

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2016年4月27日（14:00～16:01）

4月28日（9:00～11:54）

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（ 〃 ）
石田浩二（審議委員）
佐藤健裕（ 〃 ）
木内登英（ 〃 ）
原田 泰（ 〃 ）
布野幸利（ 〃 ）
櫻井 眞（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官（27日）
	坂井 学	財務副大臣（28日）
内閣府	西川正郎	内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局審議役	高口博英（27日 15:02～16:01）
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（27日 15:02～16:01）
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	二宮拓人
企画局企画役	飯島浩太

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行であるが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、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、また明日は、展望レポートについての執行部説明、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめ、採決、展望レポートの基本的見解の取りまとめ、採決、3月14、15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する。

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する。

前田金融市場局長

席上にお配りした資料に沿ってご説明する。図表1のマネタリーベースとバランスシート項目で、全体としては特段大きな支障なく調節できてい

るが、この表の中で2点申し上げたい。まず、CP等である。4月20日現在では2.1兆円と2.2兆円の範囲内であるが、3月末は2兆円を若干切るような水準である。われわれは、それも2.2兆円の範囲内であると判断しているが、基本的には需給がタイト化するもとで、局面によっては2.2兆円をきっちり維持することは難しくなっている。もう1点は、共通担保資金供給である。これは金利がゼロであるので、応札がかなり減っており、昨年末が6.4兆円、それが直近では3.1兆円に減っている。その分を埋め合わせるために、国庫短期証券の買入れを3兆円程度増やしているという状況である。

図表3は国債買入オペの応札倍率である。国債買入オペの応札倍率をゾーン別書いている。全体としてみれば、今のところ大きな支障はなく維持できているということになり、応札倍率についてはマイナス金利導入後に多少下がったようなゾーンもあったが、足もとではそれなりに再び少し倍率が上昇している。これは、1つには、銀行勢等が4月に入って期初の益出しの売りに出ていることと3月の応札状況を眺めて、買入金額を若干減らすといった調整をしたことが影響している。ただ、国債市場のボラティリティは高く、今後とも安定的に買入れが可能かどうか、引き続き注意が必要かと思う。

図表4の短期国債買入オペ等について、1点だけ申し上げたい。CP等買入れについて、3月28日に6,000億円のオファーであったが、札を取ったのは0.88倍、5,300億位の札を取った。実際の応札はもう少しあった訳だが、一部の札を除外した。これは市場実勢や他の応札レートから乖離していると判断したものである。そのようにすることについては、オペ先にも知らせていることだが、より実態を踏まえて申し上げると、オペ先が、われわれの足もとをみるようなかたちで応札レートを毎回毎回徐々に引き下げてきており、同日のオペでは-1~-2%といった極端な札もあったため、そうした行動に歯止めをかけることを狙ったものである。その後、ご覧頂くと分かるように、平均落札レート、落札決定レートともに、かなりマイナス幅が縮小しており、一定の効果があったということかと思う。

基本的に需給がタイト化するもとで、買入残高 2.2 兆円をいつも厳格に維持しようとする、そうしたオペ先の行動は再び顕在化する可能性もあるかと思う。このため、状況次第では、再び一部の札を除外する等の対応を取る必要があると考えているが、それにより、2 兆円を若干下回るような局面も発生し得ることをご理解頂きたいと思う。

図表 5 の短期金利（１）についてご説明する。（１）短期金利、翌日物である。無担コールレートはゼロを若干下回る水準できていたが、4 月の積み期入り後から－7～－8 bp 程度まで低下している。これは 4 月から、信託が MRF 以外の投信に対して－10bp の手数料を課すことになったので、それを回避するために、投信が深めのマイナスでの運用を始めたためである。（２）国庫短期証券の利回り、3 か月物をご覧頂きたい。これは最近かなりボラタイルになっていて、一時、－90bp、－1 % 近くまでレートが低下したということが起きている。この背景については、私どもがオペでの買入れを次第に増やしていると、冒頭申し上げたとおりであるが、幾つかの銀行が時折、当座預金の圧縮目的で入札、あるいは市場で多額の購入を行うことが影響しており、振れが大きくなっている。この－1 % 近くまで下がったものは 603 回債ということになるが、あまりにも需給がタイトということで、私どもの直近の短期国債買入れでは同銘柄を除外する措置を取った。その後、レートが再び－30bp 位まで戻っている状況で、若干、落ち着きを取り戻したかと思っている。（３）コール市場の取引状況をご覧頂きたい。無担残高であるが、積み期に入って前半、後半とで振れが生じているが、低水準とも言えるし、均してみると少しずつ戻してきていると言えなくもない。2 月の積み期は取引残高のうち 8 割位が 0 % あるいは若干のプラスであったが、現在は取引残高のうちのほとんどがマイナスでの取引ということになっているので、マイナス金利の取引は、少しずつであるが、広がりつつあると考えている。

図表 6 の（１）日本銀行当座預金残高は、全体の当座預金を 3 つに分けたグラフであるが、一番右側の 4 月の積み期をご覧頂きたい。上限値はフルに枠を使った場合の数字であるが、マクロ加算残高が 3 月と比べてかな

り増加している。ご案内のとおり基準比率を2.5%、5兆円分を設定したことと、MRFの特例措置を7兆円程度とみているためである。業態別の動向について、極く簡単に、幾つかポイントを申し上げる。1つは、(2)政策金利残高の業態別分布の信託である。MRFの特例措置後も、まだ政策金利残高がかなり多い状況である。これは、グループ内でメガバンクに資金放出していると言っていたところが戻ってきたもので、メガバンクが受け入れられなくなってきたということである。地銀は、基礎残高に余裕枠があったが、3月末以降の財政への払いから基礎残高の余裕枠がなくなり、マイナス金利残高が増えてきている。この辺りは、コール市場でのマイナス取引の増加にも繋がっている。一方、都銀はマクロ加算残高を多少余している、あるいは、その他、これにはゆうちょ銀行が含まれるが、政策金利残高がまだかなり余っているということで、大手金融機関のコール市場での取引は、なお限定的である。

図表7の短期金利(2)の(1)TIBOR、LIBOR(3か月物)については、コールの低下に伴い、少しずつ下がっているが、まだプラスである。(2)CP発行レート(3か月物)も下がっている。先日、実は一部で発行レートがマイナス金利になった。しかし、証券保管振替機構の統計システムが対応できないということで、3月末以降公表が途切れるということである。大体、ゼロ近傍での発行となっている。(3)OISレート(会合間取引)であるが、ここにきて4月会合を含めレートが低下している。これは、コール市場自体の金利が下がっているということもあるが、今回を含め追加利下げが、ある程度、想定されていることが背景にある。

図表8はドル調達コストである。3か月物は、2月に少し上がってからやや高止まった状態が続く。背景は、生保等の投資家がヘッジ付きの外債投資を、ここにきて増やしていることが影響しているのだろうと思う。

図表9は本邦長期金利である。下のグラフをご覧頂くと、お分かり頂けるとおり、超長期ゾーンを中心に低下が続いている。これは理由が3つある。1つ目は、search for positive yieldの動きが続いていること、2つ目に、生保が、なおALM目的での購入を継続していること、3つ目に、

それらを見込んだ海外勢による、イールドカーブのフラットニングの動きが続いていることである。なかなか目線が定まらないので、暫くボラティルな動きになると思われる。

図表 13 の最近の国際金融市場動向（１）については、（１）ドルの名目実効為替レートであるが、３月のＦＯＭＣあるいは３月末のイエレンＦＲＢ議長発言を受け、Ｆｅｄの利上げ見通しがさらに後退するもとの、ドル高の修正が続いてきた。それが、グローバル市場の安定化に繋がっているようである。（２）原油価格は、需給の要因もあるが、上がってきている。あるいは、（３）エマージング株価や、ここにはないが、エマージングの通貨、米欧のクレジット市場も改善していると思う。

図表 14 の最近の国際金融市場動向（２）、（１）日米欧の株価をご覧頂くと、米国の株価は上がっているが、日本の株価は相対的に出遅れている。（２）為替相場の動きと合わせて考えると、それまでの円ショート日経ロングのポジション調整が生じているということかと思う。１つは、米国利上げ見通しの変化が影響しているということであり、加えて、４月初めに出了た３月短観の結果も踏まえ、日本の景気回復やデフレ脱却、さらに一部ではマクロ政策の有効性に対する疑念が出ているという指摘も少なくなない。一方、極く足もとは株高・円安ということであり、リスクセンチメントの改善ということも影響しているが、本行の追加緩和観測の高まり、あるいはＦＯＭＣステートメントにおいてハト派的なトーンが幾分修正されるのではないかという観測も影響しており、この辺りの結果次第ではどう動くかという点には注意が必要である。

最後に株価、図表 18 の株価関連指標（１）、（１）本邦株価である。ＴＯＰＩＸあるいは日経の戻りは鈍いのだが、東証マザーズ、小さいところの株価はかなり急騰している。（２）東証ＲＥＩＴ指数も一貫して上昇している。個人を含めて、リターンを求める投資行動が変化しつつあるということを示唆している。

以上まとめると、国内市場では、マイナス金利適用の影響が、より強く及ぶかたちで、長短金利はさらに低下している。そのもとの、内外双方に

において、投資行動が変化しつつある。ただし、長短の国債市場においては、流動性が低下する中でレートのボラティリティは高まっており、不安定さは続いている。局面によって、それがやや増している点は、気になるところである。この間、短期金融市場におけるマイナス金利への取引は、次第に広がりつつある訳だが、大手金融機関間の資金のやり取りが本格化するには、システム面での対応を含め、なお時間がかかる可能性が高いという点にも注意が必要である。一方、グローバルな市場については、F e d の利上げ見通しの後退やドル高の修正などにも支えられて、リスクオフは和らいできていると言って良い。ただ、わが国の株価に対しては、今のところ円高を通じてネガティブに影響している面も小さくないと思うし、また足もとの株高・円安の動きは、日米の金融政策を巡る思惑にも支えられているので、F O M C の結果を受けた反応を含め、今後の展開については、引き続き注意してみていく必要があると考えている。以上である。

黒田議長

何かご質問があればどうぞ。

木内委員

国債市場の需給のタイト化とS L Fについて伺いたい。

1点目は、国債市場の需給がタイト化している、あるいは、われわれの国債買いオペがタイト化しているという傾向が、4月に入っても続いているように思う。その一環として、先程の説明のように、1%近くまで短国金利のマイナス幅が広がるようなことになったということだが、これは、どの程度、季節的な影響を含んでいるか。通常4月は益出し売りが出やすいので、国債市場は需給が緩みやすいタイミングだと思う。それも踏まえても、つまり季節的な要因を除いても需給がタイト化しているのか、それとも季節性自体が何か変化しているのか。例えば、先程の説明では、短国でメガのキャッシュ潰しがあって、タイト化して、金利が大幅に下がったという話であった。通常それは期末に行われやすいことだと思う。なぜ4

月のタイミングなのか。勿論、期末のキャッシュを潰すだけではなくて、今や当預の残高を減らすというインセンティブが強まっているかと思う。そうだとすると、従来の季節性とも異なってくるので、国債需給の季節性の変化の可能性を、どう考えているのか伺いたい。

2点目は、図表4のSLFである。足もとでオファー件数も増えているが、それ以上に落札価格が増えているので、1件当たりの額が非常に増えているということだと思う。これは、1銘柄当たりの額が増えているのか、それとも対象となる銘柄数が増えているのか、その両方なのか。どのような傾向になっているのか知りたい。

もう1つは、短国の金利が大きく下がった時にSLFを利用できない、すなわち、短国が発行された日に非常にタイト化したが、発行直後にはわれわれがSLFで供給できないため、金利がさらに大幅に下がったという面があったと伺った。例えば、これは長国についても同じようなことがあり得るのか。カレント物で、われわれがまだ在庫を持たない段階で、市中で非常に需要が高まり、その結果として特定の銘柄で大幅に金利が下がるといった動きがあるのか、教えて欲しい。

前田金融市場局長

まず、国債の需給のタイト化であるが、4月に季節的にタイト化するかどうかは分からない。むしろ、益出し売りが出ていれば多少緩むと思う。

木内委員

1つ言い忘れた。応札倍率は確かに不安定であるが、例えば、図表2で平均落札レート、落札決定レートの前日比が低下する確率が高まってきているということは、われわれが買うことによって、需給がタイト化して、金利が動きやすい、そういった兆候ではないか。

前田金融市場局長

季節的にタイト化しているかどうかは分からないが、タイトであること

は間違いない。季節的な面も、あるのかもしれないが、マイナス金利導入後、なかなかレートの目線が定まらない中で、市場関係者等もどういう方針でいけば良いのか、はっきりしないということもある。キャッシュ潰しの話については、ここにきて、メガバンクについてマクロの余裕枠が減ってきたので、少し油断すると、マイナスに突っ込んでいく。－20～－30bpで短国を買うのであれば、－10bpの方がマシではないかと思うのだが、メガバンクの行動からは、政策金利残高に突入することはとても良くないことであるという認識が、どうも行内で広がっているようで、毎日のように当預残高を役員にメールで知らせるといったことがあると聞く。マイナス部分を回避するということに、過剰に反応されているという感じもする。この辺りが落ち着いてくれば、変わり得る部分もあるかと思うが、基本的には、マイナス金利に入ろうが入らなかろうが、われわれの国債の保有残高は増えていくので、全体的にはタイト化した状態が続く、あるいはじりじりタイトになっていくということではないかと思う。

S L Fについては両方ある。3月是一部の銘柄が非常にショートであり、調達できなかったのも、われわれのところに非常に多額の応札があったが、同時に銘柄数も相当増えているので、両面から起きているということかと思う。

また、入札の当日にレートが荒れるというのは、ほぼ短国に限られていると認識している。長国では、そこまで極端なことは起きていない。

佐藤委員

都銀のキャッシュ潰し、当預潰しに関連する質問である。マクロ加算における基準比率、 α について、今回2.5%と設定し、5兆円位になるということであった。この α 、2.5%に対する取引先金融機関の反応が気になっている。というのも、先程説明にあったように、メガバンクといえども、マクロ加算残高を使い切ってしまうことを、恐らく気にしているので、コール市場の残高をみると、メガバンクはマクロ加算に余裕がある訳であるが、マイナス金利での資金調達にはあまり積極的ではない。恐らく、シ

システムの問題もあるのだろうと思うが、1つの仮説として、 α の掛目が低過ぎて、メガバンクといえどもマクロ加算残高がなくなることを強く懸念して、こういった状況になっているのではないか。言い換えれば、掛目を少し大きくし、マクロ加算残高に少し余裕を作れば、こういったマイナス金利での取引もできてくるのではないかと思う。この点についてはどう思うか。

2点目は、中長期国債の金利形成についてである。特に30～40年の超長期の金利についてプルーデンスの観点から気にしているのだが、先般の金融機構局の定例報告資料をみると、地域金融機関の金利リスク量は、それほど変わっていない。メガバンクは若干ディーリングタッチで買っているという話を聞くが、元々持ち切り前提ではなく、本行に売ることを前提に買っていると思うので、そんなに長く持つものではないと思う。先程、生保という話があったが、なぜこれほど生保が突っ込んで買うのかが気になっている。買っているといっても、出来高はほとんどなくて、値段だけ飛んでいるのだろうか。もし、買い手が生保だとして、予定利率、負債のレート等から考えて、0.3%の40年債などを買っていたら、明らかに逆鞘だと思うが、こういった意図で買っているのか。

3点目は、CP等短国買入れについてである。CPの買入れについて、足切りをしたことは、私は適切な判断だったと思うが、それでも市場実勢とかけ離れた-0.6%近いCPを買うのは如何なものかとも思う。そもそもCP市場は、期末要因で需給が逼迫する傾向があるようなので、季節性を考えると、今のディレクティブ残高2.2兆円を維持するということ自体に、無理がきているのではないかと思う。私個人としては、金融市場局の裁量で一段と柔軟、弾力的に運営していけば良いのではないかと思う。これは質問というよりは意見である。短国買入れについても、過熱したカレント銘柄を除外することも、適切な判断であったと思う。こういった政策を行っている以上、どうしても市場に足もとをみられやすいと思うので、今回のように過熱した銘柄を買入れ対象から除外する、応札制限といった手段を駆使するということで、市場のスペキュレーションが一方向に偏っ

ていかないようにやっていくということが必要ではないかと思う。最後の点は、意見である。

前田金融市場局長

まず、1番目の基準比率の件について、元々マーケットでは、今回の4月の基準比率はゼロのままではないかという見方が強かったようである。われわれは2.5%に設定したのだが、今回はゼロではないかという予想が大半であったので、むしろ2.5%に設定したことで、それなりにどうにかこうにかマイナス分を少なくするかたちの配慮がなされたのではないか、という見方が多いように感じる。私も全ての方と話した訳ではないが、一部のメガバンクの方からは、メガバンクにとっては、2.5%でも7,000～8,000億円、場合によっては9,000億円になるので、それはそれなりに有難かったと、むしろポジティブな話が多かった。今、われわれは、政策金利残高について10～30兆円程度というご指示を頂いていて、4～5月積み期については平均12兆円程度位をイメージしており、10～30兆円の下限位をイメージしている。10兆円ちょっとでも、これだけ短期のレートが下がるということであれば、引き続き10～30兆円と言っても、10兆円に近い線で、基準比率を調整していくことが適当かと、現時点では考えている。となると、それなりに、基準比率は上げていくことになるだろうと思う。

超長期の生保のスタンスである。予定利率より低い、総合採算で見れば死差率、死差益のようなものもある。生保にもよるが、多少低いレートで買っても、まだ、何とか大丈夫という状況になるのではないかと思う。それ以上に、将来ソルベンシーⅡが適用され得るということで、今はまだ資産と負債のマッチングが大分できていない状況なので、それに向けて、彼らのデュレーションのマッチング、すなわち資産の方を長くするという行動に出ていると理解している。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

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

予め結論から先に申し上げる。前回会合以降、経済指標が出てきたが、これをみる限り、これまでの「世界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」という基調判断を変更する材料はなかったというように判断した。その中で、先進国については基調に変わりはないが、むしろ中国で公共関連、あるいは不動産を中心に固定資産投資が伸びを幾分高めるなど、一段の減速懸念が後退したということが特徴だと思っている。

図表1の米国経済（1）からご説明する。（1）輸出関連指標、こちらは相変わらず既往のドル高、あるいは新興国経済の調整の影響から減少基調が続いている姿である。そうした影響が、（2）実質機械投資と近似機械投資、あるいは（3）民間非居住用建設支出にみられる製造業の不振のようなかたちでみられているのが現状である。

その一方で、家計周りは大きな変調はない。（5）名目小売売上高であるが、第1四半期は、昨年第4四半期並みの伸びを維持している。こちらのグラフにはないが、2月までの実質個人消費は少し増勢が鈍化したが、悪天候による一時的な振れではないかと判断している。

こうした中で図表1－2の米国経済（2）、（1）ISM指数（製造業・非製造業）で、センチメント指標をみているが、ISM製造業指数、3月はまだ単月ではあるが、6か月振りに50%ポイントを上回ってきた。同じISMの輸出受注も3か月振りに50%ポイントを上回っているし、（2）生産関連指標にある受注と在庫のバランスは回復し、改善してきている。このように年初からドル高が名目実効ベースで約5%程度修正してきて

いることもあって、今後、新興国の景気が落ち着いてくれば、製造業の悪化傾向にそろそろ歯止めがかかってくることを期待したいというようにみている。

この間、労働市場であるが、(3) 雇用者数（業種別）にあるように幾分テンポは鈍化しつつも、雇用が相変わらず拡大を順調に続けている。

(4) 失業率と労働参加率にあるように、失業率も就業者数の増加を主因に 4.9%まで低下してきている。これにもかかわらず、(5) 賃金関連指標にあるように賃金の伸び率は引き続き緩やかなペースに変わりがないというのが現状である。

(6) 物価（PCEデフレータ）をお示ししているが、これも当面、加速する気配は窺われていない。FOMC参加者の3月の見通しであるが、ヘッドラインは主に原油・ガソリン価格動向を反映して緩やかに加速していく姿となっており、一方で前年比 1.7%まで高まっているコアも昨年の医療サービスの制度変更の裏要因、この一時的な要因などによるところが大きく、今後はゆっくりとしか上昇してこない見通しとなっている。

図表2は欧州経済である。(1) PMI生産指数の推移から明らかなように、製造業、サービスともに緩やかな成長パスに変調はみられていない。

(2) 輸出関連指標は、域外輸出が名目でも実質でも頭が垂れてきているが、一方で、輸出受注PMIは引き続き 50%ポイントを上回っているという姿である。(3) 企業関連指標のグラフをご覧頂くと、鉱工業生産、あるいは設備投資の動きを示す国内投資財出荷、こちらも増加基調を維持している。

(4) 個人消費関連指標である。小売売上数量が、幾分ペースは鈍化しながらも増勢を維持している。消費者コンフィデンスも、テロ、あるいは英国のEU離脱問題などの逆風は受けてはいるが、緩やかながらも着実な雇用の改善を映じて高めの水準を維持しているということである。

一方で、物価面である。(5) ユニット・レーバー・コストも前年比 1%程度の低位で、ほぼ横ばいの動きが長らく続いている。(6) 物価（HICP）、こちらの動きにも大きな変化はない。総合ベースで前年比ゼロ近

傍、コアベースでは0.9%程度の伸びで推移している姿である。

図表3の中国経済であるが、(1)実質GDPと複合PMIのグラフで、第1四半期のGDPは、ご案内のように6.7%の前年比と、小幅減速した。ただ、(2)生産関連指標は、指標が足もとで頭を上げている姿がご覧になれると思う。2種類の生産PMIは、揃って50%ポイントを上回っている。(3)輸出関連指標は、いずれもまだ改善の兆しはみえていないが、(4)内需関連指標の方、実質小売売上高が相変わらず2桁近くの高い伸びを続けているし、固定資産投資もやっと伸び率の低下傾向に歯止めがかかってきており、逆に徐々に伸びを高めてきている姿がみて取れる。(5)固定資産投資の内訳をみると、公共投資とそれ以外の投資、ともに伸び率を回復している。(6)で不動産関連指標を示しているが、これが公共以外の投資の増加を中心的に説明できると思っており、販売の回復が着実にみられているということである。このように、中国では政府の梃子入れ策が漸く効いてきた感じが出てきており、中国経済が一段と減速する懸念は後退していると判断している。

図表4は新興国経済である。(1)IMFの実質GDP成長率見通しで2016年の経済見通しが各地域について、どのように修正されてきたかを示している。ブラジルを含むラ米、あるいはロシアが大きく下方修正されている。アジアでも、インドはほぼ横ばいであるが、NIEs・ASEANも小幅に下方修正されている。

(2)NIEs・ASEANの輸出である。2月までのデータであるが、やはり中国向けを中心に弱い動きが相変わらず続いている。(3)韓国と台湾の製造業PMIをご覧頂くと、3月に少し戻しているが、これはスマートフォンの新モデル販売の効果と判断している。ただ、この勢いがどの位続くかということは少し慎重にみておくべきだと思っている。

一方、NIEs・ASEANの内需面ということで、(4)NIEs・ASEANの消費者コンフィデンスであるが、動きをみると、国ごとに今までやってきた消費刺激策の効果が出ていたり、あるいはそれが切れたあとの反動が入り混じる展開となっている。

そうした中で、アメリカの利上げペースはゆっくりとしたものになるとの見方が広がって、新興国通貨の売り圧力が後退している中、(5) アジア諸国の金融政策対応の表で整理したように、アジアでも利下げや緩和の動きが相次いだのは前回会合からの特徴であると思っている。国によって既に債務水準が高かったり、バランスシートの調整が必要な先もあることから、利下げで直ぐに大きな効果というのは期待できないとは思いますが、いずれにせよ内需の下支えとしては心強い動きではないだろうか。

最後に図表5で国際金融市場の動向である。(2) 米・独10年債金利、あるいは(3) 米・ユーロ圏株価、あるいは(5) 原油価格、それから(6) 新興国通貨・株価インデックスをお示ししている。多くの指標が4月の下旬に底を打って、反転に向かっている。これは、年初来、テールリスクとして意識されていた材料が、取り敢えず後退していったことの影響だろうと思っている。これまで実体経済としてご説明したように、中国の景気が財政で下支えされる姿が明らかになって、逆に人民元の大幅減価予想というのは後退しているし、Fedの利上げで新興国が混乱するという懸念も収まってきている。むしろ新興国は、利下げをする余地が出てきている。年初来のドル高修正でアメリカの製造業にも、どうにか下げ止まりの兆しのようなものも窺われているし、原油価格もかなり底値が固まってきたというのは、エマージングにとっても、アメリカにとっても、そこそこ良いニュースではないかと思っている。

ただ、いずれも、繰り返しになるが、これらはテールリスクへの懸念の後退に過ぎないという意味で、世界経済の今後の見通しという意味では、相変わらず緩慢な回復という姿に変化はない中で、そこから先に積極的にリスクをテイクするという地合いにはないように窺われる。今後6月に予定されるBrexitの国民投票も含めて、次のテールリスクが意識されるに従って、国際金融市場の雰囲気は急変する脆弱性はまだ残っているということには、留意が必要ではないかと思っている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

原田委員

中国経済について、最悪の状況ではなくなっているのではないかというご説明であるが、中国の実質GDPの数字をみると、極めてきれいに0.1%ずつ下がっている。他の国のGDPの動きをみると、日本は極端に動き過ぎると思うが、それにしても、このようなことはあり得ないのではないか。それをどのように考えるのかという質問である。

それから、この中国の輸出指標などについては、他の国とマッチングさせて、本当に合っているかどうかということも確認できるのではないかと思う。確かに分からないが、そういう色々な方法で、中国の統計の確かさはこのようなところではないのかということ、もう少しみせて頂ければ有難いと思うが、如何か。

長井国際局長

中国のGDPは、確かに水準感や、ご指摘のような動きについても色々あるが、それほど大きくははずしていないだろうというか、大きな、緩やかな方向性自身は捉えているのではないかと判断している。これ以外に判断する材料がなかなかないが、確かに前年比は、妙に滑らかにみえる。本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】の9頁に、数字を並べた参考図表3－1、アジア諸国・地域の主要経済指標というものがあり、こちらが一番上にGDPが載っている。前年比では、クォーターリーで6.8%から6.7%と落ちているが、実は季調済みの前期比年率というものも出していて、これはもう少しガクッと落ちている感じがある。不思議であるが、いつもは同時に出るこの季調済みの変化率が、今度は1日ずれて公表されていて、これはどういう意味があるのかとわれわれも内部では議論している。このように、季調などでは、少し減速の感じは出てきたりしている。この点については、ご指摘のとおり、例えば輸出について、私どもも香港経由

のものが少し税の関係の迂回のようなもので、実態を表していないのではないかと、色々調整の努力はしている。ご指摘のようなマッチングも含めて、どこが一番注意を持ってみるべきなのか、今後ともみて参りたい。

中曽副総裁

同じく中国であるが、景気後退懸念が薄れてきたことは歓迎すべきことだと思うが、一方で、設備のオーバーキャパシティの問題とか、銀行セクターの問題とか、中長期的な構造問題がある。特に、銀行セクターは最近の色々なレポートをみていると、4大銀行以外のところで、特に企業向けの貸出、レバレッジが拡大をされていて、sustainable ではないのではないかという見方もある。企業活動が減速していく時に、銀行セクターの健全性に問題が生じないかということも気になる。この辺は、どの位注意をしていれば良いのか。

長井国際局長

ご指摘のとおり、取り敢えず短期的には景気が上がってきていて、良いと思いつつ、やはり債務でGDPの250%位まできているものを、さらに拡大させながら、改革を後回しにしているような面があり、中長期的には調整コストがさらに上がっているという意味で、あまり良いニュースではないのだろうと思っている。金融セクターについて、公表されている不良債権という意味では、まだ1.67%と極めて低い。要注意先を入れても5.46%ということで、引当金などを考えるとmanageableであるというのが当局の説明であるが、そもそも不良債権の定義自身もはっきりしない。かなり大きな国有企業なども含めて、追い貸しとか色々なかたちがあるので、本当にどこまで実態を反映しているのかということは、注意してみなければいけないのだろうと思っている。

中曽副総裁ご指摘のとおり、4大銀行のシェアは大分落ちてきている。4大銀行については、国際的な金融規制に関する協力のうえで、中国のプライドもあると思うので、かなりがっちりみていくと思う。それ以外の株

式制商業銀行や特に地方で営業している銀行は、むしろ4大銀行のシェアを上回る位、規模が上がってきており、ここについて、情報の不足も含めて色々なことが起きているのではないかと思っている。特に、地方によって産業の分布が違うので、かなり不良債権の状況は違うと思う。そういったところについては、注意深くみていきたいと思っている。

当局は、不良債権の証券化のトライアルを試みたり、また、それをアセット・マネジメント・カンパニーに買わせる努力を試みたり、あるいはデット・エクイティ・スワップみたいなことも報道されているが、一番の鍵として、そういう信用リスクを、幾らで損切りをするのかということについて、マーケットが全くない中、結局、信頼できる指標がない。そういうところで、なかなかバランスシートから切り離すということも、当面は技術的に難しいのではないか。そのようなことが、北京事務所の当地でのヒアリングでも色々聞かれてきている。プランとしては非常に格好良いが、実際にそういうことを実行するインフラが整っているかということ、マーケットの発展度合いという意味で、かなり心配である。それが故に、問題が少し先送りになるリスクは、注意しておかなければいけない。

櫻井委員

同じく中国に関する質問である。最近、少し好転というか、財政の効果がわりと大きいというご説明であったが、金融部門が今、説明されたような状態であると、金融部門を通じての景気対策ということが取りにくいというように考えて宜しいか。

長井国際局長

財政の効果がより大きいと思っている。公共支出は、無駄な箱物はもう作らないということで、貧しい人のバラックとか、鉄道とか、水道とか、そうした面でやっているということである。もう1つ、年末に行われた車の減税みたいなものについては、そのような税制面の刺激とかをやってこなかったもので、結構反応は良く、まだまだそういった財政の刺激余地はあ

るのだろう。

一方、金融については、ご指摘のとおり、これだけ債務が拡大しているので、さらにどんどん金融で下支えするというのは、少し躊躇されるところがある。当局も、穏健な金融政策と、一種中立的な金融政策という表現から出てきてはいない。ただ、実態をみていると、やはり社会融資総量は引き続き伸びている。第1四半期はかなり伸びているので、やはりお金で勢いをつけている面もあるのだろう。金利をみても、マネーマーケットの金利は変わっていないが、例えば住宅のモーゲージ金利は、結構、ここ2年間位順調に下がってきており、こういったものも、最近の不動産市場の回復にかなり寄与しているのではないかと思っている。家計については、あまり債務は心配しておらず、住宅についても大丈夫だと思うが、むしろ企業の方に追い貸し等々をして、債務を拡大させる、あるいはリストラを遅らせる方向で景気刺激をするのは、当局も嫌がるだろうとみている。

佐藤委員

米国経済について、1～3月のアトランタ連銀やNY連銀の Nowcast をみると、最初は、アトランタ連銀が2%超え位で、今年の滑り出しは意外と順調と安心していたが、直近は両者とも年率1%未満、アトランタ連銀などはゼロに近くなっているという状況で、今年もまたかという感じになってきている。ご説明にもあったと思うが、東海岸の寒波の影響等が出て、個人消費に効いている、あるいは、製造業でドル高あるいは資源価格安の影響が出ているということかと思う。4～6月期をみると、あまり世の中の悲観論がそれほど出ていないので、心配するほどのことはないのであると思う。またGDPの季節性の問題というのが出てきているのだろうとも思うが、この辺はどう解釈したら良いのか。

長井国際局長

GDP Nowが振れるのは、ご案内のとおり、愚直に個別の指標を積み上げて当てにいくということなので、個別の指標が出ると凄く振れるかた

ちとなる。最近出た F e d の方は、もう少し動きを滑らかにするよう、加工して出しているのです、それと比べると、ここは結構振れるという印象は持っている。直近であると、0.4%位までになっている。いずれにせよ第1四半期の見通しとしては、0.5%と1%の間位が、民間では多いようである。

一方、そのわりには、確かに雰囲気は悪くない。それは私が先程ご説明したように、在庫が減ってきているとか、足もとあらゆる指標が、センチメントを含めて、戻ってきているといったことが、反映されている面があると思う。

毎年悩まされていることで、当局も努力しているが、季調の第1四半期が妙に弱いというのが残っているのではないかと考えている。そのところは多少割り引いて考える必要があると思う。では正解は何かというと、彼らも工夫しているところはあるので、全部を統計のせいとだけは言えないと考えている。

木内委員

アメリカと中国についてである。2頁目のアメリカ経済の(2)の2つのチャートであるが、鉱工業生産についてハードとソフトデータで結構乖離が出てきているようにも見える。足もとの生産もやや下振れている一方、I S Mの方は急激に戻っているようなかたちになっており、どちらを信頼して良いのかという気がする。先程 I S M のセンチメント指数で、ドル高修正の影響ということをおっしゃられたように思う。あるいは株価が年始と比べると安定してきたので、ということ言う人もいるが、果たしてこの I S M 指数というのは、センチメント指数と考えて良いのか。D I で計算されているが、元になるのは生産、受注、雇用など、実質に基づいた企業の判断なので、そういう意味では純粋なセンチメント指数ではなく、ソフトとハードの中間位の感じなのだろうと思う。そう考えると、この I S M 指数の足もとの動きほどダイナミックな動きが、アメリカで過去数か月の間にあったのかどうか。需要サイドの動きなどをみても、そこまででも

ない。そういう意味でも、この動きをそのまま信じて良いのだろうか。質問は、ハードとソフトの乖離を、どのように整合的に説明できるかということである。

それから、中国では、住宅関連指標が改善してきており、住宅価格も、一線級都市を中心にかなり上がってきている。その1つには先程ご説明頂いた政策効果ということもあると思う。また、長い目でみると、株価と住宅価格は逆相関のようになっており、お金が株の方に向かってきて、その後住宅に向かう。昨年株は大分調整したので、個人のお金が次は住宅に向かいやすいとの予測に基づいて、上がっている面もあると思う。一方で、昨年前半位まで、株価が上がっている時に、中国政府は株価上昇はお金を使わない景気対策に等しいと捉えている、というような話を何回か聞いたことがある。つまり、株価の上昇を容認して、それによって、実際にお金を使わないで、景気対策とできるのではないかと。実際、その資産効果は、株よりも住宅の方が大きいと一般的には言われていると思うが、果たして今の住宅価格の上昇というのは、政府が、景気対策として容認しているという面があるのかどうか。それから、昨年の株のようなことにならないかどうか。つまり、住宅価格がどこかでいき過ぎて、下がった時に逆に景気にマイナスになるというような懸念を、当局としてどの位持っているのか、ということをお願いしたい。

長井国際局長

I S Mのセンチメントと実際の生産は、やはり多少ラグがあるのだろうと思っている。今回のI S Mが大きく伸びた内訳をみても、新規受注、輸出に限らず、そういったものは増えていたり、先々の受注面も含めて上がってきているところがある。生産は確かに少し遅れてきているが、この結果、段々在庫が捌けてきているので、それが捌けてくれば追い付いていくのではないかとと思っている。先程、第1四半期が弱いという見通しの話をしたが、フォーキャスターが悪い最大の要因は在庫投資がマイナスになって寄与することである。逆に言うと、第1四半期で大分捌ける予想が

できているので、これから在庫が捌けていけば、生産も付いてくるのではないかとみている。

中国の不動産については、確かに意外とお金がかからないで上がってきたところがあって、例えば、住宅ローンの頭金の比率を下げるのは、あまり財政の懐は痛まない。不動産の所得税は少しカットしていて、これは少し減収にはなると思うが、そういう意味では、意外と便利な景気刺激策なのだろうと思っている。ご案内のとおり、不動産が上がると付随する色々な消費なども伸びてくるし、効果は大きいと思っている。一方で、ご案内のとおり、一線級、二線級については、少しバブルであるかのようなことが言われている。株などで今まで儲けていた方、あるいは外にお金を儲けようと思っていた人も、いずれも外貨規制でなかなかお金の持っていきどころがない中で、政府がどうも不動産に本腰だということで、一種そういう値上がり期待で買うような動きも出てきているようだ。そういった中、政府は全般に地域を見分けて、一種、地域ごとにターゲットを絞ったマクロ・プルーデンス政策のようなことを行っている。一線級都市では、高騰を抑えるべく、かなり色々な規制をしている。一方、伸びて欲しい三線級都市といったところでは、もう少し手放しで促進策をやっている。そういったターゲットを絞ったマクロ・プルーデンス政策で、どうにかできると思って、やっている節がある。そういった意味では、懸念はしているのだろうが、まだ全体的に物凄いバブルを作ってしまったとは捉えておらず、株式市場よりもう少し controllability があるのではないのかと思っているようである。

黒田議長

では、ここで5分間のコーヒーストップを取りたいと思う。再開は 15 時 02 分ということでお願います。

(14 時 57 分中断、15 時 02 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、説明をお願いします。

関根調査統計局長

それでは、資料－4（参考計表）の図表に基づいてご説明させて頂く。展望レポートの時はこうなることが多いのだが、今回も明日、決定会合の2日目にCPI、IIP、商業動態統計をはじめとした重要統計が公表される。本日のご説明では、そのプレビューも含めて、ご報告させて頂きたいと思う。

まず、図表6の輸出入関連指標の実質輸出入である。2016／3月の実質輸出の季節調整済前月比をみると、+1.1%の増加となった。2016／1～3月の季節調整済前期比は－0.1%という着地である。これを、地域別の内訳ということで図表7の実質輸出入、（2）実質輸出の主要国・地域別内訳、①米国・EU・その他でご覧頂くと、先進国の中では、米国の他にここに来てEU向けが、かなりの勢いで増加していることがみて取れる。ただし、これには船舶が寄与しているということなので、さすがにこの勢いが続くとはみていない。同じパネルのその他、また②中国・NIEs・ASEAN4のパネルにある東アジア向けの動きについては、弱めの動きが続いているので、新興国経済の減速の影響から、輸出の持ち直しの動きに一服感が窺えるという判断で良いのではないかと考えている。

輸出の関係では、図表10の輸出を取り巻く環境、（2）新規輸出受注PMIと日本の実質輸出で、新規輸出受注のPMIは4月まで入っているが、4月にかけてさらに下落していることがみて取れる。私どもとしては、過去の時系列の推移からして、これには愛知製鋼の事故や熊本地震といった供給側の要因も何らかの影響しているのではないかとみているが、本来はそうした国内の供給ショックは新規輸出受注に影響を与えるはずはないので、やや不可解な動きとも言えるかと思っている。

続いて企業周り、まず図表15の短観の業況判断DIだが、こちらにつ

いてはもう既にご報告のとおり、(1) 全産業全規模が6 四半期振りに悪化したということである。この背景だが、(2) 製造業、(3) 非製造業の2つのグラフをご覧頂くと、海外へのエクスポージャーが一番高い製造業大企業の悪化幅が一番大きく、海外から一番遠いところにある非製造業中小企業の悪化幅が一番小さいことからして、何らか新興国経済の減速が影響しているのではないかということだ。

図表 16 の企業マインドで各種の企業サーベイがあるが、これは先程のところでご紹介した(6) PMI が落ち込んでいることを除いて、他のサーベイをみる限り、ここにきて目立って大きく下落しているという訳でもないかと思っている。

こうしたこともあってか、企業の支出活動は比較的しっかりしている。図表 19 の設備投資先行指標、(1) 機械受注をご覧頂くと、振れを伴いながらも増加している。図表 20 の設備投資計画と実績の3月短観も、堅調な設備投資計画を維持しているということはお報告のとおりである。

続いて家計セクターであるが、図表 22 の個人消費関連指標をご覧頂きたい。今月より消費活動指数を表の一番上に入れている。私どもとしては、近々公表予定のスタッフペーパーにあるように、この指標が足もとの消費実勢を判断するうえで相対的に高いパフォーマンスを示しているので、これを中心に判断をさせて頂きたいと考えている。2月の数字だが、季節調整済前月比が+0.6%の増加となった。ただし、四半期の推移をご覧頂くと、1～2月平均は季節調整済前期比-0.2%と減少傾向を続けている。ポイントは、これが3月にどうなるかということだ。私どもとしては、3月にさらに落ち込むかもしれないと、今のところ思っている。理由は2つである。1つ目は業界統計をみる限り、百貨店、スーパー、コンビニエンスストアの売上高が、3月は弱めであるということだ。その結果だが、消費活動指数にも使っている、商業動態統計も弱めになるのではないかとみている。ただし、その結果は明朝公表されるということである。もう1つの理由だが、図表 27、個人消費関連のマインド指標の(2) 景気の現状判断DI に景気ウォッチャーの数字がある。3月まで入っているが、3月

にかけて、さらに落ち込んでいる。2月の時点では、マイナス金利の導入に伴う円高・株安というコメントが多かったということをご紹介した。3月には、その手のコメントは実はあまり多くない。これといった要因が見付からないということで、こういったところで見ると、金融市場が不安定な動きを示す中、何か漠とした不安感のようなものが家計セクターには台頭しており、それが景気ウォッチャーの方にも反映しているのではないかと考えている。

図表 31 の生産・出荷・在庫関連指標である。月次の表だが、2016／2月の実績が入っている。愛知製鋼の事故の影響から、大きく落ち込んだ。これが3月、4月と回復していく姿になっている。明朝公表される鉱工業生産指数では、3月は、予測指数ほどとはいわずとも、しっかりとしたプラスになり、1～3月を均して平均でみれば、季節調整済前期比－0.8%程度で仕上がる、というのが私どもの今の見通しである。問題は、熊本地震の影響を受ける4月の生産である。こちらは、予測指数が毎月10日まで位の情報を基に作られていることからすると、明日公表される予測指数では、4月の落ち込み幅は、なお捕捉できないということになる。こうした時には、ミクロ情報が頼みということになる。トヨタの減産台数が一時期5万台ということで、9万台とされた愛知製鋼事故時の減産幅よりも小さいという報道だったが、ここにきて減産幅は8万台程度にまで拡大しているとの話だ。その他の自動車メーカー、また、その他の業種でも、操業停止がみられたことに加えて、震災とは関係ないが、三菱自動車の問題等も考えると、4月単月の落ち込み幅は2月を越えることもあるかもしれない。

しかし、だからといって、これから述べる3つの理由により、震災で景気の腰が折れるというところまでは考えていない。過去、私自身、阪神・淡路大震災や東日本大震災を調査統計局で経験し、その度に思うことだが、日本人は供給障害を復旧するということに対しては、類まれなる能力を発揮する傾向がある。それが第1の理由だ。今回も報道ベースでは、完全とまで言わずとも、復旧が急速に進んでいる。

第2の理由は、巻末の方に震災関連の数字をまとめているが、幸い今回は人的被害が小さく、その結果、マインド面での影響も限定的なものにとどまるとみられることだ。東日本大震災の時には、原発事故に伴う不安感に加え、多大な人的被害を前に、「喪に服する」というセンチメントが一時期強かったと思うが、今回はそうした面で、需要サイドが下振れるという可能性は比較的低いと思う。

第3の理由は、過去の震災でもそうだが、毀損したストックを補充すべく、需要フロー面では復興需要が立ち上がるということがある。政府は早速に、補正予算の指示を出している。

大分支店の情報では、インバウンド観光客の大量キャンセルで人入りが大幅に落ち込んでいるなど、地域経済には少なからぬ影響を及ぼすのが確実だが、それが日本経済全体の景気腰折れを生じさせるものかとなると、少なくとも私個人は懐疑的である。

図表 36 の雇用関連指標、＜職業安定業務統計＞のところに有効求人倍率、そして新規求人倍率、＜労働力調査＞の表には失業率があるが、これらは全て明朝、3月の計数が公表される。恐らく労働需給がタイトという姿に変わりはない、ということになるのではないか。＜毎月勤労統計＞だが、常用労働者数については前年比2%前後のしっかりとした伸びを続けている。名目賃金については、2月はやや高めの伸びとなったが、四半期ベースに均してみると、特に大きな変化点は窺われていない。

最後に、図表 42 は物価関連指標である。ご案内のように、全国の除く生鮮食品、除く生鮮・エネルギー、2月はそれぞれ前年比0.0%と+1.1%ということだった。3月のC P Iでは、エネルギー価格が既往の原油安の影響から下落幅を拡大すると考えられるので、除く生鮮食品はマイナスになる一方で、除く生鮮・エネルギーは2月と同じ位の伸び率になるかと思っている。問題は、年度替わりの4月にこれがどうなるかだ。C P I N o wや一橋大学の購買価格指数は、年度替わり後、上昇率をはっきりと低下させている。これは確かに好ましくない結果だが、こうしたスーパー等のP O Sデータに基づく日次、週次物価指数のC P Iに対するカバレッジ

は、大体2割程度とみられることからすると、より重要なのは、そうしたスーパーの価格動向ではカバーされていないサービス価格だ。そういう意味では、4月の東京が注目されるところだが、明朝はそうした計数も含めてご紹介させて頂きたいと思っている。

以上、簡単にまとめると、震災の影響は限定的と、取り敢えずみているので、基調としては緩やかな回復を続けているという前月の総括判断を維持することが適当と考えている。ただし、新興国需要の減速に加え、消費でも弱めの動きがみられているのが気掛かりである。また、年度替わりのCPIについては、変に弱い数字が出ないことを、今は祈るばかりの気持ちである。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

原田委員

消費活動指数という新しい指数を作ったのは、非常に良いと思う。最終的にGDPの消費支出を作る時には、家計調査のウエイトは極めて小さい。サンプルに問題があって非常に大きな振れのある家計調査を使わないで、GDPの確報に近い数字を作るという哲学でこういう数字を作ったのは、非常に良いことだと思う。

数字をみると安定していて、非常に大きく下がっているということはない。ただ、指標を変えたからといって、それほど良くなっている訳ではないが、奇妙に下がっていることがないのは、実感にも合う。こういう新しい指標を作った調査統計局に感謝したいと思う。

木内委員

2つあって、輸出と設備投資である。図表8の実質輸出について、判断としては、引き続き慎重というような説明だったと思う。2月、3月と連続して持ち直していて、4～6月への下駄もプラスなので、四半期でみて

もプラスなのではないかと思っている。従って、足もとの輸出は、比較的安定していると思ってはいるが、一方で色々な関連指標をみると、必ずしも油断できないところがある。先程、説明があったが、例えばPMIの新規輸出受注指数は、足もとの4月分だけではなくて、2～3か月連続して下がっているの、振れだけではないかもしれない。しかも落ち方が結構きついので、ちょっと心配している。また、機械受注の外需も、振れはあるが足もとかなり落ちているほか、輸出に影響を与えるアメリカの自動車販売が足もと落ちているなど、先行きについて心配な材料はある。一時的な要因だと思うが、地震の影響で自動車メーカーが落ちる等、色々な関連指標にみられる輸出の下振れリスクをどう考えるのか。本当に、そういうもので示されているほど輸出が落ちると、景気にも厳しい。地震で景気が失速することは確かにはないと思っているが、輸出が非常に弱くなってしまえば、そういう心配もあると思っているので、そういった指標の解釈を教えてください。

もう1つは設備投資である。頂いた資料に整理されているので、ついでに聞くが、図表18で言うと、これも従来から何度か説明して頂いたかもしれないが、総供給と投資の動きが、かなり乖離してきているというのはどういう理由なのか。図表19の(2)建築着工も1度説明して頂いたように思うが、工事費予定額と着工床面積がかなり乖離してきている。高付加価値の投資の比率が高まっていることがその一因という説明が、従来あったように思うが、その説明で良いのか。それから図表20の(2)短観とGDPの設備投資の伸び率について、大きな動きは一致しているが、伸び率を比べてみると、過去数年、水準としては結構乖離がある。色々な要因があると思うが、どのような要因が大きいのか教えてください。

関根調査統計局長

まず輸出については、委員のおっしゃるとおりというか、私どもも全く同じような見方をしている。むしろ実質輸出が、今月、先月と、少しプラスの数字になっているのは、EU向けの非常に強い数字が、たまたまこの

2か月間、出てきている影響もある。2月は5.5%、3月は8.0%という前月比で、EUの景気実勢から考えて、たまたま大きなものが出ている。先程、船舶ということも申し上げたが、そういうところで、たまたま実質輸出が強めに出ているところがあるのだろう。他のものでみると、ご指摘のように弱めのものもあるので、警戒は怠れないと考えている。

設備投資関係だが、まず総供給と設備投資の違いについて、勿論統計の中で総供給は使っているが、半分位は法人季報を使っている。そういったものが、この乖離を説明するということになるが、少なくともGDPベースでみれば、総供給ほど酷くはなかったということが示唆されることになる。

続いて、工事費予定額と着工床面の関係は、ご指摘頂いた工事費の中で高付加価値のものが出て、単価が上がっているというところと、単純に本当に単価が上がっているというところがある。GDP統計上では、単純に単価が上がったというのはディスカウントされてしまうので、こちらの方よりも、高付加価値に伴って単価が上がったところが、建設投資というところで、何らかGDP統計に反映されるであろうと推測される。

短観と法人季報の乖離については、統計委員会を含めて、何度も話になっているところである。私どもは短観作成部署であるので、短観が正しいというバイアスがあることを割り引いて頂いたうえで、お聞き頂きたい。私どもは、私どもの方の回答率が高いということが、それも恐らく、たまたま大きな業種の、しかも元気の良いところの業種で、一部寄与しているのではないかと考えている。われわれのところは、回答率を高めるために非常に大きな努力をさせて頂いているが、手を離していると、お答え頂かないような先があるので、そういったところが法人季報統計には影響しているのではないかと、統計委員会などで、私は時々、仮説として申し上げている。正直に申し上げると、正確なところは分かっていない。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5、6)

黒田議長

次に、金融環境および貸出増加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

事前にお配りしている資料－5（参考計表）をご覧頂きたい。図表1の家計のインフレ予想である。前回会合で、「予想物価上昇率は、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、このところ弱含んでいる」と表現を変えたところであるが、「このところ弱含んでいる」という感じが、今月もみえるということだろうと思う。

まず、家計については（1）の生活意識に関するアンケート調査が出ているが、こちらは、先行きの1～5年のところはほとんど横ばいである。一方、実感のところ、さらに下がっている。（2）消費動向調査であるが、僅かであるが、「加重平均」はさらに下がっている。ただ、「上昇する」の割合の方がむしろ少し上がっているので、5%以上など非常に高い答えの人が減っているということが起きているようである。

図表2の企業のインフレ予想（短観）である。こちらも弱含みという流れである。いずれも短観であるが、（1）企業の価格判断D Iについては、これまでの流れである。仕入価格判断がわりとシャープに落ちていて、それに比べると少し緩いが、販売価格判断D Iも低下してきているという流れが続いており、足もと仕入価格判断D Iが＋5%ポイント、販売価格判断D Iが－8%ポイントということであるので、引き続き弱含みという感じである。（2）の物価全般の見通し（平均値）はC P I についての見通しであるが、1年後、3年後、5年後とも0.2%ポイントずつ低下をしている。

図表2－1の「物価全般の見通し」の回答割合にみる傾向（短観）をご覧頂きたい。回答別に分解すると、今回の特徴は、前回も多少そういう面があったが、上から2段目の0%という回答が増えている。それから、下

から２段目の２％という回答が減っているという特徴がある。

図表２の方へ戻って頂き、（３）販売価格の見通し（平均値）も似たような傾向で、各年限とも０.２％か０.３％低下ということである。あまり業種の特徴というのはなかった。多くの業種において、こういう傾向がみられたということである。

図表３のエコノミストのインフレ予想をご覧頂きたい。（２）ＥＳＰフォーキャスト調査＜年度＞である。４月が出ている。これは３月までで大分下がったので、４月はそれほど下がっていないが、２０１６年度が＋０.２２％、２０１７年度が消費税引き上げの影響を除くベースで＋０.８７％という結果になっている。それから今回は、３か月に１度の（３）コンセンサス・フォーキャストが出ている。あとの統計もそうであるが、長いところはあまり変わっておらず下げ止まりという感じで、１～３年や４～５年という短いところは、さらに低下している。

図表４の市場インフレ予想の（１）ＱＵＩＣＫ月次調査（債券）をご覧頂いても同じ傾向があり、「２年先から１０年後までの８年間の平均値」はほとんど横ばいであるが、「今後１年間の平均値」、それから「１年先から２年後までの１年間の平均値」が、まだ、さらに下がっているというかたちになっている。

（３）物価連動国債のＢＥＩである。こちらは下がり過ぎたので少し戻っていて、足もと＋０.４１％という水準、前回＋０.２７％という水準だったので、少し戻っている。ただ、物価連動国債の発行が減額されているので、その影響が大きいと思われる。指標としては使いづらいというか、使えないという感じは引き続きある。データというよりは一応結果として、そうなっているということで、ご理解頂ければと思う。

図表６の実質長期金利である。マイナス金利に伴い、表面金利が大きく低下した。一方で、今申し上げたとおり、予想物価上昇率が足もと弱含みということであるので、トータルで実質金利がどうなっているのか、ということである。「１０年債名目利回り－インフレ予想（コンセンサス・フォーキャスト：６～１０年後の平均）」の方でみて頂いても、「１０年債名目利回

リーインフレ予想（QUICK調査：今後10年間）」を使ったものでみて頂いても、いずれも低下していて、マイナス圏での低いレベルになっている。いずれも、マイナス金利のもとで実質金利は下がっているという感じだろうと思う。

図表7の資金調達コスト関連指標、表面金利の関係であるが、まず貸出の方は、3月、長期プライムレートが+0.95%と、さらに下がっている。2月の貸出約定平均金利が出ているが、ここはあまり傾向が表れておらず、短期・除く交付税特会向けでみて頂くと+1.223%という数字が入っている。むしろ上がっている。長期の方は+0.939%から+0.867%ということであるので、ほぼボトム圏まで下がっている。これは、TIBOR等々の指標となるレートも下がっていることとか、あるいは短観の借入金利判断というのが、あまりみたことがないー26%ポイントという水準まで下がっていることから、下がっていること自体は間違いないだろうと思う。これについては、この後、恐らく結果が出てくると思う。CP発行レートは0.03%というところまで下がっているが、(注)4.をみて頂くと、第3週までしか入っていない。この後は、マイナス金利の発行が1件あったが、マイナス金利になると集計ができないということで、プラス金利のところの分しか集計されていない。今、足もとはほぼ実勢ゼロということのようである。従って、これは10bp、結果として下がったということが起きている。社債であるが、0.15%ということで0.34%からずっと下がってきているので、こちらは20bp近く下がっているというのがみて取れる。

図表11の資金調達量関連の指標の方は、あまり変わらない。3月は、一番上の民間部門総資金調達でみて+1.2%、前回+1.3%だったのでほぼ横ばいである。すぐ下の銀行・信金・外銀計も横ばいである。表面的には<民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高>の銀行計は+2.2%から+2.0%に下がっているが、今申し上げたところがほぼ横ばいであったことでお分りのとおり、これは為替換算要因が大部分ということである。この間、実勢としては2つ位あって、比較的良い話としてはM&Aは引き続き沢山出ているということのようである。一方で、シンジケートローン

のレートの値決めの仕方で企業となかなか折り合いがつかないということで、シンジケートローンの組成が一時的に少し下がっていると言われて

いる。

＜国内公募社債、エクイティ・ファイナンス＞のところをみて頂くと、3月は2,220億円と小さい数字が入っている。ただ、これは一時的で、4月は6,500億円、それから5月も今の段階でパイプラインに1,000億円以上入っているので、社債については一時減ったが、発行は続いている。内訳としては、超長期などが発行されているということのようである。エクイティ・ファイナンスについては、転換社債で1,000億円という数字が入っているが、4月も2,000億円出ていて、この辺は実勢になってくるかどうか、もう少し様子をみたいと思う。

図表 16 の企業金融関連指標であるが、マイナス金利のもとで金融仲介機能はどうかという議論がある。勿論まだ早いですが、企業からみた金融緩和度合いというのは重要になってくる。＜主要銀行貸出動向アンケート調査＞であるが、「企業向け」はあまり変わっていない感じである。全体の数字は「企業向け」で言うと＋8％ポイントから＋5％ポイントということで増加超であるし、増加超幅は結構動いており、その振れの中で大体このところ同じようなレベルに暫くいるという感じである。一方で「個人向け」の住宅ローンであるが、個人向けの資金需要はマイナス圏から＋9％ポイント、住宅ローンは＋4％ポイントとなった。1回の動きなので、この後、どうなるか分からない。こちらは需要が増えているという認識がされているようである。＜企業からみた金融機関の貸出態度＞であるが、こちらはさらに緩和超の方向にいき、全産業でいくと＋23％ポイントという数字が入っている。これは1989年12月以来の数字になる。それから大企業の＋28％ポイントというのも2000年代半ばのピークを超えていくということなので、当然のことではあるが、企業からみても極めて緩和的という状況が続いている。＜企業の資金繰り判断＞は、ほとんど横ばいである。

図表 20 のマネー関連指標である。日本銀行券発行高は＋6.7％という数

字が3月に入っている。今のところ、これにマイナス金利に伴う影響があるのか、ないのか、まだはっきりしない。元々＋6％で伸びていたのに、発券局等でみても、明らかにそうであるというものが出ている訳ではない。この辺りは、全く何も出ないということでもない気がするので、もう少し様子をみたいと思う。今の段階では、そこで流れが変わったという感じではないと申し上げられると思う。

<マネーストック>である。M2は＋3.2％で、この3か月変化なしということである。この資料は以上である。

資料－6をご覧頂きたい。前回口頭でご説明しているので、簡単に申し上げる。「貸出増加を支援するための資金供給」についてである。今回の貸付であるが、1. 前回報告（12月会合）以降における新規貸付の概要に2.3兆円という数字が入っている。一方で、期限前等々の返済が2.4兆円あったので、ネットベースでは888億円の減少ということになった。結果として（参考）2016年3月18日時点の貸付残高および貸付先数に数字が入っているが、残高として24兆円になっている。こうした状況を踏まえ、前回、政策的に対応させて頂いているということであり、この後、その点を含めて規程の変更をお願いすることになっている。

黒田議長

ご質問、ご意見はあるか。

木内委員

前半で1点だけ質問がある。説明されなかった図表15の（2）株式調達額は1～3月もかなり減っている。勿論、株式市場がボラタイルであったというのは大きな理由であると思うが、この図でみる限りにおいては2000年以降、四半期平均でみると最低になっている。この間、グローバル金融危機や、もっと株式市場が荒れていた時期があったので、それから比べると、かなり歴史的な低水準と言える。質問は、その背景にマイナス金利があるのかどうか。つまり企業が、より金利が下がったことで、株式の調達

ではなくて、社債あるいは借入の調達にシフトした面はあるのか。一方で、マイナス金利導入後、自社株買いにかなり前向きになっているという話は結構ある。余資運用が難しくなっているから、そのお金で自社株を買ってROEを上げる、株主還元する、という傾向が強まっていると言われている。両方合わせると、マイナス金利によって株式需給が改善することになる訳であるが、調達側について果たして、そういう構造変化が起こりつつあるとみられるのかどうか、教えて頂きたい。

内田企画局長

理論的に全くないことはないと思うが、前者については、そういう話が出てきている訳ではないと思う。恐らく企業にとって、エクイティを調達することと、社債で調達することは、基本的に違う話なので、今回、この数字が下がっているのは、やはり発行環境が悪かった、株が下がった、ということが大きいと思う。勿論、大きなポートフォリオ理論の中では、そういうことが影響し得るということであると思うので、少し長い目で、そういう面が出てくるかどうか、長期の時系列の中でみていくことはあり得ると思う。一方、今は、そういう話はないと思う。

Ⅲ. 「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等と「補完当座預金制度基本要領」の一部改正に関する執行部説明と採決（資料－７）

黒田議長

次に、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正について議論したいと思う。併せて、今回の熊本地震による被災額が大きなものになることが判明してきていることを踏まえ、日本銀行としての対応を議論したいと思う。執行部から説明してもらいたい。

[事務局より資料を配付]

高口企画局審議役

それでは今、追加で資料をお配りしているので、そちらの方をご覧頂ければと思う。お配りした「平成 28 年熊本地震を受けた金融政策面の対応について」とある資料である。まずこの資料の上半分に最近の主な大規模地震の被害状況をまとめている。一番右に熊本地震を掲げているが、現時点ではまだ被災総額は見極めがたいところがある。ただ 4 月 25 日に、熊本地震は激甚災害指定を受けており、地公体が行う財政支出に関する被害想定額が、ここにあるとおり 4,500 億円程度と比較的大きい規模で計上されている。これは中程にある新潟県中越地震、この時の金額が 2,500 億円程度であるので、約 2 倍程度ということである。本行の熊本支店からの情報でも、病院、オフィスビル、工場、住宅など、かなり被災が生じているという話であるので、新潟の中越地震は被災総額約 3 兆円だが、その倍の 5 兆円から 6 兆円、場合によってはそれを上回る被災規模になる可能性があると認識している。

そこで資料の下のところに書いてあるが、東日本大震災を受けた金融政策面の対応と同様に、被災地支援のオペ、それから担保の適格要件の緩和を講ずることとしてはどうかと考えている。

このオペの貸付総額の上限だが、3,000 億円としてはどうかと思っている。これは東日本大震災を受けた現行の被災地支援オペが総額 1 兆円、阪神・淡路大震災の頃に被災地支援貸出という形態で総額 5,000 億円の支援を行っており、先程申したとおり、今回の被災規模が阪神・淡路大震災の 10 兆円に対して 5～6 兆円、あるいはそれを上回るという規模だとすると、この被災地支援貸出 5,000 億円の約 6 割程度の 3,000 億円というのは 1 つの考え方ではないかと思っている。具体的なオペの枠組み、それから適格担保要件の緩和の枠組みについては、現行東日本大震災に関わる措置に準じて取り扱いたいと考えている。これらの措置は、所要の準備が整い次第、速やかに実施したいと思う。

熊本県内に営業店を持つ金融機関は約 30 先あり、地銀で肥後銀行、第 2 地銀で熊本銀行、その他 4 つの信金、それから系統組織などがある。具

体的な規程の改正だが、次の資料「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等に関する件」の2頁目の別紙1.である。基本的には東日本大震災に関わる措置と同様の枠組みだが、1.趣旨をご覧頂くと、熊本地震にかかる被災地、これは災害救助法の適用を受けている地域であり、今回は熊本県下の全市町村が対象である。その金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援する観点から、今回の措置を講ずるということで、貸付店は本店または支店、そして貸付対象先だが被災地に貸出業務を行う営業所等を有する金融機関、それから系統中央機関、被災地に貸出業務を行う営業所等を有する金融機関を会員としている系統中央機関を対象としてはどうかと思っている。

そして3頁、5.貸付期間は1年以内の期間。そして6.にあるとおり、貸付利率は年0%。そして8.にあるとおり、貸付限度額等だが、総額の上限は3,000億円と今申し上げたとおりであり、貸付対象先ごとの貸付限度額は、被災地に所在する営業所等の貸出金残高を勘案して定めることとしてはどうかと思う。貸付の受付期間は平成29年4月末で、1年ということである。

4頁の（附則）1.のところにあるが、この基本要領としてオペは所要の準備が整い次第速やかに実施するということにさせて頂きたいと思っているが、金融機関側の準備もあるので、それを確認しつつ進めたいと思っており、5～6月頃に実施できればと考えている。

5頁の別紙2.の貸付対象先の選定基本要領だが、これは実務的なものであり、東日本大震災向けのものと同じということで説明は割愛をさせて頂く。

7頁の別紙3.は、先程申した担保の要件緩和の特則にかかるものであり、こちらも東日本大震災に関わる措置に適用されているものと同様のものである。2.適用の（1）対象金融機関だが、被災地に貸出業務を行う営業所を有する先となっている。それから対象となる担保だが、被災地に事業所を有する企業の社債、手形、証書貸付債権。それから8頁のロ.の

被災地の地方公共団体の証書貸付債権などを対象とする。

適格基準については、その下以降に書いてある。細かい説明は割愛するが、社債のところにあるとおり、B B B 格、これは通常はA格以上を適格としているので、これをB B B 格に緩和する。それから手形のところにあるが、正常先に区分されているということで、通常は日本銀行が行う信用判定を条件としているが、これを金融機関が正常先としていれば対象とするというかたちで要件を緩和する。

10 頁の担保の価格、いわゆる掛け目であるが、ここは東日本大震災向けのものとの扱いは同じにすることである。

最後に 14 頁の別紙 4.、1 月の決定会合でドル建ての証貸債権を適格にして頂いたが、今回の適格担保の要件緩和については、東日本大震災向けと同じでそういうものがあまりないので、対象としないというかたちにしたいと思っている。以上である。

黒田議長

何か質問、意見はあるか。

木内委員

異論はないが、意見だけ申し上げたい。今回の措置は非常に妥当なものだと思っているので、賛成したいと思う。日本銀行として被災地の支援・復興に貢献できるということ、あるいはそれを対外的にアピールできるという点から重要だと思っている。また一部で言われているが、義援金が振り込まれることで、地元銀行の預金あるいは本行の当座預金が増えて、マイナス金利が適用されることを批判する意見も聞かれている。マクロ加算で配慮するということは、直接的な対応が難しいという中で、今回の措置がそうした批判への一種のリアクションにもなるという位置付けもできるのではないかと考えている。ただ、被災地に支店・営業店を持つ銀行全てが対象になることもあり、支援・復興に直接関わらない、貢献しない一方で、マクロ加算残高を増やす目的で使われる可能性があるということ、

あと東日本の被災地支援オペの例で言うと、やはり出口戦略の難しさという点はあると思う。スタートは良いのだが、どういうタイミングで、どういう条件で、終わりにできるかというのは非常に難しい。そういう点で、こうした利用のされ方が長期化してしまっていて、一部の金融機関だけ優遇し続けるという結果になってしまう可能性がある点が課題だと考えている。

中曽副総裁

熊本地震の影響については、執行部の今の説明にあったように、現時点では見極め切れないが、住宅を含む多数の建造物が損壊しているし、道路など物流のインフラにも被害が生じている。熊本県は九州でも有数なITや輸送機械関連の工場の集積地帯でもあるので、サプライチェーンを通じた生産面への影響も懸念されるところである。そうした中、説明があったところだが、想定される熊本地震の被災総額は、過去の大きな地震と比べても相応の規模になるとみられるので、復旧・復興のための資金需要もそれだけ大きいものとなることが予想される。現時点で資金需要規模を見通すことは困難だと思うが、実際に資金需要が出てきた時に、被災地の金融機関が適切に対応することを支援する観点から、執行部から説明のあった被災地金融機関を対象とした資金オペレーションの導入などの措置を講ずることは、極めて適切な対応であると思う。日本銀行としては、熊本地震発生後、銀行券の円滑供給や決済システムの通常稼働など金融インフラの維持に全力を挙げてきたところだが、本措置による被災地金融機関への支援を通じて、地域経済の復旧・復興への貢献を続けていくことが適当と考える。

佐藤委員

趣旨については承った、異論はない。非常にテクニカルな話だが、この基本要領の「6. 貸付利率および利息の徴収」のところで、貸付利率は年0%とすることは良いのだが、利息の徴収は後取りの方法により行うとあるが、利率が0%だから、利息の徴収の規定は必要ないのではないかと

思ったのだが。

高口企画局審議役

そういう意味では、これは、今は0%ということなので、おっしゃっており、redundantな規定だと思う。ここは、他の資金供給オペレーションも同じように利息の取り方を決めているので、形式的に置かせて頂いているということだ。

黒田議長

委員方は、基本的に執行部の案に賛成ということで一致していたと思う。私自身もこの熊本地震の被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、被災地金融機関支援オペ等の措置を導入することが望ましいと考えている。

それでは、採決をお願いします。

〔「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」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

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

櫻井審議委員

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

本件については、明日の金融政策決定会合終了後、对外公表することとする。それまでは、厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しくお願いする。

それでは、次に「補完当座預金制度基本要領」の一部改正について議論する。執行部からの説明の後、採決を行いたいと思う。

高口企画局審議役

それでは、先程、新たに追加でお配りした資料－ 7（差替）で、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正について、という資料をご覧頂きたい。

1 頁目、今回の付議事項だが、3 月の決定会合において、貸出支援基金、それから被災地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とご決定頂いたことを踏まえての対応だが、今しがた熊本地震についても新たな被災地オペの導入をご決定頂いたので、今回はこの枠組みを、そちらの方にも合わせて適用するという前提でご決定を頂きたいと思っている。

具体的な取扱いだが、1. のところにあるとおり、貸出支援基金、そして従来の被災地支援オペ、そして今日ご決定頂いた熊本地震にかかる被災地支援オペについて、①および②の合計額をマクロ加算残高に加算することとしたいと思っている。具体的には、①付利対象積み期間における貸出支援基金、そして従来の被災地支援オペ、そして今日ご決定頂いた熊本地震にかかる被災地支援オペの平均残高、これにこの①の残高のうち 3 月末の貸出支援基金、そして被災地支援オペの合計残高を上回る金額を加

えるということである。熊本の被災地支援オペは3月末には残高はないので、もし実行された場合には、その金額全額が2倍というかたちで加算されるということである。簡単な計算例を下に掲げている。表にあるとおり、貸出支援基金および被災地支援オペの残高が、3月末、仮に100ということだとする。5月の積み期の平残が2減って98になったとすると、減る方は1倍しか減らないということで、マクロ加算98だが、仮に6月の積み期に平残が120と20増えると、増えた分は2倍になるのでマクロ加算は合計で140と、こういう計算の仕方で運営していきたいと思っている。

2頁目の2. のところにあるとおり、この取扱いについては本年5月16日から実施をし、5月の積み期から適用したいと考えている。

付議文については3頁、4頁のところに規程改正の案のかたちでお示ししており、主として4頁目に今申し上げたことが規程のかたちで書いてある。内容は今ご説明したとおりなので、読み上げは割愛させて頂く。以上である。

黒田議長

何か質問、意見はあるか。

中曽副総裁

先程の木内委員の質問と関連するが、被災地の今回導入する措置と、残高の2倍をマクロ加算残高に加算することに伴って、現地の金融機関の負担は、何がしか軽減される部分があると理解しておいて良いか。

高口企画局審議役

そのとおりである。

佐藤委員

被災地支援の新たな3,000億円だが、大体のイメージとして、現地の、地域の金融機関にどれ位配分される予定なのか。

高口企画局審議役

これは、これから実際に現地のそれぞれの営業店の貸出残高を集計して配分していくことになるので、今の時点であまり確たることは申し上げられない。熊本県下の中では、先程申した中で肥後銀行や熊本銀行、あるいは地場の系統金融機関などが主たる貸し手であるので、こうした先に、より厚めに割り当てられていく可能性が高いとみている。

佐藤委員

半分とか3割とか、何かイメージはあるか。

高口企画局審議役

そういう意味では、東日本大震災の例をご紹介しますと、東日本大震災の場合は1兆円の総額に対して、地場の大手の地銀に対して1割ずつ位割り当てられており、1,000億円位の枠である。それから地元の系統金融機関に対して全体の3割位の枠が割り当てられているので、そういう意味では半分か、半分以上が割り当てられている。熊本の場合には、実際に数字をとってみないと正確なことは申し上げられない。繰り返しになるが、地元の金融機関にかなり厚めに配分はされるかたちになると考えている。

佐藤委員

確認だが、東日本大震災の被災地支援は、残りの6割というのは大手行にいつているということか。

高口企画局審議役

そうではない。そういう意味では、今は主要なところを例として申し上げた。もう少し正確に申し上げると、大手行に回っているものは1割もないということであり、先程1,000億円位というのは地元の

大きいところに1,000億円を上回るという水準であるので、そ

ういう意味では、1割位が大手行・メガバンクなどで、3割が系統、残りの6割は地域の金融機関というバランスである。

佐藤委員

分かった。

木内委員

今の件に関連して、東日本の被災地支援オペの時は、貸出先1行当たりの上限が1,500億円に決まっているが、現地での貸出実績に合わせて調節すると説明されていた。今回の場合は、そういう1行当たりの上限は設けていないということである。貸出実績に合わせて決めるというのは、かなり裁量的な要素が大きいようにも思うが、これは説明責任というか、透明性高く、こういう数字なのでこういうかたちで按分した、ということをやっているのか。それとも、そういうところは全然説明せず、こちらであなたのところはこの位という対応をするのか。

高口企画局審議役

東日本の場合は、基本的には貸出残高に応じて、額を按分したかたちになっている。そういう意味では、あまり裁量的な要素は強くないと考えている。

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

中曾副総裁
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
櫻井審議委員

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

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 01 分中断、28 日 9 時 00 分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。まず、本日の議事進行をご説明する。本日は、展望レポートについての執行部説明、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決、3 月 14、15 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。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

IV. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

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

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

それでは、展望レポート案について執行部から説明をお願いします。

正木企画局政策企画課長

展望レポートの案をご説明するが、まず経済・物価の現状の部分について、「経済・物価の現状と見通しに関する記述」を用いてご説明する。

中村調査統計局経済調査課長

それでは、私から、経済・物価の現状について、ご説明したいと思う。まず景気の総括判断であるが、前回3月の決定会合の時と同様に「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」という文言にしたいと思う。個別項目は変化点だけ申し上げる。個人消費であるが、百貨店等の売上が弱いということを踏まえて、「一部に弱めの動きもみられるが」

という文言を付け加えている。その下、鉱工業生産であるが、熊本地震の影響等を勘案して、「足もとでは、地震による影響もみられる」という文言を加えている。その次、企業の業況感であるが、今回短観が出ているので、それに基づいて判断している。「総じて良好な水準を維持しているが、新興国経済の減速の影響などから慎重化している」というようにしている。物価および予想物価上昇率については変更ない。

正木企画局政策企画課長

次に、展望レポート本体についてご説明する。まず、委員方から集計した計数について、10 頁の表および 11 頁のグラフをご覧頂きたい。便宜上、＜ ＞に入っている委員方の中央値、メディアンを中心にご説明する。まず実質 GDP 成長率であるが、2016 年度+1.2%、2017 年度+0.1%、今回から新たに見通しの対象となった 2018 年度が+1.0%となっている。消費税率引き上げ後の駆け込み需要の反動が予想される 2017 年度もプラス成長を維持するかたちとなっており、基調としては潜在成長率を上回る姿である。なお、前回展望レポートの対比では、2016 年度について 0.3%ポイント、2017 年度について 0.2%ポイントと幾分下振れている。

次に、消費者物価の前年比について申し上げるが、2016 年度+0.5%、2017 年度+1.7%、2018 年度+1.9%となっており、2%に向けて上昇率を高めていく姿となっている。前回展望レポートとの対比では 2016 年度について 0.3%ポイントの下振れとなっている。2017 年度については、計数としては+1.8%から+1.7%になっているが、いわば振れの範囲内ということかと思う。以上の数字は、右にリスク評価と合わせてグラフにしている。以上頂いた計数、リスク評価を踏まえて、文章の記述についてご説明する。

1 頁にお戻り頂きたい。事前に配付した資料では、「・・・」となっていたところに文案を加えた。シャドーで表示しているので、そちらをご説明する。1 頁の概要、2 つ目のビュレットである。消費者物価であるが、先行きの消費者物価のパスは「エネルギー価格下落の影響から、当面 0%

程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる」としており、これは前回と同様の記述である。2%程度に達する時期については、前回の2017年度前半頃から「2017年度中」に記述を変更しており、幾分後ずれするイメージである。その後の物価のパスは前回同様であって、「平均的にみて、2%程度で推移する」としている。3つ目のビュレットであるが、前回展望レポート見通しからの変化を記載している。成長率については、「海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、幾分下振れている」としている。先程言ったとおり、0.3%ポイント、0.2%ポイント程度の下振れなので、「幾分」という形容詞を付けている。消費者物価については、こうした「成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、2016年度について下振れている」と記述している。次のビュレット、先行きの政策については前回と同じ記述にしている。2頁目以降の本文も、基本的には、今ご説明した概要と同様の記述となっているが、追加的な記述部分ということに限りて申し上げると、まず4頁である。中程のシャドーのところである。2017年度の成長率について、「潜在成長率を下回るものの、若干のプラスを維持すると予想される」と記述している。

最後になるが、9頁をご覧ください。こちらは金融政策運営に関する、いわゆる2つの柱による点検である。まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについては、「わが国経済は、2017年度中に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される」としており、前回との対比では、2%程度の達成時期を変更したかたちになっている。第2の柱、すなわち中心的な見通しに対して重視すべきリスクであるが、成長率については「海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい」、一方、物価については「中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい」と記述しており、いずれも前回と同様の記述で案文を提示している。以上である。

黒田議長

今の執行部の説明に対し、ご質問があればどうぞ。

木内委員

1点確認したい。2頁の消費者物価の足もと前年比が0%程度との記述になっている。本日公表された3月は-0.3%になっているので、0%程度にそぐわないな、という感じがするが、これは時間切れというか、間に合わないのか、次回以降、また検討ということで良いか。

中村調査統計局経済調査課長

過去の月報に基づく表現であれば、-0.3%でも、概ね0%になっているという表現を使ったことはある。例えば2012年9月号、10月号である。ただ、物価の局面によっては、小幅のマイナスという表現もあった。今回の数字で、0%程度という表現がおかしいという訳ではない。

V. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢と展望レポートの評価について、1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず石田委員からお願いします。

石田委員

まず展望レポートであるが、基本的見解については、大体において違和感はない。また、物価目標である2%程度に達成する時期についても、2017年度中とすることで結構である。私自身は、従来同様、帰属家賃について、現状より然程上がらず、見通し期間を通じて下押しに作用するとみており、帰属家賃を除いたベースで2017年度末にかけて2%程度に達するとみている。これまでも申し上げているとおり、帰属家賃は、貸家市場における構造的要因などから上がりにくく、また実際の家計の支出を伴わない、み

なしの数字である。このため、これが低位にとどまる場合には、これを除いたベースでみて2%であれば、総合的にみて物価目標を達成していると言えると考えている。なお、1月見通しとの対比では、2016、2017年度のコアCPI伸び率について、消費者マインドの悪化や賃上げ動向を踏まえて、若干下方修正しているほか、海外経済の減速が想定対比強まっていることから、2016、2017年度の成長率を小幅ながら下方修正している。

次に、金融経済情勢について申し上げる。このところ消費に勢いがなく、GDPも10～12月期、1～3月期と弱めに推移しているとみられる。消費の不振については、生活するうえで十分なストックがあるもとで、名目賃金の上昇の期待が弱く、年金についても増加が見込まれず、老後生活や教育費負担など、将来に対する漠然とした不安が根底にあるのだと思う。このような状況が企業の価格設定行動を慎重化してきており、昨年度ほどの価格引き上げを今年度は期待し得ないと考えている。しかしながら、企業にとっては、少子高齢化のもとで、販売数量の拡大が期待できないうえ、労働需給も極めてタイトでコスト面からの圧迫もあり、収益の維持・拡大のためには、販売単価の引き上げがどうしても必要である。今後、消費者のマインドの改善がみられれば、再び価格設定行動は積極化し、価格引き上げに動くものとみている。

景気については、GDPの推移からみると弱さが目立つところであるが、企業収益は史上最高水準で推移しており、労働需給も極めてタイトな状況を保っている。私は、景気の実態はかなり底堅いものと判断している。このような状況を維持できれば、現に上がりつつある非正規労働者の賃金に加え、構造的に上がりにくい、いわゆる正社員の賃金についても次第に上昇へ向かうものとみている。また、これまでなかなか賃金が上がらないもとでも就業者数は着実に増加してきており、雇用者所得全体はしっかりと増加を今後も続けるとみている。やや長い目でみれば、所得の改善を受けて今後消費が勢いを増し、物価もしっかりとした上昇軌道に向かっていくものとみている。問題は、その過程に時間を要するところであり、われわれとしては我慢強く対処していく必要があると思う。この点について

は、金融政策の議論の際に、さらに申し上げる。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては前回会合で判断を半ノッチ引き下げたが、短期的なリスクプロファイルは個人消費と生産面を中心に下にやや厚いというようにみている。従って、物価面を除くと、先程の執行部説明で概ね良いと思う。

前回会合以降の変化点として、まず国内では、個人消費が天候要因の剥落後も引き続き精彩を欠くほか、熊本県を中心とした震災被害によりサプライチェーンが影響を受け、目先生産が下押しされる可能性がある。サプライチェーンの問題は、早晩、挽回生産や復興需要が見込まれるため、シナリオを覆すほどのリスク要因ではないというようにみている。もっとも、人的・物的被害が相応にあり、マインド面への影響も見込まれるため、短期的には若干警戒を要する。

海外経済についても、牽引役である米国経済の1～3月期の足取りは、NY連銀やアトランタ連銀のNowcastをみる限り、年率1%未満と堅調な雇用拡大のわりに捗々しくない。ドル高と資源価格の下落により鉱工業の生産・設備投資のパフォーマンスに引き続き力強さがみられないほか、天候要因などから個人消費の足取りも力強さを欠いている。こうした状況を受け、昨日のFOMCにおけるFedの現状判断は下方修正され、また、先般のワシントンG20では米財務省のドル高容認姿勢後退といった通貨外交スタンスの変化も感じられるところである。米国経済の弱さには季節性もあるというように思われるので、海外経済の見方を一段と引き下げるというほどではないが、現状を若干警戒的にみている。一方、中国経済は安定化の方向にあるというようにみられる。

次に展望レポートについて、先程の執行部案にあった政策委員見通しの

中央値との対比で私自身の見通しについて申し上げる。まず経済について、私自身の見通しは、前回対比引き下げられた政策委員見通しの中央値よりも幾分慎重である。これは、そもそも潜在成長率が0%台前半と試算され、また潜在成長率の底上げに資する国内の資本ストックの蓄積が捗々しく進捗しない中で、これを恒常的かつ大幅に上回る成長を続ける蓋然性は然程高くないというようにみているためである。実際、このところの実質GDP成長率の実績はプラス成長とマイナス成長がほぼ拮抗するかたちとなっており、これは潜在成長率が0%に近いという推計結果と概ね整合的である。実質GDPの低迷のわりに実質GNI、実質GDIでみるマクロの所得形成はこれまで堅調さを維持してきたが、年初来の円相場の上昇により海外からの所得の受け取りの為替換算差の目減りが見込まれるうえに、交易条件の改善に寄与してきた資源価格も下げ止まりつつあるように見受けられ、GDP対比でマクロの所得形成の堅調さを強調することも次第に難しくなっているように思われる。無論、今般、調査統計局が試算として示したように、GDP統計で個人消費が実勢より過小評価となっている可能性があるほか、所得統計もサンプル面の問題が指摘され、実体経済の弱さは公式統計が示すほどではないというようにみている。もっとも、先に挙げた理由からマクロの所得形成のモメンタムが先行き低下する可能性がある中で、経済の好循環メカニズムが先行き力強さを増していくとのシナリオの説得力は然程強まってきていないように思われる。

次に物価に関して、私自身の見通しは、前回対比引き下げられた政策委員会の中心的な見通しを引き続き明確に下回る。消費者物価を取り巻く環境としては、実体経済の改善ペースの鈍さから需給ギャップの改善の遅れが見込まれること、春闘の交渉経過にみる賃金の上昇ペースが昨年度対比で勢いを欠くというように見込まれること、さらに年初来の円高が食料加工品や耐久消費財の上昇により主導してきた物価の基調に影響する可能性など、様々な逆風がある。人々の予想物価上昇率も、中長期的な部分は比較的安定しているものの、短期的な部分は足もとの物価低迷がバックワード・ルッキングに影響するかたちとなっている。さらに、景気ウォッ

チャー調査に示されるように、マイナス金利政策により人々のマインドが慎重化している可能性があり、これが人々の予想物価上昇率にも悪影響を及ぼしているように見受けられる。そもそも過去の経験から、顕著な経済成長が見込めない中で、所得の上昇に先だって物価だけ上がっても、マインドの悪化から消費が却って悪影響を受けるということをわれわれは学んできた。私としては、2%の物価安定の目標は精神的な目標とし、政策運営に際しては、所得の上昇とバランス良く物価の上がっていく姿を目指すのが自然であるというように思う。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

まず市場の動向をみると、為替の上昇と株価の下落とその乱高下は未だ続いているが、やや一服の様相もある。原油価格については、このところ40ドル程度で推移している。

海外経済については、米国・欧州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。さらに、先進国経済でも、弱い指標が散見されるようになっている。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が崩れる可能性もある。

日本経済についてみると、雇用は堅調であるが、それ以外の指標は弱いものが多くなっている。消費の弱さには、暖冬の影響以上のものがあるようである。新しく作成された消費活動指数でみても、家計調査よりは良いが、精々横ばいに過ぎない。消費性向が低下を続けており、回復していないことも気になる。輸出・生産の指標も弱く、これが、これまで増加基調だった設備投資にも影響を及ぼす恐れがある。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。パートの時間当たり名目賃金は1.5%以上で継続的に上昇しているが、2%物価上昇には力不足だと思う。また、エネルギーを除くインフレ率は横ばいで、イ

ンフレ予想を示す多くの指標が低下している。

さらに、失業率の低下テンポが弱まっているようである。再三述べているように、過去の経験則によれば、失業率が3%を切らないと物価が2%になるのは難しい。3%前半の失業率を構造失業率と呼び、これ以上、下がらないかのようなイメージを与えるのは誤解を与える。これに関して、これまで展望レポートの注に掲載されていた、構造失業率が3%台前半であるという記述が削除されたのは望ましい。

次に、展望レポートについて申し上げる。実質GDPについては、2016年度について、世界経済の回復がやや遅いが、成長率は戻ってくると思われる。また、年度末には消費税増税前の駆け込みの需要もある。2017年度は、駆け込み需要の反動、消費税増税それ自体の景気押し下げ効果が働いて成長率が大きく低下すると思う。以上、私の見方は、政策委員会見通しの大勢とほぼ同じである。

物価は、生鮮食品とエネルギーを除く物価でみると、継続的に上昇している。ただし、エネルギー価格の下落が続き、その影響がピークとなるのは2016年の中頃なので、物価の上昇は後ずれする。2017年度には、消費税増税それ自体の需要押し下げ効果による物価下押し圧力もかかる。

以上から、物価についての私の見方は、政策委員会見通しの大勢に近い。私の見方は、展望レポート（案）の上下の通常考えられるリスクシナリオに含まれていると思うので、本案に賛成する。

なお、熊本地震の影響は、地域経済には長期的にも大きな影響を与える可能性があるが、全国的には一時的な影響にとどまると思われる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

米国、中国での景気悪化懸念が一時期よりも幾分和らいでいること、原

油価格が持ち直していることなどを背景に、グローバルな金融市場は概ね安定を取り戻す方向とみている。ただし、日本の市場については、なお不安定な動きから脱却できていないように思う。米国では雇用が堅調である一方、製造業の活動にはなお弱さも残るが、中国では最新3月の経済指標は概ね予想を上回り、住宅価格の上昇ペースが高まるなど不動産市場にも改善がみられる。中期的には問題含みではあるが、政策面でのサポートから1～3月期は信用拡大が顕著にみられ、経済を下支えしているようにみられる。ただし、世界経済全体としては明確に改善している兆しはなく、国際機関の成長率見通しもなお下方修正が続いている。中長期的な観点では、新興国での過剰設備、過剰債務問題の深刻さに変化はない。この先、世界経済が減速傾向を再び強め、それを受けてエネルギー価格が再び下落傾向を強めた場合、金融市場の動揺が再燃するとともに、金融機関の損失問題が高まる可能性がある。

国内経済は冴えない動きが続いている。生産予測調査の結果を踏まえると、4～6月期の鉱工業生産は2四半期振りに増加が見込まれていたが、熊本での地震の影響でその増加率が抑えられる可能性が高まっている。加えて、足もとでは安定している輸出の環境が先行き厳しさを増す可能性を示唆する指標も幾つかあり、年後半の経済は不確実性がなお強い状況である。地震はサプライチェーンの遮断などを通じて経済活動に影響を与えるが、それは一時的であり正常化は比較的短期間で可能だと思う。さらに損害を受けた公共インフラ、住宅などの再建という復興需要も徐々に生じることから、経済・物価の基調的な動きに与える影響は小さいと考えている。

他方、内需面では、統計の精度の問題を別にしても、消費関連指標の弱さが気になるところである。昨年までと比べて物価上昇懸念は明らかに後退している中でも個人消費が不振を続ける背景には、金融市場の不安定化以外に、やや長い目でみた雇用・所得環境への不安、社会保障制度とそれに関連した将来不安、それらとも結び付いた耐久財の買い替えサイクルの長期化などがあるように思うが、いずれも短期間で解消することは期待しがたい問題である。とはいえ、国内経済は概ね潜在成長率に見合った成長

ペースを維持しており、概ね安定した状態にあるとの判断は維持できると思う。やはり最大の問題は、潜在成長率が0%台前半と依然として極めて低水準にあり、その結果、成長期待が高まらないことである。国内の潜在成長率に当面大きな変化がないことを前提とすれば、海外経済の下振れを主因に、国内の成長率見通しは先になるほど下方リスクが高まるとみている。

マイナス金利導入後の国内金融市場では、コール市場の取引は大幅に縮小した状況が続くなど、市場機能の低下が明らかである。短期金融市場の機能低下は、現状では金融機関の収益機会の喪失という面が強いが、将来的には必要な流動性の確保が難しくなるという、より深刻な問題に発展する可能性がある。

物価動向については、従来自身が予想していたとおりではあるが、年度明け後に下方リスクがやや高まっていると見受けられる。民間調査のスーパーでの小売価格の前年比は、4月に入って急速に下振れたが、個人消費の弱さや円安傾向の一巡などを受けて、昨年ほどには値上げの動きが広がりを見せていないことが背景に考えられる。この点は、昨年、一昨年の値上げは失敗だったとし、足もとで値下げに踏み切った大手衣料専門店の戦略に典型的に現れていると思う。生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価などでみても、向こう数か月は前年比がやや下振れるとみており、エネルギー価格下落の影響が剥落した後の消費者物価は、前年比0%台半ばから1%程度のレンジで推移すると私自身は見込んでいる。ただし、物価についても総じて安定した状態にはあると評価できると思っており、2%の物価安定目標を大きく下回っている現在の物価上昇率や予想物価上昇率が、実体経済の活動を特に阻害しているようには思わない。

以上の議論を踏まえて、最後に展望レポートの見通しについてであるが、2016年度の成長率見通しを相応に下方修正する一方、2016年度の物価見通し、2017年度の成長率、物価見通しはほぼ前回と同様とした。2018年度にかけては、基調としては、潜在成長率に見合った比較的安定した成長率、物価上昇率が続くことを標準シナリオに据えている。しかしこうした

自身の見通しは政策委員の中心的な見通しと比べれば従来から相当低めであり、その背景には、現在ほぼ中立的な水準にある需給ギャップを先行き顕著に改善させるほどの需要面での強い牽引役が、金融緩和の追加的効果を含めて見当たらないこともある。

また基本的見解については、従来と同様であるが、先行きの物価上昇率の見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営方針の3か所について、後に修正文案を提出したいと思う。第1の物価見通しについては、今回新たに延長された予測期間中においても、2%程度に達することは想定していない。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず世界経済である。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と思う。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と考える。例えば、ドバイの原油価格をみると、2016年2月11日の1バレル26ドルを底に上昇に転じ、直近の2016年4月25日には48ドルで、2か月あまりの間に48%も上昇した。今後はシェールオイルの減産を主因として、原油の超過供給は緩やかに減少すると予想している。さらに、中国の為替政策を巡る不確実性が後退したこと、および米国の雇用・所得環境の改善が続いていることなどから、投資家のリスク回避の程度もかなり和らいだと思っている。

今後の世界経済について最も心配される中国経済は、輸出は引き続き弱めであるが、公共関連や不動産を中心に固定資産投資の伸びが幾分高まっており、景気の減速に歯止めがかかりつつあると考える。しかし、中国経済のサービス経済化により、中国の輸入は今後一段と鈍化する可能性があると思う。中国の輸入減少の影響は日本経済も受けるが、それ以上に、N

I E s・A S E A Nなどの新興国やブラジルなどの資源国経済へのマイナスの影響が大きいと思われる。以上から、年初来の国際金融、商品市場の危機的状況は改善したが、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、および先進国経済がどれだけ新興国経済の減速に歯止めをかけられるかに大きく依存しており、下振れリスクがあると考えている。

次に日本経済であるが、新興国経済の減速の影響などから、輸出と生産に弱さがみられるが、基調としては緩やかに回復している。しかし、G D Pの四半期データでみる限り、個人消費は底堅いものの、伸びていく勢いは窺われない。すなわち、G D P統計の四半期当たりの個人消費水準は、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 月期をピークにその後 2015 年 10～12 月期までは、トレンドとしては減少している。予てから、家計調査などの需要側統計を用いた Q E の消費総合指数には下方バイアスがあるのではないかと疑問視されてきたが、最近開発された調査統計局の消費活動指数は G D P 統計の確報値の消費をよく追跡している。さらに、月次や四半期別でみた、この消費活動指数の標準偏差は、消費財総供給や家計調査の消費支出の標準偏差よりもはるかに小さく、信頼性が高いと思われる。

この消費活動指数でみると、2014 年度と 2015 年第 1 四半期までの各四半期の個人消費は、G D P 消費よりも大きいことが分かる。もっとも、消費増税後の個人消費が、消費増税前の 2012 年や 2013 年よりも弱いという点には変わりはない。消費増税後の消費の弱さの原因には様々考えられるが、実質雇用者報酬が増加に転じてから日が浅いため、家計が考える恒常所得の増加が未だ低い水準にとどまっていることが一因ではないかと考えている。雇用需給が極めてタイトであることや 3 年続きでベアが実現したこと、中小企業においても賃金上昇が拡大していることなどを踏まえると、今後は家計の恒常所得も次第に高まり、それにつれて個人消費の伸びも次第に高まると期待している。

設備投資も人手不足感が強く、原油安の恩恵を受けて収益好調な非製造業を中心に、堅調に増加すると考えている。今後は、マイナス金利政策によってもたらされた予想実質金利の大幅な低下が、ラグを伴いながら設備投資を後押しすると考えている。他方、輸出は新興国経済の動向に左右されるが、新興国経済も先進国経済の回復に引きずられて、次第に減速した状態から脱していくと考えられることから、緩やかに増加すると予想している。

以上から、日本経済は雇用・所得環境の改善を背景に、基調として緩やかに拡大していくと考えられるが、成長率は従来の見通しと比べると、輸出の下振れ分のため、幾分下振れると考えている。

次に、消費者物価の前年比であるが、エネルギー価格下落の影響から、当面0%で推移するとみられる。しかし、需給ギャップが改善するにつれて、物価の基調が高まる一方、実際の物価の基調の高まりを受けて予想インフレ率の上昇も期待されることから、消費者物価前年比は次第に2%に向けて上昇率を高めていくと考えている。原油価格が先物市場に示されているように、現状程度の水準から緩やかに上昇するという前提に立てば、エネルギー価格のマイナスの寄与度が2017年度のはじめまで残ること、および成長率と賃金上昇率が従来見通しと比べて下振れすることから、2016年度は従来見通しよりも下振れし、2%に達する時期も従来見通しよりもやや遅れて2017年度中になると予想される。

以上の中心的見通しのリスクは、第1に海外経済の動向の不確実性で、新興国経済の低迷が長引けば、成長率は下振れする。成長率が下振れするとともに、原油価格の上昇スピードが鈍化すれば、消費者物価前年比が2%に達する時期も後ずれするリスクが未だ残っている。第2のリスクは2017年4月に予定されている消費税率の引き上げである。駆け込み需要の反動と実質所得の減少の影響は、消費者マインドの悪化と相俟って、個人消費の減少とそれに伴う消費者物価前年比の低下をもたらすリスクがあると考えられる。以上から、執行部の展望レポート案には基本的に賛成する。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

前回会合以降、国際金融資本市場は、原油価格が上昇傾向にあること、中国経済の先行き不透明感が後退しつつあることなどから、一頃に比べると落ち着いた動きとなっている。3月のFOMC後、ドル安が進んだことも、米国市場においてはセンチメントの改善に寄与したと思う。もっとも、世界経済の不透明感が残るもとで、金融市場の動きは、なお不安定であると思っている。

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速をしている。すなわち、中国経済は総じて安定した成長を維持しているものの、輸出・生産面を中心に幾分減速をしている。中国以外の新興国経済も、輸出・生産面を中心に減速している。また、資源価格の下落から資源国経済は厳しい情勢が続いている。海外経済の先行きについては、幾分減速した状態が当面続くものの、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、緩やかに成長を高めていくとみている。

わが国経済であるが、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ものの、基調としては緩やかな回復を続けていると判断している。先行きについては、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、所得から支出への前向きの循環メカニズムが維持するもとで、国内需要は増加基調をたどるとみている。また、新興国経済が減速した状態から脱していくもとで、輸出も緩やかに増加すると予想している。従って、わが国経済は、基調としては、潜在成長率を上回る成長を続け、緩やかに拡大をしていくと考えている。

企業部門では、設備投資がポイントと思っている。製造業を中心に業況感が慎重化しているのは気になるが、過去最高水準の収益が続くもとで、

企業は前向きな投資スタンスを維持していると思う。この点は、3月短観の設備投資計画でも確認されたところである。先行きも、非製造業を中心に増益基調が続く中で、強力な金融緩和のもとで実質金利が一段と低下をしているので、設備投資は増加基調を続けていくはずだと考えている。なお、熊本地震の日本経済への影響については、サプライチェーンを通じた輸出・生産の下押しはもとより、マインドを通じた観光産業などへの打撃など、様々な影響が考えられるので、どの程度の影響が、どの程度の期間生じるか、引き続き丹念に調査していく必要があると思っている。

次に、家計部門だが、雇用・所得環境の着実な改善が続いている。タイトな労働需給を背景に、名目賃金は緩やかに上昇しており、パートの時給をはじめ賃金への上昇圧力は強まっていると思う。そうしたもとで、個人消費は、暖冬の影響や製鉄所事故による一時的な要因などから弱めの指標もみられるが、それらの要因を除けば底堅く推移していると考えて良いのではないかと思う。特に、外食とか旅行などのサービス消費は緩やかに増加をしている。先行きについては、雇用・所得環境は着実に改善していくとみられる。確かに、春闘におけるベアは、大企業を中心に昨年を幾分下回った模様であることは残念であるが、それでも3年連続のベアとなったことは成果であると思うし、賞与などによる収益還元が行われているほか、中小企業においても賃上げの動きが広がっている点は心強いところだと思う。エネルギー価格下落による実質所得押し上げ効果も合わせてみると、個人消費は、この先、緩やかに増加をすると予想している。ただ、家計のマインドが消費に及ぼす影響は注視をしていく必要があると思っている。

以上を踏まえた2017年度までのわが国経済の成長率見通しは、海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、1月の見通しと比べると幾分下振れると想定している。

物価情勢であるが、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比はプラスが続いており、3月も1%を上回ったことなどからみて、物価の基調は改善が続いていると判断をしている。その物価の基調は、今後とも着実に高まる動きが続くとみている。要因のうち、まず需給ギャップについ

てである。足もととは横ばいとなっているが、労働需給の引締まりが続き、輸出・生産の持ち直しに伴って設備稼働率の方も再び上昇していくと考えられることから、今年度後半以降、緩やかにプラス幅を拡大していくと予想している。中長期的な予想物価上昇率については、基本的には上昇傾向をたどると考えている。4月以降、C P I N o wや一橋大物価指数の伸びが低下をしているが、前年をはっきり上回って推移する姿が続いている。これらの指数は、食料品や日用品中心であるため、サービスを含む全体の動きを評価するには4月以降の消費者物価指数をみる必要があるが、ヒアリング情報なども踏まえると、企業の前向きな価格設定スタンス自体は維持されていると判断をしている。また、企業の賃金設定スタンスも併せてみると、企業収益から雇用者所得への波及は維持されており、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは着実に作用していると考えている。そうした中、消費者物価の前年比は、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、2%に向けて伸び率が高まっていくと思う。もっとも、2%程度に達する時期は、成長率の下振れに伴う需給ギャップの改善の後ずれや、今年の春闘の動向を踏まえ賃金上昇率の見通しが1月時点よりも下振れていることを反映して、従来の2017年度前半頃という1月時点の見通しからは後ずれして、2017年度中になるとみている。

見通しに関するリスクバランスは、経済、物価とも下振れリスクが大きいと考えている。経済については、特に海外経済の動向に関する不確実性が大きく、物価面では、本年度の企業の価格改定の動きが、今後、消費者にどの程度受け入れられながら進んでいくかがポイントになるとみている。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を続けているとの執行部判断に違和感はない。一方で、年初より国際金融市場が動揺しており、目が離せない。ただし、実体経済への影響は、今のところ限定的にとどまっているとみている。この間、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。

まずアメリカ情勢である。現下でF R Bの金融政策はアメリカ国内の景気とグローバルな影響との両方を睨んで展開しており、従来よりも複雑な要素を勘案しているため、ますます目が離せなくなっている。そうした中、実体経済では、輸出や製造業の弱さに加えて、住宅着工や自動車販売にも多少の陰りがみられる。

ヨーロッパは、緩和的な金融環境のもとで、消費に牽引されて緩やかに回復しているが、テロや難民問題、銀行部門の信用不安、またイギリスのE U離脱問題など様々な要因が次々と出ているため、今後の実体経済への波及については注意が必要である。

中国は、先般の全人代を経て、第13次5か年計画のもとで今年の成長率目標を6.5%ないし7.0%に設定し、新しい段階への軟着陸の取組みを進めている。長期的な見通しは予断を許さないものの、政府は、金融と財政の両面で迅速かつ大規模な政策を展開しており、一旦は相応の効果も出ていると評価している。

新興国、資源国は、中国経済の低迷と資源価格下落の影響を受けている。影響の深刻さは国ごとに異なっており、今後とも視野広く注意することが必要である。アジアでは、インドやフィリピンは比較的堅調であるほか、インドネシアにやや持ち直しの兆しがみえる一方で、タイは依然として低迷している。そのほかの主要新興国の中では、ブラジルが経済、政治ともに混迷している。なお、日本からの自動車輸出は、近年、海外生産が進んだことにより、完成車生産のための部品輸出という形態が多くなっているが、中近東諸国は、付加価値の高い完成済み自動車の、しかも高額車種の輸出仕向け先である。しかし、油価下落により、これらの国々への自動車

輸出が減少している。

次にわが国の経済であるが、基調としては緩やかな回復途上にある。春の賃上げは昨年より低かったとはいえ、相応のレベルであると思うので、これが消費の下支えに繋がることを期待している。設備投資は、昨夏の中国ショック以降の低迷から回復しつつあるが、ペースは緩やかである。3月の短観は、海外経済の不確実性と金融市場の動揺を映じたものになった。一般消費者、企業経営者ともに不安心理は増幅しており、目が離せない。加えて、九州の地震の経済への影響については、大きなものとなるリスクがあるので、注視していく。

以上を踏まえた私の見方の第1点は、世界経済は非常に壊れやすい不安定な状態のもとで、需要構造の変化を経験しているということである。減速しつつある中国経済には需要の下支えを期待する一方で、日米欧の経済成長がどこまで需要創出を果たせるかが課題であり、日米欧中の4極の連携と協力が非常に重要な局面となっていると思う。この際、低迷する新興国、資源国にも相応の役割が求められるが、現下の経済情勢を踏まえると、多くは期待できない。第2点は、日本経済はその内需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。世界的な需要減退のもとにあって、日本経済に求められるのは、その内需の厚さを生かし、これを拡充して需要不足を回避することである。同時に、リーマン・ショックの際に毀損した成長力を取り戻すチャンスでもある。

以上の現状認識を踏まえた展望レポートであるが、経済成長率の見通しは、2016年度は潜在成長率を上回る成長、2017年度は消費税引き上げの影響から潜在成長率を下回り、0%近傍に下がるが、2018年度は潜在成長率を上回る成長に戻ってくると想定している。一方で物価見通しは、下方修正したが、今後需給ギャップの改善が続くもとで、物価上昇率は高まっていくとみている。しかし同時に、資源市況と為替の下押し圧力は強く、2%程度の水準に達するのは2017年度後半以降にずれ込むだけでなく、経済情勢と物価情勢に関するリスクは下方に厚いと考えている。以上である。

黒田議長

櫻井委員お願いします。

櫻井委員

2016 年第 1 四半期は、世界経済の下振れリスクが強く懸念される状況となり、金融市場の不安定性の高まりとエネルギー価格の大幅下落が生じた。日本でも、短期間で急激な円高が進行したほか、株価は 2015 年末水準と比較して 20%以上も下落となった。世界経済の強い下振れリスクの高まりや、市場の不安定性が、企業マインドの冷え込みや消費活動の停滞を招き、経済のファンダメンタルズにもマイナスの影響が強く懸念される状況となっていたと思う。しかし、現時点では、経済の下振れリスクは払拭されてはいないものの、日本経済は緩やかな景気回復基調を維持することができたとみている。今後、世界経済が年度後半から緩やかな回復に向かうと予想されるもとで、日本経済は緩やかな景気回復基調を維持していくとみている。

わが国経済の現状であるが、輸出が、特に新興国経済を中心とする世界経済の減速により横ばい状態に近いほか、個人消費も 2016 年度第 1 四半期の暖冬、あるいは株価の下落等の影響から、一部に弱い動きもみられ、ほぼ横ばいの推移になっていると思う。生産も、ほぼ横ばい圏内の動きを続けているが、地震の影響等による供給面の制約が下振れリスクとなるかもしれない。この間、設備投資は、好調な企業収益を背景に増加基調を維持しているが、世界経済下振れへの懸念の強まり等から、企業マインドが慎重化し、予想物価上昇率を表す指標もやや弱含みとなっていることから、今後の設備投資の動向には十分注目していきたいと思う。賃金についてみると、2016 年度は上昇幅こそやや低下したものの、3 年連続のベースアップを実現できた。とりわけ、中小企業へも確実に賃金上昇が波及しているとみられることは、所得から支出への好循環の持続や、その広がりという観点では重要なプラス材料と評価したいと思う。

今回の見通し期間である 2016 年度から 2018 年度までを展望すると、2016 年度については、世界経済の減速懸念の改善とエネルギー価格の安定化が、金融資本市場の過度な変動を抑制し、慎重化したマインドの改善をもたらすほか、企業収益は引き続き高水準を維持できると見込まれ、設備投資の増加基調も持続するとみている。また、2016 年度後半にかけて、世界経済が底打ちから回復へと転じることが見込まれる中、輸出も緩やかな拡大へと転じていく可能性が高い。また実質成長率は年度後半から緩やかに加速していくというようにみている。さらに、政府が 2016 年度予算の執行を大きく前倒しすることを公表しているほか、年度後半には 2017 年度の消費税率引き上げに関連した駆け込み需要の効果も加わるため、実質 GDP は 2015 年度を大きく上回るとみている。他方、物価上昇率は、エネルギー価格の影響が 2017 年度前半まで残ると思うので、実質 GDP の成長に遅れて上昇することになるのではないかとみている。

2017 年度は、実質 GDP 成長率は、消費税率引き上げによる消費へのマイナスの影響を受けざるを得ないと思う。その大きさは 2014 年度の引き上げ時に比べると、相対的には小さくなるのではないかとみている。成長率は潜在成長率を下回るが、0 % 台前半位のプラス成長は確保できるのではないかとみている。すなわち、2014 年度の引き上げの時は、2014 年 4 月分だけでなく、2015 年 10 月に予定された引き上げ分も含めた 2 回分の駆け込み需要とその反動がマイナスの影響を大きくしたのではないかとみている。2016 年度後半以降、世界経済が回復に向かう流れの中で、好調な企業収益が維持され、設備投資の増加も持続できるとみているので、需給ギャップの改善が一段と進むと考えられる。この間、賃金については、消費税率引き上げを踏まえても、なお実質賃金の上昇を実現できるかどうかは鍵を握るため、この点を十分注視したいと思う。物価面では、エネルギー価格下落による物価押し下げの圧力が 2017 年度後半にはほぼ無くなると思うので、物価上昇率は後半にかけて 2 % 程度に近づいていき、年度を通じて 1 % 台後半の伸びになることは可能ではないかとみている。

2018 年度は、世界経済の回復基調が一段と鮮明になると予想されるの

で、好調な企業収益も維持できる可能性が高いと思う。従って、設備投資の増加基調が維持される一方、個人消費の面では、消費税率引き上げの反動がほぼ剥落することなどを考えると、2018 年度の実質 GDP 成長率は 1 % 台に達すると見込んでいる。物価上昇率は、2017 年度末から 2018 年度前半にかけて、ほぼ 2 % に近い上昇率を達成するとみている。

なお、以上の経済・物価見通しでは、次の 2 点をポイントと考えている。第 1 点は、先進国経済の緩やかな回復と成長が確実に持続する一方で、中国の景気対策の本格化やコモディティ価格の回復による資源輸出国経済へのプラスの効果等により新興国経済も底打ちから回復へと向かい、世界経済全体の成長が緩やかな加速に転じていくということである。第 2 点は、好調な企業収益が持続され、設備投資の増加基調と賃金上昇が維持されること。特に第 2 点は、経済の好循環をより確実なものにするためにも重要で、今後しっかりと注視していかなければならないと思っている。

わが国の経済は、エネルギーの大幅な下落などの諸事情から、2 % の物価目標の達成時期は遅れているが、しかし、もはやデフレとは言えない状況にはなっているので、経済の好循環メカニズムは緩やかながらも機能し始めており、今後はこのメカニズムを確実に機能させ、早期の物価目標の安定的な達成を実現するということが重要だと考えている。全体として、今回の展望レポートは、ほぼ私の現在考えている経済・物価情勢に対する見通しと変わらない。以上である。

黒田議長

ここで、今朝公表された指標について、執行部は簡潔に説明をお願いします。

関根調査統計局長

今、お配りした資料のうち、鉱工業生産から説明する。生産の季節調整済指数は、3 月は前月比 +3.6 % であった。四半期では、1 ～ 3 月期は前期比 -1.1 % である。昨日、3 月は 2 月に大きく落ち込んだあとに逆に大

きく伸びるであろうこと、また第1四半期は、私が申し上げた数字より若干大きいマイナスとなったが、マイナスであったこと自体は申し上げたとおりの姿となった。平成28年4月の製造工業生産予測調査結果であるが、ポイントは、これが10日までの情報ということである。従って、製造工業の4月は前月比+2.6%、5月は-2.3%となっているが、この数字には熊本地震の影響が入っていない。なぜなら、輸送機械工業の4月が+9.6%となっており、先月時点の+10.7%と同じような大幅な伸びを示しており、熊本地震の影響が入っていないことは明らかだ。5月が-12.4%と大きく落ちているのは、恐らくゴールデンウィークの日並びなどが影響しているのではないかと思う。

個人消費関連指標のうち、今朝公表されたものとして、まず家計調査報告がある。3月の前月比は-0.4%となった。商業動態統計は、1～3月の数字は弱めになるのではないかと昨日申し上げたが、現に小売業販売額（名目）の前年比は3月が-1.1%と2月の+0.4%からマイナスに転化している。ただし、前月比でみると、2月が大幅な落ち込みを示したことの反動もあり、名目は+1.4%、実質は+1.9%となっている。

物価関連指標で全国CPI（除く生鮮）をみると、3月は-0.3%と、昨日申し上げたようにエネルギー価格下落の影響でマイナスに転化している。CPI（除く生鮮・エネルギー）は+1.1%と、前月と伸び率は変わらない。ポイントとなる4月について、東京CPIをみると、除く生鮮は-0.3%で前月と変わらず、除く生鮮・エネルギーは3月の+0.9%に対して4月は+0.8%である。これは内訳も注目して頂きたい。財をみると、3月の+1.1%が4月は+0.7%に伸び率を減じている。これは、食料工業製品が上昇幅を減じており、スーパーの集計である日次・週次の物価指数とコンシステントな動きとなっている。その一方で、一般サービスは3月+0.5%から4月+0.6%に伸び率を上昇させている。この中で、携帯電話のようなものは、言われていたようにマイナス幅が大きくなっているが、宿泊料やパック料金といったところが伸び率をむしろ上げており、全体も少し上がったということである。さらに、サービス関連について、私ども

の категорияでは公共料金に入っている内訳で、特徴的なものを1～2点申し上げる。公共料金全体については3月の－4.8%が4月は－4.9%にマイナス幅が拡大しているが、これは電気代、ガス代などエネルギー関連で下がっているためである。ただし、傷害保険料や医療・福祉関連のサービスについては、この年度替わりで伸び率を上げるか若しくはマイナス幅を縮小しており、しっかりしている様子がみて取れる。

次に、労働力調査をご覧頂きたい。3月の完全失業率は実数で3.2%となっているが、2月が3.3%であったので非常に低い水準であることに変わりはない。一般職業紹介状況をみると、有効求人倍率は1.30倍と0.02ポイントさらに上昇した。新規求人倍率は1.90倍と非常に高いレベルであり、0.02ポイント低下したが、振れの範囲だと思っている。

以上の数字は、昨日申し上げた話に大体沿ったものと言えるのではないかと思う。以上である。

黒田議長

それでは、前回会合以降の金融経済情勢と展望レポートの評価について委員方のご意見を私なりにまとめる。

まず、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」というこれまでの判断に概ね沿った動きであると考え。すなわち、米国経済は、家計支出の堅調さを背景に回復傾向にある。欧州でも、個人消費の増加に支えられて、緩やかな回復が続いている。中国経済は、製造業部門の過剰設備や在庫調整が下押しとなり、減速した状況が続いているが、財政・金融両面からの景気下支えに当局が積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路をたどると考えられる。

わが国経済については、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が、基調としては緩やかな回復を続けている、という評価が概ね共有されていたと思う。設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きがみられるが、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。

この間、鉱工業生産については、横ばい圏内の動きが続いているが、足もとでは地震による影響が懸念される。

先行きについては、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、基調としては潜在成長率を上回る成長を続け、緩やかに拡大していく、という評価が概ね共有されていたと思う。

物価の先行きについては、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面 0 % 程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2 % に向けて上昇率を高めていくと考えられる。この点、3 年連続でベースアップが実現する見込みにあるなど「賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていく」というメカニズムは着実に作用しているとみられる。

展望レポートの原油価格の前提のもとでは、消費者物価の前年比が物価安定の目標である 2 % 程度に達する時期は 2017 年度中になると予想される、というのが多くの委員の見方であったと思う。また、リスクバランスについては、経済は海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きいとの見方が多かったと思う。物価についても、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性が大きく、下振れリスクが大きいという見方が多かったと思う。

以上、私なりのまとめだが、さらに委員からご意見があれば議論したいと思う。ご意見をどうぞ。

原田委員

佐藤委員と木内委員に質問したい。

佐藤委員は、マイナス金利政策でマインドが悪化したと話されたが、逆に金利を上げたらマインドが良くなるのか教えて頂きたい。

木内委員は、潜在成長率が低いことが問題だと話された。確かに問題であるが、では、どうすれば良いのか、教えて頂きたい。また、物価が上がっていないことが实体经济を阻害していないと話されたが、その理由が理解

できなかったので、もう一度、ご説明願いたい。

佐藤委員

景気ウォッチャー調査でマイナス金利に関しての言及が色々と為されているが、2月に引き続き、直近3月のコメントをみても、現状判断、先行き判断ともに、好影響、悪影響、それぞれのコメントの数を勘定すると、どちらかという悪影響のコメントが好影響のコメントの数を大きく上回っている。調査統計局で行っているテキスト・アナリシスでも、2月時点ではマイナス金利政策に関する否定的なニュアンスが明確に現れていた。3月については、コメントの数が恐らく閾値を下回ったということで、悪影響に対する言及が減っているということではあるが、引き続きリリースで数をカウントしてみると、悪影響に言及しているケースが多い。個別には割愛するが、マイナス金利政策に関して典型的なものでは、「テロや日銀のマイナス金利政策からくる心理的な影響は小さくないいうえに、景気を良い方向に導く案件やニュースもあまりないことから、景気の大幅な回復を望める状況にはない」といったコメントが為されている。これは、極く代表的な一例ということである。要は、どちらかと言うと人々は足もとの政策に関して、効果というよりは悪影響の方を懸念している。不安の方が先行しているといった状況にあると考えている。

原田委員

私は、金利をプラスに上げたらマインドは回復するのか、とお聞きしたが、それにはお答え頂けなかった。人々がこう言っているから、こうだというのではなく、佐藤委員のエコノミストとしての分析をお聞きしたかったのであるが、それもなかったと承った。

木内委員

潜在成長率をどう引き上げるかというのは、政策論であって、このパートはわれわれの金融経済情勢の判断をしているところなので、政策論を展

開する必要はないと思う。むしろ、原田委員のお考えをお伺いしたいという気もあるが、私としては、生産性上昇率が上がっていくという期待が企業の間で高まってくることによって、設備投資が増え、資本の蓄積が増え、という経路が考えられる。そういう期待を高めるような政策が重要なのではないかと思っている。しかし、ここは金融政策を議論する場で、これは恐らく金融政策ではないところが重要だと思っているので、それ以上は申し上げない。

物価については、足もとの基調的な物価が、生鮮・エネルギーを除くベースで+1.1%ということだが、これが例えば、企業とか、家計とか、マーケットの、今の中長期の予想物価上昇率とそれほどずれていない。足もとの物価の基調と、人々、あるいは家計、企業の考えている中長期的な物価上昇率がずれていないというのは、ある意味、その面で言うと、経済活動が比較的阻害されていない状況ではないかということを示したものである。

原田委員

潜在成長率をどう引き上げたら良いかということを議論していると、勿論、終わらないと思うし、ここは金融政策について議論する場なので、それは適切ではないというのはおっしゃるとおりである。であるなら、金融政策として低い潜在成長率に対して、何をしたら良いのかということを議論すべきではないかと思う。

物価が上がっていないことが実体経済を阻害していないという理由は、物価上昇率への期待と現実の物価が同じだから、というご説明か。

木内委員

期待と足もとの物価がずれていないということは、例えば、それがずれていれば、経済活動に何がしかの問題が起きると思う訳である。例えば、家計の期待している賃金に対して、実際の足もとの物価が非常に高ければ、それは消費が悪化することになる。中長期的な物価・賃金の期待と現実が

ずれていないというのは、ある意味、その物価環境自体が経済活動を阻害していないということになるのではないか。

原田委員

ただ、予想物価上昇率を引き上げて、実質金利を引き下げることによって、景気を刺激するというこれまでのマイナス金利付きＱＱＥの考え方とは違うが、木内委員は、そもそもそういう考え方は採っていないから、これで良いのだ、ということで良いか。

木内委員

そのとおりだが、ここは経済を議論する場なので、政策のパートで議論された方が宜しいのではないかと思います。

原田委員

それは分かった。そこで回答して頂きたい。

岩田副総裁

調査統計局に聞きたい。生鮮食品を除く総合で -0.3% と今までよりマイナス幅が大きくなっているが、除く生鮮・エネルギーでは $+1.1\%$ と同じプラス幅を保っている。つまり、全体は大きく下がっているが、日銀版のコアコアがなかなか頑張っているのは、どこが支えているのか。食料品が大きく下がっているのか。3月の実績についてである。

関根調査統計局長

これは、エネルギー価格が下がったが故に、除く生鮮のマイナス幅が大きくなったものである。

岩田副総裁

エネルギーか。

黒田議長

それでは、今から 10 分程度、コーヒースタイルを取りたいと思う。10 時 22 分に再開する。

(10 時 12 分中断、10 時 22 分再開)

VI. 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。石田委員からお願いします。

石田委員

最近、債券市場の市場価格あるいは本行買入の入札価格に異常値が付く例がみられる。入札において異常な状況が生じ、入札の安定性が阻害されることになれば、本行の政策についての信認が害されることになり、極めて好ましくない事態である。これまでのところ、担当部署で適切な対応が採られているが、本行の大量の買入により市場は極めてタイトになってきていることから、今後入札を巡り、より問題が生じやすい状況となっていく可能性が大きいと思っている。今後とも入札にかかって異常な価格の出現を回避していくためには、本行として状況に応じ、落札額を圧縮したり、予め異常値を付けた回号を入札対象から除外したり、あるいは事前に入札額自体を減額するなどの対応を、状況に応じ、柔軟に採用していく必要がある。

しかし、このような対応を行うと、どうしても買入額が当初予定額を下回ることになる。その際、買入資産について、残高維持や年間増加額をコミットしているところから、特定の時点、月末なり期末なりには帳尻を合わせなければならないということになる。そうすると、結局後日、より多

くの金額をアローワンスなしに買い入れなければならなくなり、市場から足もとをみられ、入札を巡る状況をより悪化させ、市場の混乱を招きかねない。これでは元々柔軟な対応をしない方が良いということになる訳である。そのため、柔軟に対応をした結果としての積み上げ不足となる額については、無理に一定期間中に取り戻さなくても良いという運営を採る必要がある。このような運営は、結果として各種資産の買入目標の未達を生じさせることとなるが、政策の円滑な実施のためには避けて通れないものと考えている。

このことが tapering として受けとめられると、不測の反応を惹起する惧れがある。その点には十分に注意をする必要があると考えている。柔軟な入札運営を実行していくことにより、買入れの効果、すなわち政策の効果がイールドの低下として十分に出ている以上、入札において異常な価格を排除することで、若干の買入額の減少が生じても、元来何の問題もないものであるという旨の認識が徐々に市場に浸透していくよう、コミュニケーションを図っていく必要があると考えている。

展望レポートの中心的見通しは、2016 年度の物価上昇率が引き下げられ、2 %程度に達する時期も 2017 年度中へと後ずれしている。目標達成まで相当の時間の経過を前提としていく必要があり、現行政策の耐久性・持続性を高めていくことが必要である。私は現行の政策の導入については反対した者であるが、政策が現に実行に移されている以上、その持続性について市場から懸念を持たれ、それにより市場が混乱することは何としても回避する必要があると考えている。その観点からも、現行政策の運営に当たって柔軟な取扱いを採ることは必要不可欠であると考え次第である。今後とも、市場に異常な動きがあれば、入札運営において適切に対処することとし、その判断については執行部に委ね、毎回の決定会合において会合間の対応について執行部から報告を受けることとすれば問題がないものと思う。資産買入れにつき、申し上げたような柔軟な取扱いを行うことは、年間増加の着地点まで十分な時間もあり、現時点では運用において可能と考えているが、将来必要となれば、状況に応じて公表文のなお書

きなど適宜の方法を考えれば良いと思う。

最後になるが、現行の金融政策については、当面継続することが適当と考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針および資産買入方針についてであるが、マイナス金利政策のもとで、市場の価格形成面での様々な歪みや買入れの限界が一段と露呈しつつあると思う。私自身は、物価安定の目標の解積の柔軟化と併せ、資産買入れの運営の柔軟化を図ることを検討する時期に差ししかかってきていると考えるので、この場で問題提起しておきたい。

個別の資産買入状況をみると、昨日の執行部報告にあったように、まずC P買入で、3月下旬にかけ、買入金利のマイナス幅が大きく拡大する事態があった。期末に企業がC P発行による資金調達を抑える中で、一時的に需給が逼迫したことも一因とみられる。金利低下は政策効果であるというのがこれまでの執行部の説明だが、プライマリー市場での発行レートと本行の買入レートが乖離する、いわば一物二価の状況が生じるのは、本行が市場の価格形成を歪める買い方をしているからであって、単純にこれを政策効果と呼ぶことは躊躇する。発行レートが概ね0%前後のもとで、それより深いマイナス金利で買入れるのは、本行の売り手に対する利益移転とみなされやすく、また企業の資金調達面などマクロ的な含意はあまりないと思う。

また、こうした局面では、本行の買入スタンスを試すような深いマイナス金利での札の入れ方がみられたとも聞く。そもそも、市場の需給にかかわらず残高を2.2兆円で維持するというディレクティブに無理がきているので、オペの相手方から足もとをみられやすくなっていると思われる。こうした状況に鑑みれば、2.2兆円の残高目標は、状況に応じて、一層柔

軟かつ弾力的に運用すれば良いと思う。

短国市場の価格形成も歪んでいる。これも昨日の報告にあったように、4月7日に3か月物の新発600回債の引け値が-0.5%に低下したほか、4月21日には同603回債の引け値が-0.9%となる異常事態となった。前者は証券会社による発行入札での大口の買い、また後者はメガバンクによる当座預金潰しのための同じく発行入札での大口の買いによりショートスクイズが発生したとの報告を受けている。後者のケースでは、当該銀行は当座預金への-0.1%のチャージを避けるため、財務省の発行入札において-0.2%で短期国債を仕入れたと聞いている。そのように経済的に一見非合理的な買い方を民間銀行がするのは、本行がより高い値段で買うという期待があることも影響していると思う。結局、金融市場局は603回債を買入対象から除外する措置を取り、昨日申し上げたように、この措置は適切であったと思うが、それ以降も、短国レートは周辺の回号も含めて、やや深めのマイナスで張り付いたままとなっている。本行が現行規模の買入を続ける限り、短国市場は先行きも、今月のように過熱する局面があると思う。

C P、あるいは短国市場でみられるこうしたヒッチが、先行き中長期国債市場に広がることも考えられる。現に中長期国債の買入れでもテールが大きめに流れる現象が、一時的にせよ3月18日にみられた。企画局が以前から説明しているように、本行がより高値を提示すれば、売り手は必ず現れるという状況が、いわば理論どおり実現している訳だが、言い換えれば本行が無理矢理高値で買い取らなければ、札割れの可能性も相応にあるということであろう。私としては、過熱する市場に、さらに油を注ぐような買い方で市場の価格形成を歪めることは避け、現状、金融市場局が行っているように、足切りや応札制限、過熱している回号の買入対象銘柄からの除外といった手段を駆使し、市場をいわば出し抜く、コンペティティブな要素を残しておくことが市場の規律を保つうえで重要と思う。結果的に、アセット・クラスごとの買入目標、ひいては80兆円のマネタリーベース目標が若干未達になっても、それはそれで致し方ないことであるし、本

行の整齊とした買入スタンスが市場に浸透していく過程では、未達を tapering と誤解されるリスクも低下していくであろう。要は市場の価格形成とのバランスを取ると説明すれば、仮に未達となっても理解は得られると思う。ディレクティブにおけるマネタリーベース目標は約 80 兆円であるので、たとえこれが出来上がり 75 兆円になっても四捨五入すれば約 80 兆円である。それ位おおらかな気持ちでオペレーションに臨めば良いと考える。

最後に、政策金利については、引き続き反対である。理由は、前回縷々申し述べたとおりであるので省略する。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ところである。その後の動きをみると、金利はすべ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。実体経済への影響をみるにはまだ難しいところがあるが、資金需要DIをみると、住宅ローンDIが上昇している。マイナス金利の効果は、徐々に実体経済に現れてくると思われる。

マイナス金利と量的・質的金融緩和を異なるものとする議論があるが、どちらの政策も、日本の自然利子率の低さに見合って実質金利を引き下げようとするもので、同じであることを強調する必要がある。これは、山口県の金融経済懇談会で私が述べたことでもある。自然利子率の代理変数とされる潜在成長率に比べて、短期的にみた現在の実質利子率は中立的な水準にあり、必ずしも刺激的とは言えない状況にあるという分析もある。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、経済全体が活性化して初めて金融機関も安定した収益を得られるものであることを忘れている。

現在、実体経済についての冴えない指標が続いており、予想インフレ率の低下を示す指標も現れている。熊本地震も日本経済に影を落としている。ただし、雇用は堅調で、所得形成のメカニズムは崩れていない。今後、所得から支出への好循環のメカニズムが危うくなる可能性はあるが、このところの市場の落ち着きをみると、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合理的であると思われる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

次回会合までの金融市場調節・資産買入方針については、従来からの自身の考えに変わりはなく、同様の独自案を後に提出したいと思う。資産買入策の限界的効果が逡減する一方、流動性や価格発見機能の低下など国債市場の歪みとその波及効果、資産買入の限界やそれが意識された時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の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逡減していないため、資産買入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、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、マイナス金利政策に反対という考えも変わらない。以前の制度が適切と考えている。

前回は、本行の2つのマンデートのうち、「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政策のリバランスが必要で、具体的には既存の政策の見直しと流動性供給の強化が重要と述べた。地域金融機関を中心に、コア業務純益にみる銀行の収益性、損失吸収力は悪化傾向をたどる一方、益出しの難しさなどから、2015年度の決算では当期純利益も悪化するとみられる。さらに、マイナス金利政策の影響、信用コストの上昇などから、先行きの収益環境は急速に厳しさを増し、向こう数

年間で赤字決算がかなり増加することが見込まれる。銀行の収益悪化は、その初期には銀行に過剰なリスクテイクを促す一方、その後は一転してリスクを過度に回避させる可能性がある。その場合、成長性のある健全企業も含めて借入全体が強く制約されることや、リスク資産が投げ売りされることなどが、実体経済や金融市場に悪影響をもたらす。

他方、銀行の財務の健全性低下は、より中長期的には、効率性、生産性といった経済の供給側にも悪影響を与えることが重要である。1990年代の金融不安の時期に典型的にみられたが、潜在的な不良債権を多く抱える一方、十分な資本を持たない銀行は、損失を表面化させないために問題企業への貸出を継続する、あるいは追加の貸出を行う傾向がある。その結果、資本と労働が非効率な企業に固定化されてしまい、経済全体のTFP、全要素生産性の上昇率を長期に亘って押し下げることにつながる。この点については数多くの研究があるが、例えば最近の本行の論文では、銀行の財務の健全性低下が1990年代および2000年代以降のTFPの上昇率をほぼ半減させたとの推計結果も示されている。金融機関の財務の健全性低下を通じた金融仲介機能の低下は、0%台前半と極めて低い水準にある日本の潜在成長率をさらに引き下げてしまう可能性がある。この点から、経済活動の重要なインフラである金融仲介機能の維持に十分配慮した政策を本行が行うことは、資源の効率的な配分を通じて、政府や企業の生産性向上に向けた取組みが潜在成長率の向上につながることを助けると考える。

次に、国債市場と国債買入策について申し上げる。マイナス金利政策の導入を契機に国債市場の不安定な動きが続いており、これが市場全体の安定性にも悪影響を及ぼしている。本行の長期国債買入オペについては、3月には応札倍率が大きく低下してオファー額の減額を余儀なくされたとか、足もとでは短国レートが一時大幅に下振れる中、本行の短国買入オペが札割れぎりぎりの状況になるなど、国債市場が過度に逼迫するもとで不安定さを増している。また最近の長国オペでは、平均落札レート、落札決定レートが前営業日比で低下する傾向が多くみられ、市場金利実勢との乖離は広がっている点が気になる。マイナス金利政策導入以前は、金利水準

が接近していた長期国債と当座預金との間の等価交換に近い状態で、本行の国債買入れが比較的安定的に進められてきたが、マイナス金利政策導入でこうした均衡状態が崩され、安定した利子所得の獲得を優先する多くの金融機関にとって、長期国債を売却して、より低い利回りの当座預金に資金を移すインセンティブが大きく低下した。さらに利回り低下から国債の再投資のインセンティブも低下し、国債を満期まで持つ傾向がより強まったと考えられる。さらに重要なのは、階層型の当座預金制度が導入されたことで、金融機関はマイナス金利が適用される政策金利残高を減らす、あるいは増やさないよう行動する傾向を明確に強めた点である。システム上の問題もあり、取引が低迷しているコール市場で、マイナス金利で資金を放出するよりも、国債を購入することで当座預金を他の金融機関に押し付ける方が簡単との考えのもと、金融機関がプラス金利の領域にある超長期を中心に国債購入の拡大傾向を強め、国債需給の一段の逼迫と本行の国債買入れの安定性を損ねている面がある。この結果生じている国債利回りの低下は、政策効果が安定的に発揮されている証左というよりも、一種の混乱に近い状況と考えている。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を通じて、国債市場のボラティリティが高まると、国債買入れを通じてタームプレミアムあるいは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てしまう可能性がある。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の余地が限られる中、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ことが何よりも重要であり、国債買入れ額の減額は、それに資すると引き続き考えている。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

現在は、海外要因により、輸出と生産に鈍さがみられるとともに、年初

来の円高と株安により家計と企業のマインドが悪化し、それが個人消費と設備投資の鈍化をもたらしている。この状況では、近い将来、物価の基調が崩れるリスクがあり、追加緩和を検討すべき状況と考えられる。しかし、1月末に決定したマイナス金利の導入は長期金利を30bpも引き下げたため、予想インフレ率の低下にもかかわらず、予想実質金利を大きく引き下げる効果を発揮した。従って、現在は、世界経済の動向を注視しつつ、マイナス金利による予想実質金利の低下が、今後金融・為替市場にどのような影響をもたらし、どの程度のラグをもって、どの程度の影響を実体経済にもたらすかを見守る段階であると考ええる。

勿論、現在のマイナス金利付き量的・質的金融緩和を継続しても、家計と企業のマインドが改善せず、支出が低迷したり、予想インフレ率が一層大きく低下したりする結果、2%に向けた物価の基調が崩れるリスクが顕在化すると判断されれば、躊躇なく、「量」、「質」、「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講ずるべきであると考ええる。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境は、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の効果によって、極めて緩和した状態にあると思う。マイナス金利政策の導入後、国債のイーールドカーブは全てのゾーンで大きく低下しており、住宅ローンや貸出基準となる金利も、はっきり低下している。また、CPの発行金利も明確に低下しており、マイナスとなる事例もみられる。この結果として、予想物価上昇率がこのところ弱含んでいる中であっても、実質金利は、自然利子率が0%近傍としても、経済活動を後押しするのに十分低い水準に保たれていると思う。金融環境が極めて緩和的なことは、短観の金融機関貸出判断DIやローンサーベイにも表れていると思う。

金融政策運営については、金融市場調節方針、資産買入方針、政策金利

とも、現状維持で良いと考える。今回の展望レポートでは、2%の物価安定の目標の達成時期が、1月時点の見通しから後ずれすることになる。それなのに、なぜ、追加緩和をしないのか、という論点について3点ほど述べておきたいと思う。第1に、1月時点の世界経済の不透明感が強いもとで既に認識をしていた、デフレマインドの転換が遅延するリスクに対しては、1月のマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入により、先行的、いわば preemptive に手を打ったという点である。その政策効果は、金利面では、はっきりと現れており、実質金利は、先程申し上げたが、「これが効かないはずはない」という水準まで低下している。ただ、それが、実体経済や物価面に波及していくには、ある程度時間が必要である。特に、金融市場では、残存する様々な不確実性が、いわば逆風となって、政策対応による前向きな変化が現れにくい状況にあるだけに、なおさらであると思う。従って、今は、マイナス金利政策による実体経済や物価への効果の浸透度合いを見極めていくことが適当だと思う。また、原油価格、中国経済、米国金融政策、Brexit など市場にとっての不確実性についても、この先、特に夏場にかけてどう薄まっていくのか、あるいは強まっていくのか、見極めるためにも、当面は忍耐を要するところと思う。

第2に、第1ラウンドでも述べたとおり、企業収益は過去最高水準で推移しており、労働市場はほぼ完全雇用となっている。そうしたもとで、企業収益から雇用者所得への波及は維持されており、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは着実に作用していると判断できる点である。

第3に、そうは言っても、見通しに関するリスクバランスは、経済・物価とも下振れリスクが大きいと考えられるだけに、日本銀行としては、引き続き経済・物価のリスク要因を点検して、物価安定の目標の実現のために必要な場合には追加的な行動をする用意がある点は、対外発信上も再確認しておくべきと思う。

最後に、マイナス金利政策についての情報発信について一言述べたいと思う。マイナス金利政策は、政策伝播経路はQQEの延長線上ではあるが、

直接、影響が及び得る経済主体の範囲が、従来の金融機関や企業から、預金者、年金生活者などを含む国民の幅広い階層に及ぶ。批判も含め、世の中の反応がこれだけ大きいのも、そのためであろうと思う。しかし、そうすると、批判の内容も、例えば、住宅ローンなどの借入がなく、金融資産の多くを預貯金で保有している年金生活者にとってメリットがないといったように、各経済主体にとっての得失という観点から論じられがちである。

自分達は、そうした批判に真摯に耳を傾ける良い聞き手である必要はあるが、同時に、マイナス金利政策の効果波及メカニズムについても、よく説明していく必要がある。個々の経済主体の金融取引の収支ということだけに着目すると、金融緩和による金利低下によって、利益・不利益を受ける主体が区々となるのは事実である。しかし、重要なことは、マイナス金利政策による金利低下の効果は、需要を刺激することを通じて、幅広く様々な経済主体にとってプラスの影響を及ぼすということである。例えば、企業の資金調達コストが低下をすれば、新規プロジェクトに関する投資採算を改善することを通じて、企業が新たな需要を開拓する動きを後押しすることになる。結果として、企業の収益が一段と改善すれば、雇用の増加や賃金の上昇に繋がるため、家計にもメリットが及ぶ。マイナス金利政策は、経済のこうしたメカニズムを通じて、幅広い経済主体に大きなメリットをもたらすものであることを、情報発信に当たっては、辛抱強く、かつ粘り強く説明していく必要があると思う。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的である。マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利は低下している。こうした緩和的な金融環境を背景に、これをチャンスとして能力増

強や更新投資、また国内外のM&A等に活用しようとする企業がある。一方で、今後の方向性について判断を迷っている企業も少なくないようである。その背景の1つは、人口の減少する日本の将来に関する不安心理と思われる。勿論、人口減への対策が必須であることは言うまでもない。しかし一方で、私は、これが解決するまでは明るい展望が持てないというのではなく、もっと前向きに考えて良いと思っている。この点について意見を述べたいと思う。

人口減少による成長力低下に抗するファクターとして、従来から指摘されているのは、先端的技術やモノづくりの伝統、人材の厚さや豊かな文化などであり、これらは他国が真似できないオンリーワンの製品やサービスの開発を促す。さらに、近年の重要な変化として、これらに加えて、新しいファクターが加わったと思う。それは、IT技術である。最近のIT技術の進歩は日本企業にとって、数年前には考えられなかったサプライチェーンの変革を可能にする契機になると思う。需要サイドでは、既にネット販売などに典型的なカスタマーコンタクトの多様化、物流の高度化と広域化、決済手段の便宜性向上等により、国内外の需要に広く直接アクセスすることが可能になっている。すなわち、需要のアクセス面ではボーダーレス化が現実になってきている。供給サイドではIoT、ロボティクス、AI、ビッグデータの活用、IT技術を活用した働き方改革等により、労働生産性の大幅な向上が期待できる。

こうした環境変化を踏まえると、人口、すなわち労働者の頭数の多寡という要素がGDP成長に与える影響度合いは、相対的に弱まっていると思う。今のところ人口問題の経済議論において、こうした最近の技術革新が必ずしも十分に考慮されているようにはみえない。IT技術の進歩は、日本経済が、人口動態のみを理由に低い成長率を甘受しなければならない状況を覆す可能性を高めている。日本は、今後の持続的成長において、他の先進国と同じスタートラインに立つことが可能になってきていると思う。私はこうした新しい情勢を念頭に、緩和的金融環境が企業の投資や新規の起業ベンチャー、また新しい製品やサービスの開発等を促していくことを

期待している。個別企業としては、現下の極めて緩和的な金融環境とIT技術の目覚ましい進歩を成長のチャンスとして活かせるか否かが、同じ業界でも将来の成長ペースの違いに繋がっていくだろう。同時に事業会社や新しい起業家がこうした成長戦略を展開するうえで、民間金融機関がコンサルティング機能を含む幅広い金融仲介機能を発揮して、これを支援することが重要であり、かつ、それが金融機関にとっても、自身の成長戦略の一角を形成すると思う。

次に物価動向である。まず資源市況であるが、最近の油価は下落から上下動に転じている。これは注目すべき変化であるが、一方で石油を取り巻く政治的な動きは複雑であるとともに、ファンダメンタルズにおける実際の需給には相応の緩みがあり、価格低迷を脱するには時間を要すると思われる。為替については、米国の緩やかな利上げペースやわが国の経常収支の黒字傾向等を踏まえると、円高方向への圧力は強く、かつ持続するリスクがあるとみている。従って、当面、資源市況と為替面からは、物価押し上げに繋がりがたい状況が続くとみられる。一方、需給ギャップは改善傾向にあるほか、予想物価上昇率はアンケート調査等では弱含みの動きがみられるものの、企業の価格設定スタンス等からは、やや長い目でみれば上昇している。消費者物価は、目下、下振れリスクを伴いながらも+2%の物価目標に向けて進んでいるので、デフレに引き戻されないよう、息長く腰を据えた取組みの継続が必要である。

最後に金融政策であるが、以上のような金融環境と物価動向を踏まえ、現在の金融政策方針を継続することが上策と考える。マイナス金利付き量的・質的金融緩和を導入してから2か月余が経ち、住宅ローンや企業貸出の金利低下などに意図した主な作用は、实体经济に対して有効に働いている一方で、当初の混乱も終息しつつある。同時に金融機関においては、システム対応等の取組みも鋭意進めて頂いているとともに、現時点では副作用として懸念された貸し渋りなどの現象は出ていないとみている。以上である。

黒田議長

櫻井委員お願いします。

櫻井委員

当面の金融政策運営方針については、次回会合まで現状維持で良いと考えている。その理由として3点挙げたいと思う。まず第1に、2016年1月から3月にかけて、世界経済の下振れリスクが強くなったとの懸念が強まり、世界的に金融市場の不安定性が高まったが、現時点では金融市場は落ち着きを取り戻していると思う。下振れリスクは存在しているが、1月の展望レポート公表時に比べ、経済のファンダメンタルズにマイナスの影響を及ぼすリスクは後退していると考えている。確かに、2016年の第1四半期における金融市場のボラティリティ拡大とエネルギー価格の大幅な下落で、一時は経済のファンダメンタルズを毀損するリスクが懸念されたが、結果的には、先ほどの経済・物価見通しのラウンドで申し上げたが、ファンダメンタルズを揺るがすような経済指標の動きは出てこず、緩やかな景気回復基調は維持されているとみている。他方、急速な円高は、企業マインドの悪化をもたらし、同時期に交渉の大詰めを迎えていた2016年度の賃金ベースアップを抑制する方向に作用したとみられ、日本銀行の掲げる物価安定目標の実現にとって向い風となったことは否定できない。同時に、予想物価上昇率を表す幾つかの指標にも低下がみられていることは事実である。しかし、足もとでは、為替市場は落ち着きを取り戻しつつあるほか、賃金動向についても、先に触れたように、ベア上昇率こそ対前年比低下したものの、賃金上昇の流れが中小企業にも一段と波及し、より広がりを伴う動きとなったことは、所得から支出の好循環メカニズムを考えると、プラス材料と評価している。また、一部の予想物価上昇率の低下は、同時に進行していた急激なエネルギー価格の下落や急激に進んだ円高といった一時的な特殊な変動を映じた動きと考えられる。その後、エネルギー価格が上昇に転じていることや急激な円高に歯止めがかかっていることから、予想物価上昇率の下押しの圧力は徐々に剥落していき、むしろ、

賃金上昇傾向の維持、あるいは好調な企業業績、国内需給ギャップの改善などを反映して、緩やかに上昇していくことが期待される。

第2点として、マイナス金利導入後2か月半を経過したが、現時点において、金融環境は極めて緩和した状態にあると評価できると思う。イールドカーブは全体的にシフトダウンし、長期の実質金利もマイナス領域において一段と低下して推移しているなど、金融市場における金利低下の効果は比較的しっかりと出ている。そこで、現在は、こうした緩和的な金融環境を踏まえて、企業の設備投資など実体経済への効果が着実に波及していくのを待つフェーズにあると判断しても良いのではないかと考えている。特に、3月の短観調査結果では、企業の設備投資は、マインドの慎重化にもかかわらず総じて堅調な計画が現在も維持されていたので、これがハードデータでもこれから確認されていくかどうかということに注目したいと考えている。

第3点であるが、一般的に金融政策による実体経済への効果はラグを伴って波及するということなので、特に日本銀行が1月に導入を決定したマイナス金利政策については、理解の浸透に通常よりも時間を要しているとは思いますが、マイナス金利政策の実体経済に及ぼす影響と効果に関しては、これからある程度の期間、しっかりと状況を見極めて評価すべきであると考えている。政策決定後3か月、実際に導入してからは2か月強の現時点では、まだその効果を見極める途上であるので、追加緩和の必要の有無を評価するには時期尚早であると考えている。

従って、当面の金融政策運営方針については、以上の3点から、現状維持とすることが適当であると考えている。勿論、他方、世界経済の下振れリスクが再度高まる、ないしは金融市場の不安定性が極度に高まることで、経済のファンダメンタルズにマイナスの影響を及ぼす懸念が強くなるなど、物価安定目標の実現のために必要と判断される場合には、追加的な金融緩和政策を実施、検討すべきであろうと考えている。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を維持することが適当という意見だったと思う。ただ、政策金利、いわゆるマイナス金利については、佐藤委員、木内委員が反対されている。その他の方々は、これまでの方針を維持することが適当ということだったと思う。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当という意見で概ね一致していたと思う。すなわち、日本銀行は2%の物価安定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現在の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、追加的な金融緩和措置を講じる、ということである。

企業や家計の支出活動を支える金融環境については、極めて緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。なお、何人かの委員が言われたように、今回2016年度の消費者物価上昇率の見通しが下振れて、2%の達成時期も後ずれするという一方で、金融政策は現状維持とする訳だが、この点についての考え方を整理したいと思う。マイナス金利付き量的・質的金融緩和導入後のわが国経済をみると、企業は過去最高水準の収益に加え、金融緩和に伴う実質金利の一段の低下効果もあって、前向きな投資姿勢を維持している。また、春闘におけるベースアップは、大企業を中心に昨年を幾分下回った模様だが、賞与などによる収益の還元が行われているほか、労働需給の引締まりを背景に中小企業においても、賃上げの動きが広がっている。こうした雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移している。このように、今回の見通しは、前回の見通し対比では下振れているものの、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している。また、企業収益から雇用者所得への波及も維持されており、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは、着実に作用していると考えられる。マイナス金利付き量的・質的金融緩和導入以降、国債金利は大幅に低下し

ており、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利もはっきりと低下するなど、政策の効果は金利面では既に現れている。今後、その効果は、実体経済や物価面にも着実に波及していくものと考えられる。現時点においては、波及効果の浸透度合いを見極めていくことが適当であると判断される。

以上が私なりのまとめだが、さらに委員からご意見があれば、議論したい。ご意見をどうぞ。

原田委員

木内委員に質問したい。金融機関の収益が苦しくなり、またその貸出企業が上手くいかなくなると、不良債権を隠して追い貸しをするので、TFPを下げて潜在成長率をさらに下げる可能性もあるため、金利を下げる、あるいは量的緩和をするのは良くない、ということをおっしゃった。そもそも、不良債権を隠して追い貸しをするのは犯罪だと思う。従って、犯罪をするから金融緩和は良くないというのは、非常に奇妙な議論ではないかと思うが、如何か。

木内委員

ご質問の趣旨が完全には分からないが、いわゆる追い貸しというのは、最近で言えば中国など色々なところで行われている訳であり、果たして明確な犯罪と認定できるものではないと思う。また、ある意味、行政の影響もある。特に、リーマン・ショック後は貸出要件の変更に前向きに応じるような指導がされ、金融円滑化法があり、それが終わったあとも事実上そういう運用がされてきて、現在に至っている。恐らく中小零細企業の中では、そういったところはかなり助けられている非効率なものがあるだろう。先程申し上げたのは、さらに資本の効率的な配分という意味での金融仲介機能が落ちてきて、その中で経済の状況が悪くなった時に、追い貸しのような傾向がもっと強められるのではないか、ということだ。それは一時的には経済の安定に繋がるかもしれないが、長い目でみると、非効率がどんどん蓄積されてくるということだと思う。そこまでは申し上げなかったが、

TFPがこれだけ長期間下がっている1つの理由として、そういうことがあるのではないかと、個人的にはかなり疑念を持っている。1つ例を挙げると、倒産件数が凄く下がっているが、それを発表している機関の説明で、なぜ倒産件数が減っているかという理由の第1に挙げられているのは、貸出要件の変更に前向きに応じているからということである。そういう意味では、犯罪かどうかは分からないが、少なくともマクロ経済全体の効率性向上にはやや反するような金融機関の行動が依然として続いており、収益が悪化するようなことがさらに進んだ場合には、こういった状況がさらに助長されることがあり得るのではないか。そういった意味では、金融仲介機能のマイナス面として、リスクテイクを過度に促したり、貸し渋りをするというのは比較的短期の問題であるが、それは経済の効率性低下もあって中長期的な問題に繋がり得ると思う。先程ご質問頂いた潜在成長率をどのように上げていくかであるが、こういうことも関係しているのではないかと考えている。

原田委員

不良債権を隠して追い貸しするのは犯罪であるが、不良債権を明らかにして条件変更に応じるのは、別に構わない。金利が継続的に下がっているので、昔、決めた金利をロールオーバーする時に下げるのは当然のことであって、今、金利が下がっているのに昔の高い金利で金融機関が貸しているのであれば、それはむしろ得し過ぎということになるのではないかと思う。

黒田議長

他にご意見がなければ、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。まず、坂井学財務副大臣お願いします。

坂井財務副大臣

まず、熊本地震の対応について、ご説明させて頂く。昨日開催された財

務局長会議において、各財務局から今般の熊本地震の地域への影響などについて報告を受けた。引き続き、財務省としても、今般の熊本地震が各地域に与える影響について注視し、肌理細やかな対応を行っていきたいと思っている。被災者の支援や迅速な復旧に向け、当面の避難生活に必要な物資について、まずは20日に、平成28年度予算に計上されている予備費から23億円の使用を決定した。また先般、24日になるが、総理から熊本地震に対応するため、補正予算の編成について指示があり、この補正予算によって住居の確保など被災者支援に要する経費に対応するとともに、「熊本地震復旧等予備費」を創設して、今後、被災者の方々の事業再建、道路・施設等のインフラ復旧、がれき処理等を迅速に進めていくこととしている。総理からは、速やかに国会に提出するよう指示を受けており、5月中旬の国会提出を目指して、現在、作業を進めているところである。日本銀行におかれても、今回、熊本地震対応の支援オペを導入されることは極めて適切であると思う。予算の執行前倒しということに関しても、先般成立した平成28年度予算、公共事業等について、本年9月末において予算現額、12.1兆円の8割程度が契約済みとなることを目指すとともに、その他の経費についても、性質上可能なものについては、これに準じて早期に実施するよう取り組むこととしている。平成28年度予算の執行前倒しにより予算を国民の皆様にごできるだけ速やかにお届けし、景気の下振れリスクにも対応していきたいと考えている。引き続き、日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて努力されることを期待している。以上である。

黒田議長

西川正郎内閣府審議官をお願いします。

西川内閣府審議官

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弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。今月14日に連合から春闘

の臨時回答集計の結果が公表されたところ、これまでの結果をみると、政権交代前はほとんど行われなかったベースアップが3年連続、多くの企業で実現する見込みとなっている。今後中小企業や非正規雇用においても、賃上げの流れが広がっていくことを期待している。景気の先行きについては、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、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。また、平成28年熊本地震の経済に与える影響には、十分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ご説明する。3月29日に平成28年度予算が成立した。海外経済の下振れなど景気の下押しリスクに適切に対応するため、既に早期実施に取り組んでいる平成27年度補正予算に加え、平成28年度予算についても前倒しで実施し、早期に効果を発揮させていく。なお、平成27年度補正予算の進捗状況については、4月25日の経済財政諮問会議において、3月末時点での調査の結果を公表しており、全体として順調に実施されている。先般発生した平成28年熊本地震による被害は甚大であり、被災者の生活への支援等に万全を期していく。また経済等へ及ぼす影響について早急に把握するとともに、地域経済の早期回復や産業復旧に取り組んでいく。今回決定される被災地の金融機関を支援するオペレーションにより、被災地の復旧・復興が、金融面からしっかりと支えられることを期待する。4月25日の経済財政諮問会議において、成長と分配の好循環の実現に向けて重点的に取り組むべき施策を盛り込み、強い経済の実現に向けて道筋を示した「600兆円経済実現に向けて」を取りまとめた。より強固な成長と分配の好循環のメカニズムを築けるよう必要な制度改革や規制改革を、「ニッポン一億総活躍プラン」や骨太方針に盛り込んで

いく。

最後に日本銀行への期待を述べさせて頂く。日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標の実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。また、ご議論があったように、先般導入したマイナス金利政策について、日本銀行として分かりやすく発信して頂き、効果が十分に発現するよう引き続き取り組んで頂きたいと思う。加えて、2%の物価安定目標の達成時期については、今回幾分、後ずれされた理由を含め、対外的に丁寧に説明して頂くことが重要であると考えている。以上である。

VII. 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。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針について、従来と同様な対案を提出したいと思う。考え方は同じである。

黒田議長

それでは、執行部は、木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員の議案を配付]

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

内田企画局長

それでは、金融市場調節方針に関する議長案から読み上げさせて頂く。

〔「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ〕

続いて、資産買入方針に関する議長案である。

〔「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ〕

続いて、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〕

続いて、対外公表文の議長案である。

〔「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ〕

注として、ETFについて、「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ETFの買入れの実施に伴うものである」。

続いて、木内委員案である。いつもと同じなので、読み上げは省略させて頂くが、1. マネタリーベースにつき年間約45兆円、それから資産買入れについて、①長期国債について年間約45兆円、買入れの平均残存期間について7年程度、②ETFおよびJ-REITについてそれぞれ年間約1兆円、年間約300億円としている。

最後に、3番目にご説明した公表文案だが、2点ほど、ご説明させて頂

ければと思う。２．で、昨日のご決定を簡単に書かせて頂いている。趣旨を書いた後に、カッコの中で、今回の決定の主な内容を書いている。同時に昨日ご決定頂いた規程類を出す、あれをみただけでは中身が複雑なので、ポイントとなる貸付総額および金利、それから一部でやはり問題になっている義援金等々も含めてマクロ加算残高はどうなるのかということに世の中の関心はあるので、この点も、この制度によって救われる部分があるということを確認する意味で、この記述を入れている。

もう１点は、先程ご議論のあった長期国債等々の買入れについて、事実関係だけ申し上げる。長期国債について「ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する」というのは、2014年10月に80兆円に増やした時に確認した内容であって、その「約」というところを含めて、ある程度柔軟に運営するという事で、ご承認頂いていると理解している。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。

木内委員

確認したい点がある。対外公表文の最後、地震対策のところに、「等の措置」とあるが、「等」とは何か。

内田企画局長

担保である。担保についてはやや細かいということと、被災地でどの程度そういうニーズがあるのかが、今の段階では分かりづらいところがあるので、あまり強調する必要もないと思い、敢えて、「等」で書いているということである。

木内委員

分かった。

黒田議長

それでは、最初に木内委員提出の金融市場調節および資産買入方針、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、最後に対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11 時 21 分 政府からの出席者退室]

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

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

櫻井審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員提出の議案は、反対多数で否決された。それでは、議長提出の金融市場調節方針、資産買入方針および政策金利に関する採決をお願いします。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

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

櫻井審議委員

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

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

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

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。まず（別紙1）金融市場調節方針、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。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

2 頁をご覧頂きたい。注である。(注 1) は、いつもと同じであるが、「なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約 45 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。(注 2) であるが、佐藤委員と木内委員、共通の反対理由となっている。「佐藤委員、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」となっている。以上である。

黒田議長

それでは、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

最終案がまとまったので、対外公表文に関する採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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
櫻井審議委員

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

対外公表文は、会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は、対外公表文の公表作業に取りかかって頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[11 時 31 分 政府からの出席者入室]

議長案が賛成多数で可決された。木内委員案は、反対多数で否決された。

VIII. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局が見通し計数を回収]

内田企画局長

変更なしである。

黒田議長

それでは見通し計数およびリスクバランスが確定したので、基本的見解の取りまとめに入りたいと思う。他に議案を提出される方はいるか。

佐藤委員

提出する。

木内委員

提出する。

黒田議長

それでは執行部は、佐藤委員の議案と木内委員の議案を配付して頂きたい。

[事務局が議案を配付]

提出された各委員は、提案内容とその理由を簡潔に説明して頂きたい。

佐藤委員

まず、自身の物価見通しと今回の政策委員会の見通しの中心値の乖離が大きいことから、自身の見通しに沿った書き振りということで、物価見通しの部分を修文する議案を提出したい。書き振りについては、前回1月の展望レポートと同じであるので、詳細の説明は省略する。

木内委員

修正箇所は従来と同じであり、先行きの物価上昇率の見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営方針の3か所について、修正している。物価見通しについては、2018年度までの予想期間中においても、2%に達することは引き続き想定していない。以上である。

黒田議長

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

[佐藤委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：佐藤審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

石田審議委員

木内審議委員

原田審議委員

布野審議委員

櫻井審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成1、反対8、反対多数である。

黒田議長

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員案の採決をお願いする。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

櫻井審議委員

棄権：なし

欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員案は反対多数で否決された。それでは、議長案の採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁
石田審議委員
原田審議委員
布野審議委員
櫻井審議委員
反対：佐藤審議委員
木内審議委員
棄権：なし
欠席：なし

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2、賛成多数である。反対は、佐藤委員、木内委員である。

黒田議長

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

委員（全員）

異議なし。

黒田議長

経済・物価情勢の展望（基本的見解）は、会合終了後直ちに公表する。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は必要に応じて執行部で修文したうえで、明日 4 月 29 日金曜日午後 2 時に公表する予定である。

IX. 議事要旨（３月 14、15 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、３月 14、15 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いする。

〔議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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

櫻井審議委員

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５月 9 日月曜日 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、6月15、16日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、主な意見、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いします。

それでは、事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

中本政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時01分である。

黒田議長

解禁時刻が12時01分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11時54分閉会)

以　上