は昨年4～6月に既往最高益をつけた後、7～9月、10～12月と、やや頭打ちといったかたちになっている。(3)非製造業、②中堅中小企業は、なお改善傾向を続けているが、他のセクターは、高水準とはいえ、ここにきて少し低下している。これまでの改善傾向が崩れたとは言えないが、製造業を中心に新興国経済減速や円安一服の影響が出ているものと考えられる。

図表 16 の企業マインドでは、各種の企業センチメントの指標をプロットしている。総じてみると非製造業は比較的しっかりしているのに対して、製造業が若干弱くなっていると思う。例えば(1)製造業大企業のQUICK短観をご覧頂くと、製造業大企業が低下していることがみてとれるし、(6)PMIをご覧頂くと、製造業が足もとにかけて低下している。こう

いったところは、先程申し上げた企業収益の話と整合的な話だと思う。ただ、こういった指標をみながらだが、この間、金融市場が非常に荒れた動きをしたわりには、マインド指標は総じてしっかりしているということも言えると思う。

企業マインドということでは、1年に1回の内閣府の企業行動アンケート結果も出ているので確認したい。図表 20 の企業行動に関するアンケート調査、中長期の期待成長率が、(1) 今後3年間の経済成長率の見通し、(2) 今後5年間の経済成長率の見通しとも同じだが、ここに来て少し低下していることは気にかかる。ただ、同アンケートでは調査時期が本年1月なので、企業としては新興国経済の減速の影響などを、何となく感じているということがあるのかもしれない。(3) 今後3年間の設備投資伸び率の見通しや(4) 今後3年間の雇用者数増減率の見通しも聞いているが、こちらは改善傾向を続けている姿に変わりはない。

この間、先行指標はどうかということで、図表 19 の設備投資先行指標の(1) 機械受注をご覧頂く。これも今朝方出た数字をご紹介させて頂くと、民需(除く船舶・電力)は前月比でみると15%の増加、1月の10～12月対比は11.7%の大幅増となっている。これには、聞くとところによると電力自由化に伴う発電関連の装置だそうだが、鉄鋼業の大口案件が寄与しているということであり、こういった大口案件は来月掃けるので、来月には反動減が見込まれる。ただ、そうだとしても、少なくとも設備投資の基調が崩れているとは言えないと思う。(2) 建築着工(民間非居住者用)の工事費予定額も、振れを均した四半期ベースのグラフでは、増加基調を維持している。

続いて、図表 21 の個人消費関連指標である。先程、10～12月のGDPベースの個人消費の減少は、暖冬と家計調査のサンプル問題なので、底堅いという評価は変わらないと申し上げた。年明け後も、似たような動きが続いていると判断している。まず2016/1～3月の列の乗用車新車登録台数をご覧頂くと、1、2月の10～12月対比はやや大きめなマイナスとなっている。例えば、含む軽でみて頂くと季節調整済前期比-5.5%の減

少、除く軽でも－4.0%の減少となっている。ただし、これには愛知製鋼の事故に伴う自動車関連工場の操業停止といった、一時的な要因が寄与しているとみられるので、特殊要因をディスカウントしなければならないと思っている。小売業販売額も減少していて、これは1月までの数字だが10～12月対比は－0.5%となっている。これも1月が暖冬だったということが影響しているのではないかと聞いている。企業ヒアリングでは、2月に入ると、百貨店等については持ち直してきていると聞いている。

個人消費関連で気になるのは、むしろ図表 27 の個人消費関連のマインド指標で、(1) 消費者態度指数と生活不安定指数、(2) 景気の現状判断 D I (景気ウォッチャー調査) とともに2月まで計数が出ている。どちらもやや大きめの下落になっており、この点は気にかかるところがある。景気ウォッチャーのコメントをやや仔細にみると、ここにきての変化点は、マイナス金利についての言及が増えており、1月の現状評価では全くそういったコメントがみられなかったのが、2月には40件ということで、突然コメント数が増えたことになる。そうしたコメントについては、マイナス金利が金利低下を通じて景気を押し上げることを期待したいといったプラス評価のものもある。ただ、多くのものは、マイナス金利に伴う株安、為替円高で、先行きが不透明というようなコメントであり、私どもエコノミストとしては、マイナス金利「に伴う」という因果関係を示す言葉を使って良いのかという点は、分析上の結果を待ちたいところだが、そういったネガティブな評価が多いのも事実である。

本件について、2、3点付け加えさせて頂きたい。まず1点目としては、こうしたネガティブな評価は、マイナス金利政策への理解が進み、市場が落ち着いていくにつれて、徐々に後退していくことが予想されるということである。2点目は、先程2月の百貨店の売上高は悪くなかったと申し上げたが、ここでみたマインド指標の悪化が、まだ支出行動そのものに影響を与えているとまでは言えないということである。3点目、然は然りながらだが、今後、消費者マインドが下振れないかどうかは、よく注意してみていきたいと思っている。最近、新聞報道等でデフレという言葉がやや増

えたような印象を持ち、調べてもらったが、日経ほか主要3紙でデフレに言及した記事数は、昨年後半は大体月50件位で安定的に推移していたが、本年入り後、100件位に増加している。こうした報道が家計のデフレマインドを再び強めることにならないかどうか、われわれとしては、市場が落ち着けば、そうはならないと思っている訳だが、当面、注意は怠れないと思っている。

続いて図表29の住宅投資をご覧頂きたい。(1) GDP住宅投資と新設住宅着工戸数のグラフで着工戸数全体の動きをご確認頂くと、このところ持ち直しの動きが一服したかたちになっている。これは今まで牽引役であった貸家が、相続税関連の需要もさすがに剥落してきているということと、マンション価格の高騰に伴い分譲需要も伸び悩んでいることが寄与しているとみている。

続いて、図表31の生産・出荷・在庫関連指標である。月次の表の2016/1月の欄にあるように、1月の生産は季節調整済前月比+3.7%の増加となった。ただし、先行きだが、愛知製鋼の爆発事故に伴う操業停止の影響から、2月は-5.2%の減少となり、3月は+3.1%の増加ということで、1月の水準にまでは戻らない見込みとなっている。このため、予測指数ベースは、年度・四半期の表をご覧頂くと、第1四半期は季節調整済前期比-0.3%の減少となる見込みである。私どもの企業ヒアリングでも、1～3月は横ばいないしは若干の減少というのが現時点の感触である。4～6月については、挽回生産が行われることもあり、1%台前半の増加となる見込みである。

続いて、図表36の雇用関連指標について計数をご紹介する。まず、労働需給はさらに引き締まってきている。＜職業安定業務統計＞の表をご覧頂くと、有効求人倍率、新規求人倍率ともにさらに上昇しているし、労働力調査の完全失業率は低下している。＜労働力調査＞の表の雇用者数だが、1月は前年比+1.8%とやや大きく伸び率を高めている。労働力率は60.2%というかたちで上昇しているが、これには労働力調査のサンプルの振れも影響しているとみている。

＜毎月勤労統計＞の常用労働者数だが、こちらは前年比＋２％程度の堅調な伸びを続けている。１月は、私ども毎勤ウォッチャーからすると非常に楽しみな月であり、３０人以上のサンプル替えが、ついに１年が経ち、その影響が剥落した。そういう意味で名目賃金の特別給与をご覧頂くと、１月は＋７.１％の増加となり、良い結果になったのだが、１月支給の冬季賞与に占める割合は非常に小さいので、２０１５／１１月～２０１６／１月の特別給与をまとめると、図表４０の冬季賞与にあるように全体では－０.２％と、やはり３０人以上の事業所が弱い。私どもとしては、むしろ実勢は（３）のアンケート調査（大企業）に近いと思っている。

図表３６に戻って頂きたい。特別給与は先程申し上げたように＋７.１％ということで増えているが、所定内、所定外給与をご覧頂くと、それぞれ弱めの動きとなっている。これを規模別に分解すると、３０人以上のサンプルは今回そこそこしっかりしている一方で、５～２９人の事業所が弱くなっている。ご案内のように、今まで問題にしてきた３０人以上の事業所は３年に１度、１月にサンプル替えを行うということだが、５～２９人については、毎年１月と６月に１／３ずつサンプル替えを行う。先程の労働力調査といい、どこまでいってもサンプルの振れということばかり言っているような感じがするが、私どもとしては今月の所定内、所定外の弱さは、たまたま弱めのサンプルが５～２９人のところで入ったということも影響しているのではないかとみている。

そういったサンプル要因の振れは色々あるが、図表４２の実質賃金・所得、（２）実質雇用者所得をご覧頂き、実質雇用者所得（消費税調整後）を併せてみて頂くと、ここにきてしっかりとした動きになっていると言えると思う。この間、気になるベアの動向だが、集中回答日は明後日、決定会合の翌日１６日である。今まで新聞報道に出ていた回答額を手許で集計すると、今までのところ、私どもの集計では、今年度は大体＋０.５％位になる。因みに、昨年度のベアは、連合全体では＋０.７％だったが、今申し上げた手許の企業数で同じサンプルのベア率を計算すると、昨年は＋０.９％だった。ということで、＋０.５％のベアは、それよりも低下したと

いうことになる。しかし、このサンプルには、今回連合側が力を入れていると言っていた比較的小規模の企業が入っていないので、前年との差は、仕上がりベースではこれよりも小さくなるものと考えている。

最後に図表 43 の物価関連指標をご覧頂きたい。まず国内企業物価の 3 か月前比をみると、2 月は -1.6% にまでマイナス幅を拡大しているが、これは為替・海外市況の連動型ということで、ほとんど説明できるため、既往の原油安をはじめとした国際商品市況の下落を反映したものと考えられる。

一方、全国 C P I 総合の除く生鮮・エネルギーは、1 月は前年比 +1.1% と前月の +1.3% から伸び率を低めた。これには暖冬の影響で被服やエアコンが販売不振となったことが影響しているとみている。また、日並び要因もあって外国パック旅行の料金が弱含んだことも寄与している。ただし、先行きについては、東京 C P I 総合をご覧頂くと、除く生鮮・エネルギーが 2 月にかけて伸び率を高めていることからすると、全国も 2 月以降、伸び率を高め、+1.2% から +1.3% 位にまではなるのではないかとみている。この間、除く生鮮ベースでは、既往の原油価格下落の影響から 0% 近傍の動きを続けており、3 月以降はマイナスになる月も出てくるかもしれない。

以上、縷々申し上げたが、まとめると以下の 3 点である。まず第 1 に、前回決定会合以降、愛知製鋼の工場爆発に伴う自動車工場の操業停止といった供給側の一時的なショックが加わり、足もとの景気実勢を読むのが難しくなっているが、新興国経済の減速の影響が国内経済に及んでおり、輸出の持ち直しが一服している。

第 2 に、だからといって、現時点では所得から支出の循環メカニズムが崩れたということまでは言えず、高水準の企業収益を背景に、機械受注等から判断して、設備投資は緩やかな増加基調を続けているとみることができる。個人消費についても、暖冬の影響等で実勢が読みづらくなっているが、雇用者所得が増加する中、底堅い動きを続けているとみられる。2 月の消費者マインドの悪化も、取り敢えず一時的な振れと考えている。

この結果、第 3 だが、わが国の景気は、基調としては緩やかな回復を続

けているとみられるということである。ただし、輸出、生産については、工場停止や新興国減速の影響が当面残ることが見込まれる。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

白井委員

図表 15 の企業収益であるが、製造業は大企業を中心に悪くなっており、非製造業は良いという説明であった。法人企業景気予測調査をみると、2015 年度の改訂があり、製造業は 0 % 位と結構悪いが、非製造業は 7 % 位である。売上高は製造業も非製造業も悪いが、経常収益に関しては、非製造業がかなり良い。その背景は何か。原油安や、もしかすると内需関連で賃金、雇用の堅調さが反映されているのかもしれないということも考えられるが、それ以外にどういう要因があるのか。同じ調査で、2016 年度は、経常収益は製造業が +0.4%、非製造業が -3 % と逆転しているが、その辺の事情も分かれば教えて欲しい。

2 点目は、設備投資についてである。図表 20 の内閣府が 1 年に 1 回実施するアンケート調査をみると、(3) の 3 年後の設備投資はわりと堅調である。法人企業景気予測調査では、来年度、製造業は良い——といっても 2 % 程度の伸びである——が、非製造業は -11% となっている。多分サンプルの違いもあると思うが、非製造業の設備投資が良くない。来年度だけではあるが、図表 20 のアンケート調査と違っている。この点は、どうみているのか。追加的な情報があれば願います。

最後に、消費者物価に関してである。耐久財や被服の伸び率低下は暖冬の影響ということであったが、円安の効果が少し剥落してきているということはないのか。

関根調査統計局長

まず製造業と非製造業、足もと起こっているコントラストは、白井委員

ご指摘のように、原油安といった交易条件の改善が、今のところ非製造業セクターに出ているということかと思う。製造業セクターは、円安が一服したとか、新興国経済が少し思わしくないといったところが、やはり限界的には影響していることを表しているのではないか。

2016 年度法人企業予測調査は、設備投資も含めてだが、実はあまり分からない。過去の傾向からいうと、法人企業予測調査は結構振れの大きなアンケート調査であり、私どもとしては短観が出たところで、横串を入れるかたちで、どのように読むべきか、みていきたいと思っている。ということで、今、思い当たるものは特にない。

最後にC P Iについては、円安効果の剥落があるのではないかということだが、まだそこまで顕著に出ているかどうかは、分からない。実際、今回上がり方が小さくなっているのが、被服や、耐久消費財だとエアコンなどなので、これが特に為替と連動している財かということ、そうではないだろうと思うし、残りの食料工業製品などについても、基調は変わっていないとみている。

原田委員

22 頁で平均消費性向が大きく下がっている。これについて色々なことが考えられると思う。1つは、これはSNAベースだと思うが、家計調査が少しおかしいのではないかとということである。もう1つは、家計調査に対し、色々な販売側の統計は、それほど悪くないような気もする。ここで介護や医療の支出というのは、販売側の統計をみても分からないが、介護・医療であれば多分安定的に伸びていると思うので、この介護・医療と販売側統計を足すと、消費はもっと伸びているのではないか。この辺りをどう考えたら良いのか教えて欲しい。

関根調査統計局長

消費性向は、私どもも家計調査の影響が少しあるのではないかと考えている。因みに家計調査のベースでいくと、1月にかけて、さらに消費性向

が落ちていくので、消費実態は非常に厳しいかたちとなるが、実際のところ、そこまでいっているのかというと、かなり疑問に思っている。少し家計調査の話になってしまうが、例えば家計調査の世帯主の賃金収入をみると、われわれが言っている毎勤ベースの雇用者所得などに比べてもさらに相当伸び率が低いものになっており、それで平均消費性向がさらに減っているという、これはかなり厳しいものが出てしまう。それがQE統計上にカウントされているということなので、その部分はある程度ディスカウントすべきではないか、実際のところ使わなくても良いのではないかというコメントを、私は統計委員会の中で出させて頂いている。

ご指摘の介護や医療の支出については、恐らく第3次産業活動指数などを使いながら、ある程度フォローしていくことは可能であるし、確報ベースでみれば、そういったところもある程度反映させていくことになるが、残念ながら、今の作りでは、家計調査も半分位入ってしまうので、どうしても薄まってしまうということである。

原田委員

やはり家計調査を使うということが、非常に問題なのか。

関根調査統計局長

私の個人的な考えを統計委員会で話させて頂いて…。

原田委員

個人的ということではないのではないかと。

関根調査統計局長

そういう意味では、実際に統計委員会の中で、総務省からも出ているものだが、統計というものは2つの役割があり、景気循環をみていく統計なのか、もしくは、構造統計とわれわれは呼んでいる、スティルショットで、例えば何年に1回、経済の構造がどうなっているかをみる統計かに分ける

れる。どちらの役割が大きいのかということは、統計委員会の中でも問題になった。総務省の説明では、構造統計の側面としての家計調査というものは捨てがたいものがあるとのことであった。実際、家計調査はC P Iのウェイトに使われるなど、この側面はないがしろにすることはできないが、ただ総務省自身も、単月やクォータリーの動きということでいくと、景気循環という観点でみれば、やはりサンプルの振れなどが色々あるとして、そこについてはユーザー側で良く考えて欲しいというようなコメントであった。そういうものを踏まえて、私も、それは例えばQ E統計などにも当てはまるのではないかと、統計委員会では申し上げている。そうしたところに限界があるということは、徐々に認知されつつあるのではないか。ただ、最終的には、統計メーカーは内閣府であるので、私どもがそれ以上、言うこともできないということである。

木内委員

G D P統計について、10～12月のG D P統計で、実質輸出とG D Pベースの実質輸出が大きく乖離したが、これはどういう要因なのか。第1四半期に、逆に振れ戻すことはないか。

2番目に、同じく10～12月のG D Pで、設備投資である。法人季報統計や、勿論これは基礎統計ではないが資本財総供給などでみると、低迷している。実際にG D P統計の設備投資は意外と堅調であるので、ややずれがあると思うが、これには何が考えられるのか。

3番目は1～3月期のG D Pで、閏年要因を見積もることは難しいと思うが、どの位見積もっているのか、試算があれば教えて欲しい。

関根調査統計局長

まず第1に、ややテクニカルな問題だが、私どもが発表している貿易の実質輸出とG D Pベースの季節調整では、今、季節調整要素にずいぶん乖離が生じている。ご指摘のように、10～12月については両者の間に大きな乖離があり、私どもの実質輸出をみている前期比と、実質G D Pの実質

輸出の中で、相当乖離が生じている。それは、1～3月にもキャリーオーバーされるかたちになっている。これは3点目におっしゃられたことと非常に近いのだが、GDPベースでは閏年要因は調整されない。われわれは閏年を調整しているので、この分、私どもの数字は均された数字になっている。このままいくと、多分、内閣府の実質輸出は、ややトリッキーな数字になるかと思う。それを踏まえて、全体としてどの位かということは、手許に数字がある訳でもないので、また少し色々考えたあとで、ご報告したい。

10～12月の設備投資については、基礎統計からみても、こんなものかと思っている。私ども担当でreplicateしているものがあるが、それでみても、それほど大きな乖離はなかった。資本財出荷や法人季報などを踏まえていくと、この位の数字は出てくるとのことだと考えている。

岩田副総裁

先程、原田委員がおっしゃった22頁と42頁の実質雇用者所得と平均消費性向の関係について、2015年10～12月を、過去の10～12月とずっと比べてみた。ここでは10～12月が、どれだかよく分からないから、分かりづらいが、いずれにしても図表22で平均消費性向をみると、リーマン・ショック後の凄く悪い時の水準位まで急激に下がっている。では実質所得がそれほど下がっているのかというと、2012年頃から比べれば、全体として10～12月期はずっと上がっている。10～12月だけで同じように比べてみると、2011年に比べればずっと実質所得は上がっている。だが、消費はどんどん下がっている。家計調査のせいだと言っているが、その間、家計調査はずっと同じ性格を抱えている。家計調査は2011年も、2010年も、昔から同じことであり、その家計調査だけのバイアスで説明できるのだろうか。あるいは、天候要因でこの10～12月は悪かったなどと説明されるが、どうも、そういうことだけで大丈夫か、という気がしている。私が仮説で考えるのは、やはりワーキングプアや低年金所得世代など、いわば低所得者が、この期間ずっと増えている点だ。そういう人達は限界消費

性向が高い。消費増税などという、実質所得が下がるから、限界消費性向が高いため、消費の下がり方が大きい。そういう部分が平均消費性向を凄く下げてしまっているのではないか。だから、過去のデータの消費関数などでの消費性向、あるいは限界消費性向を使うと、そういう格差というか、所得の大きな差、特に低所得者が増えたところが捕まえ切れないのではないか、というところを心配している。そういう問題は、金融政策ではなかなか解決できないところだ。その辺では、いつもサンプル要因と天候要因がすぐ出てくるので、気にしている。

関根調査統計局長

まず、家計調査ベースでは、記憶が定かではないが、恐らく世帯主の収入はリーマン・ショック位に落ちている。こちらの実質雇用者所得は、毎月勤労統計や労働力調査などを使って計算しているので、その辺で大分開きが出ていると言える。私どもの説明が、常に家計調査のサンプルと天候要因で、これを除くと横ばいや底堅いなどと言っているというのは、そのとおりであり、岩田副総裁ご指摘のような色々な仮説が、本当はあるのだろうと思っているものの、なかなか分析が追い付いていない。もしくは、統計が上手く言うことを聞いてくれないということが、実質的には起きている。例えば、ワーキングプアの話などは、結局、家計調査を掘っていくのが一番近道なのだが、全体でも分からない統計をまた細かく掘っていくと、さらに分からなくなる。例えば、これは内閣府の白書にも出ていたが、今、高所得者層のお金持ちの方が一番消費を減らしているというのが家計調査の分析だと出ており、今、おっしゃられた話と逆である。これはさすがにサンプルの問題ではないかと、また言い訳をしたくなるのだが、そういったところでわれわれも苦しんでいる。ただその中で、先程申し上げたような、例えば消費者マインドのところは、思ったよりも悪くなってきているかもしれないというところは、消費者態度指数などを仔細にみながら注意していきたいと思っているし、また良い分析ができるようであれば、それもチャレンジしてみたいと当然思っている。

岩田副総裁

今の高所得者層が最近消費を減らしているというのは、資産効果が剥落しているからではないか。この金融政策を始めた時、日本は株価が上がったりした。資産効果は、バブル頃でもそれほどなかったという記憶があるのだが、今回は大変強かったという感じがあった。それが最近むしろ下がり気味で、資産効果が落ちてきてしまっているのではないかという気がする。それに比べて、下の方の所得は低過ぎて、賃金も上がっているが、とにかく絶対水準が低いので、そういう意味で全体が低迷してしまっているのではないかという気がしている。

関根調査統計局長

その可能性はそうである。資産効果の剥落というかたちで、今の消費が弱いのではないかというのも、大きな仮説としては当然あるので、それも含めて色々分析をしなければならないのは分かっているつもりだが、なかなか、これというものが出てこない。それで、底堅い位だと、いつも報告させて頂いている。

岩田副総裁

時間がなくて、なかなかできないのか、それとも元々データが悪いからできないのか、基本的にどちらなのか。

関根調査統計局長

どちらともなのだが、正確に言うと、データがなかなか言うことを聞いてくれないということが、当然ある。その中で、例えば個票も含めて色々分析すれば、もう少し出てくるのではないかなど、そういうことまで考えていけば、当然、やらなければいけないことは沢山あると思う。その辺については、宿題というかたちで対応させて頂ければと思っている。

佐藤委員

企業の退職給付債務について聞きたい。先般、政策委員会で、調査統計局から報告があったことで、今回の資金循環統計見直しの目玉の1つになっているということだが、直近、企業の退職給付債務、それから未引当の、いわゆる隠れ債務はどういう状況になっているのか。というのは、割引率が直近の調査統計局の試算だと大体1.5%程度と逆算されるという話だったと思うだが、これが最近の市場金利の低下を受けて、割引率がどのように決まっていくのかということだ。丸々連動するのかどうか、というところも含めて教えて欲しい。

最近、企業会計基準委員会で、マイナスの割引率も排除しないといったような方針が出てきているので、保守的な企業によっては割引率を0%でみたり、あるいはマイナスでみたりということも、あり得るのかもしれない。全体として、どういう割引率の決め方になってきて、それが企業収益にどういう影響を及ぼすのか。引当するかしないかで、当然、企業収益への影響が変わってくると思う。ある閾値を超えると、引当をする必要性が生じてくると思うので、それが企業収益に少なからず影響してくる可能性がある。引当の有無にかかわらず、企業価値にも影響してくる話である。実際、私が手許で簡単に試算したところだと、今の金利を単純に当てはめてしまうと、かなりのマグニチュードで企業収益あるいは企業価値そのものに効いてくる。この辺はどうみたら良いのか。

関根調査統計局長

まず一番足もとの数字となると、今月27日に新しく資金循環指標を公表させて頂く時に、10～12月の計数がavailableになる。この前までの動きからすると、佐藤委員ご指摘のように、割引率が低下することに伴い、実質的に言うと、企業の債務が増えるかたちになる。言ってみれば、これは定額の給付を約束しているものであるもので、将来決まった額が出てくるものを、より割引を小さくしてしまうから、大きな債務を抱えているかのように計算されてしまうので、その数字が大きくなる可能性は非常に高

いと思う。少なくともここ1年間位、そういった傾向が続いていた。それが、今回のわれわれの政策導入に伴って、どの位割引率が低下するのかということについては、その制度の詳しいところまでは、この時点では詳細に把握していないので、後程ご報告させて頂きたいと思う。佐藤委員のご指摘のように、企業会計という意味では、マイナスもあり得べしという答申も出ている。そうではない、それはあまり直感に合わないのではないかという方もいたと思うが、マイナスもあり得べしということになっているので、そういったことからすると、その部分についても、少なくとも今の足もとの割引率はさらに低下することは当然起こり得るし、さらに0%に近づいていくことも、いずれかの時点ではあり得るかもしれない。これは、今後われわれが、どの位マイナス金利を深堀りするのかなど、そういった動向にもよりけりだと考えている。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5、6、9)

黒田議長

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について、説明をお願いします。

内田企画局長

本日お配りした資料－5【追加】をご覧頂きたい。図表1の家計のインフレ予想は、(2)消費動向調査が1月、2月と2回出ているが、いずれも下落している。加重平均でみると、12月が2.33%、1月が2.28%、2月が2.19%と、下がってきている。

図表3はエコノミストのインフレ予想、(2)のESPフォーキャスト調査<年度>が、これも2月と3月が出ている。いずれの年限も低下しているが、一番大きく落ちているのは2016年度で、1月、0.82%、3月、0.26%と50bp強落ちている。

図表4は市場のインフレ予想であるが、(1)QUICK月次調査(債券)は少し前から下がっていたので、今回はほとんど変わっていない。引

き続き下落傾向に変わりはない。それから（３）物価連動国債のＢＥＩであるが、これも少し下がっており、前回会合時が 0.5% ちょうど、今回が 0.31% ということで、19bp の下落になっている。因みに、この間、オイルは僅かであるが上がっているのも、むしろ米国は 14bp 上がっている。それから欧州と英国は 3bp ずつ下がっている。日本の下げが一番大きい。ＢＥＩは、もう指標として使いづらいという感じは受ける。

図表４－１のインフレ予想（2012 年以降）をみて頂きたい。結局、この３年間の動きを並べてみると、一番分かりやすいかたちは（３）短観（企業の価格判断）だと思う。長い目でみればやはり上昇しているけれども、オイルが下がり始めた頃から横ばいになり、足もとは弱含んでいるというかたちになっていると思う。他のものも、これほどはっきりしていないが、似たような形状をしているということで、弱含んでいるという評価が必要ではないかと思う。

図表６の実質長期金利である。それで実質金利はどうなるかということであるが、（１）エコノミストのインフレ予想を用いた場合については、マイナス金利以降伸びていないが、（２）市場のインフレ予想を用いた場合の方は、足もとまで伸びている。ＱＵＩＣＫ調査は比較的インフレ予想として弱い調査であるが、これをみると、実質金利はずっと下がってきて、2015 年の前半位から、インフレ期待が弱含むに従って、マイナス幅が縮小してきた。ここへきて、さらに長期金利を下げる方向での政策をやっているのも、またボトム圏まで実質金利が下がっている。恐らくこのようなかたちの政策になっていると思う。

図表 10 の企業の資金調達コストと収益性である。法人季報でみて頂くと、ＲＯＡと平均支払金利の差はまた開いており、数字で申し上げると第 4 四半期、ＲＯＡが 4.04%、平均支払金利が 1.08% であるので、引き続き 3 %位の歴史的な開きになっている。これだけ開いているので当然採算に乗るプロジェクトは沢山出てきているはずであるが、企業がみつけれないのか、金融機関がみつけれないのか、今一つははっきりしていない状況が続いているということかと思う。

以下は、まとめてお話ししたいので、図表 20－1 の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入前後の金融環境という表を 1 つ追加している。金利面とボリューム面をまとめて申し上げる。マイナス金利付き Q QE のもとでどういう変化があるかということであるが、まず、金利面である。T I B O R は 7 bp 下がっている。L I B O R は 8 bp 下がっている。短期プライムレートはこの間変わっていない。長期プライムレートは、15bp 下がっている。住宅ローン、固定 10 年物は大手行の提示レートであるが、25～30bp 下がっている。それから C P は月の平均であるので、10bp から 5 bp になっている。2 月 16 日以降はほぼゼロになっているので、ここは－5 bp と書いているが、実際には 10bp 位下がっている。それから、社債は、A A 格でみると 17bp 下がっている。リスクフリーレートというか国債レートが 20bp 強下がっていることからみると、それよりは小さいものが多いが、それなりに貸出金利、あるいは貸出金利の基準となるレートが下がっているということかと思う。一方で、預金も下がっているが、預金の方は普通預金が 1.9bp、定期預金が 3 bp ということであるので、それに比べると、一桁小さいということかと思う。次に、ボリューム面である。こちらは、あまりまだ影響は出ていない。貸出は平残前年比 2.3% から 2.2% であるが、これは為替要因であるので、基本的に横ばいと考えて頂いて良い。C P はマイナス圏での話であるので、特に増えたというほどではないが、先程、前田金融市場局長からあったように、一部に積極化されているという感じはある。今のレートから言っても、そのようなことかと思う。それから社債であるが、こちらは、前半は様子見姿勢であまり発行されなかった。後半に再開されたほか、中身としては長期化されている。40 年債とか色々と話が出ており、全般に長いものが出てきているという感じである。エクイティは全般に不調。これは 1 月から不調であるが、転換社債および株式調達はほとんど出ていない状態、株式市場のボラティリティが高いということである。J－R E I T だけ、2 月に 1,600 億円と大きな数字が入っている。低金利の恩恵を一番受けやすいセクターであるので、多少政策の影響があるのかもしれない。1 か月だけであるのでマイナ

ス金利の影響かどうか分からないが、ここは増えているということである。一方で調達サイドであるが、銀行預金は 2.9%から 3.1%と 0.2%ポイント伸びている。これは生損保からの預金が増えているからである。マネーをみて頂くと、3.2%から 3.1%、横ばいであるが、生損保はマネーホルダーではないので、マネーベースで言うと横ばいであった。最後に 1 つ、下から 2 つ目の銀行券であるが、6.2%から 6.6%ということで、0.4%ポイントの上昇になっている。話題にもなっているが、元々 6 %でずっと伸びてきたので、トレンドとして変わったかどうか、この数字からはちょっと判断しづらい。しかし、可能性としてはあるので、このあと少し注意してみていきたいと思っている。

資料－6、「成長基盤強化を支援するための資金供給」について」をご覧頂きたい。最初に申し上げるが、成長基盤の方は 1 月 20 日申込み分であるので、マイナス金利の導入以前に申込みを締め切っており、そういう意味ではマイナス金利のことは反映されていない。そのうえで、数字であるが、1. 前回会合（12 月会合）以降実施の新規貸付の概要をみて頂くと、貸付額 6,299 億円となっている。返済もあったので、ネットでは 3,696 億円の増加になっている。うち、非取引先が 1,059 億円ということで、農林系を中心に引き続き使われている。それから、マイナス金利導入後、申込みを受け付けた貸出増加支援であるが、集計はされている。公表は明後日 16 日になるので、口頭で申し上げる。機密の管理は宜しく願い申し上げる。貸出支援であるが、888 億円の微減になっている。具体的には大手行が－1.3 兆円、地域金融機関が＋1.2 兆円ということで、今回これらの資金供給について無利息にし、かつマクロ加算残高 0 %で対応できるようにしたということであるが、どうもそれでは足りない部分があったということのようで、大手行の一部は、担保コスト等々も考えると、コスト割れであるので返済してきたということが起きている。以上である。

黒田議長

何かご質問があったらどうぞ。

白井委員

1つ、確認したい。先程の預金残高の平残前年比が上昇したのは、生保と損保であるか。

内田企画局長

主として生保である。

白井委員

MR F 資金の信託銀行へのシフトは入っていないのか。

内田企画局長

それについて申し上げますと、両サイドがあり、マネーで説明するのが良いと思う。今回、個人はどういう動きをしたかと言うと、まず、株は買越している。大体、株が下がる時は買っている。それと、投信の解約が大体、見合って、そのシフトインとシフトアウトは、ほぼイコールであった。おっしゃるところは入っているが、全体としては同じだったということである。

木内委員

銀行貸出は、マイナス金利導入の2月、為替の影響を除けば、ほぼ変わらずということである。一方で、調査統計局のヒアリングなどの資料を見ると、大手が中心だと思うが、金利の決め方、特にスプレッド貸しのところで、貸出金利の下限をゼロとするゼロフロアを導入するかどうか、相当揉めていて、決着が付かずに結局先送りというか、借入を延期するということも出ているとのことであった。これから貸出の数字に多少表れてくるとみていた方が良いのか。

内田企画局長

計数としてまだ出ていないし、それほど大きなものになるかどうかは、よく分からない。必要な資金であれば、そういうテクニカルな要因でとめることはあり得ないので、必ずどこかに出てくると思う。予備的に少し多めに持っていた資金とかを、マイナス金利をきっかけにもう1回整理し直すといったようなことは、むしろあり得るかもしれないが、今おっしゃったようなテクニカルなところが、マクロの数字で効いてくるということは、恐らくないだろう。

木内委員

ただ、社債とかC Pとかと調整・・・。

内田企画局長

そうしたやり取りになる可能性もある。ただ、社債・C Pはそれぞれ別の問題がある。特に社債について言うと、スプレッドが広がることを嫌がるという会社も一部ある。

中曽副総裁

内田企画局長の説明の最後のところで、表にはないということであったが、貸出支援が－888億円。メガを中心に申込みが不調であったということである。自分達としては、そういうことを予想して、ゼロ金利にして、マクロ加算残高に加算してあげるという扱いにしたはずだが、それにもかかわらず不調というのは、なぜか。今の説明の担保コストについて、もう少し説明して欲しい。それと、この貸出を伸ばすメカニズムはQQEの根源的なメカニズムであるので、これではちょっと具合が悪いと思う。何かこの対応策は、利用インセンティブをもう少し付けるような仕組み、方策というのは、考えられないか。

内田企画局長

この後ご議論頂く予定の資料－ 9 をご覧頂ければと思う。「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等について」であるが、説明の 1 頁目の②のマクロ加算残高をみて頂くと、マクロ加算残高というのは所要準備額と貸出支援の平均残高と、それからいわゆる掛目である α の分の 3 つからなる。この貸出支援基金の平均残高というところは、基本的には 1 倍であるので、結局何が起きるかという、資金をわれわれから借りて、そのまま積んでおくと、損はないということにしている。ゼロで借りてゼロで積むということになる。ただ、損はないというのは、無担保の世界ではそうであるが、担保に余裕がなければ、担保をどこかから調達してきて、こういうことをしなければならない。要するに、有担で借りて、日銀当預に置いておくということになる。そうすると、担保を持ってくるコストがかかるので、その分だけコスト割れとなる。担保の余裕が相対的にある地域金融機関は今までどおりだったし、一部の大手行で担保もきついところ、あるいは国債も売ってしまったところは使わなかった、ということが恐らく起きたと思われる。対応は（2）特例的取扱いのところ、色々なことが考えられると思う。例えば MR F の問題とか、色々なものが考えられるが、今申し上げたようなこの制度の中で何か考えられないかということは、少しお時間を頂いて、ご報告申し上げたいと思う。そういう意味で、このご決定を明日に回させて頂いて、明日、きちんともう 1 回整理したうえで、ご報告申し上げたいと思う。

黒田議長

それでは執行部は明日、対応案を報告して欲しい。それから、そのうえで改めてこの「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等について」に関する説明と採決を行うということにしたいと思う。

Ⅲ.「量的・質的金融緩和」の補完措置の具体的な取扱いと取扱要領等の 制定等に関する執行部説明と採決（資料－ 7、 8）

黒田議長

次に、昨年 12 月に決定した補完措置の具体的な取扱い、具体的には、住宅ローン債権の一括担保受入制度の導入と新たな E T F の買入枠の運営に関する具体的な取扱いについて議論したいと思う。まず、執行部から説明をして頂き、そのうえで採決を行いたいと思う。

高口企画局審議役

資料－ 7 をご覧頂きたい。住宅ローン債権の一括担保受入制度の導入について、である。1 頁目、今回の付議事項であるが、昨年 12 月の決定会合で、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と決定されたことを踏まえて、これに関する規程の制定等をご決定頂くものである。まず、基本的な枠組みだが、1 頁の図にあるとおり、金融機関が貸し出した住宅ローンを信託という器に移して、信託受益権に変え、これを本行に担保として差し入れることを想定している。住宅ローン債権の元利金は、金融機関がサービサーとして回収し、信託財産に繰り入れる。なお、本行は日本銀行法第 33 条で有価証券を担保とする貸付はできることとなっているが、信託受益権は有価証券ではないので、実施には認可が必要である。

2 頁をご覧頂きたい。具体的には、以下の点で適当なものを受け入れることとする。第 1 に、住宅ローン債権の債務者の信用力については、金融機関の内部審査上、L T V——住宅購入価格に対する借入金の比率——、それから D T I——年間の所得額に対する返済額の比率——、これらの水準も踏まえ、「正常先」とされているものであり、連続 2 回以上（1 か月超）の延滞がないものを対象とする。この場合、本行考査等の情報も踏まえ、内部審査体制に懸念があると認められる金融機関の信託受益権は不適格とする。実際には、ほとんどない。また、延滞が 2 回連続で生じた住宅ローン債権は、金融機関が買い戻す扱いとする。第 2 に、信託財産全体の

構成について、リスク分散を図る観点から、多数の債務者、実際には実務の標準である 250 名以上を想定しているが、この住宅ローンからなる信託受益権を対象とする。この場合、市中実務に鑑み、住宅ローン債権の信託譲渡に際して債務者からの異議なき承諾は求めない。これに伴う預金と住宅ローン債権との相殺リスクについては、担保掛け目で考慮する。また、金融機関が住宅ローン債権を追加的に信託譲渡できる扱いとする。金融機関の効率的な担保利用を図る観点から、住宅ローン債権の平均残存期間は 25 年程度を想定する予定である。それから、信託財産に対する債務者の相殺可能預金額の水準は、預金保険の対象となる 1,000 万円以上の預金が相殺の対象となり得るので、債務者の持つこうした預金の合計が住宅ローン債権全体の 5 % 以内となるよう管理する予定である。回収元利金の信託財産への納入時期は回収後 2 か月以内として、サービサーに関するいわゆるコミングリング・リスクを管理する。このような幾つかの要件を設ける予定である。

そのうえで、適格性判定について、金融機関からの依頼を受けて、本行が、住宅ローン債権に関する金融機関の内部審査体制、そして住宅ローン債権の管理体制・事務処理体制、信託財産全体の管理体制、先程申し上げた 250 名以上、5 % 以内というものであるが、こうしたものを踏まえて、適格性判定を行う。なお、信託受益権は、形式上、受託者である信託銀行が債務者となるので、取引先債務を不適格とする基本要領の特例として受け入れる扱いである。実質的には住宅ローン債権というしっかりとした裏付けがあるので、問題ないと考えている。

担保掛け目については、期前返済を考慮した実質的な残存期間が 10 年弱となることを踏まえ、残存期間 7 ～ 10 年の証書貸付債権と同様の金利モデルに基づきシミュレーションを行う。掛け目は、この部分で約 70 % になる。3 頁目である。そのうえで、住宅ローン債権に固有の預金との相殺リスク、先程申し上げた 5 % である。それから回収元利金の未入金リスクを勘案して、残存元本額の 60 % の担保掛け目を設定することとしたい。

その他、貸出増加支援資金供給についてだが、金融機関の貸出増加額を

資金供給の限度額に用いている。この点、この枠組みのもとで金融機関が信託譲渡した住宅ローン債権は、当該資金供給上、引き続きその金融機関の貸出として取扱うこととする。

以上を踏まえて、2. ①～④の規程、①「適格住宅ローン債権信託受益権担保取扱要領」の制定、②「資金支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領」の一部改正、③日本銀行法第 43 条第 1 項ただし書きおよび同法第 61 条の 2 の規定に基づく認可の申請、④業務方法書の一部変更、これらをご決定頂きたい。実施日については、③の認可取得を条件として、当該認可の取得日以降、総裁が別に定める日としていただいている。今後年央 6 月に担保受入れができる体制構築に向けて、実務上の準備を進めていく。また、本措置は当分の間、実施するものとしてと思う。4 頁以降が付議文であるが、内容は今ご説明したとおりであるので、省略する。

続いて、資料－8 をご覧頂きたい。新たな E T F 買入れ枠の運営について、である。1 頁をご覧頂きたい。昨年 12 月の決定会合において、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 E T F を買い入れるとされた。当初は J P X 日経 400 に連動する E T F を買入対象とし、この施策の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る旨、決定された。これを踏まえて、今回新たな E T F 買入れ枠の運営に関する特則を制定するとともに、現在 E T F の買入れは認可に基づいて実施しているが、認可に年間の買入ペースが含まれることから、その変更のための申請を行うことをお諮りしたいと思う。

まず 1. 制度の概要であるが、(1) 買入対象について J P X 日経 400 に連動する銘柄以外の新しい E T F について、指数や買入対象銘柄に関する基準を定めることとしたいと思う。指数に関する基準と E T F 個別銘柄に関する基準の 2 つがあるが、まず I. 適格とする指数に関する基準としては、第 1 に、①企業の設備投資および人材投資への取り組み姿勢の評価で、具体的にはイ、設備投資または研究開発投資が基調的に増加している

企業の株式が含まれていること。それから、ロ、雇用者数、人件費、能力開発費等の人材投資が基調的に増加している企業。これは定量的な基準である。または、労働環境の整備、保育支援、人材育成制度の充実等の人材育成に積極的に取り組んでいると客観的に認められる企業。これが定性的基準であるが、こうした株式が含まれていること。そして、ハ、これらの設備投資、人材投資の取組みが、適切な企業統治を通じ、売上高、収益性、それから生産性、企業価値等の観点から、当該企業の成長に繋がるものであることを考慮していること、こうした条件を加えたいと思っている。この点、ポートフォリオ全体については、今申し上げたイ、からハ、までを全てを満たすこととするが、個別の構成銘柄、個々の企業については、設備投資、人材投資のいずれかの要件を満たすことでも良いこととする。第2に、②信用力・分散の確保だが、イ、信用力に特段問題のある企業の株式を構成銘柄としていないこと、ロ、構成銘柄の数およびその母集団が、十分に確保されていること、ハ、構成銘柄の業種に偏りが無いこと。構成比率が特定の銘柄に過度に集中していないこと、という条件を設けたいと思っている。具体的には3期連続赤字企業の除外、構成銘柄数は100以上等を想定している。第3に、③市場性の確保について、構成銘柄が、株式市場における取引状況等に照らして、十分な市場性を有すること。具体的には銘柄毎に、原則、年間200日以上、合計1,000億円以上の基準を想定している。④その他として、指数、指数の算出方法、構成銘柄・構成比率が適切に開示されていること、とする。

第2に、Ⅱ．買入対象とするETFに関する基準として、1つは①組成主体等、組成主体（投信委託会社、信託銀行）および販売主体（証券会社）が、ETFの取扱実績等が現にあること、という条件を設けたいと思っている。また信託銀行と証券会社は、本行の取引先としたいと思う。②その他、イ、現物株式を投資対象としていること、すなわちデリバティブを組み込んだものではないこと、また、ロ、価格情報が適切に開示されていることを条件とする。3頁で、（2）買入れの運営については、指数は組成主体（投信委託会社、信託銀行）と販売主体（証券会社）の連名により申

出を受け、適格審査を行う。適格とする指数については公表することとする。また、この買入れについては、従来のリスクプレミアムに働きかけるためのETF買入れとは異なるので、日々概ね均等のペースで買入れを進めることとする。またETFの各銘柄については、本行が全てを買うのは市場への影響の観点から望ましくないため、各々の時価総額の1／2の範囲内で買入れを行うこととする。買入れ枠の残額については、JPX日経400に連動する銘柄を買入れることとする。(3)実施日については、事務体制が整い次第、総裁が別に定める日に実施することとする。JPX日経400に連動する銘柄の買入れは、4月から開始する。また新たな指数の審査の受付についても、4月入り後に速やかに開始をする予定である。

2. 認可申請については、認可における買入れペースを、新たな買入れ枠を含め、現在の年間約3兆円から同3兆3,000億円に改めることとして、本日もご決定を頂いたら、正式な認可申請を行いたいと思う。4頁以降が付議文であるが、内容はただ今ご説明をしたとおりであるので、ご説明は割愛をさせて頂く。以上である。

黒田議長

何かご質問、ご意見はあるか。

白井委員

まず、住宅ローン債権の方についてである。先程の貸出増加支援オペのところで、国債の担保不足があるということもあって、住宅ローン債権の一括担保受入制度を導入するという説明であった。それはフリーではなく、信託銀行に住宅ローンパッケージを信託財産として設定するので、手数料がかかる訳だが、その手数料は先程の国債の借入——GCレポ—0.08%で良いのか分からないが——との対比で、ヒアリング等ではどのような感じなのか。要するに、住宅ローン債権の制度を利用するのが有利になるのか。マイナス金利以降、国債の需給が非常にタイト化しているので、この制度により関心が高まっているのか。

2つ目は、E T Fの方についてである。時価総額の半分位まで買うということだが、最初はそれほど人気がないかもしれない。むしろ、最初にどんどん買った方が良いのかもしれない。そうかといって、あまり買い過ぎると、日本銀行が自ら主導して市場に介入しているような印象を与えるので、その辺のバランスが重要だと思う。その点について、どう思っているのか。

それから、別のデータによると、E T Fの3つのインデックスのトータルで、日本銀行の時価総額に占める保有額は確か6割位だったと思う。そうすると、それを年末までずっと買っていけば8割位になるかと思うが、そこまでいって大丈夫なのか。この話とは別だが、ご意見を伺いたい。

高口企画局審議役

まず今回、住宅ローンについて信託をする場合のコストが、信託報酬も含めて、どれ位かかるかということだが、ここは個別の金融機関からもヒアリングをしているものの、今の時点では明確な見通しは聞けていない。関連の信託会社を使うかどうかというところなどにもよって、変わってくる可能性もあるようである。ただ、金融機関に聞くと、メガバンク、信託銀行、地銀なども、かなり関心を持って、今回の件を受け止めている感じである。担保掛け目があまり低いようだと、トータルのコストを考えてみた場合、国債の担保と比べて、やや魅力がないという可能性もあるとのことだが、先程ご説明した6割という水準は、十分魅力ある水準と受け止めて頂けそうな感触を、私どもは持っている。そういう意味では、最初どれ位の規模で使われていくのかは、実際にやってみないと分からないが、ある程度、関心を持って頂いており、使って頂けるのではないかと。コスト面でも、それなりの魅力があり得るのではないかと、思っている。これが1つ目である。

それからE T Fである。今回時価総額の半分ということで、先程申し上げたように、全てを日本銀行が買っていくことが、市場への影響としてどうか、ということであるが、日本銀行がある意味、半分までは買ってくれ

るということは、それなりに組成・販売をするアセットマネジメント会社、あるいは証券会社から、好意的に受け止められている。勿論、それ以外の部分は投資家に売っていかなければならないので、市場で受け入れられるような良いものを作っていかなければいけないということであるが、そこは十分、営業努力で対応して頂けそうな感触も持っている。そういう意味で、広く市場で受け入れられていくようなものを作れば、今回の制度趣旨であるキャッシュフローを効率的に使うような企業に、資本市場を使って、お金を流していくという趣旨にも適っていると思う。バランスとしてはまずまずのバランスではないか。実際に組成・販売ができそうな水準でもあり、政策効果も十分に達成できる水準として、今回1／2ということをご提案している。

最後3つ目の点、今の3つのETF、確かに時価総額ベースで見れば、市場の6割位を買っているということだが、ETF自身はご案内のとおり、必要があれば、新たに組成をして残高を増やしていくことができるので、今、現に市場にあるものの6割持っているということ自身、直ちに大きな意味を持っているということではないと思っている。

白井委員

8割までになってしまっても問題はないか。

高口企画局審議役

その分だけ、またマーケットで組成されていく可能性は十分あると思う。

白井委員

そうだと良いが。

木内委員

質問が1つと意見が1つである。ETFのところである。質問は、昨年12月に、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を買うと

決めた時には、私の理解では、マクロ経済に貢献する、設備投資を増やす、人材を活用する、そういうマクロ経済に貢献している企業にボーナスを与える仕組みなのかと思っていたが、2頁のハ、をみると、それだけでは十分ではなくて、その企業の企業価値を高めるような、つまり魅力的な企業でないと、この中には入れないという感じがした。人を沢山雇って、設備投資をしても、それによってコストがかかって、収益が悪くなり、魅力のない企業となれば、この中の銘柄に入れないということだと思うが、最初からそういう説明であったか。それとも途中で、これを入れたのか。設備・人材投資と成長性の関係を検証するのが、かなり難しいかと思う。どうクリアされていくのだろうか。これは、われわれではなく、作る方の問題だと思うが、そこは何かあったら教えて頂きたい。

それから意見の方だが、私は、12月には賛成していなかった。自分の買入れの減額提案と相容れないということなどから、昨年12月の会合では反対していて、今も考えは変わらないので、制度の導入を可能にする今回の特則の制定には反対である。

高口企画局審議役

ご質問については、まず成長性という視点は、元々この議論をした当初から意識をしていたところである。設備投資、人材投資は今、木内委員がおっしゃったように、一面でコストということであるが、これが将来の成長に繋がる場合には、それは効率的な資金の活用である。それを支援することが、企業の前向きな経済活動を支援することに繋がるので、当初から入っていた視点だと思う。勿論、ここに入っている設備投資、研究開発投資、人材投資は、マクロ経済的にみても生産要素であるし、個々の企業でみても、重要な生産要素であるので、ここをより良いものとして行っていく企業を、資本市場を通じて上手くスクリーニングして、そこに資本市場を通じてしっかりとお金を流していくことができれば、マクロ経済的にみても、個々の企業にとっても、恐らくメリットになるだろう。こういう後押しが出て、企業経営者のコンフィデンスを高めることで、より前向きな

経済活動に繋がっていくという効果も、十分期待できるのではないかと
思っているので、その意味では、成長性という観点は当初から入れていた
ということである。先程、半分は市場で投資家に売れるという視点を考え
た時も、単に設備投資、人材投資にお金を使っているというだけではなく
て、それが将来の成長に繋がるものということが、投資家の投資に繋がっ
ていく部分もあると思う。そういう意味では、今回の意見募集の中で、こ
ういった視点も含めて金融機関の方から意見を求めたが、こうした視点は
非常に重要であるという受け止め方であった。実際の切り口としては、R
O AとかR O Eと、それ以外の定性的、定量的なものも出て、こういった
ところを評価していこうという考え方をとっている金融機関が幾つかみ
られたということである。

木内委員

R O Aとかという切り口だが、投資・人材と、その因果関係を検証す
るというのは、結構難しそうだと思うが。

高口企画局審議役

幾つかの視点を入れることで、全体としてパフォーマンスが上がるとい
うことを、定量的に捉えようとしている。その際、因果関係をどう捉える
のかは、それぞれ工夫をしているということだと思ひ、直接的にどれ位
因果関係があるのかというのは、程度問題もあるかもしれないが、ある程
度そこをしっかりと捉えにいこうとしているようなアプローチが複数み
られた、と考へている。

黒田議長

他にご意見、ご質問等がなければ、採決をお願いします。

〔「適格住宅ローン債権信託受益権担保取扱要領」の制定等に関する
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

〔「設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するための指数連動型上場投資信託受益権買入等に関する特則」の制定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

採決の結果を申し上げる。まず、「適格住宅ローン債権信託受益権担保取扱要領」の制定等に関する件、賛成 9、全員一致である。

次に、「設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するための指数連動型上場投資信託受益権買入等に関する特則」の制定等に関する件、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。

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

(16 時 16 分中断、15 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、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、経済・物価の現状と見通しに関する記述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、1 月 28、29 日開催分の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは坂井学財務副大臣、内閣府からは高鳥修一内閣府副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員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。

IV. 「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決（資料－９）

黒田議長

それでは、昨日の議論を踏まえ、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等について議論する。執行部から説明の後、採決を行いたいと思う。

内田企画局長

それでは、お手許に資料－９（差替）というのがあると思うが、こちらをご覧頂きたい。今回お決め頂きたい内容は、囲みの中の①～④に書いてある。①基準比率の見直し、いわゆる α と言われるもので、マクロ加算残高を計算する時に基準平均残高にどういう掛目をかけるかということである。②機動的に実務面で柔軟に対応可能とするための特例的な取扱いを導入して頂きたいということである。後程ご説明する。③MR Fへの対応である。④昨日ご議論があった貸出支援基金等の利用促進策である。１頁目の下のところは制度の説明なので飛ばして、２頁目からご覧頂きたい。いわゆる α の見直しだが、２つの方針を決めている。１つは見直しの頻度だが、原則として３積み期間に１度、つまり３か月に１度見直すということ、それから見直しの方針としては、日銀当座預金全体の増減に応じて見直すということである。この２つの大きな方針を決めて頂くと、ほぼ一義的に資金需給によって決まってくるので、あとは事務方ベースで決めさせて頂ければと思う。その結果、いわゆるマイナス金利が適用される政策金利残高は、１０～３０兆円の間になるように運用するということである。

それから（２）特例的取扱いだが、この制度を導入して様々なことが起き得るということ、あるいは起きるということであるので、実務的な面については、授權を頂きたいということで、特例的扱いを認めて頂きたい。具体的に、今、挙がっているのは、合併あるいは営業譲渡の時に、規程ど

おりにやるとおかしいことが起こることがあるので、こういった場合に個々の事情に応じて対応したいということである。(3) MRFに係る「マクロ加算残高」の計算方法の特則であるが、特例的な扱いとして行うことを考えた。MRFは、ご承知のとおり、個人の株式投資などの際に、いわゆる資金を決済するビークルとして、よく使われている。その決済機能を担っているということに鑑み、MRF自体はわれわれの取引先ではないが、MRFを受託している金融機関、すなわち信託銀行のマクロ加算残高に、このMRFの残高に相当する部分を認めることにしてはどうかと思う。ただし、このあと増えていく場合に、それを全部認めるということになると、全てここにゼロ%で流入することになってしまうので、昨年の残高を上限とするということで、1点、discipline を課してはどうかということである。

最後に(4) 貸出支援基金等の利用促進で昨日ご議論があったとおりだが、1月の段階で貸出支援および被災地支援オペに関しては、残高の1倍についてゼロ金利部分、すなわちマクロ加算残高に加算するということがやっていたが、担保コストまで考えるとメリットがないと言っている金融機関もいるということである。そこで、今後この2つの制度だが、残高が増えた金融機関については、増加額の2倍の金額をマクロ加算残高に加算してはどうかということである。具体的には、傍線部にあるように、3月時点までのものは1倍で考える。3月からさらに増えた分については、2倍扱いにするということである。これに伴いどういうことが起きるかと言うと、元々、われわれは無利息で資金を供給する。それを無利息の当座に置くということは変わらない。もう1倍分残るので、その分だけマイナス金利にならずに0%で日本銀行に置ける権利、クーポンというか、ポイントというか、そういったものを貰えるということになる。従って、その分だけベネフィットがあるので、先程の担保コストを、ある程度それによって打ち消すことができるのではないかとということで、こういう制度を導入してはどうかというご提案である。

段取りだが、3頁をご覧頂いて、(1) すなわち α の決め方と(2) 特

例的扱いについて、基本要領改正をこのあとご決定頂ければと思う。ご決定頂くと、 α の決め方、大方針が決まるので、あとは3、6、9、12月に、実際には見直しをさせて頂こうと思う。 α の実際の数字は、金融市場局において資金需給をみながら、決めたいと思う。なぜ、3、6、9、12かということ、表にあるとおり、3月、6月、9月、12月というところが、資金需給上残高が増える月になるので、その段階で上げておいて、3か月キープするのが、1番政策金利残高が変わらずに済むということである。

(3) MRFだが、こちらについては特則というかたちで、このあとお決め頂きたいと思う。MRFについては4月積み期から適用するということにしたい。3月の積み期は明日からなので間に合わないため、4月からにしたい。最後(4)貸出増加支援について、今の2倍という提案だが、こちらについては細かいところの設計ができてない。それから、実は、貸出支援の次回の実行は6月なので、まだ間に合うということで、次回の決定会合で基本要領の決定を頂いて、5月積み期分から適用ということにしたいと思う。今日はそういう意味では大方針だけ決めて頂くということで、後程公表文で、今、申し上げた2頁目の一番下を書いてある趣旨を決めるというかたちで、方針だけ決めて頂くということではどうかと思っている。

付議文だが、別紙1.の方が基本要領の改正案で、6.のところが基準比率の見直し、いわゆる α である。それから7.のところが特例的扱いということで、中身は今申し上げたとおりである。それから別紙2.の方がMRFの特則に関する分で、2.(1)と(2)で基準期間、すなわち昨年1年間におけるMRFの残高か、その時点におけるMRFの残高の小さい方を限度として、マクロ加算残高に加えるという趣旨の規程になっている。附則にあるとおり、4月の積み期から適用ということが書いてある。以上である。

黒田議長

何かご質問、ご意見はあるか。

白井委員

まず、MR Fの計算方法について、(3)に「受託残高に相当する額」とあるが、対外公表文では当座預金の平均残高としている。これについて、金額は変わらないかもしれないが、残高として平均残高にしなかった背景は何か。

2点目として、この α の適用を4～5月積み期から始めるのか、6～8月積み期から始めるのか、はっきりとは明記されておらず、これから考えるということであるが、このMR Fの資金で特例扱いをすると、10兆円相当が-0.1%適用残高から0%適用残高へ移転する。恐らく2兆円位が-0.1%適用枠になるので、6月から始めた方が分かりやすいという気もするが、その辺りの感覚はどうか。

貸出支援基金について、マイナス金利政策を導入後、イールドカーブも下がった中で、担保調達コストも上がり、貸出を含めて運用利回りも下がったことで、貸出支援基金の魅力が以前よりなくなったが、そうした中で、本来の貸出金額の4倍まで0%を認めることでインセンティブを付けるという理解で良いか。貸出増加支援供給を事実上4倍まで認めた場合、 α が小さくなるが、発射台が分からない。この発射台は、15兆円程度とするのか、3か月積み期の最後に20兆円にいくようにするのか、発射台時点で20兆円にするのか、今のお考えを伺いたい。

内田企画局長

MR Fの昨年の残高の測り方であるが、基本的には平均残高になると思う。数字の取り方等々、これから実務的に検討し、もう少し下のレベルで決めたいと思う。

α を最初に適用する時期については、MR Fをお決め頂ければ、6月になる可能性が高いと思う。ただ、4月に上げる可能性も残っているので、資金需給をぎりぎりまでみさせて頂きたい。

貸出金額の4倍にすることでインセンティブを付けることに関しては、ご指摘のとおりである。担保コストがここへきて上がってきていることも

事実だろうと思う。元々、担保コストはゼロではないので、そういう意味では、この問題は以前からあったと考えるべきだとは思う。貸出で既に2倍になり、利用した場合はさらに2倍になる。利用することが条件ではあるが、結果的にはそのようになる。

α について、基本的にはある種のゼロ・サムになっている。誰かにマクロ加算残高を渡せば、他の部分から取ることになるので、今回例えばMR Fあるいは貸出支援ということで、そこで使えば、 α を上げづらくなるので、他の取引先金融機関一般には行き渡らなくなる。言ってみれば、マクロ加算残高という有利なものを、われわれの政策目的に合うような人達に優先的に渡すという制度になっている。

白井委員

発射台はどうするのか。

内田企画局長

発射台については、3月と6月にポーンと上がって、そこから後の2か月は実はあまり変わらないので、実際に計算してみると、10兆円強のところ、10兆円台で毎月同じような数字が並ぶ可能性の方が高い。ただ、資金需給はかなり振れるので、日々で見るとかなり大きな落差はできると思う。

中曽副総裁

意見表明として、本日説明のあったうちのMR Fの特則と貸出支援基金の利用促進策について申し上げる。第1に、MR Fについては、個人の証券投資の決済インフラとして機能していることを踏まえると、証券決済の円滑を確保するという姿勢を鮮明にするためにも、執行部提案のとおり、特則を設けて信託銀行の昨年の受託残高までマクロ加算残高に加算する案を支持したい。第2の貸出支援基金については、マイナス金利を導入した時に、資金供給の適用金利をゼロにして、かつ、その残高相当額につい

てはマクロ加算残高に算入するという取扱いにしたが、昨日の説明では、それでも貸出支援基金資金供給の申込みが不調になりそうということであった。そうした状況を踏まえると、執行部から説明のあったとおり、増加額の2倍をマクロ加算残高に加算することによって、金融機関の貸出増加に向けた取組みを一層強力に支援することができると思うので、これについても適切であると思う。

佐藤委員

付議事項は大きく分けて4点あり、全て概ね適切だと思うが、何点か意見表明と質問がある。

MR Fについて、そもそもMR Fはリスク資産への待機資金であり、MR FがMMFと同様に消滅して銀行預金にシフトするということになると、例えば、投資家は株式等のリスク資産を購入するのに、その都度、銀行口座からの振込みが必要になったり、あるいは発注を受ける証券会社の方で取引所への発注前に残高確認が必要になってくる。有価証券の売買時の事務が色々煩雑になるということであり、結果的に個人投資家の投資意欲を削ぐ可能性が高いと思う。そうした状況になると、貯蓄から投資へという政府の大きな方針にも逆行しかねないということであるし、MR Fが有価証券売買の際の決済機能を担っているということもあり、MR Fについては、特例としてマクロ加算残高に全額を含めるということで良いのではないかと思う。

質問であるが、この執行部案どおりMR Fを政策金利残高から100%除外するということで、それを4月積み期から適用することになるが、4月からとなると、この政策は既に2月積み期から始まっているので、2～3月の積み期間分はどちらにせよチャージがかかることになる。仮にこの場で決定すれば、前回1月の会合で決めたことを、一部とはいえ今回覆すことになり、そうすると2か月分のチャージについて業界団体等の理解は得られるのか。例えば、信託銀行などは本行の当座預金取引先なので、審査契約もあって表立って異を唱えないかもしれないが、本行の取引先以外の

業態にも利害が及ぶ話なので、こうした決定をする、すなわちバックデートとしないことで、本行が訴えられる可能性はないのか。質問としては、バックデートにすることは検討できないのかということである。

マクロ加算残高について、意見と質問である。貸出支援の取扱いについては、執行部案で良いと思う。マクロ加算の α の決め方についてであるが、業態間で政策金利残高のばらつきが大きいということであるし、それを裁定する市場も、システム対応の問題から今のところあまり機能していないということである。従って、金融機関のシステム対応状況を見極めつつ、その取引先の金融機関へ配慮することも必要ではないかと思っている。少し敷衍すると、政策金利残高は、業態間の裁定取引後のベースで当初 10 兆円程度となるように設定すると対外的に説明しているが、業態間でばらつきが大きいということで、金融市場局が先日公表した 1 月の積み期の実績による仮定の計算では 23 兆円程度である。マーケットが効率的であれば、この 23 兆円が裁定されて大幅に減るはずだが、実際の市場というのは、当初見込んでいたほど効率的ではなく、例えばシステム面、法律・会計・税務など色々な問題で市場機能が縮小している。1 月の計数に基づく仮定計算のような政策金利残高のばらつきは今後も相応に残る可能性があると思う。結果的に、一部の銀行や系統中央機関にマイナスのチャージが集中してかかってくることになると思う。また、信託銀行については、先程の MRF で特例措置を設けるということであれば、一時的には救われるかもしれないが、先行きは年金資金の滞留で再び政策金利残高が積み上がる可能性がある。こういった業態間の資金偏在が、本行の取引先がマイナス金利政策に対して批判を強めている 1 つの原因であると思う。執行部としては、当初の方針として、 α の決定に当たっては、市場にマイナス金利が付く程度に、かつ金融機関経営を過度に圧迫しない程度に、政策金利残高を調整するということであったと思う。マーケットに実際にマイナス金利は付いているが、限定的なものにとどまっており、マイナス金利政策の効果は、足もとの金利より中長期の方にはっきりと出てきている。その点、本行取引先の対応が進むまでの間、 α を大きめに取って金融機関経営

に一定の配慮をする姿勢を示すことが必要ではないかと思う。こうしたことで、今回の政策に対する取引先金融機関の反発を少しでも緩和できるのではないか。

また、 α の決定に関して、私の元々の理解では、決定会合でその都度決定すると思っていたが、これを執行部に授権するということになると、委員会の大勢意見がそうであれば反対はしないが、若干躊躇している。執行部の理屈では、向こう3か月の資金需給の動向把握の日程が3、6、9、12月であるが、決定会合の年8回化に伴って合わなくなってきたということである。そうであれば、やや厳し目の言い方かもしれないが、元々の制度設計がおかしいのではないかと思う。

内田企画局長

まず、MRFについてである。これは100%認めるという話なので、業界は歓迎すると思う。勿論、色々正式な要望も受けているが、彼等も、今、そこまでやってくれるとは思わないので、歓迎されることはあっても、訴えられるようなことはないだろうと思っている。2～3月分については、信託銀行と業界の話し合いになるが、大きな金額ではないので、これが問題になる可能性は全くないと思う。

α のばらつきについては、それが残るのは事実であるが、ばらついているということは逆にマイナスが付きにくい面もあるので、そこも踏まえて必要最小限の金額で最大限の効果を得るという考え方でやろうと思う。そのうえで、今回ご決定頂いた方針は、事実上それほど大きな裁量権が執行部側に残るようなものではない。かなりの程度、これで一義的に決まってくると思う。そのうえで、設計上は、資金需給自体がこれだけ大きく動く国である以上、ある程度は仕方ないと思う。実際には、3、6、9、12月の前半、10日前後に資金需給がはっきりする。その時点で決めていくということで、おっしゃったような精緻な決め方ができると思うので、設計上は、もし当初からあったとしても、これ以外は難しかったと思う。

佐藤委員

金融機関にチャージするということが最終目的ではなく、金利体系、足もと金利にマイナスを付けるということが当初の目的だと思う。もしそういう目的であれば、私はその目的自体必ずしも賛成しないが、チャージが主目的ではないということは明確にしておく必要があると思う。

内田企画局長

それは、そのとおりである。

木内委員

意見表明である。前回の会合で、私はマイナス金利導入に反対して、その導入を可能とする要領の改正の採決にも反対した。その考えは今でも変わらないが、今回の要領の再改正については、基本的には改善方向であると思っている。マイナス金利継続の可能性を踏まえて、今回は賛成したいと思う。特に、MR Fに関する制度変更は、証券決済取引に与える甚大な悪影響を軽減するという観点から、重要だと思っている。

貸出支援への対応について、前回の会合でも申し上げたが、貸出支援については逆鞘を解消したとしても、今でもマイナス金利導入後の金利体系からすると、相当インセンティブは減っているはずであり、厳しいという見方をした記憶がある。そこを踏まえると、今回、全体として減ったことは、私としては違和感がなく、ある意味、当然ではないかと思うし、先程説明されたように、恐らく担保調達を考えているというか、担保を持っている金融機関などにとっても、魅力がなくなっているのではないかと思う。しかし、この貸出支援基金は重要な政策であると思っているので、多少なりともその機能を強めるという方向の改正には賛成する。

MR Fについて、2点だけ簡単に申し上げる。今回の特例対応自体は、勿論良いと思っているが、これをきっかけに色々な要望がどんどん出てくるようなことにはならないか。貸出支援で銀行に対してはやや配慮したということで、若干のガス抜きにはなるかもしれないが、完全には排除でき

ないのではないかと思うし、極端な例かもしれないが、決済性預金も資金決済の重要な役割を担っているというロジックもあり得る。そこへも配慮しろという意見もあり得るので、覚悟した方が良いかもしれない。

最後に、全く別の論点であるが、今回のMRF問題というのは、一時的かもしれないが、国債市場をかなり歪める原因になった可能性がある。つまり、信託の当座預金が大幅に増えて、政策金利残高が膨らんだ。それを抑えるために、国債、特にプラスの金利が付いている長国をかなり買い急いでいるという話を実際に聞いている。この場で言うのはどうかという気もするが、本来マイナス金利の政策効果を織り込むのであれば、イールドカーブはスティープ化するはずであるが、逆にフラット化したというのは、こういう投機的な行動が大きかったのではないかと思うので、こういった歪みをさらに広げないという観点でも、MRFの特例は意味があると思う。若干気になっているのは、今回の特例をきっかけに資金の巻き戻しのようなことが起こり、債券市場の調整に繋がらないかという点である。

黒田議長

それでは採決をお願いします。

〔「補完当座預金制度基本要領」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

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

ただ今決定した内容のうち、ポイントとなる部分は決定会合の対外公表文に記載することとし、後程公表文案を提示し議論したいと思う。なお、規程改正の詳細については、執行部にて公表する取扱いとする。

V.「経済・物価の現状と見通しに関する記述」についての執行部説明

黒田議長

「経済・物価の現状と見通しに関する記述」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「経済・物価の現状と見通しに関する記述」について、比較表でご説明したいと思う。今回は前回展望レポートとの比較ということになる。まず、現状のパート、景気の総括判断だが、「わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている」というように、前回から記述を変更している。これは輸出の実績やPMI等々を踏まえたうえで、新興国経済の減速感の強まりを背景に、日本の輸出や生産にも鈍さがみられていることを考慮したものである。下の各論だが、海外経済も「緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している」ということで、記述を変更している。またそれを受けて、輸出も「足もとでは持ち直しが一服して

いる」というかたちでこちらも変更している。その次、企業収益だが、「高水準で推移する」というように、こちらも記述を変更している。これも製造業等で若干これまでの伸びが鈍化し、一方で水準は高い状態が続いているということを基に記述を変更したものである。その下、住宅投資だが、こちらも「このところ持ち直しが一服」ということで、表現をやや後退させている。物価であるが、消費者物価については「0%程度」ということで、前回と記述は変更していない。以上である。

正木企画局政策企画課長

予想物価上昇率については、企業の価格設定スタンスや家計の支出行動などからは引き続き「やや長い目でみれば全体として上昇している」と判断されると思う。もっとも、各種アンケート調査、あるいはマーケット指標をみると、年明け以降の原油価格の一段の下落の影響などを受けて、このところ弱含んでいるので、こうした点を踏まえた記述に修正してある。金利環境はこれまでの「緩和した状態にある」を「きわめて緩和した状態にある」に変更している。マイナス金利の導入に伴って、短期・長期の国債金利が大幅に低下し、これを受けて、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利がさらに低下したことなどを受けたものである。

先行きだが、展望レポートからの変化点ということだが、景気については、「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」、「基調として緩やかに拡大していく」という基本的な見通しを維持している。そのうえで、足もとの輸出・生産の弱さを反映して、「当面、輸出・生産面に鈍さが残る」という記述を追加しているところである。物価については「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」との見通しを維持している。リスク要因については、展望レポートでお示しした海外経済に関するリスク要因を基本的に踏襲している。前回決定会合以降の動きをみると、原油価格の底入れの兆しなどを受けて、マーケットのセンチメントが幾分改善しているが、なお、市場は世界的に不安定な動きを続けている。そうしたもとで、物価の基調

に悪影響が及ぶリスクには引き続き注意する必要があるということで、こうした考え方を踏まえた記述としている。以上である。

黒田議長

何かご質問あるか。木内委員どうぞ。

木内委員

「見通し」の記述の対象となる期間は今回から展望レポートと揃えるかたちになって、従来の対外公表文の見通しだと半年位である。今回は予想期間なので、何倍にも伸びるかたちだが、これは対外的には説明するのか。

正木企画局政策企画課長

それはこれまでも例えば、記者のブリーフィングとかで、月報がなくなるということは申し上げている。そういうタイムホライズンの違いがあるということは、理解されているとは思いますが、今回の記者会見に先立つブリーフィングにおいても誤解のないように説明したいと思う。

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。白井委員からお願いします。

白井委員

まず初めに、経済・物価情勢について点検すると、足もとでは海外需要の弱さによって輸出・生産は弱めの動きをしているものの、設備投資は着実に増えており、個人消費についても良好な雇用環境に支えられて緩やかに拡大している。従って、わが国経済は一部に弱さがあるものの、基調としては緩やかな回復を続けているとみている。物価については、原油安を主因に低インフレ状態が続いているもとの、中長期予想インフレ率が低下

しているので、家計の物価観や企業の価格設定行動に二次的影響をもたらさないか注視していく必要がある。経済・物価の現状と見通しについての執行部案は幾分下方修正がなされているが、概ね適切だと判断している。

なお、本日は、私にとって最後の決定会合となるので、詳細な経済・金融情勢の点検は割愛させて頂き、以下では、包括的かつ大胆な金融緩和政策を実施している本行とECBの金融政策運営について、その背景にある経済・物価情勢の類似点と相違点を展望したうえで意見を申し上げる。

まず、両地域の類似点であるが、第1に、経常収支の黒字幅がGDP対比で3%程度を計上しており、貯蓄超過により海外需要への依存度が高く、消費と設備投資等の内需の改善が期待されている。第2に、日本とドイツ等コア国では需給ギャップや失業率ギャップがほぼ解消しているが、そのわりには物価や名目賃金の伸び率が緩やかだと認識されていることである。第3に、両地域とも原油価格の大幅下落によって総合物価指数が0%近傍で低迷しており、中長期予想インフレ率も低下傾向にあるため2%程度の物価安定目標の達成には予想以上に時間がかかっていることである。足もとでは原油価格は上昇に転じているが、過去の原油安の影響で夏場辺りまでは低インフレ状態が続くと予想されている。

一方、両地域の相違点についてであるが、第1に、潜在成長率の趨勢的低下という共通点はあるものの、ユーロ圏の潜在成長率は1～1.5%程度と日本の0～0.5%程度を大きく上回っているため、中立利子率が高く、金融緩和度合いがその分大きくなっていると考えられることである。第2に、とはいえ、ユーロ圏では周縁国の銀行を中心に不良債権問題やデレバレッジが続いており、中小企業等の資金アクセスが不十分なため、金融緩和のトランスミッション・メカニズムが完全に機能していないことから、依然として信用緩和を重視した金融政策運営がなされている。対照的に、わが国では銀行の健全性が維持されているもとで、預貸率が低下し、貸出競争が熾烈なこともあって、信用緩和はほとんど問題にはなっていない。第3に、物価安定目標に対する国民の容認姿勢であるが、ユーロ圏ではECB設立当初から2%未満を掲げ、2003年には2%未満、2%近傍へと

明確化がなされたが、2%程度の目標は域内で広く容認されている。これに対し、わが国では企業・家計の理解が不十分で、無理して2%目標を達成しなくても良いとの見方が大勢のように思う。この結果、ECBが物価安定目標の実現に向けて、あらゆる措置を総動員すると言っても、それ自体への批判は少ない一方で、本行の場合は、無理して総動員するよりも目標を下げるべきとの見方も多く、目標自体への信認が乏しいことから、中長期予想インフレ率を引き上げ、その後安定させるのに時間がかかると考えられる。

以上の類似点と相違点を念頭において、両中銀の金融緩和政策の内容をみていくと、いずれも国債買入れを柱に据えて中長期のイールドカーブに下押し圧力をかけている点で共通している。一方、イールドカーブの起点を中心に短期、中期のイールドカーブに下押し圧力をかけている点も似ているが、手法が異なっている。すなわち、ECBでは、政策金利に関するフォワードガイダンスとマイナスの預金ファシリティの引き下げの2つの手段によって、短期、中期イールドカーブに下押し圧力をかけている。これに対して、本行では金利のフォワードガイダンスは示していないが、前回1月会合までは、付利金利を+0.1%に維持し続けており、市場ではその水準がかなり長い間維持されると予想されていたこと、および短期国債の直接的な買入れによって短期、中期のイールドカーブを下押ししてきた。その後、本行は、前回会合において、短期、中期のイールドカーブの一段の引き下げを目指して、付利金利を-0.1%に下げた。しかし、僅か20bpの引き下げだけでは到底考えられないような結果、すなわち中長期と超長期のイールドカーブが20~60bp近くも下がるという予想外に大きな影響をもたらした。この背景には、世界的なリスクオフで国債需要が高まる地合いであったことも然ることながら、それ以上に、①さらなる付利金利下げ期待が織り込まれたこと、②国債以外の債券市場規模が小さいためプラスの利回り追求によって満期が長めの国債需要が加速したこと、③本行がどんな価格でも国債を買い入れると強調しているためにキャピタルゲイン狙いの国債買入需要を掘り起こしたことなどの要因が大きいと

考えている。

なお、わが国とドイツのイールドカーブを比較すると、E C Bの付利金利の方が低いことから、8年程度までの年限ではドイツの方がかなり低い水準にあるが、それよりも長いゾーンではわが国の方が下方に位置している。この理由として3点挙げると、①E C Bでは国債買入利回りが預金ファシリティ金利を下限としているのに対して、本行では下限がないためどこまで下げ余地があるのか長期ゾーンを含めて市場の見方が落ち着きにくいこと、②二階層構造のE C Bと異なり、三層構造を導入したため金融機関の負担が少ない分だけ付利金利がさらに下がる余地があり、かつ無担保コールレートが付利金利に近づくには限界的な取引だけでは不十分だと海外投資家を中心に認識されていると思われること、③ドイツの中立利子率や中長期予想インフレ率がわが国よりかなり高いため、順イールドカーブがより明確に描かれやすいことなどが、考えられる。

最後に、わが国の中期から超長期ゾーンのイールドカーブはかなり低下しているため、これ以上、下押しすることが内需を拡大して物価を押し上げる方向に寄与するのかどうか検討が必要である。とはいえ、マイナス金利の引き下げについて打ち止め感が出てしまうと、今回のE C Bのように却って通貨高とイールドカーブの上昇が生じてしまう惧れもある。催促相場に入ってしまった以上、本行の市場とのコミュニケーションは極めて難易度の高いものになっており、情報発信には細心の注意が必要となっている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

経済・物価の現状と見通しに関する全体の判断については、執行部案で結構である。新年入り後の国際金融市場の変調は、足もと幾分落ち着きを取り戻してきており、これを背景とした個人や企業のコンフィデンスの悪

化には一応の歯止めがかかっていくものとみている。ただし、前回会合以降に発表された内外の経済指標を総じてみると、市場の悲観的な見方ほど悪くなかったとはいえ、力強さには欠けているとみている。

海外経済について、まず気掛かりな点は、世界貿易の伸び悩みである。資源価格の低落の影響もあるとはいえ、2015年第4四半期の世界の貿易額は、米ドル建てで前年比1割以上の減少となっている。貿易量でみても、+1.5%と3年振りの低い伸び率にとどまっている。本年入り後の各国貿易データをみると、中国の輸出入の大幅な減少にみられるように、世界貿易は一層停滞気味であり、特に外需への依存度が高い新興国経済の大きなマイナス要因となっている。こうした状況からみると、わが国の輸出についても、先行き必ずしも楽観できないところである。

また、これまで製造業D Iの低迷にもかかわらず堅調を維持していた各国非製造業D Iの動きにも、足もとやや陰りがみられる点は気になるところである。これが一時的なものなのか、製造業の低迷が非製造業にも波及してきたものなのかどうかは、もう少しみていく必要があると思う。

わが国の2015年10～12月期の2次Q Eでは、個人消費が前期比-0.9%となり、成長率の足を引っ張った。これには、暖冬による冬物衣料の不振という一時的な天候要因のほか、GDP算出の基礎統計となっている家計調査のサンプルの弱さも大きく影響しているとみている。特に、家計調査については、他の賃金統計と異なり、サンプル世帯の定期収入が大幅なマイナスとなっており、なかなか理解に苦しむものである。ただし、そうはいっても、販売統計からみた個人消費も前年並みであるため、消費はそれほど悪くはないが良い訳でもない、というのが実態だとみている。

雇用環境の改善に伴い、家計の所得が着実に増加しているにもかかわらず、消費が振るわない背景には、年金生活者をはじめ消費者が将来への不安から、これまで以上に防衛的な行動を取っている可能性がある。この点、消費者マインド関連の指標が、本年入り後、明らかに悪化してきていることが懸念されるところである。こうした状況のもとでは、所得から支出への前向きの循環メカニズムがしっかりと働き始めるまでには、まだ時間が

かかると思う。このように、色々弱いところが目に付くところであるが、現段階でわが国経済の回復基調自体が揺らいできているとはみていない。

なお、本行が前回会合において導入したマイナス金利付きＱＱＥは、これまで金融政策に無関心であった人々に対しても、本行の政策への関心を大きく高めたと思う。もっとも、本行の政策意図にもかかわらず、国民の一部には却って漠然とした不安をもたらした面も否定しがたく、期待に働きかけることの難しさを改めて感じた次第である。

最後に物価であるが、コアＣＰＩは当面０％程度で推移するとみている。除くエネルギーベースのコアの動向は、本年４月の年度見直しにおける値上げの動きにかかっているとみているが、足もとまでの賃上げ動向や金融市場の状況、各種ＤＩなどを踏まえると、現状程度の伸びをさらに伸ばしていくのはやや難しくなっているものとみている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の情勢判断の one notch 下方修正について、先程の執行部説明に、物価の先行きの部分以外、違和感はない。国際金融資本市場は年初来不安定な動きであったが、２月中下旬を境に一連のリスクオフの流れに取り敢えず歯止めがかかっている。新興国・資源国の通貨・株式は軒並み反発し、急激な資源価格下落も一服している。２月末のＧ２０ 会合声明で、金融政策のみでの対応に限界があることを言及するとともに、あらゆる政策対応の必要性が謳われたことも、市場のコンフィデンス改善に繋がっている。もっとも、昨年夏場の中国の通貨政策を巡る先行き不透明感等に端を発し今に至る市場の混乱は、より根源的には中国をはじめとする新興国・資源国の過剰債務問題であり、それが昨年末の米国の金融政策のリフトオフにより改めて表面化したとみられるだけに、経済・市場がリーマン・ショックのような急性症状を呈することはなくても、慢性症状は続き

得る。国際金融資本市場の先行きとそれが実体経済に及ぼす影響については、引き続きやや強めの警戒感をもってみている。

海外経済について、米国はドル高の影響から製造業の弱さが目立ったが、直近の受注やマインド指標に製造業の底入れの兆しが窺われる。もとより雇用は堅調な増加が続く中で、個人消費の足取りも概ね順調なことから、1月にかけて一部にみられた景気後退懸念は、短期的には行き過ぎた悲観論であったように思われる。アトランタ連銀の Nowcast でも1～3月期は年率+2%台に持ち直す見通しである。やや長い目でみれば、リーマン・ショック後8年を経て景気拡大局面が成熟化しつつあり、賃金上昇等による企業マージン圧迫から雇用が悪化し、景気後退となるシナリオもあり得るが、短期的にそうした状況に陥る可能性は低いと判断している。実際、直近の雇用統計でも賃金の伸びは抑えられていた。

もともと、新興国に脆弱さが残る中、世界経済は引き続き米国の牽引力に負うところ大で、バランスを欠いた状態である。こうした中、Fedは先行きの利上げペースについて情報発信姿勢を慎重化させているが、基本は正常化路線を堅持しており、先行き追加利上げ、あるいは追加利上げに向けた情報発信のもたらず様々なフリクションに市場は振らされ、また経済も振らされる展開となろう。その点、リスクバランスは依然下方に傾いていると判断している。

国内経済については、10～12月期GDPは2次速報で上方修正されたとはいえ、2四半期振りのマイナス成長に変わりはない。この1～3月期についても自動車生産停止の影響等から生産・輸出が勢いを欠き、また個人消費も暖冬の影響等から冴えない展開となっていることから、2四半期連続マイナス成長の可能性も相応にある。支出面との比較で堅調さを維持してきたマクロの所得形成面のデータでも、10～12月期はGDIが前期比マイナスに転じ、GNIの伸び率も鈍化している。国際金融資本市場の変調等を映じて企業・家計マインドも慎重化している。景気ウォッチャー調査におけるウォッチャーのコメントには、マイナス金利政策がもたらす先行き不透明感・不安感といった否定的なコメントの数が肯定的な

コメントの数を大きく上回る。調査統計局のテキスト・アナリシスにもそうした傾向が示されている。政策セッションで改めて申し上げるが、マイナス金利付き量的・質的金融緩和はデフレマインドの転換を図るという執行部の意図に反し、実体経済に逆方向に、すなわちデフレマインドを却って強める方向に作用しているように見受けられる。

これまでマクロの所得形成の好調さを根拠に、日本経済は海外経済の減速等に対するショック耐性があるとみていたが、先行き円安による海外からの所得の受取りの為替換算メリットが剥落し、企業収益が伸び悩むと見込まれる中、マクロの実質所得の伸びは、専ら交易条件の改善に依存するかたちである。もっとも、エネルギー価格が下げ止まりの兆しを示す中、交易条件の改善がマクロの所得形成を支え続けるかどうかは不確実性がある。0%近い潜在成長率のもと、天候要因等些細な外的要因で容易にマイナス成長に陥る脆弱な経済だけに、引き続き国際金融資本市場および海外経済に振らされやすい低空飛行となろう。ただし、雇用や設備投資面で相対的に堅調さを維持する非製造業が製造業の脆弱性のバッファーとなり続けることで、景気後退は避けられると希望的にみている。

最後に物価について、生鮮食品・エネルギーを除く基調的な物価は、向こう2、3か月は前年同月比+1%台前半で推移すると見込まれる。ただし、支出面のデータが勢いを欠くこと、また円安による食料工業製品や耐久財の値上がり傾向も一巡すると見込まれること、さらに先行き前年の裏が出ることから、春先以降の物価の基調が1%台前半を維持するかどうかは賃金からサービス価格への波及度合いにもよるが、賃金交渉の動向をみると、その蓋然性は低下しつつあると思う。マイナス金利政策により、人々の予想物価上昇率が慎重化している可能性については先程も述べた。2%の物価安定の目標の設定が根本から間違っているとは思わないが、期限を区切り、実績ベースで2%を目指すことは、もはや現実的でなく、従来から申し上げているように物価安定の目標を、より柔軟に解釈すべきである。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

本年に入ってから急激な株安とその乱高下は、未だに続いている。原油価格の下落は、産油国の海外資産の売り圧力となって日本の株価を下落させる影響がある。また、原油価格の下落は日本経済全体にはプラスであるが、資源関連セクターの比重の高いアメリカの株価にはマイナス、資源国の需要に依存する日本の産業セクターにはマイナスである。これらは、資源価格下落が日本経済に与える二次的効果であり、これまで、この二次的効果は重視されていなかったが、世界市場の動揺とともに、これが強く意識されるようになってきていると思う。株価の下落は実体経済を反映したもので、実体経済が悪化していることを示すデータが現れているようである。

海外経済については、アメリカ・ヨーロッパ経済は緩やかに回復しているが、新興国経済は減速が続いている。先進国経済の回復が弱くなれば、先進国経済が主導して新興国経済が徐々に回復に向かうというシナリオも崩れる可能性がある。

日本経済についてみると、雇用は堅調であるものの、それ以外の指標は弱いものが多い。消費の弱さには、暖冬の影響があるが、これらが一時的なものとも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、家計調査でみるほど消費が弱いかどうかには疑問がある。供給側、販売側の指標を総合的にみると、消費は横ばいと判断するべきかもしれない。

輸出・生産の指標も弱く、これが設備投資にも影響を及ぼす惧れがある。ただし、雇用×賃金の雇用者所得の増加は続いている。しかし、賃上げの動きは弱いようである。また、インフレ予想を示す多くの指標が低下している。インフレ目標達成のためには、失業率が、さらに一段と低下する必要がある。エコノミストのアンケート調査をみると、失業率が将来とも3%を割らないと考えているようである。これは2%インフレ目標が達成

できないという彼等の見方と整合的な予測であるが、失業率が3%未満にならないという、この予測自体が誤る結果、2%インフレ目標が達成できると私は考えている。そもそも物価が上がっていない以上、自然失業率は現状より低く、需給ギャップもまだあると考えるべきであると思う。以上の私の経済への見方は、執行部の経済の見方の範囲内に入っているので、執行部の見方に賛同する。

金融政策運営については次のセッションで述べることであるが、これらの弱い指標をみると、前回会合でマイナス金利付き量的・質的金融緩和を決定したことは適切であったと思われる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

年初来の金融市場の動揺が経済活動に与える影響は、日本では無視できないが、海外では今のところ概して大きくないと考えている。しかし世界経済のリスクが下方にある状況は変わらず、先行き回復傾向を強めていくことを期待するのは難しいと感じている。むしろ、先進国経済の中核をなす米国と新興国経済の中核である中国の2大大国が、今後どの程度の期間、景気失速に至らずに持ちこたえられるかが注目点だと思う。2月のISM製造業指数は、米国経済の弱点である製造業の活動がやや持ち直した可能性を示した一方、従来経済を支えてきた非製造業で同指数が低下傾向をたどっていることは、やや懸念材料である。また、安定した労働市場環境を示しているように見える足もとの雇用統計でも、労働投入量や雇用者総報酬の前年比は下振れ傾向にあり、景気のパラダイムは下向きに見える。

足もとの国内経済については、実質GDP成長率、鉱工業生産増加率は、特殊要因を除くとほぼゼロ近傍で推移しているように見えるが、潜在成長率が0%から0%台半ばと依然低水準にあることを踏まえれば、著しく低迷しているとまでは言えない状況である。在庫調整圧力が目先俄かに強ま

る局面ではなく、顕著な海外景気減速や金融環境悪化など、追加的に大きな外的ショックがない限り、一気に本格的な景気後退に陥る状況にはまだないと考えている。それでも国内需要が勢いを欠く状況にあることは確かで、特に足もとでの個人消費の下振れは気掛かりである。家計調査で比較統計の歪みが小さいと考えられる平均消費性向は、昨年 10～12 月期以降の低下傾向が今年に入っても続いている。小売販売統計でも同様に下振れ傾向がみられ、統計の歪みや一時的な天候要因だけでは説明しきれない弱さがある。その背景に、実質可処分所得の先行きへの慎重な見方が従来からある中、足もとでは金融環境の変化が消費者心理に悪影響を与えており、これは 2 月の消費者態度指数、景気ウォッチャー調査の家計動向関連 DI がともに大きく低下したことに表れている。他方、設備投資はなお緩やかに持ち直す方向とみているが、10～12 月期の法人企業統計では前期比横ばいと力強さを欠いている。注目されるのは、成長鈍化や円安一服などを映して、10～12 月期の経常利益が前年比で 4 年振りに減少に転じたことである。今まで増益基調にある中でも企業は、国内成長期待の低迷などを背景に高収益を国内設備投資や賃上げに積極的に回すことに慎重であったことを踏まえると、こうした収益環境の変調は、設備投資、賃金・物価、個人消費などに、さらなる逆風となる可能性がある。これに関連して、先行きの物価や個人消費の基調に大きな影響を与える主要企業の春闘でのベアは、今年は昨年水準を相応に下回る可能性が高い情勢である。

1 月全国消費者物価では、コア指数、コアコア指数、生鮮食品・エネルギーを除く指数、刈込平均と、基調的な動きをみる主な各指数は全て前年比で伸び率が低下した。2 月にはやや持ち直すとしても、昨年中盤にかけて顕著にみられた前年比上昇率の改善が一巡していることは一層明らかとなってきた。さらに経済情勢の弱さ、賃金改善ペースの弱さ、円安傾向の一巡などの点を踏まえると、向こう数か月で前年比上昇率は緩やかに低下するとみている。

最後に、マイナス金利導入後の金融市場、金融環境の変化について概観したいと思う。短期金融市場は、劇的に規模が縮小した。特に顕著なのは

コール市場で、1月末から2月末までの1か月間で無担コール残高は45%減、有担コール残高は89%減と激減した。マイナス金利取引に関する法的あるいは会計処理上の不確実性やシステム未対応などの障害がある中で、マイナス金利が適用される当座預金部分を抑制する傾向が銀行の間で強まったこと等が背景である。同様の背景からレポ取引なども停滞している。こうした金融市場の劇的な収縮が金融機関や企業の資金調達、ひいては経済活動にいずれ悪影響が及ぶことがないか注視が必要である。他方、国債市場ではボラティリティが顕著に高まった。本行が実施した債券市場サーベイ2月調査では、債券市場の機能度に関する総合判断が、前回調査と比べて大幅に悪化している。内訳をみると、ビッド・アスク・スプレッドの拡大、注文量に関する板の厚みの低下、また意図した価格で取引ができない、意図した取引金額で取引ができないなど、流動性の低下が顕著である。こうした背景には、利回りがプラスのうちに国債を確保しておきたいという金融機関の意向や、国債購入を進めるあるいは売却を控えることで、当座預金の残高をできるだけ抑えたいといった金融機関の意向などが重なったことで、国債の需給が逼迫傾向を極度に強めたことがある。実際のところ、足もとの国債需給は、長期、超長期を中心に極度に逼迫したいわば過熱状態にあると私自身感じているが、4月からは政府の国債発行額が減額され、さらに需給が逼迫しやすくなることも踏まえると、この先、国債市場のボラティリティがさらに高まり、それが金融市場全体のボラティリティ上昇に繋がり、実体経済にも悪影響が及ぶリスクに留意したいと思う。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

世界経済は、先進国は緩やかな成長が続いているが、新興国、資源国は減速している。一方、年初来の原油価格の急落と世界的な株価の持続的下

落を伴った国際金融・商品市場の混乱は、2月半ば頃から落ち着きを取り戻しつつある。これは、執行部報告で述べられているように、産油国間での生産調整の期待から、原油価格が2月上旬に下げ止まり、反転したことなどから、投資家のリスク回避の程度が和らいだことによるものと思っている。G20の「成長、投資及び金融安定の強化などの目標を達成するため、我々は全ての政策手段——金融、財政及び構造改革——を個別にまた総合的に用いる」といった声明も、年初来の過度のリスク回避ムードを和らげる効果を発揮したと考える。

今後の世界経済について最も懸念しているのは中国経済の先行きである。3月初めに、中国の2月の輸出が前年比24.5%も減少したという報道があり、非常に衝撃的であったが、香港を除く輸出は落ちておらず、それほど心配する必要はなさそうである。全人代では、財政政策はより積極的に、金融政策は弾力的かつ適度に運用すると述べており、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。しかし、中国の経済政策は以下のような問題を抱えており安心できない。

第1に、中国のマクロ経済政策は、国際金融のトリレンマを抱えており、相互の経済政策が矛盾する効果を発揮するという大きな問題を抱えている。

第2に、構造改革についても、例えば過剰設備を国営企業の統合など非市場的手段によって解決しようとしている。都市化を進める手段も無理やり就職の当てもない農民を都市に移住させるといった、非市場的手段が取られている。こうした非市場的手段による構造改革は資源配分の非効率をもたらす。中国が全面的に市場経済化しない限り、中国の構造改革による潜在成長率の引き上げには限界がある。

以上の諸点を考慮すると、今後5年間の年平均成長率6.5%以上の達成という目標を実現することは、かなり困難ではないかと危惧している。中国が想定している以上の経済減速は、資源輸出国をはじめ中国への輸出に依存している新興国経済だけでなく、巡り巡って、日本をはじめとする先

進国経済に対しても下押し圧力となる。

以上から、年初来の国際金融・商品市場の危機的状況はかなり改善したが、リスク回避ムードが一掃された訳ではなく、今後の世界経済は、米中日欧などの中心国がどのような経済政策を採用するかに大きく依存している。

次に、日本経済であるが、輸出と生産に弱さがみられるが、基調としては回復していると言えると思う。しかし、個人消費については、GDP統計をみる限り、果たして基調として回復していると言い切れるかどうか、微妙な局面を迎えていると思う。すなわち、GDP統計の個人消費水準は2014年4月の消費増税によって、一旦大きく減少したが、その後、2015年1～3月期までは緩やかに増加した。ところが、2015年1～3月期をピークに2015年10～12月期までは、トレンドとしては減少している。今後の日本経済と物価動向をみるうえで、こうした個人消費の最近の弱さの原因を精査することは重要である。

最近、実質雇用者報酬は増加傾向を示しているが、その一方で、個人消費が減少傾向を示し、その結果、平均消費性向が大きく低下しているのはなぜか。調査統計局の説明では、家計調査のサンプルに問題があるため、家計調査を利用して推計される個人消費が実態よりも低くなることや、天候要因がしばしば挙げられる。しかし、仮に天候が個人消費の減少に大きく寄与するのであれば、その主因はむしろ、そもそも消費が基調として弱いためで、天候が多少とも悪くなると、大きく減少してしまうのではないかと懸念している。むしろ、ワーキングプアや低年金家計世帯の増加といった限界消費性向の高い人達が、消費増税の影響で大きく消費を減らしていることが、平均消費性向の低下をもたらしているとも考えられる。家計調査やそれを利用したGDP統計の個人消費が弱いというニュースがよく出るが、そうしたニュースは、日本銀行の金融政策は内需を拡大して、2%の物価安定目標を達成するうえで有効ではない、といった主張をもたらし、その結果、日本銀行の金融政策に対する信頼性を低下させている可能性がある。さらに、個人消費が弱いというニュースは、成長期待、賃金

上昇期待および予想インフレの低下を招き、内需を抑制する効果も発揮すると考えられる。従って、仮に、個人消費の実態は家計調査から推計されるよりもかなり強いのであれば、日本銀行はそのことを明確な根拠をもって公表すべき段階にきているのではないかと思う。その根拠に説得力があれば、成長期待、賃金上昇期待および予想インフレは上昇し、内需は拡大する可能性がある。

以上の理由から、調査統計局にはなぜ個人消費が弱いのかについて、より一層詳細な分析をお願いしたい。

なお、物価については金融政策との関係で、次のラウンドで述べる。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

国際金融資本市場は、前回会合以降も、振れの大きな動きが続いた。その背景には、年明け以降の原油価格の一段の下落や中国経済の先行きに対する不透明感の高まりに加え、欧州銀行セクターに関する懸念などもあり、世界的に投資家のリスク回避姿勢が過度に広まったことがあったと思う。しかし、G20 のコミュニケにおいても明確に述べられていたとおり、年明け以降の市場の変動の大きさは、世界経済のファンダメンタルズを反映したものとは言いがたく、さすがに市場もこのところ少し落ち着きを取り戻してきているように思う。

海外経済だが、米国経済は、雇用・所得、家計支出に支えられた回復傾向が続いており、過度に悲観的になる必要はない。欧州経済も緩やかな回復が続けている。一方で、中国経済は総じて安定した成長を維持しているものの、新型スマートフォン関連需要の一服もあって輸出入が弱めの動きとなるなど、輸出・生産面を中心に幾分減速している。中国以外の新興国経済も、外需の鈍化などから、輸出・生産面を中心に減速している。また、資源価格の下落により資源国経済は下押しされている。こうした点を踏ま

え、海外経済の現状判断については、「緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している」とするのが適当である。先行きについては、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し新興国も減速した状態から脱していくことから、世界経済は緩やかに成長率を高めていくとみている。ポイントの1つである原油価格については、私自身は、本年後半頃からわりとはっきりとした上昇基調に転じる公算が相応にあるとみている。

次に、わが国の経済である。企業部門では、輸出は、12月、1月と減少しており、新興国・資源国経済の減速や国内工場の事故の影響から、足もとでは持ち直しが一服している。もっとも、企業収益は引き続き高水準を維持しており、そのもとで設備投資は、GDP統計に表れているように、緩やかな増加基調にある。

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するもとで、個人消費は、天候要因による振れはみられるものの底堅く推移している。なお、新車登録台数が2月に落ち込んでいるが、これは、製鉄所事故を受けて人気車種の供給が滞っていることが影響している。この間、個人消費関連のマインド指標が、足もとでは、株安・円高などの金融市場の不安定な動きの影響で、やや大きめの悪化となっている点には注意が必要である。

以上を踏まえると、景気は、「新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復が続いている」と判断される。先行きについては、当面、輸出・生産面に鈍さが残るが、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持続するもとで、国内需要は増加基調をたどるとみている。また、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加すると予想される。そのため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。

最後に、物価情勢であるが、消費者物価の動向に大きな変化は今のところないと思う。生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、0%程度での推移

が続いている。一方、物価の基調は改善傾向が続いている。生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比は、12月の+1.3%から1月は+1.1%となったが、これには、暖冬の影響による冬物衣料やエアコンなどの販売不振の影響が一時的に現れているとみられる。東京の2月の生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価は1月から伸びを高めており、全国についても2月は伸びを高める可能性が高い。また、C P I N o wや一橋大物価指数の動きも、ここにきて変調はみられていない。予想物価上昇率については、やや長い目でみれば全体として上昇していると言って良いと思うが、アンケート調査やマーケット指標は、年明け以降の原油価格の一段の下落の影響などを受けて、このところ弱含んでおり、今後の動向については注意してみていく必要がある。

先行き、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、物価の基調が着実に改善を続けるもとで、原油価格下落の影響が剥落するに伴い、2%に向けて上昇率を高めていくと考えている。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、基調として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。世界経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。昨年12月に続く先日のE C Bによる追加緩和や、F R Bのグローバルな影響も注視しながら緩やかな利上げを展望する姿勢、さらに本行のマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入等を背景に、今のところ実体経済面での動揺はみられていないが、国際金融市場は年初から激しい動きとなっており、この現象が境界を越えて、わが国の実体経済に悪影響を与えてくるリスクを注視している。

まずアメリカである。昨年12月の利上げは、グローバルなリスクオフの資金の流れを刺激している。アメリカ国内の実体経済は、家計部門を中

心に基本的には堅調だとみているが、アメリカの消費者は株式市場に反応しやすいので目が離せない。ドル高や油価下落、中国減速等の影響で製造業が弱含んでいるが、そうした中で、好調を維持している自動車産業に、利上げや株安の影響がどう出てくるか注目している。新車販売の活況で下取り中古車が増えているので、中古車市場から目詰まりが広がる可能性がある。

ヨーロッパは、今のところ個人消費が牽引して堅調である。しかし、一方でドイツ銀行の信用不安問題等、引き続き注視が必要である。

中国は、迅速な景気刺激策と緩和的な金融政策を背景に、実体経済は一旦落ち着いているが、製造業部門を中心に減速した状態が続いており、目が離せない状況である。一方、中国の自動車販売は昨年 10 月の税制恩典導入以来、高水準が続いている。

新興国・資源国は、中国減速による需要減退の影響や、資源価格の下落による景気下押し圧力が大きく、輸出依存型のこれらの国々は当分の間、景気減速が続くことが見込まれる。

次にわが国の経済であるが、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるが、基調としては緩やかな回復を続けている。インバウンド需要の恩恵もある小売業、食品や化粧品など消費財系産業が相対的に堅調である。こうした中、設備投資は昨夏の中国ショック以降、今一つ力強さに欠けるが、今後は、特に労働需給の逼迫を映じて省力化のためのロボット分野や、研究開発では AI や素材分野、また、IT による産業構造改革の分野などへの投資の増加が期待できるとみている。雇用者所得の面では、本行によるマイナス金利付き量的・質的金融緩和が春の賃上げに対する前向きなマインド形成の下支えになることを期待している。なお、自動車市場は、欧米と中国が比較的好調である一方、日本市場は税制変更の影響からの回復が遅れている。

以上を踏まえた私の見方の第 1 点は、世界は非常に壊れやすい不安定な状態のもとで、中国経済のシフトダウンを主因として需要構造の変化を経験しているということである。もっとも、北京の大気汚染にみられるよう

に環境問題の天井がきていることや、沿岸部を中心に賃金上昇が加速し格差も広がっていること、また、様々な産業で供給設備・能力が需要に対して既に過剰な水準にあること、等を踏まえると、中国にとって成長ペースの引き下げは必然的かつ必要な調整であるとみている。一方、グローバルな視野でみて、中国減速による需要減退の穴を日米欧の経済成長が埋めていくことを期待しているが、どこまでカバーできるのか注視が必要だと思う。

第2点は、日本経済は不安定な外需に依存しつつも、内需の回復と持続的成長軌道への回帰が急務であるということである。数年前のリーマン・ショックの際は外需急減と内需減退が同時に発生し、かつこれが長引き、企業の供給力の海外移転、すなわち実体経済の成長力の毀損に繋がっていった。未だに、この時に起こった潜在成長力低下から十分に回復しているとは言えない。今回の世界的な需要構造変化のもとにあっては、むしろ成長力を取り戻すチャンスと捉えて、日本経済はその内需の厚さを十分に生かし、これを拡充していくべきであると思う。今後とも、内外の需要全体の水準は、しっかりと注視していきたい。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、国際金融市場の動きについては多くの方が発言され、特に2月中旬までは非常に不安定な状況が続いた訳であるが、その後は、ある程度、落ち着きを取り戻している状況である。その背景には、原油価格が反発してきているほか、米国で良好な経済指標がでてきているということもあり、G20 が世界経済のリスクに対して全ての政策手段を用いるといった政策協調姿勢を示したことなどもあると思う。ただし、投資家のリスク回避姿勢は根強く残っているようで、引き続き状況を注視していく必要があると思う。

海外経済については、米欧経済が基調としては緩やかな成長を続けている一方で、新興国経済は減速した状況にある。まず、米国は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、良好な雇用・所得環

境などを背景にして、家計支出に支えられ回復傾向にある。欧州は、個人消費が引き続き増加するもとで、緩やかな回復を続けている。新興国について、特に中国について、多くの方が発言されたが、総じて安定した成長を維持しているものの、生産・輸出面を中心に幾分減速している。先行きは、当局の財政金融政策などの景気下支え策のもとで、概ね安定した成長経路を当面たどるのではないかと思う。新興国の他のアジア諸国は、中国での調整の影響などから減速している。資源国では、資源価格の下落による輸出低迷に加えて、内需が落ち込んでいるということもあり、ブラジル、ロシアなどでは、ご案内のようにかなり厳しい状況が続いているということである。このような各地域の動向を踏まえて、海外経済については、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速しているという見方で概ね一致していたと思う。

次に、わが国の景気であるが、企業部門では、新興国の減速を受けて、輸出の持ち直しが一服している。先行きについては、当面、鈍さが残るものの、緩やかに増加していくと見込まれる。鉱工業生産も、当面横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後は緩やかに増加していくであろう。

設備投資については、10～12月のGDPの2次速報値で2期連続の前期比プラスとなった。企業収益が高水準で推移する中で、設備投資は緩やかな増加基調を続けていることが確認された。先行きについて、企業収益は、数人の方が指摘されたように、製造業を中心に改善ペースは一旦鈍化するとみられるが、設備投資全体としては、高水準の企業収益が維持されるもとで、緩やかな増加基調を続けていくとみられる。

家計部門では、労働需給の引締まりが続いており、賃金は緩やかに上昇している。個人消費は、暖冬の影響などもあって、弱めの指標もみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移しているのではないかと思う。家計調査にみられる消費の弱さについては、何人かの方が指摘された。この間、住宅投資は、このところ持ち直しが一服している。

以上のように、新興国経済の減速の影響等から輸出・生産面に鈍さがみられているが、企業・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカ

ニズムが作用している。従って、基調としては緩やかな回復を続けているという現状判断と、先行き、基調として緩やかに拡大していくという見方が、概ね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%程度となっており、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ている。この間、予想物価上昇率については、企業の価格設定スタンスや家計の支出行動などからは、引き続き全体として上昇していると判断されるが、年明け以降の原油価格の一段の下落の影響などを受けて、マーケット指標や各種アンケート調査は、このところ弱含んでいるために、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられるが、このところは弱含んでいるという評価で良いのではないかと思う。

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に、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したい。まず海外経済に関してご意見をどうぞ。

白井委員

他の委員もおっしゃっていたが、中国の動向が気になる。今、中国人民元の対ドルレートと実効為替レートが増価する傾向にある。実際、外貨準備の減少幅も1月までの1,000億ドルに対して2月は286億ドルであり、対ユーロの元安もあったと思うが、介入は減っている。そこだけをみると、一見、元安期待が収まっているように見える。一方、1～2月の輸入金額が対前年比大きく減っている。その中で香港からの輸入が90%増えており、よく言われているように、輸入インボイスを高くして資金を中国国外へ持ち出しているという可能性もある。ヒアリング調査によれば、あらゆる手段で元を国外に持ち出しているそうで、元がクロスボーダーの資金の取引をかなり占めているということも考えると、元安期待が収まったかどうかは分からない。今まで外貨準備を沢山蓄積して、それが米国の財務省証券にいていたが、外貨準備が減って、民間レベルの資本流出に繋がっている。通常、国際金融では、それ自体は健全で、漸く中国も経常収支の

黒字に見合う流出が起きたと、普通は考えるが、果たしてそうなのか。流出が対米ドル建て債務の返済であったり、あるいは今言ったような諸々のかたちで、本当はもっと流出しているのかどうか、よく分からない。その辺り、本当に安定してきたと言えるのか。2月末に預金準備率を下げたことは中国当局の自信の現れと言われているが、本当にそうなのか。そうでないとすると、流出するインセンティブがあるところを抑えていることになり、不安定化の1つの要因になると思うので、注目していきたい。

黒田議長

他に、海外経済について追加的なご意見がなければ、わが国の経済・物価情勢に関してご意見があればどうぞ。

中曽副総裁

先程、原油について申し上げた。原油については、当たるも八卦当たらぬも八卦なので、言っても仕方ないところもあるが、私自身はややアップサイドをみている。需給面では、需要は、世界経済が回復することを前提にすれば徐々に上向く。一方、供給面では、サウジアラビアなどの安値での増産はサステナブルではないであろうし、イランの増産も、彼等の限界コストは結構高いと言われており、それほど増産できるものでもないと思われるので、需給バランスは方向として需要超過に向かう。原油市場は、非常に僅かな需給バランスの変化で価格が敏感に反応するという特性がある市場だと思う。また、地政学的リスクも価格上昇要因になると思う。さらに、金融市場との関連では、原油先物市場は十分下がっているので、特に株価との関係で、かなり先物買いに有利になっている。例えば、原油の先物を買って株の先物を売るというポジションにかなり収益機会が膨らんできているところがあるので、先物市場が反発する地合いが徐々に整ってきているのではないか。一方、今まで多少見誤っていたかと思われるのは、在庫水準が高い、特に洋上備蓄などの水準が異常に高いことである。この overhang が解消されるまで、まだかなり時間がかかるため、先

程申し上げたように、反発するとしても今年の後半からではないかと思っている。今われわれは展望レポートなどでは1 バレル 35～40 ドル台の後半というシナリオを持っているが、もしそうした反発地合いが本格的に始まると、それを超えて上がっていくようなことも相応に可能性があると思う。申し上げたいのは、原油価格次第で、経済や物価に関する景色はずいぶん変わっていくので、いずれにしてもよくみていく必要があるということである。

黒田議長

他にご意見がなければ、今から 10 分程度コーヒーストップを取りたいと思う。10 時 40 分に再開する。

(10 時 30 分中断、10 時 40 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。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、1 人 5 分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。白井委員からお願いします。

白井委員

前回会合では、マイナス金利政策の導入を決定したが、イールドカーブを一段と下げるという目的に照らせば、目的は達していると言える。しかし、論点は2つあるかと思う。1つは、前回会合の時点でマイナス金利の導入を急ぐ必要があったのかという点と、もう1つは、マイナス金利固有の問題を十分予想して判断が下されたのかという点である。

まず、導入の是非に関する論点であるが、前回も強調したとおり、実質金利と中立利子率の差で測られる金融緩和度合いについては既に十分緩和的で、実質金利の一段の引き下げは必要なかった。政策を検討すべきタ

イミグは、私が昨年から主張していることであるが、内需が緩やかに改善している以上、原油価格による物価下押し圧力が減衰してくる局面を待つべきであった。また、そのような情報発信を昨年からある程度計画性をもってしておくべきだったと思う。

マイナス金利の導入を急ぐべきでなかったその他の理由としては、第1に、昨年12月のQQE補完措置導入直後のマイナス金利政策は、国債買入れが限界なので短期金利に重点を置く政策に転換したと、市場に受け止められるリスクがあったことである。第2に、ECBとの対比で、マイナス金利の一段の引き下げが当然予想されるため、催促相場になる惧れが予想された。第3に、銀行収益の悪化は銀行顧客へのコストとして最終的には転嫁されるので、銀行経営者や預金者の懸念、不安が続くとともに、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ことが予想された。第4に、複雑な付利金利の階層構造を理解してもらうのは難しく、複雑なわりに大胆さ、分かりやすさに欠ける分だけ金融緩和効果が削がれる惧れがあった。

実際、マイナス金利の導入決定から1か月半、実施してから1か月程度ではあるが、現時点ではこれらの懸念が概ね顕在化したとみている。もう1つ問題なのは、サプライズを演出したことにより、日本銀行の金融政策反応関数が不透明になったことで、金融・為替市場の不安定化に拍車をかけたと思われることである。すなわち、金融緩和の判断基準が、経済・物価の現状と見通しではなく、目先の株価、為替相場を重視しているかの印象を与えたように思われる。本行が今後採り得る政策についても、マイナス金利の引き下げなのか、資産買入れなのか、分かりにくいことも不透明さを高めている。ユーロシステムでは、域外投資家から大量に国債買入れができるため、マイナスの付利金利が量の拡大の妨げとなっていないようであるが、わが国では大半の国債を国内投資家から買い入れているため、整合性の問題はより重要である。資産買入の効果の検証や政策手段の適切な順序付けの検討を十分しなかったこと、および金融機関に十分対応する時間を与えなかったことが、混乱を招く結果となった。

次に、もう1つの論点として、マイナス金利固有の問題がある。ユーロ圏では金融危機とソブリン危機により銀行間市場は既に分断されていること、MR Fなどは一部の国に集中しており個人向けが少ないこと、および周縁国にとっては貸出金利の引き下げによる恩恵が大きいことから、今のところ副作用は大きくないように思う。しかし、わが国の場合、副作用は相応に大きいように思う。第1に、マイナスの利回りで運用できない投信や機関投資家が撤退したために無担保・有担保コール市場は縮小しており、資金の多くは銀行預金に集まっている。対外投資もヘッジコストが高まっている。また、MMFの早期償還、一部生保商品の取扱い停止や保険料の引き上げ、現金需要の増加によって、貯蓄から投資への動きに一部逆回転もみられるようである。第2に、国債市場でも、マイナス利回りで運用できない金融機関やマイナス金利を回避すべく国債売却を抑制する動きもみられており、日銀トレードを念頭においたキャピタルゲイン狙い以外の取引参加者が減っており、値が飛びやすくなっている。マイナス金利のツケは金融緩和局面よりも出口局面において、金利の急反転リスク、本行における債券引当金積立不足による赤字決算の長期化リスクとして顕在化しやすいとみている。第3に、企業、金融機関にとっても予期せぬコストが生じており、例えばスプレッド貸出金利について契約上マイナス金利を想定しないものが数多くあり、契約更新に多大なコストがかかること、ヘッジ会計の取扱いが不透明なこと、変動借入をヘッジしたい企業に差分相当のコストが生じ得ること、マイナス金利にシステム上対応するにはコストと時間がかかることなどの問題が生じているようである。

以上をもとに、金利低下の効果はプラスの領域とマイナスの領域と同じように作用するというECBやBISの見解は、わが国においては必ずしも当てはまらないように思われる。

本日の会合では、補完当座預金制度におけるMR Fの受託相当金額に0%金利を適用する特例扱いと、貸出増加支援基金などの取扱いをより優遇する措置を決定したが、これらは性急に政策決定をしたことによるツケ、いわゆる制度設計ミスとも言える。こうした特例扱いについては、日本銀

行が自らマイナス金利の副作用を認めたと市場に受け止められ、金融市場のボラティリティを却って高めてしまうリスクがある。そのうえで、金融市場調節方針については、マイナス金利政策は、金融市場の混乱が落ち着き、効果が副作用を上回ることが国民に明確に説明できない限り、現在の金利水準で凍結すべきと考えている。本音では撤回するのが良いと思っているが、導入したばかりでの撤回となると金融市場に大きな混乱を引き起こし、日本銀行の信認が失墜するリスクがあることから、不本意ではあるが、現状維持となる案に賛成することにする。

なお、現時点ではマイナス金利政策は副作用が効果を上回っているように思うが、この状態がずっと続くとも思っていない。1つには、銀行間市場で枠の余っている金融機関と不足する金融機関の取引が徐々に増えていくと予想され、取引が活発化する可能性もあるからである。また、金融機関が次第にマイナス金利環境に慣れて、新たな収益機会を模索する動きも促される可能性もある。貸出金利の低下や住宅ローンの借換えが支出にどのような影響をもたらすかも注目している。F R Bの利上げが想定より早くなれば、為替円安やそれによる株高が促される可能性もある。

最後に、私の任期は3月末で終了するが、学者として、先入観を持つことなく、できるだけ中立の立場に立って、金融政策の理論と世界の中央銀行による実践、国際金融の面に加え、様々な角度から議論に貢献してきたつもりである。政策委員の皆様には、長い間そうした私の議論にお付き合い頂き、御礼を申し上げます。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合で、マイナス金利の導入に反対している。本日は、マイナス金利の継続について諮られることと思うので、これについての私の考えをまず申し上げます。私自身のマイナス金利の導入についての反対の理由は何ら

変わっていないが、現にマイナス金利が導入され、市場もそれを前提に動き出し、また関係する多くの経済主体も各々に対応が採られているところである。ここで元へ戻すというオプションは本行として採り得ないものとする。よって、現在の政策の継続についてやむを得ないものと思っている。

そこで、マイナス金利の継続を前提として、今後考えるべきと思う幾つかの事項について申し上げる。1つは、マネタリーベース増加目標の位置付けである。QQE導入時に、各経済主体のマインド転換のため、50兆円の長国の増加目標に併せ、マネタリーベースを2倍にする60～70兆円の増加目標を掲げたことには、目標値も異なっており意味はあったと思う。しかし、長国の増加目標を80兆円に拡大した際に、マネタリーベースの増加目標も同額となっている。そうしたもとの、引き続きマネタリーベース増加目標が対外公表文でも政策の1番目に挙げられてきていることには違和感があるところである。QQEで、マネタリーベースは量であり、長国買入れは質であるとの見方があるが、必ずしもそうではないと思う。長国買入れが量である面は極めて大きく、実態としては量的な面の中核を担っている。マネタリーベースについては、コミュニケーション上も使われなくなっており、タイミングをみて廃する必要があると考えている。

次はポートフォリオリバランスである。マイナス金利のもと、80兆円の増加を目指す長国買入れにより、ポートフォリオリバランスが強力に進行している。しかし、国内においての再投資のオプションが限られていることから、期待される効果に必ずしも繋がらないものと考えている。一部の主体は、国債でプラス利回りの残る超長期ゾーンの投資に向かったり、また、多くの主体が外物の投資に向かっている。外物の投資は、外国のアセットクラスのリスクプレミアムを低下させるものであり、わが国経済に直接的な効果をもたらすものではない。さらに、外への投資の大きな部分は為替ヘッジ付きとなっており、為替相場へはニュートラルである一方、ヘッジプレミアムの拡大を通じて外国金融機関などへの一種の所得移転をもたらすとともに、彼等の円LIBOR、TIBORを大きく引き下げ

る要因ともなる。

最後に、実質金利の考え方である。本行は長期国債の名目金利から予想物価上昇率を引いたものを実質金利としてみているが、予想物価上昇率を特定することが困難である点は、これまでも申し上げてきたところであるが、名目金利についても、民間の資金調達金利にゼロ制約があるとみられ、マイナス金利のもとで国債の金利と民間の金利との乖離が拡大している。実体経済に影響を与えるのは民間の金利であるはずなので、実質金利を考える際の名目金利水準について国債を使うことについても問題があると思っている。

以上、幾つか申し上げたが、マイナス金利付きQQEは各経済主体の金融行動を大きく変える強力な政策であるが、その一方で政策効果の波及メカニズムは必ずしも想定どおりとなっていないと思う。QQEも3年経過し、2%の物価安定目標の達成までまだ先がある状況のもとで、大きな困難を伴うとはいえ、今後、政策枠組みの再構築を図っていく必要があると思う。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

マイナス金利付き量的・質的金融緩和の発表から約1か月半、またマイナスの付利開始から1か月経過し、本日で2月の準備預金の積み期間が終わる。この間、短期金融市場の機能縮小のため、短期ゾーンの金利低下幅は予想未満であったが、債券市場では長期・超長期ゾーンで予想以上の金利低下となった。総じて、イールドカーブの起点を引き下げることですらなるカーブの押し下げを目指すという執行部の当初の狙い以上に、長めの金利には効果があったと言えると思う。

しかしながら、前回会合後、ほどなくして株式市場は銀行株を筆頭に急落し、為替市場は円高となった。また、一部国債窓販商品の販売停止やM

MF といった安全運用商品の募集停止、繰り上げ償還の動きが相次いだ。これらを受けて、家計、草の根マインドも悪化した。一昨年 10 月の Q QE 拡大時とは異なり、株高、円安といった市場の短期的な効果がみられないうえに、預金の目減りへの不安感はもとより、マイナス金利という奇策を取らなければならないほど日本経済は悪化しているとの誤った認識が浸透したことが要因と思われる。

また、金融機関はイールドカーブの極度のフラット化と利回りのマイナス化から限界的な資産の逆鞘リスクに直面している。限界的な資産の逆鞘化はバランスシート拡張ではなく、圧縮が合理的な経営判断となることを意味する。現に銀行業界からは、これまでとは 180 度逆に営業に預金は集めるなど言うことで現場は相当混乱するといった苦悩の声が聞かれる。さらに、当面の問題として、システムや契約法務、税制、会計など制度面の検討など、金融機関は様々な課題に直面している。強い収益下押し圧力に晒される中でビジネスモデルの転換を迫られ、さらにシステム対応などにマンパワーを割かざるを得ない状況では、前向きなビジネス拡大よりもまずは守りの姿勢となることはやむを得ないであろう。

先行きは、信用コストの高い先への融資抑制や引き揚げ、資金アクセスの乏しい企業への貸出金利の引き上げなどの動きが広がる可能性がある。また、収益・体力面に課題を抱える金融機関でリスク検証をおざなりにした投融資が行われる危険性もある。僅かなプラスの利回りを求め、超長期国債に向かう動きは既に一部の地域金融機関に出ている。さらに、過度に銀行に資金が集中する歪みが生じ、リスクの担い手も減り、市場参加者の多様性が失われつつある。

このように、マイナス金利は、金融仲介機能を低下させ、実体経済に悪影響をもたらすほか、将来の金融不均衡蓄積のリスクを高めることが想定される。一方で、マイナス金利政策の経済効果についても見方が分かれ、これも人々がこの政策に対し不信感を高める 1 つの要因となっていると思う。この点、市場金利の低下を受けて、住宅ローン金利や企業の調達金利の低下が既に生じていることは事実で、執行部はこれらの金利低下を政

策効果と称している。しかし、これは単なる同義反復であり、説得力に欠ける。マイナス金利政策を続けるのであれば、例えば住宅ローンの借換えによるマクロの所得効果、あるいは企業の調達金利低下による設備投資への効果などを説得的に示していくことが、人々の拒否反応を和らげるうえで重要であろう。

なお、長期・超長期の金利低下だが、これはマイナス金利のもとで行き場を失った資金が search for yield で辛うじてプラスの金利が残っているゾーンに染み出したもので、本行が狙っているポートフォリオリバランスにはむしろ逆行している。長期・超長期ゾーンの金利低下は、一面では政策効果には繋がるかもしれないが、むしろ過度の金利低下が年金負債の割引率の低下を通じて、社会保障制度の持続性を脅かすほか、企業財務にも相応のマイナス影響を及ぼし、人々の将来へのコンフィデンスを損なう惧れもある。その点、執行部は欧州を例示して先行きマイナス金利深掘りの可能性を示したが、欧州諸国の先例は銀行貸出のマージンが元々日本より厚めであるなど、日本の置かれた状況とは異なるため、欧州を真似て先行きマイナス金利を掘り下げることが危険である。

いずれにしても、以上縷々述べたように、何かしらの理由で経済、市場が好転しない限り、マイナス金利に対するマインド面の改善は期待できない。一方で、QQE導入・拡大時以上に金融機関経営や市場にストレスをかけたことで、2%の物価安定の目標実現に対する説明責任や結果責任はこれまで以上に強まった。私としては、マイナス金利導入によるプラス効果よりも副作用が大きいと考えており、後程マイナス金利修正の議案を提出したいと思う。

最後に、私は、マイナス金利政策はマネタリーベースの増加目標にコミットしたままでは矛盾があると考え、前回会合でマイナスの付利に反対した。しかし、日銀当座預金の三層構造は将来の出口政策の際のツールとしては優れた仕組みになり得ると思うので、仕組みは残しておいて良いと思う。これによって、きたるべき出口の際に、国債市場における金利の跳ね上がりを抑え、また本行P/Lへの影響を最小限に抑えつつ短期金利の

誘導目標の引き上げを図ることも展望できる。その点、マイナス金利政策は出口政策の初期段階で過渡的に用いる政策であり、この局面での導入はタイミングを誤っているというように考えている。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

年初来の株式市場の動揺と実体経済悪化の動き、予想物価上昇率の低迷にに応じて、マイナス金利付き量的・質的金融緩和を行った。その後の動きをみると、想定どおりになっていると思う。金利は全ての期間に亘って低下し、イールドカーブ全体を押し下げている。これによって金融機関の行動に大きな混乱がないようであるのは、マイナス金利の３層構造の仕組みによるものである。金利低下の実体経済に与える影響は、既に一部住宅ローン市場に表れている。また、MR F へのマイナス金利適用除外など、混乱を避けるために着実に手を打っている。３層構造の仕組みと合わせ、金融緩和を混乱なく行うために執行部が着実に手を打っていることを評価したいと思う。マイナス金利に反対した委員も、マイナス金利政策を円滑に進めるための方策には賛同しているのは、執行部が着実に手を打っているということだと思う。

銀行が長短金利差で利益を得るものである以上、追加緩和で、イールドカーブがそれ以前よりもフラットになったことに不満があるのはもっともだが、利益の源泉が長短金利差だけであれば、そのような銀行が金融仲介を十分に行っているとは言えない。また、デフレ脱却が銀行収益をより大きく改善することを指摘しておきたい。因みに、2013 年 4 月の量的・質的金融緩和以来、銀行部門全体の利益は高い水準で安定している。これはデフレから脱却し、信用リスクが逡減し、イールドカーブが立てば、銀行収益がさらに増大することを示唆している。マイナス金利に対する反対論には、銀行収益の悪化を指摘するものが多いが、銀行が儲からなくなる

から追加緩和に反対だというのは、農家が困るからＴＰＰに反対するのと同じである。そもそも、金融緩和もＴＰＰも長期的に日本経済を強くし、それを通じて金融も農業も強くすることを忘れてはならない。

現在も株式市場の動揺は続いており、また、実体経済についても冴えない指標が表れているが、マイナス金利の効果を見極めるために今暫く待つことは可能であると思う。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、従来からの自身の考えは変わらないため、同様の提案を後に提出したいと思う。量的・質的金融緩和の限界的効果が逓減する一方、流動性や価格発見機能の低下などの国債市場の歪みとその波及効果、資産買入れの限界やそれが意識された場合の市場のボラティリティの上昇、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といった数多くの副作用は逓減していないため、資産買入れ規模を減らすことで当面の買入策の安定性をむしろ高めつつ、限界的な効果と副作用のバランスを改善できると引き続き考えている。他方、前回会合では、市場機能、金融仲介機能や、国債買入策と国債市場の安定性に与える悪影響に配慮してマイナス金利導入に反対したが、その考えは今も変わらない。従来の制度がより適切と考えている。

まず、長期国債買入策に関してであるが、2016年度は本行による長期国債のグロス購入額が政府によるグロスの市中発行額と並ぶという節目の時期に当たり、まさにそのタイミングでマイナス金利が導入されたという事実を改めて確認しておきたいと思う。このことは、今まで本行の円滑な国債買入れを助けてきた金融機関が手持ちの国債の償還見合いで国債保有額を削減するという行動だけでは、年間 80 兆円の残高増加目標は達

成できなくなってきたことを意味している。従って、その分は、金融機関が償還前に国債を売却することで補われる必要があるが、前回議論したように、当座預金金利がマイナスに下がり、保有国債の利回りとの乖離が拡大したことで、金融機関が償還前に売却するインセンティブは大きく低下したはずである。それによって、本行の国債買入れの安定性、持続性は潜在的に低下する。国債市場が過度に逼迫することや、先々本行による買入れの持続性への不確実性が高まることで、国債市場のボラティリティが高まり、タームプレミアムが上昇すると、国債買入れを通じて実質金利を低下させてきた今までの政策効果が損なわれ、金融市場、実体経済を不安定にする可能性がある。マクロ金融政策面では、副作用を上回る効果が期待できる政策を発動する余地が限られてきた中では、国債市場の安定維持を通じて、今まで獲得してきた政策効果を今後もしっかりと確保していくということが特に重要であり、国債買入額の減額はそれに資すると考えている。

次に、物価の安定と並んで本行の使命である金融システムの安定について申し上げる。金融システムの安定は確保されているとの認識のもとで、マクロ金融政策としての異例の資産買入策やマイナス金利導入が決定されてきたのだと思うが、日本の金融システムは潜在的には脆弱性を抱える一方、今までの金融政策でそれが助長されてきた面があると思う。この点から、物価の安定から金融システムの安定へと政策の重点を移していく、いわば政策のリバランスが必要な局面にきていると感じている。私が特に注目しているのは金融機関の低い収益性と市場流動性の低下の2点である。地域金融機関はコア業務純益の低下傾向に歯止めがかかっておらず、損失吸収力はかなり低い状況である。こうした中で景気情勢が悪化すれば、信用コストの上昇とともに収益環境は一気に厳しくなる。先行きの収益力の見通しが低い中でこうした事態が生じれば、銀行の信用力が低下しやすく、また、銀行は赤字回避や資本復元を目指して、新規貸出の抑制や金融資産の売却など、リスクを回避する動きを俄かに強め、経済や金融市場の安定を損ねる可能性がある。さらに一部の銀行では、円貨の流動性確保の

傾向を強める可能性もあり得ると思う。国債買入策を通じて国債流通市場の取引が細っている中で、マイナス金利導入に伴い短期金融市場が大幅に縮小するなど、市場流動性が極度に低下しているもとで、こうした行動は市場の混乱を生むとともに、金融機関が十分な資金を調達できなくなるとの思惑を呼ぶ可能性も考えられる。金融システム全体としては安定を維持しており、円貨流動性は十分に確保されているが、一部の金融機関の問題が、全体に波及するシステムリスクに配慮する必要があると思う。

最後に、金融システムの安定を重視した政策の今後の選択肢についてであるが、既に述べたように、マクロ金融政策として有効な追加策を探すのが難しい反面、金融システムの安定に資する政策の余地は逆に大きいと考えている。その中で、本行に最も期待されているのは、流動性供給機能の拡充だと思う。現在の状況では、金融機関の資金ニーズは強くないとしても、金融機関がいつでも必要な資金を調達できる環境をしっかりと確保しておくことが、信用秩序の維持、ひいては経済の安定に貢献すると思う。この観点から特に問題だと考えているのは、マイナス金利導入とともに共通担保オペが逆鞘になり、その利用が激減していることである。まずは、本行が最後の貸し手としての役割を求められるような危機時に至る前に、共通担保オペの逆鞘を解消し、その機能を回復しておくことが重要と考える。そのうえで、今後、経済・金融情勢が著しく悪化する事態が生じた場合には、マネタリーベースの増額目標を一時的に停止して、共通担保オペの利用を無制限にするといったことも選択肢になると考えている。また、各種金融取引の妨げとなり得る国債担保不足への対応として、本行の国債補完供給制度の大幅拡充なども将来の選択肢になると思う。さらに主要行のドル調達に支障が生じないようにするために、他国との調整を進めて、入札頻度、利用期間などの面でドル資金供給オペの拡充を図ることも検討課題ではないかと考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

消費者物価であるが、消費者物価の前年比は、消費増税後の弱い消費と原油価格の下落とを考慮すると、暫くの間は0%台前半で推移し、マイナスになる月もあると予想している。最近の円高も短期的には物価引き下げ要因だと思う。しかし、原油価格が2月半ばに下げ止まり、上昇傾向に転じているので、消費者物価は1月の展望レポートで示した線に沿って、2017年度前半頃に2%に達成すると予想している。なお、年初来のドル／円レートは、日銀短観で示された企業の想定レートを下回っており、2%の物価安定達成の時期を後ずれさせる可能性があるので、年初来の円高・ドル安をもたらした要因を金融政策との関係で考えてみたいと思う。

第1は、日米名目金利差、これは日本の長期国債金利から米国の長期国債金利を引いたもので計算するが、この日米名目金利差のマイナス幅が縮小したことが、円高・ドル安の要因の1つだと思う。日米名目金利差は2015年末には-2%であったが、2016年初来、日本の金利の低下が米国の金利低下よりも小さかったため、そのマイナス幅が縮小し始め、2月中旬頃には、2015年末の-2%から-1.7%へと縮小した。これは円高・ドル安要因だと思う。

第2は、日米の予想インフレ率差であるが、この予想インフレ率として、日本のB E Iは信頼性に欠けるが、名目金利との関係で他に適当なB E Iがないので、日本のB E Iと米国のB E Iを引いたものを日米予想インフレ率差とするが、このマイナス幅が拡大したことが、やはり円高・ドル安の1つの要因だと思う。日米予想インフレ率差は、2015年末は-0.87%だったが、2016年初来、日本の予想インフレ率の低下が米国のそれを上回ったため、2016年3月初めには、2015年末の-0.87%から-1.3%へと、そのマイナス幅が拡大した。これは、円高・ドル安要因になったと思う。

以上の円高・ドル安をもたらした2つの要因は、日米予想実質金利差のマイナス幅を縮小させることを通じて、円高・ドル安要因になったというように考えることもできる。

なお、以上に加えて、2016 年初来のリスク回避ムードが安全資産とみられる円保有のリスクプレミアムを低下させたことも、円高要因になったと考えている。

以上に述べた円高要因のうちの日米の名目金利差は、マイナス金利政策の導入によって、直近では 2015 年末の－2%台まで戻って、そのマイナス幅は拡大しているの、円高が修正される要因になっている。他方、2 月下旬以降、アメリカの予想インフレ率が上昇に転じているのに対して、日本の予想インフレ率は依然として低迷しているため、日米予想インフレ率差のマイナス幅は直近でも拡大傾向がとまっておらず、なお円高・ドル安要因になっていることには注意すべきだと思う。

そこで、1 月に導入したマイナス金利付き量的・質的金融緩和であるが、それを実施した直後からのリスクオフムードによって、株安・円高が進んだため、このマイナス金利付き量的・質的金融緩和の需要刺激効果や物価引き上げ効果を否定したり、マイナス金利が株安・円高をもたらしたといった議論が出現したほどであった。しかし、金融市場が落ち着きを取り戻すにつれて、マイナス金利は所期の効果を発揮すると考えている。年初来、円高と予想実質金利の上昇の要因となっていた日本の予想インフレ率の低下も、直近では水準は低いものの、緩やかであるが上昇に転じている。従って、現在はマイナス金利付き量的・質的金融緩和の効果を見守る段階であり、金融政策は現状維持が適切であると考えている。

なお、前のラウンドで述べたように、リスク回避ムードが復活して、デフレマインドの転換が遅延するリスクは解消された訳ではない。そうしたリスクが顕在化する蓋然性が高いと判断される場合には、躊躇なく追加緩和すべきだと考えている。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

マイナス金利付き量的・質的金融緩和を導入してから1か月半が経過をしたので、この間の市場の反応とか国民の受け止め方を踏まえて2点ほど述べたいと思う。まず第1に成果であるが、金利を低下させるという点で、これは極めて大きな効果を発揮していると思う。1月末以降、イールドカーブは全てのゾーンで大幅に低下をしている。これは、日銀当預の限界的な部分にのみマイナス金利を適用することで、実際にイールドカーブの起点を引き下げることができたということであり、また、それと同時に長期国債の大規模な買入れとが相俟って一層強い効果を発揮したということだと思う。その意味で、制度設計の段階で意図していたとおりの効果が現れているというように思う。そのもとで、貸出の基準となるTIBORや住宅ローン金利も既にはっきりと低下をしており、金融環境は極めて緩和した状態にあると思う。このように円の金利が低下していることとか、仕組みとして一段の追加緩和が可能であるということは、他の条件を一定とすれば、本来株高・円安方向に作用するはずである。にもかかわらず、マイナス金利政策導入以降、株安・円高が進んだのは、それ以上に投資家のリスク回避姿勢が強かったということだと思う。マイナス金利政策が銀行収益に改めて目線を向けさせたという面はあったにせよ、この政策の導入自体が株安・円高を招いたという見方は短絡的で正しくないと考えている。

第2に、コミュニケーション上の課題である。まず、国民一般に対するコミュニケーションであるが、マイナス金利政策の導入をきっかけに、低金利政策のデメリットが改めて強く意識されたように思う。住宅ローンなどの借入がなく、金融資産の大半を預金で保有している人々にとって、金利低下の直接的なメリットがないことは確かである。しかし、個人の預金金利がマイナスにならない以上は、今回のマイナス金利政策の導入は、これまでの量的・質的金融緩和の、本質的には延長線上に位置付けられるものであって、質的な違いがもたらされる訳ではないと考えている。そのうえでということになるが、日本銀行の情報発信上は、マイナス金利付き

量的・質的金融緩和が国民経済にもたらす効果について、金融機関との取引の収支という点に限定するのではなくて、経済全体としての雇用や所得改善を含めた幅広いメリットがあることを根気よく説明して、広く国民各層の理解を求めていく必要があると思う。

次に、金融機関の収益とか金融仲介機能への影響に関するコミュニケーションであるが、これも2点ほどある。第1に欧州との比較であるが、欧州では、金融機関収益の圧迫が金融仲介機能を弱める可能性が、切実な問題として意識をされているというように思う。ドラギECB総裁も、先週の記者会見でマイナス金利の一段の低下が金融システムに与える影響について発言をしておられた。日本の状況は、と言うと、欧州とは異なる面があると思う。まず、階層構造の採用によって直接的な金融機関収益への影響は最小限にとどめている。また、日本の金融機関は、リーマン・ショックや欧州債務危機による損失が小さく、資本基盤が充実をしていることから、高い財務の健全性を保っているところである。そのため、金融仲介機能が直ちに弱まるとは考えにくいと思っている。

第2に、日本の金融機関の収益は、足もとでは地銀も含めて高い水準にある。その理由は、景気回復によって貸出が増加をして、また、信用コストが減少していることなどが金融機関の収益にプラスに働いているからである。このように、金融機関の収益は、景気回復によってプラスの影響を受けているものであり、マイナス金利付き量的・質的金融緩和も、景気全般を改善させることで、金利体系をより早く正常な姿に戻すことを通じて金融機関収益にプラスに作用するということを、しっかりと説明していくべきだと思っている。ただ、その際に、日本では、イールドカーブの潰れた状態が既に長い間続いてきたことが預貸金利鞘を圧縮して、金融機関の収益構造を潜在的に弱めていることを認識したうえで説明を重ねていく必要があるというように思う。

当面の金融政策運営であるが、2%の物価安定目標の早期実現に向けて、現在の政策を着実に進めていくことが肝心であり、金融市場調節方針、政策金利については現状維持で良いと考える。資産買入れについても、4月

からE T Fの年間買入額を予定どおり増加させるという点以外は、現状維持で良いと思う。マイナス金利については、自分達は、色々な問題があることを認識したうえで、その時点で利用可能な情報をベースにプロ・コンを十分踏まえたうえで、policymaker、政策当局としてマイナス金利導入に踏み切ったところである。デフレの息の根を止める、経済を再生軌道に戻す、そういったミッション達成のために、リスクを認識した以上、何もしないという選択は政策当局にはあり得なかったというように私は思っている。これまで想定したとおりの部分もあるし、想定を超えた部分もあったが、責任を持って決めた以上、緩和効果を最大限に引き出すため、本日議論したようなM R Fや貸出支援基金の取扱いのように、改良、工夫を重ねていくことは、政策当局の責任を果たすということと何も矛盾しないし、当然のことと思う。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極めて緩和した状態にあり、こうした金融環境と高水準の収益とが相俟って、多くの企業は潤沢な資金に恵まれている。しかし、人口の減少する日本の将来性や世界経済の不確実性に対する不安心理から、成長戦略の方向性について迷っている企業も少なくないようである。このため、国内での設備投資の活発化が遅れ気味で、どちらかと言うと国内外のM & Aや自社株買いの比重が高まる傾向がみられる。しかし、同時に一方で、各企業のグローバルな成長戦略における日本経済の重要性についての再認識、すなわち、日本企業にとって日本でやるのが最も有利なことがある、との見直しが進みつつあるとみている。これに加えて、デフレ脱却のコミットメントと政策の継続性に対する信認が一層深まっていけば、不安心理の払拭が進み、設備投資の積極化と成長力の回復に繋がっていくと期待している。

次に物価動向である。まず資源市況である。極く最近、多少の上昇がみられるものの、石油をはじめ、ほぼ全ての資源価格が低水準にある。市場の投機的な動きによる上下動もさることながら、ファンダメンタルズに基づく実際の需給に相応の緩みがあり、こうした傾向が改善するには時間がかかると思われる。引き続き、OPECを取り巻く政治的動きを注目していく。為替は、経常収支の黒字傾向等を踏まえると、円高圧力が続くことも想定しておくべきだとみている。以上、当面、資源市況と為替は物価押し上げには繋がらない。

次に、需給ギャップについては改善方向にあると判断している。まず設備面では、高付加価値製品を中心に稼働率の上昇が見込まれるほか、労働需給面では、失業率、求人倍率等の関連指標はさらなる改善を示している。こうした労働需給の逼迫は、賃上げなどの待遇改善、さらには働き方改革などに結び付き、日本経済の成長力強化に繋がるとみているが、幾分時間を要している。ただ、既に一部では、勤務形態などを工夫してパート人員を囲い込もうとする動きや、人手確保のための賃上げもみられており、徐々に労働力投入と生産性の底上げが進行しているとみている。

需要面について補足する。需要は、輸出と国内需要というカテゴリーに分けて考えられるが、近年外需の一形態としてのインバウンド消費が相応の比重となってきた。日本の客人をもてなす文化と豊かな観光資源、さらには安全な環境、また一方の中国やASEANという近隣諸国の経済力からみて、今後インバウンド消費は、日本の人口減少による需要減退の穴を持続的に補填するファクターの1つとして期待できると思っている。

次に、予想物価上昇率については、やや長い目でみれば上昇していると判断しているが、このところ弱含みの動きがみられる。もっとも、生鮮とエネルギーを除く消費者物価の前年比は+1%を超えているほか、企業の価格設定スタンスは明確に変化しており、消費者も雇用・所得環境の改善などを受けて価格改定を受け入れているように窺われる。実際の経済活動を行い価格動向に日々接している消費者や企業経営者の間では、今やデフレではない、との認識にあると思う。ただし、残念ながら現時点ではそう

した認識を持ちながらも、賃金上昇がやや鈍いことや将来の不確実性への不安心理などから、消費や投資の積極化に繋がっているとまでは言えず、そのプロセスはゆっくりである。さらに年初からの国際金融市場の動きは、境界を越えて実体経済の好循環を一層スローダウンしかねないリスクである。

このように、需給ギャップと予想物価上昇率は、リスクを伴いながらも物価押し上げに作用しているとみられる。従って、今後、油価下落等の下げ圧力が残るが、消費者物価は物価安定目標である＋２％へ向けて進んでいるとみている。

最後に金融政策であるが、以上のような金融環境と物価動向を踏まえ、本日、先程既に決議された措置も織り込んだうえで、現在の金融政策方針を継続することが上策と考える。前回の会合では、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ことに対して、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入を決定したが、現在は、住宅ローン金利や貸出金利の低下などに始まった効果と、経済・物価動向並びに金融市場の動きを注視していく段階だと思っている。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入決定後、短期・長期の国債利回りは大幅に低下し、これを受けて貸出の基準となる金利や住宅ローンの金利は、はっきりと低下しており、金利面では、効果は既に現れているという見方で概ね一致していた。ただし、金融市場調節方針、資産買入方針および政策金利については、大方の意見はこれまでの方針を継続することが適当ということであったと思うが、佐藤委員は政策金利について異なる考え方をお持ちであり、また木内委員は金融市場調節方針・資産買入方針および政策金利について異なる意見を述べた。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当ということ概ね一致したのではな

いかと思う。すなわち、日本銀行は、2%の物価安定の目標を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、現状のような金融緩和を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検して、必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な措置を検討するということかと思う。なお、企業・家計の支出活動を支える金融環境については、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入決定以降、企業や家計の資金調達コストが極めて低い水準まで低下していることを踏まえると、現状評価としては、極めて緩和した状態にあるということで、概ね意見が一致していたかと思う。

なお、物価面については、先ほども申し上げたが、足もと、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は0%となっていること、あるいはそのもとで、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と、また、予想物価上昇率については、前のセッションでも今回も、色々なことが指摘され、先ほど申し上げたようにマーケット指標あるいは各種アンケート調査がこのところ弱含んでいること等を踏まえると、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられるが、このところは弱含んでいるという評価で良いのではないかと思う。

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見がありましたら、どうぞ。

白井委員

欧州で、スイス、スウェーデン、デンマーク、ECBがマイナス金利を導入しているが、欧州と日本とでは、銀行収益への影響が異なっていたと思う。スウェーデン、デンマーク、スイスでは、家計の債務が大きくなり過ぎ、これ以上伸びたら金融の不安定リスクが出てきて問題になる位まで、住宅ローンが大変伸びている。また、スプレッドが日本よりずっと大きい。スウェーデン、デンマークでは2%以上もある。家計のローンが増えているので、スプレッドが多少狭まっても、銀行がそれなりに収益を稼げる状況があったと思う。ドイツをみると、2014年6月よりマイナス金利を導

入しているが、それ以降の彼等の貸出残高は、現在たったの+1.6%しか伸びておらず、家計債務はほとんど伸びていない。ドイツの場合は、全部、マイナスの付利金利の影響を受けており、プラスの効果が出ていないとしてマイナス金利を批判するのには、そういうところがあると思う。ユーロ対ドルという面でみても、2014年6月、2014年9月、2015年12月、2016年3月のマイナス金利の導入、拡大の時、全てユーロは対ドルで増価している。金利低下期待がある時に、ユーロのショートポジションを組んで、それを巻き戻しているのである。そうしたことを含めて、マイナス金利にどのような影響があるのか、もう少し慎重に検討してから導入を考えるべきであったと思う。日本にとってマイナス金利の固有の問題は、欧州よりずっと大きかったと思う。

最後に、中曽副総裁が今回、1月に中央銀行が何もしないという選択肢はなかったと話されたが、私は、それはあると思う。常に私が申し上げているように、計画立てて、きちんとした説明を行っていけば、それはできる訳である。そのように話されるのなら、これからずっと催促相場の時には、日本銀行しかないとなったら、いつも動くのかということになる。選択肢は常にある。

佐藤委員

白井委員のご意見に付け加えたい。何もしないという選択肢はなかった、ということであるが、既にQQEⅡでグロス買入れ120兆円、ネットで80兆円の買入れをコミットしている訳である。毎月10兆円、デルタを積み増しているということで、市場からその分のデュレーションを吸収し、毎回、毎回の会合で追加緩和しているのと事実上同じである。その意味では、以前の枠組みにあった資産買入れと、このQQEは、全く別の枠組みである。非常に強力な緩和効果を、追加的に毎回及ぼしていくというものである。私は、市場にそういう点をもっと懇切丁寧に説明していけば、それほど簡単に催促相場に陥ることは、避けられるのではないかと思う。

また、マイナス金利の効果についてである。執行部の説明を聞いている

と、金利が低下しているから効果が出ていると言われるが、金利を下げたから、金利が低下しているのもあって、これは同義反復で当たり前のことを言っていると思う。こういった説明を繰り返していると、マイナス金利政策への人々の反発を強めるだけで逆効果である。そういった意味では、マクロの所得効果がどうなのとか、設備投資への影響がどうなのとかといった説得的な材料を人々に対して積極的に示していく必要があるのではないかと思う。

それから、副作用について1つ言及したい。昨日も関根調査統計局長に質問した退職給付債務への影響についてである。タイミング良く3月1日付で調査統計局から論文が出ており、これによると確定給付型の企業年金の年金受給権の残高は2014年度末で130兆円ある。このうち企業年金の未認識債務、すなわち積立不足の部分であるが、これが25兆円と試算されている。前提となる割引率は約1.5%ということである。手許で大まかに試算すると、割引率が0.3%低下すれば、年金受給権の残高が10兆円程度拡大する。この企業年金の積立不足は、調査統計局の試算によると、バブル崩壊後の1990年代に急増して2002年度のピーク時に102兆円になった。企業の引当て努力もあって、最近はやや減少してきたということだ。しかし、最近の長期金利の低下により、1.5%の割引率は引き下げ方向での見直しが必至だと思われるほか、先般、企業会計の基準委員会でもマイナスの割引率を必ずしも排除しないという方針が示されている。こうした割引率の引き下げによって退職給付債務の増加が一定の閾値を超える場合、企業の引当て義務が生じることとなる。企業収益に影響が出るし、追加引当ての有無にかかわらず、企業価値への影響が生じることとなる。その影響は貸出金利の限界的な低下による企業収益へのプラス効果を大きく上回ると試算される。端的に言うと、長期金利の過度の低下のもとでは、金融緩和効果よりも、企業収益あるいは企業価値への影響を通じて、むしろ引締め効果が勝る側面があるということである。

中曽副総裁

何もしない選択肢がなかった、という意味は、幾つかの選択肢の中から、自分はこれしかないという意味で、マイナス金利政策を選択したということである。政策当局の中で育ってきた自分のような立場からすると、この選択肢を採ったのは、必然的な結果であったと、自分では思っている。

次に、コミュニケーションについて補足しておきたい。確かに皆様のご意見を伺っていると、マイナス金利政策には従来のQQEと異なるところがあるという点は、そのとおりだと思う。つまり、トランスミッション・メカニズムとしては、実質金利を押し下げていく。そこは変わっておらず、従来の延長線上にあると思われるが、実務負担を含めて、直接的な影響の及ぶ範囲が、従来の金融市場の参加者を超えて、広範な企業、国民各層に幅広く及ぶことは、確かに新しい面だと思う。個人預金者とか住宅ローンの借入者はもとより、信託銀行の銀行勘定貸を通じて当座預金に余資が流れ込む。企業年金の数は1信託当たり数千社に及ぶと聞かし、TIBORの連動貸出というのは1メガあたり数万社とも聞いている。本日議論したMRFは幅広い国民に証券決済機能を提供している。昨日、関根調査統計局長から説明のあったように、消費マインド指標にマイナス金利が材料になっているのも、この政策の直接的な影響が、国民の幅広い層に及んでいる現れだと思う。それ故、政策に関する自分達の情報発信も、対象が金融市場参加者なのか、事業法人なのか、国民各層なのか、相手に応じて丁寧に工夫を凝らしながら説明していく、その労を惜しんではいけないと改めて感じた。これは多くの委員が話されたとおりだと思う。

本日も佐藤委員ほか、従来も何人かの委員が話されていたことだが、マイナス金利政策というのは、本来、将来のテーパリングと組み合わせて、出口局面で使うのに適した政策の側面があるというご意見があった。これ自体は、私も共有している考え方である。今回、金利を引き下げる効果が非常に大きかったということを見るにつけ、これは出口付近で使える特性を十分に持った政策であるということを再確認した訳である。ただ、そう申し上げたうえで、今回、導入した経緯というのは、金融緩和強化のため

であって、出口での活用余地というものは温存しつつ、緩和効果を最大限引き出すため、改良・工夫を重ねていく、今はそのような段階であろうと思う。

木内委員が金融機関の収益構造の脆弱性について話されたが、それはそのとおりだと思う。その遠因について考えてみると、潜在成長率が下がり、自然利子率が下がって、金融機関の貸出金利が低位にずっととどまってしまう中で、収益力が構造的に弱くなるし、経済の中に非効率も温存されるということだ。そういう中で構造的に脆弱性が溜まってきているのだとすれば、どうすれば良いかという、成長戦略であって、それにより潜在成長率を引き上げていくことが、金融システムの安定にとっても、中長期的に大事なことだと、皆さんのご意見を聞いていて思った。

原田委員

佐藤委員の試算についてだが、退職給付債務がマイナスであるというのは、現在価値を計算するから大きな金額になる。一方、金利を少し位下げても企業の収益にあまり大きく貢献しないではないか、というのは、毎年の金額を1年だけ計算しているからであって、これは両方とも現在価値で計算しないと意味はないと申し上げておきたい。

それから金融機関の脆弱性についてだが、自然利子率が下がって、設備投資需要が減っている中で、今までと同じだけの銀行があるから貸出競争が厳しくなる。全体を減らさない限り、収益が厳しくなるのは当たり前である。例えば、農業部門の生産性が上がっても、農産物への需要は大して増えないから、価格が低下し、利益が減ってしまうこともある。このように、状況が変わったのに、今までと同じだけの企業が残っていることに根本的な問題がある。何か日本銀行が操作して儲かるようにしてやれば、何とかかなるというのは全く間違っていると私は思う。

白井委員

中曽副総裁のおっしゃったことは、よく分かる。しかし、これは私が3

年間申し上げてきたことなのだが、日本銀行のコミュニケーションが市場を煽るようなことをやってきた結果だと思う。

最後に岩田副総裁に質問させて頂きたいのだが、第1ラウンドで、消費が弱いの中には、確かに家計調査のサンプル問題等もあるが、サンプル問題以外の問題もあるかもしれないということを懸念していると話された。私も、そこは同感である。実際、消費財総供給という鉱工業生産統計からみると、最近では若干上がっている。ただ、そのデータでみても、QQE前からは下がっている。そこは色々な要因があると思うが、生産統計でみてもQQE前より低い状況で、もしかすると家計のサンプル問題だけではない何かがあるかもしれないにもかかわらず、それでも2017年度前半に2%程度に達するというのは、どういうメカニズムでおっしゃっているのか。

岩田副総裁

消費は弱いというが、実態はどうなのかということだ。その消費も、弱いなら弱いなりに、需要を喚起するために、どうするのか。例えば、弱くて物価の基調が下がってくるとか、予想インフレ率が下がってくるといふなら、追加緩和も辞さないということである。成長戦略とかは他でやるので、ここでいくら言っても仕方がなく、ここでは金融政策しかできないので、私達の責務として、金融政策でやるということなのである。その金融政策をやる場合に、本当の消費の実態はどうなのかということを知っておかないと、実は消費は強いのに、弱い統計が出たので金融緩和をしたとなると、今度はやり過ぎてしまうということになる。そこで、もう少し実態を把握すべく、本当にサンプル問題のせいなのか、もしサンプル問題のせいということであれば、サンプル問題を超えるような分析を行うよう、昨日、関根調査統計局長にお願いした訳である。例えば、販売統計の方が良いのであれば、販売統計からインバウンドを引いて、昨日、原田委員がおっしゃったような介護とか、そうしたものを引いたデータを作るのは、時間がなくて無理なのかと聞いたのである。要するに、実態をよく知ったうえ

で金融政策を行わないと、間違うという意味で言ったのである。

白井委員

分かった。ただ、生産統計でみても弱いので、そうであればこれまでの金融緩和効果が十分ではない、もっと必要であるということか。

岩田副総裁

もし、そうであれば、そういうことになる。

白井委員

生産統計からも、そうみえる。

佐藤委員

先程の年金債務について補足しておきたい。原田委員のご指摘のとおりであって、年金の負債が現在価値である一方、企業収益の影響は期間分として出てくる。色々な仮定の仕方があろうと思うが、例えば割引率が単純にゼロになると仮定すると、今の弾性値では 50 兆円程度の影響が出てくる。これに対して、企業の調達コストは、銀行貸出が 400 兆円として、これが 0.1%、全部パラレルでコストが下がるとすると、4,000 億円ということになる。これは年間の数字であるが、10 年分足し合わせても 4 兆円ということになる。年金の負債を現在価値に引き直した部分については、この割引率の低下する影響がアップフロントで一遍に出てくるインパクトは、大きいと思う。

それから、銀行収益への懸念からマイナス金利政策に反対であるということではない。少なくとも私は、そうした立場には立っていない。実際、QQEはカーブを押し下げる政策である。なぜカーブを押し下げる政策を行っているのかというと、短期金利がゼロ金利制約に直面してしまって、これ以上、下がらないから、ということであった。普通、金融政策の波及効果というのは、短期金利を下げることで、その場合はカーブが立つので

ある。カーブが立つと金融機関は儲かるのである。一方、ＱＱＥのもとでは、ゼロ金利制約でこれ以上短期金利が下がらないという中で、カーブを下げるということになるので、元々ＱＱＥというか、資産買入れを始めている時点で、銀行が儲からなくなる政策をずっとやってきているのである。それよりも、問題としては、プラスの金利とマイナスの金利で、効果が対称かということ、むしろ非対称に出てくるのではないかということである。すなわち、マイナスの金利のもとでは、銀行がバランスシートを圧縮するということが、むしろ合理的な経営判断に繋がるということで、例えば、貸出金利の引き上げ、あるいは不採算貸出の回収・預金との相殺ということに繋がっていく、要はクレジットクランチに繋がっていき得る話となるのではないか。そういう意味で、マイナス金利政策の効果ということは、もっとよく吟味しておくべきであったと私は思う。

原田委員

佐藤委員の計算について一言だけ申し上げたい。割引率が1.5%下がるけれども、借入金利は0.1%しか下がらないというのはおかしい。両方とも同じだけ下げないと計算上おかしいと申し上げておきたい。

佐藤委員

貸出約定平均金利は既に1%を割り込んでいるので、1.5%下がる訳はないのである。

布野委員

今回のマイナス金利付き量的・質的金融緩和で、金融機関への影響が議論されているし、心配もされている。企業の収益性というのは、企業の経営問題であり、金融機関の収益性というのは、業界全体の収益がどういう状態にあるかという問題であって、個々の取引における上下動を集積してみても、それは企業経営の問題とは若干、次元の異なる問題である。その2つを、両方睨みながらも、多少区別しないと、議論がやや混乱するよう

になってくるのではないかと懸念する。

黒田議長

私から1つだけ、フットノートのように申し上げると、住宅ローン金利が25bp位下がっている。確か経済財政諮問会議で、某大臣が話しておられたのだが、また、あるモデルの計算だと思うのだが、金利負担がそれで数百万円の単位で減少するということだ。それは家計として資産が増えたことと同じで、それ自体、消費にプラスであろうということであった。それと共に、それだけ累計の金利負担が減るということになれば、当然、住宅投資も刺激されるであろうとも話していた。そういうことも含めて、色々な方が言われたように、金利の下がることが主たるチャネルであるということは、QQE、量的・質的金融緩和を始めて以来、3年近くずっと申し上げてきたことである。今回のものも、それをさらに強化するということなのだが、色々な人が色々な意見を、広く国民一般まで含めて、言っておられる以上、国民生活とか、国民経済全体に対して、どういったプラスの影響が期待できるかということを、丁寧によく説明する必要がある、より深まっていると思った。

それでは、意見が出尽くしましたので、これ以上、特にご意見がなければ、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。

それではここで、政府からの出席者の方々にご発言頂きたい。最初に、坂井学財務副大臣お願いする。

坂井財務副大臣

先月、2月26、27日であったが、上海にて開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議では、財務大臣からの問題提起もあり、①市場の過度の変動に対する懸念の共有、②市場の信認を醸成し回復を維持・強化するため、金融、財政および構造政策など、全ての政策手段を個別に、また総合的に用いるとの決意、③巨額で変動しやすい資本フローに対処するための

政策手段および枠組みについて検証を行うとの方針など、日本として重要と考える要素が共同声明に盛り込まれた。引き続き、国際社会と連携しつつ、市場動向等を注視していく。

予算についてであるが、平成 28 年度予算については、3 月 1 日に衆議院で可決され、現在参議院でご審議頂いているところである。デフレ脱却・経済再生をさらに前進させるため、平成 27 年度補正予算を迅速かつ着実に実施するとともに、平成 28 年度予算および関連法案の早期成立に向けて引き続き取り組んでいく。

日本銀行におかれては、引き続き経済・物価情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて努力されることを期待している。以上である。

黒田議長

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。3 月 8 日に公表した 2015 年 10～12 月期 GDP 速報では、記録的な暖冬の影響もあり、前期比 -0.3% 、年率に換算すると -1.1% となったが、雇用者報酬は実質でも前期比 $+0.2\%$ 、前年同期比 $+1.7\%$ 、設備投資も 2 期連続プラス、2015 年は暦年でみれば実質成長率は $+0.5\%$ 、名目成長率 $+2.5\%$ 、GDP デフレーターは $+2\%$ と、名目、実質、物価のいずれもがプラスと、明るい動きがみられている。先行きについては、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、景気は緩やかな回復に向かうことが期待される。ただし、海外経済で弱さがみられており、中国をはじめとするアジア新興国や資源国等の景気が下振れし、わが国の景気が下押しされるリスクがある。こうした中で、海外経済の不確実性の高まりや金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断に当たっては、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説明する。平成27年度補正予算の早期実施と進捗管理について、安倍総理からの指示を受け、補正予算の効果を早期に発揮させていくため、内閣府として、平成27年度補正予算の進捗状況の調査を行うこととした。第1回の進捗状況調査は、本年度末時点の状況を取りまとめることとしている。また、平成28年度予算および関連法案の早期成立が、デフレ脱却を目指し、経済再生に向けた取組みをさらに進めるために極めて重要であると考えている。本年5月に開催されるG7サミットの議長国として、現下の世界的な経済状況に適切に対応するため、国際金融経済分析会合を立ち上げ、黒田総裁にもメンバーとしてご参加頂き、幅広く世界の経済・金融情勢について、内外の有識者から見解を伺うこととした。第1回会合は、3月16日を予定している。

最後に、日本銀行への期待を申し上げる。2月18日の経済財政諮問会議の金融政策・物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定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、今般のマイナス金利政策については、技術的で分かりにくい面もあるため、これまでもしっかりと説明して頂いているが、引き続き日本銀行として分かりやすく発信して頂き、今回の措置の効果が十分発現するよう取り組んで頂きたいと考えている。以上である。

VIII. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案、資産買入方針の議案、政策金利の議案、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。

[事務局より議長の議案を配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

佐藤委員

政策金利等の決定に関し、別途議案を提出したい。内容については、議案配付後に説明する。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針について、従来どおりの提案をしたい。

黒田議長

執行部は、佐藤委員および木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より佐藤委員および木内委員の議案を配付]

木内委員

考え方は先程申し上げたとおりである。対外公表文については、先行きの金融政策運営方針について、従来どおりの修正をしたいと思う。もう1点、対外公表文の3.の「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」という文章について、前回の展望レポートでも同じ文章があり、その際に修正したので、同様に「その後はかなり緩やかに上昇率を高めていく」と修正したい。予測期間中は、2%に達するということは展望できないと考えている。

佐藤委員

政策金利について、3段階の階層構造を維持しつつ、所要準備額を除く日本銀行当座預金について、マイナス金利適用以前の+0.1%の金利を適用することを提案する。これに伴い、貸出支援基金等は、従来の+0.1%の金利で実施することになる。さらに、こうした政策金利の調整を施すと、

幾つかテクニカルな事項が発生する。例えば、貸出増加支援等で0%の適用を前提に既に申込みの受付をしているので、詳細関連規程の改正については別途決定するというかたちで、議案を提出したい。

黒田議長

執行部から、佐藤委員提出の議案、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

議長案から申し上げる。3本ある。金融市場調節方針に関する議長案から申し上げる。

〔「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ〕

続いて、資産買入方針に関する議長案である。

〔「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ〕

政策金利に関する議長案である。

〔「政策金利の決定に関する件」を読み上げ〕

対外公表文の議長案である。「2016年3月15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、以下のとおり決定した」。以下、(1)で量、すなわち金融市場調節方針、(2)で質、すなわち資産買入れ方針、(3)で金利、すなわち政策金利について、今読み上げた文章と同じものが入っている。ただ、注が入っているので説明する。(2)②のETFについて、「3.3兆円」の部分に注が打っており、「このうち3,000億円の買入れは、2015年12月

の金融政策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 E T F の買入れの実施に伴うものである」と脚注に記載している。2. の現状、3. の先行き、4. のリスク要因については、今朝ほどご説明したとおりで、文章は一切変えていない。5. は、前回と同じであるが、「5. 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。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。6. が今朝ほどご決定頂いたものに関する部分である。「6. また、日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を円滑に実施する観点から、実務的な対応を決定した。すなわち、①0%の金利を適用する「マクロ加算残高」の見直しを原則として3か月毎に行う、②MR F の証券取引における決済機能に鑑み、MR F を受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（昨年の受託残高を上限とする）を加える、③金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、今後「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関については、増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算することとした」。その最後に注が打っており、「①および②については、本日公表の「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等について」参照。また、③については、基本要領の改正を次回金融政策決定会合で行ったうえ、5月積み期より適用する。なお、既存の残高については、1月の決定どおり、貸出支援基金等の残高相当額を「マクロ加算残高」に加算することとする。残高が減少した場合はその減少額だけ減算する」としている。

佐藤委員案は、先程ご説明があったとおりであるので、中身の説明は省略させて頂く。

木内委員案である。「金融市場調節および資産買入れ方針の決定に関する件」については、前回と同じで、マネタリーベース 45 兆円、長期国債 45 兆円、期間 7 年、E T F および J - R E I T がそれぞれ 1 兆円と 300

億円とされている。最後に、木内委員案の対外公表文である。５．は前回と同じなので省略する。３．の最後の部分である。「当面０％程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる」とされている。以上である。

黒田議長

ただ今説明のあった議案について、ご意見があればご発言頂きたい。なければ採決に入る。最初に佐藤委員提出の政策金利等、木内委員提出の金融市場調節および資産買入方針、次に議長提出の金融市場調節方針、資産買入方針、政策金利、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 01 分 政府からの出席者退室]

それでは、佐藤委員提出の政策金利等に関する議案の採決をお願いする。

[佐藤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：佐藤審議委員

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

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 2、反対 7、反対多数である。賛成は、佐藤委員のほか、木内委員である。

黒田議長

それでは、木内委員提出の金融市場調節方針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

以上のように、佐藤委員提出の議案および木内委員提出の議案は、反対

多数で否決された。それでは、議長提出の金融市場調節方針、資産買入方針、および政策金利に関する採決をお願いする。各委員におかれては、別紙1から別紙3までのそれぞれについて、賛否を○×の形式で記入したうえで署名して頂きたい。

〔「金融市場調節方針、資産買入方針および政策金利の決定に関する件」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）「金融市場調節方針の決定に関する件」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

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

（別紙2）「資産買入れ方針の決定に関する件」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

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

(別紙３)「政策金利の決定に関する件」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
石田審議委員
原田審議委員
布野審議委員
反対：佐藤審議委員
木内審議委員
棄権：なし
欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を順に申し上げる。(別紙１)金融市場調節方針については、賛成８、反対１、賛成多数である。反対は木内委員である。(別紙２)資産買入方針、賛成８、反対１、賛成多数である。反対は木内委員である。(別紙３)政策金利、賛成７、反対２、賛成多数である。反対は佐藤委員と木内委員である。

黒田議長

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。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。注が 4 つあり、(注 1) は木内委員提出の反対議案であるが、いつもと同じである。(注 2) を読み上げる。「木内委員は、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ね

ることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については+0.1%の金利を適用することが妥当として反対した。なお、佐藤委員より、3段階の階層構造を維持しつつ所要準備額を除く日本銀行当座預金について+0.1%の金利を適用する、貸出支援基金等は+0.1%の金利で実施するとの議案が提出され、反対多数で否決された」。(注3)は新しい提案である。

「木内委員より、消費者物価の前年比は、当面0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。(注4)は今までと同じである。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。

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。また、政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[12 時 17 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。佐藤委員案、木内委員案は、反対多数で否決された。

IX. 議事要旨（1 月 28、29 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、1 月 28、29 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 3 月 18 日金曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

X. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、4 月 27、28 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。

なお、前回の金融政策決定会合の開催中に、一部報道機関において、同会合の議論の内容とされる情報が報道された。日本銀行では、本件を受け、外部専門家の協力も得ながら、同会合に関係する日本銀行の役職員および政府関係者に対する調査のほか、盗聴探査や監視カメラ画像の確認等の調査を行ったが、情報漏えいが疑われる事実は発見されなかった。そのうえで、今回、日本銀行では情報管理強化策を講じ、既にご協力頂いたところ

である。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、改めて厳正な機密管理をお願いする。

白井委員は、今回が最後の決定会合となる。2011 年 4 月に就任後、2 % の物価安定の目標や量的・質的金融緩和の導入を含め、日本銀行がデフレ脱却に向けて様々な取組みを進めていく中で、決定会合における議論や対外情報発信において、特に理論面から多大な貢献をして頂いた。白井委員、長い間本当にお疲れ様でした。ありがとうございました。

白井委員

ありがとうございました。

黒田議長

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 35 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 35 分となった。なお、昨日決定した事項については、解禁時刻の 10 分後に对外公表するので、その時刻まで厳正な機密管理をお願いする。

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する。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 28 分閉会)

以 上