

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2016年6月15日（14:00～15:31）

6月16日（9:00～11:38）

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（15日）
	坂井 学	財務副大臣（16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	桑原茂裕
理事	前田栄治
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

（事務局）

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	二宮拓人
企画局企画役	武藤一郎

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、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、4月27、28日開催分の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは太田充大臣官房総括審議官、内閣府からは西川正郎内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告してもらう。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

最初に金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

清水金融市場局長

それでは金融市場局からご報告する。資料は本日追加でお配りした、資料－1、2（参考計表）【追加】をご覧頂きたい。

図表1、ここでは金融市場調節の状況をマネタリーベースとバランスシート項目で確認したい。6月10日の実績で、マネタリーベースは385.1

兆円。バランスシート項目は各オペの項目でもあるが、長期国債、C P 等、社債等、E T F、J－R E I Tについては金融市場調節方針に従って順調に増加、ないし残高の維持を図っている。その下にある 1.4 兆円は共通担保資金供給オペの 6 月 10 日の残高である。ここの部分は、金融機関の資金調達のニーズの低下により、マイナス金利導入後、大幅に減少していて、それを補うかたちで 39.9 兆円と、買入国庫短期証券が増えている。5 月の月間では 10 兆円の多額のオペを実施したところである。その 1 つ上の 30.3 兆円は、貸出増加支援基金である。このうち、来週 6 月 20 日に実行する貸出増加支援資金供給については、利用額の増加に応じてマクロ加算残高を 2 倍にするという措置が奏功し、ネットで 1 兆円程度の残高増加が見込まれている。

続いて、図表 2 の国債買入オペの状況である。国債買入オペ全体として問題なく進捗している。図表 3 の国債買入オペの応札倍率で、やや仔細にみていきたいと思う。上から 2 つ目の折れ線グラフであるが、こちらは短中期ゾーンである。こちらでは都銀勢の益出しによる売却が続き、倍率が高めに推移、ないし少しずつ上昇している。これに対して、超長期ゾーンでは、プラスの利回りを求めて、生保や地銀勢が積極的に購入したことから、国債市場での需給がタイト化し、応札倍率は横ばい、ないし時々 2 倍台となる状況である。こちらのゾーンでは、オペの落札レートについても、市場実勢よりも低い利回りになることが多かった。こうした点を踏まえ、オペのオファー額については 5 月に 25 年超、6 月には 10 年超 25 年以下および 25 年超を、それぞれ 200 億円ずつ減額したところである。

続いて、短期金融市場の動向である。図表 5 の短期金利（1）の一番上のグラフでは、無担保レートが 4 月中旬に－0.08%程度まで低下した後、マイナス金利取引に関する事務面の体制を整えた地銀勢が資金調達を始めたことから、レートは最近じりじりと上昇しており、足もとでは－0.05%前後で推移している。こうした地銀勢の取引増加の結果、マイナス金利開始後大きく減少した取引残高も徐々に改善傾向となっている。この点は、（3）コール市場の取引状況をご覧頂きたい。無担コールの残

高が、4月28日の前回会合以降、少しずつ残高が増えている。この部分の内訳項目はグラフにはないが、オーバーナイト物の取引残高に限ると、昨年の2015年の平均を上回る水準まで取引残高は回復している。

図表6の日銀当座預金残高の動きについては、3層構造のもとで金融機関同士の裁定取引が徐々に増加していることをご説明したい。(1) 日本銀行当座預金残高について、右側の棒グラフに上限値と書いてあるのは、それぞれの積み期において、金融機関同士の裁定取引が完全に行われたことを前提とした場合の3層の金額である。これに対し左側の棒グラフが実績値である。例えば、3月の積み期をご覧頂くと、棒グラフの一番上の政策金利残高の数字、裁定取引が完全に行われた場合の上限値の金額は16兆円であるが、実績値は30兆円となっており、それだけ裁定取引は行われていない状況であった。4月、5月と進むにつれて、両者のギャップが減少しており、マイナス金利が適用される政策金利残高が少しずつ縮小しているかたちである。(2) 政策金利残高の業態別分布でこうした動きを業態別にみていくと、都銀についてはマクロ加算残高の余裕枠をぎりぎりまで利用して金融市場で資金調達をする運営を継続している。地銀・地銀Ⅱについても、最近では短期金融市場での資金調度を徐々に増やしてマクロ加算残高の余裕枠を使ってきている状況である。これに対し、信託は政策金利残高が、2月、3月と投信等の資金流入の結果として、非常に多かった。4月については、MR F特則が適用されたかたちで、政策金利残高が大幅に減少した。それでもなお、年金や投資信託の余資のうち、短期金融市場で運用できない資金が滞留し、引き続き政策金利残高が残っている。以上、短期金融市場である。

長期金利の動向である。図表8の本邦長期金利(1)をみると、本邦の長期金利は一段と低下しており、既往最低水準を更新している。昨日、10年債が-0.175%であったが、本日は今、-0.195%まで下がっている。背景としてはタイトな需給環境のもと、後程述べる Brexit、英国のEU離脱リスクも意識した米欧金利の低下の影響が指摘されている。超長期ゾーンについては、プラス金利を求める投資家からの需要が引き続き根強く、

(2) イールド・カーブの変化をご覧頂いても、全年限に亘って低下している。この間、6月1日に消費税増税の延期が発表されたが、国債需給が堅調なもとで、その長期金利への影響は、現時点ではみられていない。このあと、消費税増税の延期を理由に国債の格下げやその可能性が高まる場合の影響についても、市場参加者の間では、堅調な需給を背景に長期金利への影響は限られるという見方が多くなっている。ただし、邦銀の格付けも併せて引き下げられた場合には、邦銀のドル資金調達への影響を懸念する声も一部には存在する。その点、図表9のソブリンCDSプレミアム等の(2)ドル転コスト対ドルLIBORスプレッド(3か月物)をご覧頂くと、ドル/円の調達スプレッドであるが、最近、足もと少し上昇している。これは本邦や欧州からの米債投資需要、あるいはBrexitのリスクへの懸念などから、ドル需要の増加がみられたことが背景と指摘されている。

図表11、国債市場の流動性・機能度(1)で流動性を確認したい。こちらでは、金融市場局で3か月ごとに実施している債券市場サーベイの結果をご紹介します。(1)債券市場の機能度について、現状、機能度DIは2月に大きく悪化した後、5月調査ではほぼ横ばいとなっている。(2)ビット・アスク・スプレッドは、足もと5月調査で縮小するなど改善方向の動きがみられているが、市場取引が低調なもとでマイナス金利導入以前の水準には戻っていない。

続いて国際金融資本市場の動きについて、図表14の海外短期金利をご覧頂きたい。国際金融資本市場の動きは、前回会合以降、米国の利上げ観測の動きが関心を集めたほか、足もとではBrexitのリスクが強く意識され、それが本邦市場にも影響している。まず、米国の利上げ時期に関する見方であるが、図表14の(1)米国の政策金利に対する市場の見方(FF金先フォワードレート・カーブ)でご確認頂く。まず、前回会合時のカーブが、5月18日に4月のFOMCの議事要旨が公表された後、早期利上げ観測が高まるもとで、上方にシフトして、6月2日には上から2本目の細い実線のところまで上がってきた。その後、6月3日、雇用統計が市場予想を大幅に下振れたため、早期利上げ観測が後退し、その結果このカー

ブについては一番下の太い実線まで低下している。

イギリスの関係では、図表 15 の英国関連指標をご覧頂く。イギリスの Brexit を巡っては、来週 23 日の国民投票が近づくにつれ、世論調査の結果も拮抗してくる中で、市場の警戒感が徐々に高まってきている。(1) ソブリン CDS (5 年) をご覧頂くと、英国の CDS が、5 月に入って少し落ち着いていたところ、6 月入り後、また大きく上昇している。(2) 為替であるが、シャドーを付けた部分は主要 11 通貨のレンジを示している。細い実線が英国ポンドの相場であり、他国より弱いパフォーマンスを示している。(3) 株価であるが、イギリス株価指数の FTSE 100 は、直近では大きく下落している。

このような状況を受け、日米欧の株価、為替相場、長期金利の動きを簡単に整理したい。図表 17、最近の国際金融市場動向 (2) の (1) 日米欧の株価については、Brexit リスクへの警戒が足もとにかけてセンチメントを下押しする中で、前回会合時点と比較すると、米国も若干の弱含み、ユーロは足もと大きく下落、日本の株価も本日は少し反発しているが、大きく低下して 15,900 円台の動きになっている。(2) 為替相場についても、前回会合時点と比較すると、ドル／円レートも若干円高方向、ユーロ／円もユーロ安・円高方向という動きになっている。ドルとユーロの関係でも、グラフが上の方にいくほどユーロ安なので、ユーロとドルを比べてもユーロ安方向という動きである。(3) 日米欧の長期金利については、日本は先程申し上げたとおり低下しているし、米国も足もと 1.6% まで低下している。ドイツの 10 年債の金利は、太いラインを少し跨って下に落ちた。昨日は初めてマイナスのレートをつけており、-0.032% であった。

図表の説明は以上である。簡単にまとめて、2 点申し上げる。第 1 に、国内金融市場においては、長期金利の低下等でマイナス金利適用の影響がさらに市場に波及している。この間、短期金融市場ではマイナス金利での取引に関する金融機関のシステム面の対応等が徐々に進む中で、参加者の広がりや取引高の増加がみられており、市場機能がある程度回復してきていると評価できる。第 2 にグローバルな金融市場については、Brexit リ

スクの警戒感が徐々に強まっていることから、足もとにかけてやや神経質な展開となっている。国民投票が近づく中、目先の波乱要因として今後とも注意深くみていきたいと思っている。その先、もう少し長い目でみると、米国の緩和的な金融環境が市場のリスクセンチメントを支えているという面があるので、米国の利上げを巡る市場の思惑、反応にもしっかりと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

金融調節で2点、お伺いする。1つは、長国の買入れについて、先程ご説明されたとおり、超長期を減額してきている。昨年12月に買入年限の長さを長期化する制度変更を行い、その際、グロスでより多く買わなければならないので、無理なく買うには、より長いものを多く買うという考えであったかと思う。その後、1月のマイナス金利政策などもあって、環境も変化し、長いものを買えばスムーズに買える、ということにはならなかったというのが足もとの微調整の背景であると思う。質問は、国債の買入対象は7～12年の平均残存期間であることから、年初は中間の9.5年位を念頭に、買い入れたと思うが、超長期のゾーンの買入減額が続くと、この平均残存期間が足もとは短期化しているのではないかと思う。勿論、7～12年の間であれば問題はないが、足もとでどれ位短くなっているのかを教えて欲しい。

もう1つは、コール市場で、先程ご説明頂いたとおり、翌日物はかなり取引が戻ってきている一方で、4月に投信が運用を始めた時と比べると、金利の水準が少しずつ切り上がってきている。従来であれば、取引を増やすために政策金利残高を薄めにして、マクロ加算の余裕枠を増やして、資金の取り手を増やそうと、特にメガバンクを意識し、そういった考えで調整したと思う。メガバンクはなかなか入ってこないが、地銀がそれなりに

資金を取るようになってきた。取引量も翌日物に限れば、かなり戻ってきている。ただし、金利は、むしろじりじりと上がってきていることから、金利を下げる方向の調整、資金の供給を促すことを意図する場合には、従来よりも政策金利残高を少し厚めにした方が自然なのかと思った。しかし、6月の新しい積み期についても、5月までとあまり変わらない方針だったように思う。そういったところは、どのような考えに基づいているのか教えて欲しい。

清水金融市場局長

まず買入国債の残存期間については、資料－1、2（参考計表）【追加】の図表2 国債買入オペの一番下の（注4）に平均残存期間が書いてある。2014/10/31日以降は8.7年、今年に入ってから9.0年ということである。ご指摘のとおり、超長期の買入れを減らすことによって、また少し短期化しているが、引き続き9年前後は維持しており、7～12年の範囲には勿論入っている。

続いてコール市場の状況については、図表5の短期金利でご説明したとおり、金利は確かに少しずつマイナス幅が縮小している。この部分は、金利を上げ下げすることと取引量の関係というよりは、ご指摘頂いたとおり資金を調達する人、放出する人がどういうかたちで出てくるかということによって市場の厚みも変わってくる。例えば、図表6の日本銀行当座預金残高の業態別分布のうち、その他には、大きな系統金融機関等が含まれており、それらが資金を供給することになってくれば、取引残高も増えてくると思っている。市場参加者もまだ始まったばかりなので、徐々に慣れていく過程の中で、この3層構造を活かした取引を、少しずつ行って、取引も増えてくると思っている。

原田委員

1頁に銀行券の数字が載っている。最初にマイナス金利政策を行った際に銀行券の流出があるのではないかと言われたが、そういったことはあま

りないと考えて宜しいか。

清水金融市場局長

銀行券の動きについては、2015 年末の数字しかないが、足もと、それほど大きく伸び率は増えていない。確か6 %前後で推移している。マイナス金利導入後、銀行券に特別、大きな動きはみられていない状況であると理解している。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

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

本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】でご説明を差し上げたいと思う。

結論から申し上げますと、前回会合以降の指標をみると、「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見当たらなかったと判断している。全体観として、世界的な貿易回復の遅れもあって、先進国、新興国ともに、なかなか勢いはつかないものの、米国とユーロ圏で家計支出の堅調さが確認されたこと、中国でも内需の拡大が一段と明確になったことが特徴だと思っている。

米国経済は、5月分の雇用統計を除くと、総じて明るい材料が多かったと思っている。図表1－1、米国経済（1）の（1）実質GDPで、第1四半期のGDPは前期比年率+0.8%と減速はしたが、第2四半期についての民間の見通しは2 %台半ばにリバウンドするとの予想が多いようである。第1四半期の減速であるが、家計支出が底堅く、引き続き成長を続ける一方で、純輸出の下押しは続いている。それから、企業の設備投資のマイナス寄与が拡大したことが減速に繋がったと思っている。（2）実質設備投資のグラフにあるように mining だけではなく、機械投資も減少が

続いている。

一方、先行きを展望するという意味で重要な（４）ISM指数をご覧頂くと、製造業指数が50を上回って安定してきた。（５）生産関連指標をご覧頂いても、受注・在庫バランスは上の方向にかなり改善してきている。（６）実質輸出のグラフでは、実質輸出も米ドル高の修正の影響などもあって、持ち直し傾向にある。

図表1－2の米国経済（２）のうち、（１）実質個人消費については、ご案内のとおり、第1四半期には天候要因などもあって勢いを欠いたが、4月は再び伸びを戻している。昨日公表された5月の小売売上もしっかりとした伸びであった。（２）消費者コンフィデンスは、大統領選挙の混乱もあるが、引き続き高い水準を維持している。（３）住宅市場関連指標の住宅販売も、しっかりと伸びを続けていることがみてとれる。

そうした中で市場を驚かせたのが5月の雇用統計であり、（４）雇用者数のグラフにあるように、雇用者数は3.8万人しか増加しないということで、第1四半期の20万人ペースからかなり減速したということである。この点については、一部企業のストの影響、あるいは暖冬による第1四半期の雇用の一時的増加の反動と、色々な要因があるが、これを勘案しても弱い数字と言わざるを得ない。この点、注意深くはみていきたいと思っている。しかしながら、単月の数字でもあるし、他の関連指標に弱さが窺われない中で、全体としては雇用・所得環境の緩やかな改善基調に変化はないと、現時点では判断をしているところである。この間、（５）賃金関連指標の賃金の伸び率は、引き続き緩やかなペースに変わりはないし、（６）物価（PCEデフレーター）も、当面加速する気配は窺われないところである。

図表2の欧州経済であるが、（１）実質GDPと複合PMIで、第1四半期のGDPは前期比年率+2.2%と伸びが高まって、これで12四半期連続のプラス成長となっている。第1四半期に限って言うと、ユーロ圏が世界経済を牽引している姿になった。（２）輸出関連指標をみると、輸出受注PMIは引き続き50を上回ってはいるが、域外輸出は、名目でも実質

でも弱めの動きが続いている。ただ、これを補って成長の原動力となっているのが内需の強さである。(3) 個人消費関連指標は増加基調が続いている。一方(4) 企業関連指標では、昨日出た鉱工業生産、あるいは設備投資の動きを示す国内投資財出荷も増加基調を維持しているところである。6月2日に公表された(5) ECBスタッフの経済見通しをお示ししているが、2016年分の成長が小幅に引き上げられたほかは、2018年まで安定した成長を見込んでいるという点で変更はなかった。一方で、物価面では、2018年にかけて緩やかにインフレ率が高まっていく構図ではあるが、引き続き、2%には到達しない見通しとなっている。

この間、(6) 英国の実質GDPと複合PMIをご覧頂くと、英国のGDPは、EU離脱リスクを意識して、設備投資を手控える動きが、もう既にかなり明確に出ているというのが気になるところである。

図表3をご覧頂くと、中国経済について、(1) 製造業PMIは、ご案内のとおり、一頃よりは回復して、国家统计局ベースのPMIは50近傍にある。とはいえ、それ以降はなかなか勢いがついていかないというのも実情である。これは、(3) 名目輸出のグラフにあるような輸出の弱めの動き、あるいは過剰生産業種での調整の動きといった下押し材料がある一方で、個人消費や公共投資、不動産投資といった上押し材料、このプラス・マイナスが引っ張り合いをしているという構図を映じていると判断している。(4) 内需関連指標をご覧頂くと、実質小売は引き続き高い伸びを続けている。一方で、固定資産投資は、足もとで幾分小さいが伸び率が鈍化している。これは、製造業のうち過剰業種の調整進捗を反映したもので、一方で不動産投資と公共投資は伸びを高めて支えているという構図である。(5) 不動産関連指標のグラフにあるように、不動産投資は最近販売の伸びを急速に高めており、住宅の価格をみても、いわゆる1線級都市だけではなく、2線級、3線級でも、ほとんどの都市で、前月比ベースで上昇に転じており、不動産市場の回復モメンタムは強まっていると判断している。この背景であるが、(6) 社会融資総量にあるように、信用量の拡大ペースの足もとの加速が影響しているように窺われる。社会融資総量に

含まれない地方債は、多くが地方融資平台向けの貸出の振替というような内容であるが、これを合わせてみると、信用量はかなりのペースで昨年から伸びてきていることがみてとれる。このグラフに含まれていないシャドーバンキングを通じた融資といったものも勘案すると、少し金融面での不均衡の蓄積が心配になってくるところである。

図表4、中国以外の新興国経済については、(1) N I E s ・ A S E A Nの実質GDP成長率、第1四半期のGDPが出揃った。設備投資の減少、あるいは既往の消費刺激策の反動があって、個人消費が勢いを弱めるなど、全体として伸び率が幾分減速している。(2) N I E s ・ A S E A Nの消費者コンフィデンスについても、国ごとに強弱が入り混じっている展開である。一方で、(3) N I E s ・ A S E A Nの輸出は、4月までは、中国向けも、米国向けも弱い動きが続いているというデータになっている。

(4) N I E s ・ A S E A NのIT関連指標で、N I E s ・ A S E A NのITの生産、あるいは韓国・台湾の製造業PMIをご覧頂いても、弱い動きが続いているということである。先程ご説明した中国の景気の安定化にもかかわらず、輸出主導型の成長モデルでこれまでやってきたN I E s ・ A S E A Nの成長率がもう一段戻るためには、やはりIT関連も含めた世界的な貿易活動の回復が待たれるところではないかと思っている。

その他の新興国経済に目を転じると、(5) インドの実質GDP成長率は相変わらず順調な成長を続けている。(6) ブラジルとロシアの実質GDP成長率は、両国ともGDPは引き続き前年比マイナス圏内だが、特にロシアについては、原油相場の戻しもあって、底打ち感が出てきているというのは、明るい材料ではないかと思っている。

図表5-1の国際金融市場については、先程、清水金融市場局長からご説明があったので、説明を割愛させて頂く。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

木内委員

2点あり、1つはアメリカ経済、もう1つはコモディティの資金フローである。

アメリカ経済については、配付された資料の2頁の雇用者数の説明であつたように、5月の雇用統計だけで、情勢が厳しくなったと言うのは確かに早過ぎると思つているし、Jobless Claimsとか、その他の指標と合わせてみても、それほど急に悪くなつてゐることはないだろうと思つてゐる。一方で、このグラフでも少し窺われるが、昨年から少し雇用者の増加ペースが落ちてゐるということは確かではないか。特に前年比のグラフにすると、もつとはっきりみえてくる。その背景としては、主に需要側を考えておけば良いのか、つまり輸出が落ちてゐるとか、設備投資が落ちてゐるので、成長率が落ち、需要全体が落ちてゐるので、雇用者の増加数ペースも落ちてゐるということで良いのか。それとも、例えば、供給制約があるなど、何がしかの供給側の要因があるのか。あるいは、労働生産性上昇率が仮に足もとで少し改善してゐるのであれば、因果関係は微妙であるが、それが雇用者の増加ペースの低下に繋がつてゐるとか、供給側の要因も無視できないようにも思う。何かお考えがあれば教えて頂きたい。

もう1つは、事前資料－3（参考計表）の55頁にある株式・債券ファンドフロー動向について、コモディティのフローが結構大きく動いてゐる点が気になった。55頁の（6）コモディティファンドフローで、今年に入ってから急激に資金流入が起こつてゐる。確かに原油価格が少し戻してゐるが、世界のコモディティをみた時に、それほど急激なリバウンドでもないと思つてゐる。これは、足もとのコモディティが戻つてゐるというよりは、2014年辺りからの比較的長い調整がそろそろ底打ちだという期待先行で、結構資金が戻つてゐるのであろうか。そうだとすると期待が裏切られた時の反動みたいなものも出るのではないかという気もしてゐるが、その背景などがあつたら教えて頂きたい。

長井国際局長

先程申し上げたように、3.8 万人というのはあまりにも弱いと思う。国際局内での試算では、増加テンポは、今後徐々に 10 万人台半ば位で推移して、2018 年位にかけて段々 10 万人位に落ちていくことがベースラインである。そういった意味では、先程申し上げた色々な特殊要因を勘案しても、精々 10 万人を切る位のペースなので、少し戻ってくるだろうとは思ってはいる。そうは言っても、いつまでも過去の 20 万人というペースは続けられないだろうと判断をしている。そこについては、今までかなり雇用調整をしてきた中で、穴が開いているところを埋めるといった調整がほぼ終了してきていると思っており、そういったところは、需要は別にして、今までペースが高かった 1 つの要因なのだろうと思っている。需要という意味では、GDP についても、伸びがこれからさらに高まっていく訳ではないので、これまで補充した労働力で良く、需要面からも今までのようなペースでは増やさなくて良いのだろうと思っている。一方で、供給サイドについては、木内委員がご指摘のように、かなり残っている失業者のプールについても、供給余地はもう限られてきており、かなり長期失業している人、しかもスキルが今一つのレベルにあるような人に対して、ジョブオープニングが開いても埋まらないという状況が最近続いてきている。そのミスマッチの問題というのは、これからさらに出てくるのだろうと思っている。今まで既に雇用された人が、より高い賃金を求めて、1 回辞めて、さらにランクアップしていくという手もあるが、やはりリスクが高い。不確実性が高い中で、そこまでダイナミズムが戻らない中、ミスマッチの問題を解決するには、少し時間がかかる可能性はあるだろうと思っている。それから、賃金もいずれ上がってくるので、企業収益が少し伸び悩んでいる中、どんどん労働を増やしていくのも企業としてつらいところであり、ご指摘のように、まだ低迷している労働生産性がきちんと上がってきて、収益が上がってこない、そういった意味での制約もあるのだろうと思っている。

コモディティについては、ご指摘のとおり、大分フローが上がってきて

おり、解釈としては、私も基本的に木内委員の解釈と同じような見方を
持っている。一時ほど、コモディティ全般が下落の一方という見通しがな
くなってきており、原油はご案内のとおりであるが、他の鉄鋼等につい
ても、やはり中国の色々なニュースで上がったり下がったりで、そうい
ったような状況でアップサイドも出てきたところだ。行き場のないお金が、
この辺りで活発に動いている面はあるのだろうと判断している。勿論、期
待外れのリスクは怖いですが、先程申し上げたように、中国自身も、今
後少し安定的に推移すると思っているので、そういったことがなければ良
いとは思っている。

黒田議長

それでは、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
14時42分をお願いします。

(14時37分中断、14時42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、事前に配付した資料－4（参考計表）の図表に従って、ご説
明をさせて頂く。

まず、図表1の実質GDPからご報告させて頂きたい。表の方をご覧頂
くと、1～3月の2次QEだが、前期比+0.5%、年率換算+1.9%という
ことである。1次QEではそれぞれ+0.4%、+1.7%だったので、上方修
正されたということだが、その理由は民間企業設備投資のマイナス幅が若
干縮小したということである。この1～3月のQE、GDPの成長率だが、
+0.5%の前期比増加になった寄与度でみていくと、民間最終消費支出が

+0.4%ポイントの押し上げ寄与となっている。ところが、後程ご紹介させて頂く私どもの消費活動指数でみると、1～3月の消費は、むしろ微減であったということを考えると、この+0.4%が仮になれば、実勢ベースでみると実質成長率はかなりゼロに近かったのではないか、という評価も可能かと思っている。

続いて、図表2のマクロの所得形成と景気動向指数で実質GNIをご覧頂きたい。実質GNIは、1～3月期についても前期比+0.4%の増加となった。ただし、増加のペースということで行くと、前年比に換算して、このところ徐々に伸び率を減じている。内容をみて頂くと、実質GDPの前年比がほぼゼロということであり、交易利得が引き続き押し上げに寄与しているということである。この間、海外からの所得の受取りの押し上げ寄与がみえなくなっており、この点については、後程、国際収支のところで、もう一度ご確認頂きたいと思っている。

1～3月が大体実勢で横ばい圏内の動きだったとすると、その後の景気はどうなっているのかということだが、以下、4月以降の景気指標を中心に足もとの状況をご説明する。結論を先取りすると、熊本地震の影響等で読みづらいところはあるが、景気の実勢に大きな変化はなく、基調としては緩やかな回復を続けているという判断を維持することで良いのではないかと考えている。

それでは、図表5の公共投資をご覧頂きたい。(2) 公共工事関連指標をご覧頂くと、公共工事請負金額や受注高が4月にかけて大きく増加している姿がみてとれるかと思う。先程、請負統計は5月の数字が出た。因みに公共工事請負金額は、4月の1～3月対比で20%の増加だった。4～5月平均の1～3月対比は、12%位の増加になる。大きな増加であるという姿には変わりはない。これは2015年度の補正や、2016年度本予算の早期執行を受けたものと考えられる。今後7,000億円となった第1次補正、熊本地震復旧工事が出てくるとも考え合わせると、足もとにかけて減少ペースが鈍化してきた公共投資は、早晚、持ち直しに向かうものと考えられる。

続いて図表 6 の実質輸出をご覧頂くと、4 月単月では、季節調整済前月比が－1.6%の減少、4 月の 1 ～ 3 月対比は季節調整済で－0.6%の減少であり、持ち直しの動きが一服している。4 月の輸出が落ち込んだことの背景としては、熊本地震のため自動車関連等で操業停止の影響があったということであり、図表 7 の実質輸出入のうち、(2) 実質輸出の主要国・地域別内訳の①米国・EU・その他をご覧頂くと、米国向けの輸出が足もとにかけて若干減少しているのは、こういった影響が出ているというように考えられる。ただ、その一方で、先程、長井国際局長から世界経済の牽引役という話があったが、EU向けをご覧頂くと、1 ～ 3 月については鋼船の輸出等で嵩上げされているところもあるが、その後も含めて増加傾向が続けている。②中国・NIEs・ASEAN 4 の中国向けも、ここにきて増加しているということで、海外経済がさらに落ち込んでいる感じも窺えない。そういう意味も含めて、基調に変化はないと思っている。

この間、図表 13 のサービス収支と経常収支、(1) 出入国者数で日本への入国者数をご覧頂くと、熊本地震の影響もあって、このところ入国者が減少に転じている。こうしたこともあって、(2) サービス収支のグラフだが、4 月にかけて旅行収支の黒字幅が縮小している。円高ということもあって、入国者 1 人当たりの消費額も減少に転じた模様で、こうしたものが今後、旅行収支の統計に反映される見込みである。(3) 経常収支をみて頂くと、円高の影響ということで、第一次所得収支の黒字幅も縮小している。こういうこともあり、経常収支全体の黒字幅拡大のペースは鈍化している。

一国全体の稼ぐ力は円高等で若干陰りがみられるということになるが、これを今度、図表 15、業種別・規模別の企業収益でみていきたいと思う。

(1) 全産業全規模で売上高営業利益率をご覧頂くと、高い水準とはいえ、足もとにかけて若干低下している。この内訳を下段の 4 つのパネルでご覧頂くと、落ち込み幅が大きいのは製造業大企業で海外経済へのエクスポージャーが大きいところであり、これには新興国経済の減速に加えて、円高も、先程申し上げた海外子会社からの円建ての手取り額の減少といったと

ころを含め、影響しているのではないかと考えている。もう一度、(1) 全産業全規模のグラフをご覧頂くと、経常利益率の方は、営業利益率に比べ、さらに落ち込み幅が大きく出ているが、こちらには大手電機メーカーのリストラや大手商社の資源関連の損失といったところが影響していると考えられる。

こうしたことが、企業の設備投資にどのような影響を与えるかが気になるところではあるが、今までのところ、国内での設備投資に大きな変化はないとみている。

まず、図表 18 の設備投資一致指標の(2) 法人季報の設備投資額である。1～3月までプロットしている。全産業でみて頂いても同じことだが、設備投資の増加傾向は変わっていない。さらに、図表 21 の日経設備投資動向調査がある。こちらをご覧頂き、(1) 全産業の欄外をご覧頂くと、2015 年度の当初計画が+10.5%だったものが実績見込みで+2.8%と大きく下方修正されているところがみてとれるかと思う。こちらの内訳は主に海外投資であり、国内投資に限ると5%程度の伸び率を維持しているということである。因みに、こちらの図ではお示ししていないが、先日公表された政府短観、2015 年度の設備投資の着地は+4.7%ということで、前回調査の+8.8%から下方修正となったが、こちらも5%近くの伸び率を維持しているかたちになっている。一方、2016 年度の設備投資計画だが、同じ日経のところをもう一度みて頂くと、国内投資を主因に+8.3%の大幅増加を見込んでいる。

このように設備投資が堅調である理由については、企業は収益が増えている時にも能増投資に対しては非常に慎重だったことから明らかなように、今の設備投資は、維持・更新投資や省エネ・省力化といった、どちらかと言うと短期の収益動向には左右されにくいものが中心である。そういうこともあり、足もとにかけての収益の動きに、あまり反応せずに、設備投資のスタンスには変わりがないということかと、取り敢えず考えている。

続いて図表 22 の個人消費関連指標をご覧頂きたい。まず最初にご確認頂きたいのは、冒頭ご紹介申し上げた消費活動指数である。1～3月

に-0.3%の減少の後、4月の1～3月対比は+0.7%と持ち直している。

業態別に、これがどういったかたちでみて取れるか、ざっとみていきたい。図表 25 の販売統計（商業動態統計）をご覧頂きたい。（2）百貨店売上高は、株価下落に伴う逆資産効果やインバウンド客の伸び悩みで、このところ弱めの動きとなっている。一方、（3）スーパー売上高、（4）コンビニエンスストア売上高については、今までの基調に変化は窺われない。図表 26 の耐久財・サービス消費、（1）耐久財消費の①新車登録台数では、愛知製鋼の事故からの挽回過程ということだが、そこに熊本地震の話や三菱自動車の問題等もあって、含む軽ベースでみると、1～3月の落ち込みを回復するまでには至っていない。②家電販売額の方はヒット商品も見当たらず、やや弱めの動きが続いている。

このように区々の動きだが、図表 27 の個人消費関連のマインド指標の（2）景気の現状判断D I（景気ウォッチャー調査）をご覧頂くと、こちらの方が、2月から少し落ち込みを開始して、5月が最終データだが、5月になっても然程改善していないということがみて取れる。コメントをみると、相変わらず、熊本地震の影響ということが述べられている。インバウンド観光客の伸び悩みについて言及する例も多かった。

このように気になるところも若干ある訳だが、消費については区々の動きということで、一部に弱めの動きもみられるが、全体としては底堅く推移しているという基調判断で良いのではないかと考えている。

今月については住宅着工でも動きがみられたので、図表 29 の住宅投資をご覧頂きたい。まず、（1）GDP住宅投資と新設住宅着工戸数の月次のところで、着工戸数全体をご覧頂く。3月、4月と年率 99 万戸弱と、一頃に比べて明確に持ち直してきている。（2）新設住宅着工戸数の内訳をご覧頂き、実際にどういったものかをみていくと、貸家系の増加が目立っている。マイナス金利の影響かと貸家業者に聞くと、どちらかという自社営業努力が実ったという声の方が大きかった。ただ、このところ不動産業向け貸出の増加幅が拡大しているということもあるので、そういったことも踏まえていくと、広い意味で緩和的な金融環境が影響してい

ると考えている。

続いて図表 33 の製造業 PMI と鉱工業生産をご覧頂きたい。(2) 生産予測指数の修正状況で、4 月の予測修正の状況だが、-5.9%の大幅下方修正となっている。これは熊本地震の影響ということである。下方修正幅でいうと、2011 年 3 月の東日本大震災があったところが-18.9%の実現率であったので、-5.9%というのはそれ以来の大きな下方修正であり、そういう意味では地震の影響は大きかったということが分かる。ただ、そもそもここは挽回生産をするフェーズであったが、図表 31 の生産・出荷・在庫関連指標に戻って頂き、4 月単月の生産の季節調整済前月比をご覧頂くと、+0.3%と増加している。これは速報段階の数字をそのまま入れており、確報になると、これがさらに上方修正されて+0.5%の増加ということである。5 月、6 月の予測指数は+2.2%、+0.3%ということで、4～6 月をこのまま繋ぎ合わせると、季節調整済前期比が+2.7%という増加幅になる。ただし、私どもとしては、企業ヒアリング等の感触でいくと、5 月がさすがにここまで増えることはないだろうということであり、4～6 月全体を均してみると、前期比大体横ばい圏内の動きと見込んでいる。むしろ、しっかりとした増加になるのは 7～9 月であって、こちらは 1%台半ば位まで増加するのではないかとみている。

続いて図表 36 の雇用関連指標をご覧頂きたい。こちらの方はあまり変わっていない。まず、有効求人倍率、新規求人倍率は 4 月にかけてさらに上昇している。いつもご紹介しているが、完全失業率は 3.2%と低い水準であり、労働需給は着実な改善が続けている。毎勤統計は速報なので、まだリバイスがあるが、常用労働者の前年比が+1.9%と、2%近くの伸びを続けている。一方で、名目賃金をご覧頂くと、+0.3%と増加幅を減じている。ただこれには、4 月の平日数が前年に比べて若干少なかったという日数要因も寄与しているとみており、そうした影響を受けづらい一般労働者の所定内給与をご覧頂くと+0.5%の増加で、それまでの基調とあまり変わりはない。また、パートの時間当たり名目賃金をご覧頂くと、これも+1.7%と、しっかりとした増加になっている。なお、今春のベアだが、

連合ベースの6月1日付の中間集計では+0.4%台半ばということで、3年連続のプラスとなったが、+0.7%弱だった昨春の伸び率を下回る結果となっている。また、夏季賞与のアンケートだが、日経調べでは+2%の増加、経団連では+3.7%と、増加を続ける見込みである。

最後に図表42の物価関連指標をご覧頂きたい。まず国内企業物価を若干ご紹介させて頂く。5月の前月比は+0.2%ということで、前月比が1年振りに増加に転じたということもあり、今度は3か月前比をご覧頂くと、下落幅が縮小してきている。この内訳はどういったところかと言うと、図表44の国内企業物価と企業向けサービス価格（1）国内企業物価で3か月前比の月次の推移をお示ししているが、ここにきて為替・海外市況連動型が国際商品市況、要すれば原油価格の動きを反映して増加に転じている。これが、若干特徴的な動きではないかと思っている。

図表42にお戻り頂きたい。CPI除く生鮮・エネルギーの4月をご覧頂くと+0.9%で、3月の+1.1%から0.2%ポイントの減速となっている。内訳をみていくと、財のマイナス幅が若干拡大している一方で、一般サービスは、プラス幅を+0.4%から+0.5%に拡大した。財については食料工業製品等で、去年の値上げの裏が出るかたちで減速した。われわれは、財の価格が伸び悩む一方で、サービス価格が伸び率を加速するという姿を予想していたのだが、ベアが思っていたほどには上がらなかったこともあって、前者の力が後者に勝ってしまったというかたちで、全体としては伸び率が減じてしまったということかと思う。

また、CPIの先行きだが、東京のCPIやCPI Now等の動きを参考にすると、5月の除く生鮮・エネルギーは+0.8%位に、さらに伸び率を減じ、4～6月も大体+0.8%位で着地するのではないかと考えている。この間、除く生鮮ベースは4月には-0.3%ということだが、5月には-0.4%にまでマイナス幅を拡大し、4～6月も-0.4%位で仕上がるのではないかと見込んでいる。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

岩田副総裁

図表 17、設備投資関連指標の法人季報統計では、2016 年の 1 ～ 3 月が割合、堅調であったので、ある程度、設備投資の勢いがあるという判断だったと思うが、図表 1 の実質 GDP だと寄与度がマイナスになってしまっている。これは、法人季報統計は小さいところが入っていないから、GDP とこれだけ違ってきてしまうということなのか。どちらの動きを信じて、判断すれば良いのか。

関根調査統計局長

これには実は難しい問題が色々ある。まず、GDP は、資本財総供給の動きを受けている。資本財総供給の 1 ～ 3 月は確かにマイナスであったので、そういったことの影響が出ていたのではないかと、取り敢えず考えられるかと思う。これはなぜかと言うと、よく機械受注との関係で申し上げているように、大きなものが出て、実際の進捗ベースに直していく時に、細々としていく中で、そのままではいけないことがある。GDP の 2 次 Q E には法人季報も入れているので、そういう意味ではコンシステントになっているはずである。それでも、今、申し上げた資本財総供給などをみると、そういった乖離は出てきているということである。パズルと言えば、短観との関係で法人季報がさらに弱いなど、色々設備投資指標は悩みが尽きないところがあり、一体どれが実勢かと言われると、いつも苦しいところがある。取り敢えず、そういったものを諸々みていくと、GDP のごくしゃくした振れの範囲の中での若干のマイナスであって、全体として増加基調というところは変わっていないのではないか、と考えている。

木内委員

2 つあり、1 つは少し古い話である。第 1 四半期の GDP は、思ったよ

りも上振れたが、閏年要因があった。この要因については色々な説明があるが、調査統計局は比較的大きいという説明だったと思う。民間でも+0.5%のうち、例えば+0.3%位は閏年要因で、閏年要因を除いてもプラスだったと言われている。成長のかかなりの部分は閏年要因だったというのが一般的な解釈だと思うが、この見方で良いか。実際、GDPが出てきて、個人消費の内訳をみると、耐久財が最も強くなってきて、非耐久財などは弱くなっている。普通、閏年要因は、食料品など毎日消費しているものに影響が多く出てくることからすると、閏年要因が大きく出るのであれば、非耐久財が強く出て、半耐久財がそれよりも若干弱く、耐久消費財の影響が一番小さく出ても良いところである。しかし、実際は逆になっている。勿論、これは振れがあるし、耐久財などは多分、自動車の影響などで前期が落ち込んだ反動もあると思うが、それを踏まえて、内訳までみた時、閏年要因の評価は、従来と変わらないのか。変わらないとすると、4～6月期は相応に成長率が下がることを、覚悟しなくてはいけないということになるが、そういう解釈で良いのか。

2つ目は、物価の先程の説明で、加工食品などは去年ほど値上げの動きが広まらなかったということで、前年比では落ちたとされ、これはある程度予想されていたということだった。一方、春闘のベースアップもあるのでサービス価格が押し上げ、相殺されるかと思ったら、前者の方が大きかったという説明であったが、足もと全国は4月、東京は5月で、春闘の影響が直ぐ4月、5月の数字に出てくるというのも不自然な感じがする。もう少し幅をもって解釈すると、従来、賃上げの上昇率が比較的緩やかなので、サービス価格が思ったよりも上がっていない、ということだと思うが、具体的にサービス価格のうち、どの部分が想定よりも下振れているのか。内訳で何か特徴的な動きがあれば、教えて欲しい。

関根調査統計局長

まず、閏年要因については、色々議論を呼ぶところである。内閣府では、季節調整に閏年要因を入れることができるので、色々検定したが、

検定結果としては有意に検証されなかったもので、閏年調整をしないと言われている。それはそれで、リスペクトすべき立場だと思うが、木内委員がおっしゃるように、色々なものを細かくみていくとどうだろうということをおどももやってみた。例えば、サービス消費については閏年要因が検証された。半耐久や非耐久財や政府消費といったところでも閏年要因が検出できる。そういったものを足し合わせていくと+0.3%位の寄与になるか、ならないか、であり、それが閏年要因、またはGDPそのものについてのご説明になる。ただ、われわれなりのバイアスがかかっている可能性があるが、そもそも消費活動指数を作ったので、どちらかと言うと消費活動指数によって、このサンプルの振れも全て調整してみたいと考えた。これも閏年要因は調整されるので、それでみていくと、先程申し上げたように、1～3月は若干のマイナスになったということである。繰り返しになるが、どちらが正しいかは、本当のところ良く分からないところがある。私どもとしては、取り敢えず消費活動指数をベースに判断させて頂くと、そこまで強くはなかったのではないかと考えられるということである。

サービスの内訳について、われわれが特に大きく外したところは、敢えて言えば、家賃などが思っていたよりも弱かったのではないかという感じはする。そういう意味では、賃金の話と合わなくて申し訳ない。ただ、私が先程申し上げた話は、単月の予測の話をしているというよりも、もう少し長い目でみた、われわれの経済見通しとの対比である。先月の私どもの予測との比較で言うと、単に0.1の差の話であり、0.1%のところはどこから出てきたかと言うと、若干思ったより財のマイナス幅が大きかったということである。全体としての流れからいくと、先程申し上げた賃金のところなどがサービスのところに影響しているのではないかと、ということである。

岩田副総裁

先程、財で去年の裏が出たという話があったが、円高の影響というのは、この消費者物価の中で、全体に出ていないのか。

関根調査統計局長

細かいところをみていくと、そういうものもあるのではないかと思うが、まだそれほど聞かれているという感じではない。限界的には当然ある話と思っているが、円高に伴って、前年比でみて、ここにきて価格を下落させた、というよりも、据え置いた、という話の方が多い感じである。そういうことからいくと、繰り返しになるが、限界的に円高の影響というのはあると思うが、大勢としては、価格を据え置いたために、前年の裏と申し上げたようなかたちで、前年比のプラス幅が減ってしまったということが多いとみている。

岩田副総裁

今後は出そうなのか。

関根調査統計局長

当然、今後、ある程度は出てくるが、円高の度合いにもよりけりということである。C P Iに対する除く生鮮・エネルギーでみていくと、一次効果のところはそれほど大きなものにはならないと思っている。出るとしても、限界的なところで出てくる、ということだと思っている。

佐藤委員

設備投資のことで追加的に聞きたい。先程、日経設備投資調査のところで、連結ベースの設備投資が、昨年度当初計画から実績見込みに至る過程で大幅に下方修正になり、その主因というのが主に海外の設備投資という説明であった。他の設備投資調査、例えば、政策投資銀行の設備投資調査でも同じような傾向が出ていて、国内の設備投資は緩やかな増加傾向で、非常に緩やかだが、一応、増加傾向をたどっている。その中で海外の設備投資が、このところ趨勢として、一貫して、伸び率としてはかなり減速してきている。この背景について、例えば、企業のこれまでの海外移転のス

タンスなどが変わってきているのかどうか。あるいはそういった企業の設備投資が、実物投資からむしろ証券投資、すなわちM&Aの方にシフトしてきているのかどうか。この辺りの背景について、教えて欲しい。

関根調査統計局長

海外投資の下方修正について、ここにきて、それほどの分析をしていない。そういう意味では、自信を持った答えはできないのだが、そもそも大きな流れでいくと、昨年度については、国内に回帰する動きも、限界的には自動車等でもあった。1年間を通じて、設備投資、海外現地生産について、製造業サイドで、為替の動き等々や、新興国経済の動き等をみながら、見直していったということは、あり得ると思っている。それに加えて、ご指摘のように、M&Aなどについては、相変わらず積極的である。それだけで全て説明できるかは分からないが、おっしゃったものが、ある程度、寄与していると思う。それがどの位というところまでは、まだ分析ができていない。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5、6)

黒田議長

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

内田企画局長

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、(2)消費動向調査<1年後の予想インフレ率（総世帯）>の4～5月分が出ている。図表をみて頂くと、一度上がって、下がったようなかたちになっている。この調査は、消費税を含むベースで聞いている。4月に入って、1年後の予想なので消費税を含むベースで1回上がり、恐らく消費税がなさそうだということで下がったものだと思う。そういう意味では、インフレ予想そのものというより、そういった技術的

なものということである。

図表3のエコノミストのインフレ予想、(2)ESPフォーキャスト調査<年度>が出ている。4月との比較でみて頂くと、あまり大きな動きではない。2016年度については、4月が+0.22%で、6月が+0.13%なので、やや下がったかたちになっている。2017年度は、消費税率引き上げの影響を除くベースで、4月+0.87%が6月+0.84%とほぼ横ばい、それから初めて出た2018年度が+0.99%になっている。(4)ESPフォーキャスト長期予想では、7年度後から11年度後の平均、2年度後から6年度後の平均と長期、中期が出ている。いずれも下がり、7年度後から11年度後の平均が、前回の12月+1.4%であったものが、今回+1.0%、2年度後から6年度後の平均が、+1.3%であったものが、+1.0%と、いずれも低下している。

図表4の市場のインフレ予想、(1)QUICK月次調査(債券)は、それ以前に大分下がっていたので、今回はほぼ横ばい圏内の動きとみて頂ければと思う。(3)物価連動国債のBEIは上がっていて、前回+0.42%、今回+0.55%と13bp上がっている。この間、ご承知のとおり、世界的にはデysinフレの傾向で、各国のBEIは下がっている。日本だけ上がっているのは需給要因の可能性が高く、6月からの私どものオペで、物価連動国債の買入額を増やしたので、その影響もあると思われる。指標としては、みづらいと思っている。

図表6の実質長期金利は、予想物価上昇率が弱含みという一方で、名目金利は下げたので、その両方合わせてみて実質金利はどうかということである。今回大きく動いたのはESPで、(1)エコノミストのインフレ予想を用いた場合の10年債名目利回りーインフレ予想では、半年前と比べ、ほぼ横ばいとなる。他の色々な指標を使ってみても、いずれも実質金利が低下しているか、あるいはボトム圏で横ばいなので、予想物価上昇率の弱含みと名目金利の低下では、名目金利の低下の方が大きいということで良いかと思う。

図表7の資金調達コスト関連指標では、貸出約定平均金利が3月、4月

と2か月分公表されているが、こちらはかなり低下している。短期の除く交付税特会向けでみて頂くと、3月が+0.984%、4月が+1.085%と上下しているが、7～9月、10～12月と比べて頂くと、+1.2%台だったものが、+1%前後になっているので、かなりの低下になる。同じように長期をみて頂くと、3月が+0.705%、4月が+0.794%と+0.7%台になっている。これも、それ以前は+0.9%台だったので、やはり20bp位下がっているイメージになる。全体としても、以前+1%台だったものが+0.7%や+0.8%になっている感じなので、20bp程度の下落という感じかと思う。

C P発行レートは、数字が入っていないが、実は証券保管振替機構が集計を止めてしまったためである。手許で集計したものを口頭で申し上げると、4月、5月とも+0.02%位、2bpになった。それまで10bpだったので8bp位の低下ということになる。社債は大きく変わっておらず、これも以前+0.3%台だったものが+0.1%台、大体20bpの低下であり、社債および貸出金利が実際に10～20bp位、低下しているということだろう。

図表11の資金調達量関連指標である。一時的なM&Aなどがあるので若干強過ぎるかもしれないが、ボリュームも、ここへきて増えている。これも4～5月が出ている。民間部門総資金調達でみて頂くと、3月+1.2%、4月+1.4%、5月+1.7%と加速したかたちになっている。主因は2つで、1つは貸出であり、+1.7%、+1.9%、+1.9%、それからもう1つはC P・社債で、-0.2%、-0.1%、+0.1%と、いずれも増えている。貸出の方を申し上げると、＜民間銀行貸出残高、C P・社債の発行残高＞の表であるが、銀行計（平残）で+2.0%、+2.2%、+2.2%となっている。この間、為替換算要因はマイナスで効いているので、その分の調整後の数字をみて頂くと+2.2%、+2.5%と、さらにもう少し強いかたちになる。大手行ではM&A、地銀では不動産が引き続き強いということである。M&Aはブリッジのようなものもあるので、このままいくというより、どこかで落ちると思うが、少なくとも貸出自体は弱くないという感じがみえる。アネクドーツとして2点申し上げると、貸出については、ゼロ金利のフロアを付けるという交渉は引き続き続いているが、交渉が決まっていないも

のは、固定金利の貸出にシフトすることも行われているので資金調達に支障が生じていることはないようである。それから、今日、新聞にも出ていたが、劣後ローンという話が大幅に出始めている。企業側は資本性の調達ができるし、金融機関側では利回りの高い貸出ができるという双方のメリットになるので、そういったものも出るようになってきた。それから、国内公募社債であるが、＜国内公募社債、エクイティ・ファイナンス＞の表をみて頂くと、3月が2,220億円と少し減ったが、4月は6,810億円、5月は4,088億円と復活してきた。こちらにも幾つかの動きがある。1つは、一時期、スプレッドが広がるのが嫌だという話がずいぶんあったが、最近は絶対利回りでの起債というのが大幅に定着してきた。もう1つはよく言われることだが、10年超の長期債の発行がみられるし、金利の水準は史上最低の水準になっている。これは良い話なので個社名で良いと思うが、トヨタの10年債が9bp、20年債が34bpと、いずれも史上最低金利になっている。一部電鉄会社では、BBB格として初めて、超長期15年債を出す動きにもなっていて、社債市場および貸出市場、企業の資金調達という意味では、さらに緩和している状況にある。

図表20のマネー関連指標をご覧頂きたい。まず、先程、原田委員からご質問のあった銀行券の動きであるが、4月、5月は6.8%、6.5%と、10～12月の6.1%からあまり大きな変化はない。日々の動きも捉えていて、やはり多少動きがあっても良いと思っているが、今のところマイナス金利に伴って加速した感じにはみえない。金庫を買ったとか、色々な話があるので、全くないとも思いづらいが、数字にはまだ表れてきていない。M2であるが、+3.2%、+3.4%、+3.4%と、先程申し上げた社債、貸出を含めた民間部門の総資金調達が増えているので、その分のマネーも増えているかたちになっている。

資料－6をご覧頂きたい。I. 成長基盤強化を支援するための資金供給の1. 前回報告（3月会合）以降実施の新規貸付の概要である。本則、貸付額6,086億円、残高として5兆8,359億円と、今回ネットで3,000億円程度の増加になっている。ABL、小口も、あまり変わった状況にない。

米ドルについては、約 120 億ドルで貸付残高の上限を超えないよう、按分して、決定した。3 頁をご覧頂きたい。Ⅱ．貸出増加を支援するための資金供給である。先程、清水金融市場局長からもあったが、今回 6.2 兆円の貸付があって、ネットでも 1 兆円強の増加になっている。マクロ加算で 2 倍にするということがある種の魅力になって、増加させる先、あるいは新規利用先が出てきている。ネットでは 1 兆円強の増加であるが、増やしたところだけマクロ加算が増えるので、マクロ加算ではこれで 5.8 兆円位増えているかたちになる。減ったところは 1 倍しか減らない。全体として（参考）の合計にあるが、約 25.5 兆円の残高ということになった。これでも引き続き減少させているところがあるが、そういうところが気にしているのは、基本的には担保コストである。担保コストについては、どの程度効くのか計数的には分からないが、3 月に規程を決定頂いた住宅ローン担保の件が大分進み、来月位から受入れ開始ができそうな感じになってきている。従って、次回 9 月のこれらの供給には間に合うので、それが多少使われることによって緩和されることを期待したいと思う。

最後に系統関係であるが、今回も引き続き農林系を中心に使われて、残高としては 8,785 億円と、こちらは当初予想したよりも積極的な利用があるということである。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

木内委員

2 つ質問がある。前半にご説明頂いたマネースtockで、現金通貨に特に大きな動きはみられないが、22 頁のグラフで言うと、M1 が年初からかなり加速していて、20 頁の表でみると、CD から預金通貨にお金シフトしている。CD 金利も下がったので、そのためかと思うが、3 か月で精々 10bp 位の低下である。それでも、これだけ急激に預金通貨にシフトが起こったのか。別の要因もあったのか。

もう1つは、資料－6の3頁である。6.2兆円と、思ったよりも大きかったという印象があり、やはりマクロ加算2倍ということが魅力的だったのだろう。政策金利残高を抑える手段として活用できるということだったと思う。それでも、大手行と地域金融機関の間では、依然として、かなりの格差がある。かつてのように大手行だから政策協力してくれるという環境ではなくなっていると思う。それでも、地域金融機関の方が及び腰だというのは、大手行ほどには政策金利残高を抑えるインセンティブがないということなのか。参照する預金の増加に何か違いがあるのか、また別の要因なのか。その差に、こういった背景が考えられるのか。

内田企画局長

まず、前者については、ご指摘の要因が圧倒的に大きいと思う。この金利環境なので、CDの発行が大分減っている。積極的に預金が欲しい人はいない訳であるので、わざわざ直接関係のない先から資金を取ろうという人は出てこない。従ってCDを出して調達しようという人はいないので、その発行が減っている。一方、その結果として起きることは、企業の預金が残る訳であるが、それはメインに寄せられるということなので、ここと言えばM2からM1になるし、業態別で言えば地域金融機関等から大手行への資金の移動となっている。その分が大きいと思う。CDは3か月が多いので、ここで止まるのか、あるいはもう少し長いものもあるので、もう少しこの動きが続くのかは、これからである。当然、多少は、この動きがさらに進むだろうと思っている。

それから後者について、元々その問題はあって、大手行は、昔は100%利用だった。地域金融機関等は3割位の利用であった。今回、利用率では、地域金融機関等は3割位に戻っていて、それなりに戻ってきた感じがある。大手行はそれぞれで、レバレッジを気にしたり、担保を気にしたり、あるいはそうは言ってもマクロ加算が魅力的であるというところもあったりで、こういう結果になっている。特に政策協力という感じより、むしろ自分達として必要かどうかの判断で、三様の動きになっている。マクロ加算

については、明確に意味があったと思う。とは言え、地域金融機関等は元々のレベルに戻った程度で、元々資金がそれほど必要ないと思っていることが背景にあると思う。

黒田議長

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

(15時31分中断、16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、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、4月27、28日開催分の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは坂井学財務副大臣、内閣府からは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。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 「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、説明をお願いする。

中村調査統計局経済調査課長

それでは本日お配りしている「経済・物価の現状と見通しに関する記述」に基づいて、ご説明したいと思う。まず、景気の現状判断であるが、前回4月の展望レポート時から変わっていない。内訳については、幾つか変更点がある。詳細のところの住宅投資をご覧頂きたいのだが、今回は「再び持ち直して」という判断にしている。これは住宅着工等が足もと改善していることを踏まえたうえでの記述の変更ということになる。そのあと、公共投資であるが、予算の執行が進捗しているということで記述を「減少ペースが鈍化している」というかたちに変更している。最後、鉱工業生産である。「横ばい圏内の動きを続けている」という評価自体は前回と変えていない。前回、地震の影響について、やや下振れリスクをみていたが、足もとは復興という動きがみられているので、どちらかと言うと中立的な表現にしていって、「地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている」と記述を逆転させている。下が物価の現状であるが、前年比について、消費者物価は0%程度、この表現は変えていない。以上である。

正木企画局政策企画課長

続いて、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みられるが、このところ弱含んでいる」との記述に変更ない。昨日、ご報告したように、前回会合以降に公表された資料をみると、低下したものが多くなっているということである。金融環境については「きわめて緩和した状態にある」との記述に変化はない。銀行貸出金利は大幅に低下しているほか、社債、CPの発行金利も一段と低下している。また量的指標も増加しており、これまでと同じ評価としている。

下段は経済・物価の見通しである。基本的には4月末の展望レポートから変化はない。ただ1点、物価面については、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いう大きな見通しは維持しているが、消費者物価の前年比、除く生鮮食品のベースは、先行き4月の-0.3%か

らもう一段低下する可能性がある。このため「当面小幅のマイナスないし 0 %程度」と、「小幅のマイナス」というところを追加している。最後の段落はリスク要因だが、こちら 4 月の展望レポートで示した海外経済に関するリスク要因を踏襲している。そのうえで、下から 2、3 行目だが、「こうしたもとで、金融市場は世界的に不安定な動きが続いており、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクには引き続き注意する必要がある」としており、前々回 3 月の決定会合時のステートメントと同様の書き振りとなっている。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

IV. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢について、1 人 5 分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず佐藤委員からお願いします。

佐藤委員

内外経済の現状判断と見通しについて、物価見通しの記述以外は先程の執行部判断どおりで良いと思う。ただし、このところの国際金融資本市場は、Brexit や米大統領選を巡る不確実性の高まりから不安定な動きとなっており、これが人々のコンフィデンスなどに及ぼす影響を若干懸念している。来週の Brexit を巡る国民投票については、世論調査などでは賛否が伯仲し、投票率次第で結果がどちらにも振れ得る状態である。離脱派が多数となる場合は無論のこと、残留派が多数となっても、政権内を含めて世論が二分したということで、やや長い目でみて、英国の対 EU 政策に様々な影響が及ぶであろう。また、11 月の米大統領選も、直近の世論調査などでは同様に、結果がどちらにも振れ得る状況のようにみえる。どちらの

候補が勝利しても対日政策は貿易・通貨政策面でこれまでより厳しめとなることが見込まれており、そうした懸念が当面の株価や為替動向に影響することが想定される。

以上のように、国際金融資本市場の動向は目先の Brexit の結果如何にかかわらず、当面リスクオフ気味での推移となり、コンフィデンスの慎重化などを通じて内外経済の重石となる可能性を懸念している。

海外経済の現状について、米国では、5月の雇用統計で非農業部門雇用者数の増加ペースが予想外の大幅減速となる番狂わせがあったが、ストライキなどの影響が過大に反映されている可能性があり、その評価についてはもう少し様子を見る必要があるだろう。製造業関連のデータは引き続き精彩を欠くが、個人消費関連の指標は概ね良好で、雇用の急減速から所得、消費への好循環に変調が生じているようには見受けられない。また、中国は直近のPMIが小幅低下したが、輸入の持ち直しなどから内需の底堅さが示唆される。これまでの対策効果から、景気は全体として安定化してきているように見受けられる。

ただし、海外経済全体の先行きについては、冒頭申し上げた国際金融資本市場の動向から、リスクプロファイルは引き続き下にやや厚いと判断している。

国内経済について、1～3月期GDPは2次速報で前期比年率+1.9%と10～12月期のマイナス成長から持ち直したが、閏年要因を除けば0%近い低成長であった。消費は年初の国際金融資本市場の不安定な動きや暖冬の影響を受けたとみられるが、潜在成長率が0%台前半に低下しているとみられる中では、この程度が実力と思われる。足もと4～6月期は、4月の実質輸出が、爆発事故などの影響が出た自動車を中心に引き続き精彩を欠いたが、鉱工業生産が自動車の挽回生産の影響などから前期比横ばい圏内に復する見通しで、熊本地震のマイナス影響を差し引いてみても、当初懸念したほど悪い結果とはなっていない。個人消費についても、4月は家計調査における実質家計消費支出コアが持ち直し、供給側統計から推計した調査統計局の消費活動指数も同様に持ち直しの動きを示している。雇

用情勢も引き続き堅調である。総じて、これまでのところ4～6月期の経済活動は若干上向いてきている印象である。短期的な景気動向に先行する景気ウォッチャー調査の各D I も、季節調整値では現状・先行き判断が小幅持ち直し、悪化傾向に取り敢えず歯止めがかかっている。ただし、水準は前回消費税率引き上げ時以来の低さで、また現状水準判断D I は季節調整値でも一段と低下しているため、先行き懸念が払拭された訳ではない。

最後に物価について、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数は、4月に前年同月比で+1%を割り込んだが、POSデータによる財の消費者物価指数はこのところ伸び率が急低下している。新商品の投入効果も織り込んだS R I 一橋大学消費者購買単価指数をみると、昨年は年間を通じて前年比+2%程度で推移していたが、今年に入り伸び率の低下が顕著である。昨年まで、加工食品・日用品の製造企業は円安と輸入原材料価格の高騰によるコスト上昇を、単価でみて割高な新商品を投入することで消費者に転嫁していたとみられるが、昨年度後半以降は円安傾向が一服し、その後円高に転じたこと、また原材料・エネルギー価格の下落もあり、そうしたコストプッシュの単価上昇が一服した可能性がある。また、実質賃金・所得が伸び悩む中で消費者の選好が変化し、割高な新商品が相対的に買われなくなっている可能性もある。一方、非正規雇用の時給の上昇などから、サービス価格は値上げのマグマを溜め込んでいるとみられるが、最近の財市場の物価を取り巻く状況変化を新年度入り後のサービス価格改定で相殺するような動きになっているようにも見受けられない。サービス価格は個別性が強く、またアネク情報でマクロの物価動向を語ることもあまり適切でないと思うので、今後の動向を引き続き注視したいと思うが、サービス価格の中でウエイトの大きい家賃や公共料金に動意がみられないということからすると、目先は、財の物価の伸び悩みが全体にストレートに反映されやすくなっていることには、注意を要すると思う。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

まず、金融経済情勢についてである。国際金融資本市場は、年初来の混乱から一時落ち着いていたが、6月入り後は、Brexitへの懸念などから、ボラティリティが高まり、円高・株安の圧力が強まっている。

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。さらに先進国経済でも、アメリカは、個人消費はまずまずであるが、5月の雇用には弱い指標が表れた。これには特殊要因があるという見方もあるが、回復のモメンタムが弱いことには間違いない。先進国経済が主導して新興国経済が回復に向かうというシナリオが崩れる可能性もある。中国の経済は判断が難しいが、香港向けを除く輸出が前年比で傾向的に低下していることからみて、成長率の減速は続いていると思われる。

日本経済についてみると、1～3月の実質GDPは前期比年率+1.9%と順調であったが、閏年効果を考えるとそうとは言えない。雇用は堅調で、賃金×雇用の雇用者所得は前年比2%以上で伸びており、名目賃金も実質賃金も上昇している。しかし、実質消費は、本行の消費活動指数——これは、旅行収支調整済みのものであるが——でみても、精々横ばいである。一方、実質雇用者所得は拡大しているので、消費性向は低下を続けていることになる。消費性向が無限に低下することはないので、下げ止まれば、消費は回復するはずである。これを妨げている要因として、円高・株安、事故・地震に伴う生産の低下の3つの要因を挙げることができると思う。さらに、将来の社会保障や財政の不安が消費に悪影響を与えているという議論もあるが、この議論が正しいとして、消費性向が低い要因にはなっても、消費性向をこのところ継続的に引き下げている要因にはなり得ない。3つの要因のうち、生産は2月の事故、4月の熊本地震により変動が大きくなっているが、鉱工業生産の予測指数などによれば、現在持ち直しているよう

である。3つの要因のうち、少なくとも1つは改善が見込まれる。設備投資、輸出は冴えない指標が多くなっている。インバウンドの消費も地震の影響もあるが、失速気味である。

最後に、QQE後の経済の動向を名目GDPとGDPデフレーターで評価したいと思う。ここでGDPデフレーターは、国内の付加価値のデフレーターであり、輸入価格の変動を控除した物価指数になっている。勿論、輸入価格の変動が国内価格に転嫁されなければ、GDPデフレーターの動きは輸入価格の変動を含んだものになってしまうが、長期的には転嫁され、影響はなくなるはずである。まず、名目GDPの動きをみると、QQEの開始以来、年率1.8%で上昇している。それ以前、同じ定義のGDP統計がある1994年からQQE開始前までは-0.2%なので、QQEの効果は明らかである。ここで名目GDPの上昇には消費税増税による物価上昇の影響があると指摘されるかもしれないが、消費税増税によって実質GDPが減少することを勘案すれば、名目GDPへの影響は無視しても良いと思われる。次にGDPデフレーターをみると、消費税調整後でも+0.9%で上昇している。しかも、安定的に上昇している。それ以前は-1%で下落してきたので、QQEの効果は明らかである。GDPデフレーターは速報性に欠けるが、長期的に政策を評価するうえでは有益であり、内閣府の出席者が述べているように、付加価値の価格を表すGDPデフレーターをみていくことが重要であるという意見はもっともと考える。

消費者物価については、金融政策運営に関する討議の際に申し上げたい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

中国で4、5月分の経済指標が輸出、固定資産投資を中心に下振れたことが世界経済の先行きに新たな懸念となっている一方、米国の主要経済指

標は5月分の雇用統計を除けば全体として上振れたこと、また原油価格が持直し傾向を続けたことなどが、金融市場の景況感を支えている。米国ではエネルギー価格の安定化やドル高傾向の一服などが、製造業の活動に好影響をもたらしている中、4月個人消費、4、5月小売統計などでは、消費の持直し傾向も確認されている。5月の雇用者増加数は予想外に下振れたが、他の指標も踏まえると、これが景気情勢の変調を示すとの解釈はまだ早計で、4～6月期の成長率は前期から相応に加速する可能性が高い状況である。ただし、米国の労働生産性上昇率は歴史的な低迷を続けていることから、先行きの実質賃金増加への期待は高まりにくく、個人消費主導での景気回復の持続性には不安が残る。中国では多くの経済指標が3月に改善した後、4月には一転下振れ、5月も弱めの動きが続いている。金融面の指標で政策の影響を受けやすい社会融資総量も同様の動きを示したことから、こうした振幅は政策姿勢の修正によってもたらされた側面もあると考えられる。修正が特に明確になっているのが住宅政策で、上海、南京など大都市では、住宅価格の抑制策が一気に打ち出されている。足もとの中国は、景気対策、バブル回避、為替安定化、構造改革と、政策の重点が目まぐるしく動いており、場当たりの対応との印象から政策の信頼性が高まりにくい状況が続いているように思う。欧州では、英国のEU離脱の是非を問う国民投票が、目先の大きな注目である。仮に離脱が決まっても、英国経済への影響はその後のEUとの長い交渉次第であり、過度に悲観すべきではないようにも思うが、金融市場が短期的に過剰に反応する可能性には十分留意したいと思う。欧州経済には、若干軟化の兆しがみられている。1～3月期の成長率は経済の堅調振りを示したが、4～6月期はその勢いは続かないようである。ドイツ、フランスなど中核国の経済がなお堅調である一方、弱さが目立つ周縁国との間の経済格差が広がっているようにみえる。

国内経済では、個人消費の弱さが引き続き、目に付く。1～3月期の実質個人消費は2四半期振りに増加したが、閏年要因で相応に嵩上げされており、4～6月期は再び減少する可能性がある。1～3月期GDP統計で、

実質雇用者報酬が前年同期比+2.7%と大きく増加しているのに対して、実質個人消費は-0.4%と下落しており、両者の乖離幅は異例な高水準に達している。足もとの賃金の回復力の弱さや財政環境悪化を受けた将来の所得への不安などが、その底流にあると思うが、今後、原油価格上昇の影響が徐々に生計費に波及していくことが、さらなる抑制要因にならないかも心配するところである。また、4月に続いて5月も百貨店売上高の不振が伝えられているが、その背景にはボリューム層が、衣料品を中心に慎重な消費姿勢を示していることに加えて、免税売上高が前年比下落に転じたことや高額品の売り上げ鈍化があり、インバウンド消費の勢い低下や、年初の金融市場の動揺が富裕層の消費意欲に悪影響を与えているといった要因も読み取れる。他方、国内経済の最大の懸念要因は、引き続き輸出環境の悪化である。4月の実質輸出は、自動車を中心に低迷した。これは熊本地震の影響だけではなく、海外需要の鈍化や円安傾向の一巡の影響を映じた輸出の基調的な弱さを反映している面もあると考えられる。製造業PMIで、新規輸出受注指数は判断の分かれ目である50を下回り、さらに悪化を続けている状態が、2月から4か月間も続いている。足もとの水準は、前回の景気の谷近辺まで低下しており、先行きの輸出動向が懸念される状況である。

4月全国消費者物価で、生鮮食品・エネルギーを除く指数の前年比は、前月から0.2%ポイントと大きく低下し、さらに5月東京都区部でも前月から0.2%ポイント低下した。これは、企業が再び値上げに慎重な姿勢を強めていることを裏付けていると思う。円安傾向の一巡、個人消費の下振れなどを背景に、前年ほどには加工食品や家電製品の値上げが広がらずに基調的な物価はこの時期に下振れると従来から予想していたが、そのとおりの結果となっている。年後半には、前年比の低下傾向にはやや歯止めがかかってくると現時点では考えているが、既に4月の展望レポートで示された2016年度の物価の中心的な見通しからは下振れ始めたと思う。

最後に金融面の動きであるが、6月は国債大量償還月に当たり、さらに今年度から国債発行が減額されていることから、国債市場では月末にかけ

再び需給逼迫傾向が強まる可能性に留意したいと思う。他方、貸出金利の低下傾向は足もとで強まっているが、最新5月までの銀行貸出全体の増加率は明確に高まっておらず、マイナス金利政策導入の影響は未だ明確には読み取れない。他方で不動産向け貸出については、1～3月期に前年比+6.3%と前回の+5.2%から一段と加速している。これについては、マイナス金利政策が不動産市場の過熱を促している兆候である可能性もあり、それが将来の金融システムの不安定要因にならないか、マクロプルーデンスの観点から十分注視していく必要があると考えている。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

まず金融経済情勢であるが、前回会合以降に公表された指標から判断すると、前回会合同様に、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という景気の基調判断を維持することが適当だと考える。

米国は所得・雇用環境の改善のもとで、個人消費が堅調である。当面は、鉱工業部門に力強さを欠くが、堅調な個人消費と住宅投資を中心に成長が続くとみている。懸念されるのは、5月の雇用者増が3.8万人と大きく鈍化したことである。ストライキや暖冬の影響を考慮しても弱いと思う。短期的な増勢鈍化にとどまると考えているが、雇用市場の変調のリスクには注意が必要だと思っている。ユーロ経済は3四半期連続で成長率が上昇しており、現在までのところ、堅調である。雇用・所得環境の改善と個人支出の増加が続いているが、過剰債務の存在や輸出の減少などを考慮すると、今後の回復のペースは緩やかなものにとどまると予想している。新興国のうち中国経済は輸出が不振であるが、個人消費は堅調である。固定資産投資は、過剰生産調整下にある製造業が減少している一方で、不動産や公共関連の固定資産投資が景気を下支えしている。先行きは当局の景気下支え

政策により、概ね安定した成長をたどると考えている。中国以外の新興国経済は、インドを除くと、輸出・生産面を中心に減速している。特に、中国経済のサービス経済化により、中国の輸入が今後一段と鈍化する可能性には注意が必要だと思っている。すなわち、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っている。

以上から、先進国経済の景気回復が新興国に波及していくという基本シナリオは維持しているが、その波及のスピードは遅く、逆に新興国の景気減速が先進国経済を下押しするリスクにも注意が必要だと思っている。

資源国経済を下押ししていた原油価格は、2月上旬を底に上昇傾向が続いているが、足もとではやや低下している。原油価格の上昇につれて、シェール・オイルがまた増産に転ずると、上昇トレンドが崩れるリスクがあり、そうなると、資源国経済に下押し圧力がかかり、それがひいては世界経済の足を引っ張るリスクがある。従って、今後も原油価格の動向には注意が必要だと思っている。

年初来の国際金融・商品市場の危機的状況は改善したが、イギリスのEU離脱問題など新たなリスクも台頭しており、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いると考ええる。

以上から、世界経済は先進国を中心に緩やかに回復するとみているが、下振れリスクは依然として大きいと思う。

次に、日本経済である。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。高水準の企業収益とタイトな雇用環境に支えられて、失業者が減少し、実質雇用者所得も伸びている。しかし、そのわりには、消費増税後、個人消費に勢いがいないのが懸念材料である。その要因としては、賃金上昇の恩恵を受けない年金世帯の増加と、長期に亘るデフレで、低賃金の非正規社員が増加していることが考えられる。パートを中心に非正規社員の賃金は上昇しているが、

賃金水準そのものが低過ぎることが、彼らの消費を抑制しているのではないかと思う。さらに、将来、予定されている消費増税や信頼に欠ける社会保障制度も消費を抑制している要因だと思う。加えて、年初来の円高と株安により家計のマインドが悪化し、逆資産効果が働き、消費を抑制していることも懸念材料である。

一方、設備投資は人手不足感が強く、原油安の恩恵を受けて企業収益も好調であり、マイナス金利付き量的・質的金融緩和により予想実質金利が大幅に低下していることを踏まえると、今後も緩やかに増加すると考えている。実際、世界経済の減速や国際金融市場の混乱などの逆風が吹く中でも、法人企業統計の2016年1～3月期の設備投資は、製造業、非製造業ともに堅調だった。日本経済新聞社の2016年度設備投資動向調査によると、前年比+8.3%としっかりしているが、これは大企業が中心であり、最近発表された財務省と内閣府の企業景気予測調査の数値をGDPベースに直した前年度比+5%程度が妥当な水準だと思っている。

他方、輸出は米欧向けが伸びる一方で、NIEs・ASEAN向けが弱い状況が続いている。今後は円高の影響が出てくると思われるので、減少のリスクがあると思っている。

以上から、日本経済は雇用・所得環境の改善を背景に、基調としては緩やかに拡大していくと考えられるが、個人消費の弱さや円高のマイナスの影響が今後現れてくることを考えると、下振れリスクは大きいと思う。

物価については、金融政策の関係で、第2ラウンドでお話する。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

前回会合以降の国際金融資本市場の展開をみると、世界経済の先行きに関する不透明感が残る中で、投資家が積極的にリスクテイクしにくい状況が続いていると思う。特に、Brexitに関する国民投票の結果次第では、

市場に十分織り込まれていないだけに、ボラティリティが急速に高まる可能性があり、強い警戒が必要であると思う。資金流動性の枯渇が懸念されるような事態に至るようであれば、関係する中央銀行と連携して流動性の面での必要な対応を取るべきであると考えます。

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判断に変化はない。米国では、暖冬の反動やストライキもあって4～5月の雇用統計の増勢は鈍化したが、雇用・所得環境の緩やかな改善基調は続いていると考えている。欧州経済は、12 四半期連続のプラス成長となっている。中国経済は、不動産投資、公共投資に支えられた固定資産投資の増加が景気を下支えするもとで、総じて安定した成長を維持しているが、輸出・生産面を中心に幾分減速しているとみている。また、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。原油市況は反発しているが、資源国経済の厳しい情勢は続いていると思う。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て、新興国も減速した状態から脱していくことから、緩やかに成長率を高めていくとみている。

わが国経済であるが、まず企業部門では、新興国経済の減速や為替円高から、1～3月の収益は、製造業部門を中心に前期比減益となった。もっとも、足もとの減益については、大手電機メーカーのリストラ費用や大手商社の資源関連事業の損失といった一時的な要因も影響しており、企業収益は、水準としては引き続き高水準で推移していると評価している。そのもとで、強力な金融緩和による実質金利の一段の低下にも支えられて、企業は、前向きな設備投資スタンスを維持していると思う。実際、法人季報の設備投資は緩やかな増加を続け、資本財総供給も4月の1～3月対比は増加に転じている。2016年度の設備投資計画は、日経新聞の調査では前年比+8.3%、財務省、内閣府の法人企業景気予測調査では前年比+3.8%、いずれもしっかりと増加する姿となっている。家計部門では、雇用・所得環境の着実な改善が続いていると思う。タイトな労働需給を背景に、名目

賃金は緩やかに上昇している。雇用者所得は、このところ増加ペースが幾分高まっている。夏季賞与についてのアンケートをみると、今年も増加が続く姿となっており、そうしたもとで、個人消費は、訪日外国人や富裕層向けの販売が伸び悩むなど一部に弱めの動きもみられるが、底堅く推移しているとみている。消費活動指数は、2 四半期連続で減少したあと、4 月の1～3 月対比は自動車販売を中心に+0.7%の増加となっている。ヒアリング情報によれば、5 月は、百貨店売上高は概ね前月並みとなる一方、スーパー売上高は前月から増加した模様である。個人消費関連のマインド指標の冴えない動きが続いているので予断は禁物であるが、先行き、雇用者所得が増加を続けるもとで、個人消費は底堅さを増していくと考えている。

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」と判断をしている。先行きについては、当面、輸出・生産面に鈍さが残るが、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、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している。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判断をしている。

最後に、物価情勢であるが、4 月の消費者物価の前年比は、除く生鮮食品が-0.3%と前月から横ばいとなった。一方、除く生鮮食品・エネルギーは+0.9%と前月からプラス幅が縮小した。これは一般サービスの伸びは高まったが、財の価格の伸びが縮小した影響が上回ったためである。

それでも、除く生鮮食品・エネルギーは、これで 31 か月連続プラスが続いており、4 月も前年をはっきりと上回る伸びとなっていることから、物価の基調は改善が続いていると判断をしている。ただし、個人消費が一部で弱めの動きとなる中で、新年度入り後の価格改定の動きが、昨年ほどは広がっておらず、除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、暫くの間、0%台後半で推移するとみている。そうしたもとで、除く生鮮食品の消費者物

価の前年比については、エネルギー価格の下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみている。もっとも、その後は、物価の基調が高まり、エネルギーの影響が減衰するのに伴って、2%に向けて上昇率を高めていくと考えているが、この点については、第2ラウンドでもう少し付け加えたいと思う。以上である。

黒田議長

布野委員お願いします。

布野委員

「わが国の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。為替や株式市場は、投機的要因などもあり、振れ幅が大きくなる局面もあったが、実体経済面への目立った波及はみられない。日米欧ともに実体経済は、堅調さを持続しており、世界経済は緩やかに回復を続けている。G7での話し合いもそうした底堅い動きを支える方向に寄与したとみている。

まずアメリカ情勢である。今月の利上げは見送られた。実体経済の現況は、経済指標は強弱区々であるが、製造業や輸出等は小康状態にあり、また非製造業や個人消費は堅調であるとみている。自動車販売は振れを伴いながらも底堅く推移している。ヨーロッパは、緩和的な金融環境のもとで、引き続き個人消費が牽引して、緩やかな回復を続けている。今後、イギリスのEU離脱問題の帰趨とその世界経済に及ぼす影響については注目していく。中国は、中長期的には予断を許さないとはいえ、景気刺激策が有効に働いており、今のところ一般に懸念されている経済失速は遠のいているとみて良いと思う。新興国・資源国の経済状況は相変わらず斑模様であるが、資源市況がやや落ち着いている傾向を映じて、ロシアなど資源国の一部は、低位ながら底ばい安定状態にある。

次にわが国の経済である。基調としては緩やかな回復途上にあるが、消費や投資に勢いがあるとは言えない。この背景は、消費者や経営者の間の、

将来に対する漠然とした不安心理を払拭できないことが影響していると思われる。しかし一方で、将来に繋がる前向きな経済活動の兆しが随所にみられる。このところ、地方経済では地元企業は不芳であるものの、県外企業の進出が盛んであるとの指摘が多く聞かれる。例えば、宿泊施設については、旧来型の旅館の廃業が進む一方で、地方でもホテル建設やリノベーションが盛んである。今後は、訪日客等の増加を背景に民泊の動きも勢いづく可能性がある。また、製造業においては設備投資に積極的なメーカーがある一方で、事業売却や工場閉鎖を進めている会社もある。小売業においては、売上に相応の陰りがみられる中で、ネット販売やコンビニは好調である。コンビニについては、絶えず店舗の新陳代謝が進んでいる。自動車販売では、売れる車と売れない車の較差が大きくなっている。2 極化とも言えるこうした兆候は、これまで遅れ気味と言われた構造改革による経済の体質改善が徐々に進んできていることを示唆しているのではないと思われる。個々の企業ベースでは、先行者利益を既に獲得している企業がある一方で、出遅れている企業もあると思う。今後は現下の経済で発生しているモザイク模様のそれぞれの要素にも一層の注意を向けて、経済全体としての動きをみていく。

なお、九州の地震の影響であるが、被災された方々の生活が正常に戻るのには容易ではないという現実もあるが、幸いなことに生活のライフラインや産業のサプライチェーンの復旧は迅速であった。今後とも政府と地方公共団体の政策が復旧、復興を推進していくことを期待している。本行の被災地金融機関に対する支援措置もまたその一助になればと希望している。

以上を踏まえた私の見方の第1点は、世界経済は非常に壊れやすい不安定な状態のもとで、需要構造の変化を経験しているということである。世界経済は中国および新興国、資源国の強い牽引力を享受してきたフェーズから脱しつつあり、この過渡的段階において、世界的な需要不足のリスクを抱えている。このリスクを前に日米欧中の連携と努力が求められるが、G7の会合は国ごとの意見の相違は残すものの、全体としては理解を共有し深化させるものになったとみている。

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。同時に、リーマン・ショック後に毀損された潜在成長力を取り戻すチャンスでもある。この観点から、現在打ち出されつつある規制緩和や財政への積極姿勢は時宜を得たものであると思う。今後とも、内外の需要全体の水準をしっかりと注視していくとともに、民間部門における構造改革の進展度合いにも目を向けていきたいと思う。以上である。

黒田議長

櫻井委員お願いします。

櫻井委員

まず、金融経済情勢であるが、わが国経済の現状は、緩やかな景気回復基調が持続していると認識しており、執行部と同じ考え方である。

2016年第1四半期から第2四半期にかけての動きを整理しておくと、第1四半期は、世界経済の下振れリスクへの強い懸念から金融市場の不安定性が国際的に高まり、日本でも企業や消費者のマインドが悪化し、経済のファンダメンタルズにマイナスの影響を及ぼす可能性が懸念された。輸出は、世界経済が新興国経済を中心に減速したことから持ち直しが一服した。また、マインドの悪化を受け、個人消費も横ばい圏内の動きを続けた。設備投資もマインドの悪化から、第1四半期はマイナスの伸びとなったが、企業収益は高水準が維持されている中で、対前年度比は緩やかな増加基調を維持できた。また、その後、中国における景気対策の発動などもあり、金融市場はやや落ち着きを取り戻したと思う。この結果、GDP成長率は前期比年率で+1.9%となり、閏年の要因はあったものの、日本経済のファンダメンタルズは維持され、緩やかな景気回復基調が維持されていることが確認できたと思う。

その後、足もとにかけては、新興国経済の下振れリスクは、依然払拭されていないものの、やや低下しているのではないかと思う。こうした中、

4月に発生した熊本地震により一部サプライチェーンへの影響は出たが、全国レベルでは生産水準は維持された。雇用・所得環境は、労働需給の着実な改善を続ける中、雇用者所得も緩やかに増加していると思う。有効求人倍率は、4月1.34倍となり、1991年11月以降の高水準になるなど、着実な改善を続けており、完全失業率は構造失業率近傍と思われる3%前半で推移している。実質賃金は昨年末にかけて弱含んだが、足もとにかけては0%台半ば辺りで推移している。また、今年の春闘では、現時点では0.4%台半ばのベースアップと、昨年対比幾分伸び率を低下させているが、中小企業が大企業よりも高めの伸びとなるなど、賃上げ率の規模間格差が改善傾向にあることは、プラスの動きとして評価できると思う。今後、タイトな労働需給環境を背景に、こうした賃上げの動きが一段と広がっていくことを期待している。

個人消費は横ばい圏内の動きが続いているが、こうした堅調な雇用・所得環境を背景に、今後強含んでいくということを期待できるのではないかなと思う。もっとも、足もとの金融・為替市場の神経質な動きを踏まえると、下振れリスクも十分に念頭に置いておく必要があると思う。この間、企業収益は、円高化の影響もあって、高水準ながらも横ばい圏内の動きとなることが見込まれている。世界経済の下振れリスクが年度後半にかけて徐々に低下していけば、設備投資拡大基調もより堅調なものになると予想されるほか、輸出も、再び持ち直していくことが考えられる。さらに2016年度予算の前倒し執行や、新規住宅着工件数が2013年度並みに迫るまで回復していることは、景気回復基調を支える大きなプラス要因とみている。

最後に、最近の物価動向であるが、3点ほどその背景が考えられる。第1に世界経済の下振れリスクや資産価格下落などに伴い消費者マインドの悪化がみられたこと、第2にエネルギー価格自体は上昇に転じているものの、コスト低下の効果がラグを伴って各産業や製品に波及している過程にあること、第3に年初来進んだ円高化により輸入物価に押し下げ圧力がかかったことなどから、やや弱含んだ推移となっていると思う。物価上昇率の減速は2016年度中頃まで持続する可能性が高いと思うが、年度後半

には、世界経済の底打ちが予想され、輸出も横ばいから徐々に緩やかな拡大へと進むと考えられるほか、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の効果や、所得・支出の好循環がより確かなものとなることが見込まれ、需給ギャップの改善を通じて、予想インフレ率が徐々に高まり、物価の基調が着実に高まっていくとみている。また、設備投資拡大や賃金上昇をベースとした個人消費の拡大により、日本経済の回復基調はよりしっかりとしたものになっていくのではないかと考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

内外経済情勢の現状、見通しに関する執行部判断について、特に異論はない。私からは、物価の動向と金融市場に関連して2点申し上げる。

まず足もとの物価であるが、低調な消費を受けて、昨年のような価格引き上げが望めない状況のもと、昨年の裏として、当面の上昇率は低迷せざるを得ないとみている。今後、物価がしっかりと上がっていくためには、消費あるいは経済が底堅いことを前提として、円安が進行するか、一次産品の国際価格が上昇するか、あるいは、国内の賃金が増加していくことが必要だと考える。円相場については、確たる見通しはできないが、原油等の価格については、底を打ち、上昇気味となっており、また、引き締まった労働需給から緩やかに賃金水準の上昇が見込まれるほか、就労者の増加もあり、雇用者所得全体はしっかりと伸びていくとみている。時間はかかるものの、物価は今年度後半より上昇に向かうとみており、今のところ来年度の見通しについて、4月展望から変えていない。なお、グローバル経済のもとでは、一次産品を除き、財の価格は各国ともそれほど上昇しないものとする。差異が出るのはサービス価格だと思う。しかしながら、サービス価格には各国それぞれの経済構造の違いがあり、例えば、わが国と米国との比較では、貸家を巡る制度要因、あるいは統計手法の相違、医療費

の制度的相違、公共料金の位置付けなど、良く比較、勘案したうえで、物価の状況を評価していく必要がある。

次に金融市場について申し上げる。国債買入れによるポートフォリオリバランスにより、大量の資金がヘッジ付外債投資に向かっていることから、円をベースにしたドル調達についてのプレミアムが拡大している。その結果、日本勢は、預金金利などがマイナスにならないため、プラスの金利の調達コストとなっている一方、ドルを原資とする外国勢はプレミアムを加えれば大幅なマイナスの金利での円資金調達が可能となっている。本来は1つの市場である円金利市場が参加者の出自により、異なる金利決定メカニズムが存在することとなっている。例えば、

という指摘が外国勢より出てくる点も留意を要するところである。今のところ、ドル調達プレミアムは、需給要因からのみ生じている。現状の本行による国債買入れが維持されれば、国債保有者は保有国債の期落ちにつれ、再運用が必要となり、為替ヘッジ付外債投資を積み上げていくことになる。需給がさらに締まり、プレミアムは拡大する方向にあると思う。需給要因のみの原因にとどまれば、ドル調達プレミアムが拡大して経済的採算が取れなくなったところで外貨資産の積み上げが減少して、均衡に達していくまでのものである。万一、今後わが国の格付けが引き下げられるなど、日本勢にクレジット問題が発生する場合には、極めてタイトな市場のもとで供給が絞られ、ドル資金の調達量の問題が生じる。各行、コンティンジェンシー・プランを発動することになるが、その実行については大きなコストが生じるものである。また、日系企業の外貨資金調達についても、大きな負荷がかかることも避けられない。本行の政策がこうした状況を生み出していることについて、今後とも絶えず念頭に置いておく必要があるものと考えている。以上である。

黒田議長

それでは、前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を

私なりにまとめる。

国際金融市場では、米国について、早期の利上げを織り込む動きが5月後半に一旦広がった後、5月の雇用統計の結果を受けて利上げ観測が後退しており、為替市場などにも、その影響が及んでいる。また、多くの委員が指摘されたように、足もとでは英国のEU離脱を巡る Brexit リスクなども意識されているので、投資家のリスクセンチメントについては引き続き注意してみていく必要がある。

海外経済だが、米欧経済が基調としては緩やかな成長を続ける一方で、新興国経済は減速している。すなわち、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、総じて良好な雇用・所得環境などを背景とした堅調な家計支出に支えられて回復傾向にある。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。新興国についてみると、中国は総じて安定した成長を維持しているが、輸出・生産面を中心に幾分減速している。先行きは、当局が景気下支え策に積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路をたどると思われる。他のアジア諸国は、中国での調整の影響などから、やや減速している。また、資源国は資源価格の低迷等による輸出の低迷などから、厳しい経済情勢が続いているようである。こうした各国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、わが国の景気だが、企業部門については、新興国経済の減速の影響などから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、その後は緩やかに増加していくと見込まれる。鉱工業生産も、熊本地震の影響による振れを伴いつつ、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は緩やかに増加していくのではないかと考えられる。企業収益は高水準で推移しており、設備投資は緩やかな増加基調にあり、この点は法人企業統計でも確認された。先行きについても、非製造業を中心に緩やかな増加基調を維持するものとみられる。家計部門では、労働需給の引締まりが続いており、賃金も緩やかに上昇している。多くの

方が触れられた個人消費については、確かに一部に弱めの動きがみられる訳だが、他方で雇用・所得環境の着実な改善が続いており、これを背景に底堅く推移しているとみて良いのではないか。ただ、消費については、今後とも十分注視していく必要があると思う。この間、住宅投資は、緩和的な金融環境に支えられて、再び持ち直している。

以上のように、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ているが、企業・家計部門ともに、所得から支出への前向き循環メカニズムが作用し続けているのではないかとと思われる。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%程度となっている。先行きについては、エネルギー価格下落の影響等から当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、今後、物価の基調が着実に高まって2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

この間、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みられるが、このところ弱含んでいるという評価を維持することで良いのではないかと思う。

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、議論したいと思う。議論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したいと思う。まず、海外経済に関して、ご意見をどうぞ。

中曽副総裁

皆さんが、Brexit を当面のリスクとして挙げられていた。どういう事態を想定しておくべきかであるが、仮に離脱となった場合は、先程申し上げたが、市場が十分織り込んでいない分、大きく反応する余地が残されている。市場だけでなく経済も、今までの延長線上では捉えられない未知の領域に入っていく可能性もあると思う。市場の反応という意味では、ポンドの下落と円を含む safe-haven currency の上昇が予想されるが、不確実

性が多過ぎて新しい均衡点が見出せないのでは、その分オーバーシュートの可能性も含めて、ボラティリティが大きく上がる可能性もあるのではないかと。問題は日本への影響であるが、為替はもとより、今申し上げたような意味でボラティリティや不確実性が増すと、市場参加者が極端に risk-averse になる可能性がある。そうすると、日本の銀行部門は欧州系の銀行に外貨調達を依存している、つまり欧州系の銀行が特にドルの出し手として機能しているので、そこを通じて出し手が極端にリスク回避的になると、邦銀の外貨繰りに影響が出てくる可能性がある。邦銀は保守的な資金繰りをしていると聞いてはいるので、暫くは持つと思うが、長引くと、ドルの流動性が枯渇するリーマン・ショックの後に似た状況が再来する可能性もある。そういうことなどを考えると、referendum の最善の結果を祈りつつも、最悪の事態なども想定し、特にドルの流動性供給のバックストップ面での起動体制を、関係中銀と連携しながら整えておくべきと考えている。

黒田議長

海外経済に関して、その他のご意見がなければ、次に、わが国の経済・物価情勢について、追加的なご意見があればお願いする。

岩田副総裁

円高の影響について、あまり議論されていなかったと思う。現在の円高の状況で安定することになった場合を考えると、まず製造業を中心に企業収益が悪化すること、また、インバウンドを中心として消費にも悪影響を及ぼすということが考えられる。それから、円高は株安に繋がるといことで、円高は外貨資産が減少すること、株安は国内の株式価値が減少することで、両方とも逆資産効果が働いて消費が抑制される。消費が伸びないところへ、さらにこれによって伸びなくなると、やはり投資は先送りされるという関係があるので、内外需とも減って、需給ギャップが広がる可能性があるのではないかと思う。そういった状況で需給ギャップが広

がると、家計や企業のマインドも悪化し、それが予想物価上昇率も引き下げる。物価上昇率に対しても低下圧力がかかるということで、この問題は注視していく必要があると考えている。

黒田議長

他にご意見がなければ、今から 10 分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。再開は 10 時 10 分でお願いします。

(9 時 59 分中断、10 時 10 分再開)

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

佐藤委員

次回会合までの金融調節方針および資産買入方針について、マイナス金利に引き続き反対であるが、それ以外の部分は現状維持で結構である。

ただし、デフレ脱却は長期戦の様相を呈しており、各種市場金利が極限まで低下する中で、短期決戦型の現状の政策の枠組みを、持久戦により適したものに調整していく必要があると予てから強く感じている。とりわけ、量と金利をどうコントロールしていくかという点についてだが、政策の主目的が量を増やすことから金利を下げることに既に移行していると思うし、この間の執行部の対外的な情報発信により、そうした見方が市場参加者に次第に浸透しつつあると思うので、量のコミットメントについては、市場の過剰反応を慎重に避けつつ、これを軟着陸させる方策を考える必要があると感じている。

その点、資産買入れにおける柔軟な運営の必要性については、前回会合

で申し上げたとおりである。金融市場局が、C P 買入れにおいて、市場実勢からかけ離れた異常な高値の札を買入れから排除したり、短国買入れにおいて、応札制限を設けたり、過熱した銘柄を買入対象から除外するといった措置を講じ適切に対処した結果、4 月下旬以降は前回申し上げたような問題は、これらの市場では顕在化していない。ただし、この種の需給は季節的な振れがあり、四半期末や半期末の前後で再び市場が過熱する可能性はまだ相応にあると思うので、金融市場局には引き続き適切な対処をお願いしたいと思う。

一方、国債買入れについては、金融市場局が6月の買入方針において長期・超長期ゾーンの小幅減額を発表した。その結果、瞬間風速ベースの年間買入額は年率76兆円程度と、80兆円の目標額を小幅下振れると試算されるが、市場参加者からは特に目立った異論はなかったと認識している。実際、市場の反応も極めて限定的であった。むしろ、世界的な長期金利低下の流れの中で、また直近はBrexitを巡る国際金融資本市場でのリスクオフの動きを受け、長期金利は一段と下落している。

国債買入れは、C P や短国市場よりはcompetitiveな環境でなされていると理解している。本行の足もとをみるかのような、市場実勢から離れた異常な高値の札が入ったり、特定の銘柄が買い占められて過熱するといった事態には、私がみる限り、これまでのところ至っていないと思う。昨日の清水金融市場局長の報告でも応札倍率は相応にあり、またテールが大きめに流れたことが3月に超長期ゾーンで1度あったが、それ以外は総じてcompetitiveな入札となっているように見える。もっとも、金利水準は各ゾーンともに既往最低水準をじわじわと更新し続け、また長めの金利ほど低下傾向が顕著である。

長めの金利ほど低下が顕著なのは、発行量から生保や年金などの最終投資家の保有分を差し引いたネットの供給量対比で本行の買入れが過大なためと考えられる。また、それ以外のところも全体としてじわじわと金利が下がり続けているが、本行が巨額の買入れを続けることにコミットする、すなわち一定量を必ず買うことを市場に約束しているもとで、売り手が本

行の足もとをみて、あるいは売り手同士の阿吽の呼吸で売り値をじわじわと釣り上げている結果だと思う。C Pや短国ほど手口が明白でないので表面的な買入れの結果だけをみても分かりにくいですが、事実関係としてはそれらの市場と恐らく大差ないのではないかと想像している。

こうした極端な金利低下を単純に政策効果と言い切ることに、私はためらいを感じるが、それ以前の問題として、やはりこれだけ金利低下効果が強烈に発揮されている以上、買入額については、現行政策の持続性を確保するため、もう少し思い切って調整して何ら問題ないと思う。

その際の手法は問わない。ディレクティブに「なお書き修正」を加えることで、80兆円の買入目標を明示的に柔軟化する構えが本来適切と思うが、市場の過剰反応が懸念されるということであれば、例えば、買入れの日程を工夫するなどして市場に勘ぐられないよう細心の注意を払いつつ、意図的に入札未達に導く位の構えでも良いと思う。前者は決定会合での議決事項だが、後者は執行部の裁量で柔軟に実施可能なので、決定会合で適宜事後報告があれば良いと思う。

今回は、Brexitの国民投票を目前に控え不確実性の高い状況なので、国債買入れについて、そのような修正を行うタイミングではないかもしれないが、次回会合以降やや長い目でみた課題として問題提起しておきたいと思う。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

マイナス金利付きQQEの実体経済への影響をみるにはまだ難しいが、幾つか明るい兆しがある。まず、住宅ローン金利の低下から、借換えの動きがある。ただし、新規の住宅ローンの拡大は、まだみられないようである。住宅ローンは堅調だが、ローンの相談から実際の貸出まではラグがあるので、現在の住宅ローンがマイナス金利付きQQEの効果とまでは言え

ないと思う。

短観の結果をみても、企業からみた金融機関の貸出態度は一段と緩和しており、借入金利水準の判断は近年にない大幅な低下となっている。また、ヒアリングなどによると、C Pや社債の発行レートも大きく低下し、マイナス金利で発行されたC Pもみられる。その結果、為替調整後でみた貸出や民間部門総資金調達も伸びを高めている。

マイナス金利付きQ Q E後のイールドカーブをみると、金利のマイナスがさらに深くなり、フラット化が進んでいる。ただし、これは、政策効果の発現というより、Brexit への懸念などから生じた、円の上昇と株価の下落とその乱高下によるものと思う。世界的に不安定な状況の中では、現行の金融緩和を続けることが必要であると思う。

物価についても、生鮮食品を除いた総合は、4月-0.3%となり、この動きは続きそうである。生鮮食品・エネルギーを除いた物価も1%を切り、物価上昇のモメンタムが低下している。さらに、金融経済情勢に関する討議の際に述べた、実体経済の冴えない動きからみても、金融緩和の継続が必要である。

三菱東京U F J銀行が、国債のプライマリー・ディーラーの資格を返上するという報道に関し、Q Q Eの限界や副作用を示すという議論がなされているが、私には全く理解できない。資格を返上するということは、一般に国債の買入額を減らすということを示唆する。民間金融機関が国債を保有し続けていれば、中央銀行は国債を購入できず、Q Q Eもできないことになる。金融機関が国債を放出して初めてQ Q Eが可能になる訳である。経済全体としてマネタリーベースの量は中央銀行だけがコントロールでき、民間金融機関はこの中で戦略を立てることになる。国債を保有していた民間金融機関が、それ以外のこと、貸出の増加、海外への貸付、国債以外の様々な資産の購入などをすることが、ポートフォリオリバランスであって、これが金融緩和政策の実体経済への効果を生み出すものである。金融機関が、プライマリー・ディーラーの資格を返上することは、Q Q Eの効果が浸透していることを示すものである。そもそも、これまで、国債

を保有しているだけで利益を得ることができたのが、おかしかった。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、同様の独自の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場合の市場のボラティリティ上昇、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逡減せず増加を続けているため、資産買入規模を減らすことを通じて買入の安定性・持続性をむしろ高め、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。

今回は、財政政策との関連から今後の金融政策運営の課題を検討してみたいと思う。金融政策効果の限界が意識される中、ヘリコプターマネー政策の議論が高まっている。財政政策と金融政策を一体で運用するこうした考え方は、法的な側面から問題であるばかりでなく、財政・金融双方の政策信認に深刻な打撃を与え、金融市場の安定を脅かす可能性があるため、受け入れられるものでないと考えている。しかしながら残念なことに、それが既に半ば実施されているのが現状であると思う。中央銀行が政府債務を直接引き受けること、その債務を長期間保有することで財政拡張策の経済効果を高めることがヘリコプターマネー政策の中核的な考え方であると考えているが、実際、長期国債を発行直後に本行が大量に買い入れていることに加え、大量の国債購入で財政プレミアムなどに関する国債市場の

価格発見機能が著しく低下していることから、現在の国債買入れは、実質的には直接引き受けに近くなっていると思う。また、買入れた国債を本行が長期間保有し続けるとの観測も金融市場では強いと思う。さらに、量的・質的金融緩和と財政拡張策が既に半ばセットになっているとの解釈も可能である。これは、本行が国債を購入し保有し続けることで、国債保有から得られる利子所得が、引き当て分を除くと、国庫納付金を通じて政府の歳入になる。つまり、政府は利払い費を節約でき、その状態が長く続くとの期待のもとで減税あるいは歳出拡大の余地が生まれる、あるいはそのような期待が経済効果を生んでいるとの解釈ができる。こうした背景のもとで、実際に拡張的な財政運営がなされていき、真のヘリコプターマネー政策に一段と近づいていくことは、大いに問題であるが、最近の消費増税先送りや大型景気対策の議論は、こうした懸念を惹起させるものである。他方で留意しておきたいのは、金利水準が低下していく中で、本行の国債買入れがもたらす政府の利払い負担軽減効果は、限界的には小さくなっていくことである。また、マイナス金利政策の導入で状況はさらに変わってきた。マイナス金利で新規に発行した国債を民間が取得し満期まで保有する場合には、償還時に政府は利益を得ることができるが、日本銀行がその多くを取得する現在の政策のもとでは、政府はそうした利益を得ることができず、機会損失が発生する。これは、量的・質的金融緩和政策とマイナス金利政策が整合性を欠くことの一つの側面を示すものとも考えられる。さらに、マイナス金利政策を生かすために、政府の歳出拡大を主張する意見も聞かれるが、以上の議論を踏まえると正しくないと言える。

これらに関連して、日銀トレードの問題点についても考えてみたいと思う。金融機関が額面以上で発行された新規国債を購入すると、その時点では金融機関から政府への所得移転が生じると考えられるが、金融機関が同じ価格で本行に売却すると、既に議論したように、政府はその所得を失うことになる。ところが、金融機関が額面を上回る価格で発行された新規国債を取得した直後に、発行価格よりもさらに高い値段で本行がそれを買取ると、本行に損失が発生し、それが国庫納付金の低下を通じて政府の損

失、ひいては国民の負担となっていく。本行が市場実勢から乖離した価格で資産を買い入れることは、前回議論されていたように市場を歪めるといった観点からのみならず、こうした点からも問題になる。

最後に、本行のコミュニケーション政策について述べたいと思う。マイナス金利政策導入後、本行と市場とのコミュニケーションは非常に悪化した状態にあり憂慮している。市場は、本行からの情報発信の信頼性を疑い、予想外のタイミングで予想外の政策が打ち出される、いわゆるサプライズ政策を強く警戒している。特に金融政策決定会合の前後で金融市場のボラティリティの高まりがみられるなど、まさに金融政策の予見性が著しく低下している状態にあり、これは政策効果を減じてしまう可能性もある。積極的な情報発信を通じた透明性の強化によって、中央銀行と市場との認識ギャップを埋めていくことを目指すことが、近年、主要国中央銀行のコミュニケーション戦略の潮流となっていることを踏まえると、日本の今の状況は非常に異質であり、早急に正常化を図るべきと考えている。金融政策の予見性が低下することの問題としては、金融政策運営に有益な精度の高い情報を得られにくくなるという中央銀行側のデメリットも指摘できる。例えば、名目長期金利が変動した際に、それが期待インフレ率の変動によるものか、あるいはターム・プレミアムの変動によるものか、あるいは実質短期金利見通し、つまり金融政策見通しの変化によるものかが分からなくなってしまう。市場との対話はまさに双方向であるべきで、本行としても、経済・物価に関して多くの情報を持つ市場、あるいは民間部門から情報を積極的に吸収するという謙虚な姿勢が重要で、一方的な情報発信を通じて市場の期待を強くコントロールしようという高圧的な姿勢は良くないと考えている。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

現在は、前回会合時と同様に、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、ひいては設備投資の鈍化をもたらしていると考えている。例えば、2015 年 3 月の短観における 2015 年度の設備投資計画は、前年度比+9.8%だったが、実績は+5.2%にとどまった。

こうした状況のもと、4 月の生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価前年比は、+1.1%から+0.9%へと低下した。日経 C P I N o w や S R I 一橋大学消費者購買価格指数の上昇率も低下傾向にあり、一時の勢いはない。予想インフレ率の指標にも弱さがみられるなど、物価安定目標達成には多くの警戒信号が点滅している状況であると思う。

4 月の展望レポートでは、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、消費者物価指数の前年比が 2 %に達する時期は、2017 年度中になると予想されている。

そこで、仮にこれ以上、2 %達成時期が遅れる蓋然性が高くなる場合には、追加緩和により、日本銀行が 2017 年度中の 2 %達成にコミットしていることを、人々とマーケットに強く示す必要があると考えている。そのような明確なコミットメントがなければ、日本銀行の金融政策に対する信頼が崩れ、そうなれば、予想インフレ率は一層低下し、実際に 2017 年度中に 2 %を達成することはほとんど不可能になると考えている。

そこで 1 月末に決定したマイナス金利であるが、この効果は既に金融市場に表れている。それが実体経済、あるいは物価に及ぼすまでにはラグがあるので、今はこの効果を見極める時期であると考えている。また、最近の円高・株安はイギリスの E U 離脱の確率上昇を反映したものであることを考えると、E U 離脱の投票結果とその後の世界の金融経済の動向を今は見極める必要があると思う。

しかし、いずれにしても、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価前年比が+0.9%からさらに低下し、物価の基調が崩れ、2017 年度中に 2 %の達成が困難になるリスクが顕在化すれば、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

まず金融環境は、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の効果で、極めて緩和した状態にあると思う。国債金利だけではなくて、実際の企業の資金調達コストも着実に低下している。すなわちC P・社債の発行金利は低下しており、超長期の社債を低利で発行する動きが広がっている。さらに貸出約定平均金利も2月以降は、はっきり水準を切り下げている。この結果、このところ予想物価上昇率が弱含む中であっても、実質金利は、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。また、市場や貸出の実務の面でも、社債市場では絶対利回りによる起債が定着してきているし、変動金利貸出の金利フロアを巡る交渉は続いているが、固定金利でのシ・ローンの組成などによって、企業の資金調達は順調に行われている。

こうした金利低下の効果の実体経済面への波及状況であるが、企業部門では、極めて投資刺激的な金融環境に支えられて、世界経済を巡る不透明感にもかかわらず、設備投資は緩やかな増加基調を続けている。それから家計部門では、一服していた新設住宅着工戸数が、住宅ローン金利の低下によって、再び持ち直している。こうしたことから、マイナス金利付き量的・質的金融緩和による金利低下の効果は、着実に実体経済や物価に波及しつつあるとみて良いと思う。

そのうえで、先行きの政策運営を考えるに際し、最大の論点は、物価の基調をどうみるかということである。この点、生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、先程申し上げたが、31か月連続でプラスを続けており、直近の4月も+0.9%と、前年は一応ははっきり上回っている。それから今年の春闘では3年連続でベースアップが実現して、中小企

業にも賃上げの動きが広がっていることなどを考えると、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていくという、この基本メカニズム自体は作用していると判断している。

勿論、一方で、心配な点もある訳である。予想物価上昇率を表す各種の指標は昨年末から弱含んでいる。ベアの伸び率も、大企業を中心に、昨年を幾分下回っている。さらに個人消費が一部で弱めの動きとなる中で、新年度に入ってから価格改定の動きは、昨年度ほどは広がりが見られていないのも事実である。

こうした点をどうみるかであるが、消費者物価指数の内訳をみると、上昇品目数が下落品目数を大幅に上回る状態が続いており、ここへきて、企業の価格設定スタンスに大きな変化が生じている訳ではないと思っている。この間、家計の所得は、今年度、ベアが賃金に反映され、夏季賞与も増加するとみられるので、この先伸びを高めていくと予想している。従って、先行き、個人消費はしっかりしていくとみているので、そのもとで、企業の価格・賃金設定スタンスは積極化していくことが期待されると思っている。

しかし、こうしたシナリオの不確実性は大きいと思う。従って、金融政策の景気・物価面への効果波及についての分析・評価を継続するとともに、7月の展望レポートに向けて、予断を持つことなく丹念に点検していくべき点が幾つかあると思っている。具体的には第1に、今後の世界経済や国際金融資本市場の動向、第2に、国内の個人消費の動向がどのように展開していくか、そのもとで、企業の価格・賃金設定スタンスがどのように変化をしていくか、そして、第3に、展望レポートでは、これらに加えて、消費税率の10%への引き上げ時期の先送りが、経済・物価に与える影響についても示していく必要があると考えている。この点、中長期的な財政への影響は、当然考える必要があるが、恐らく目先、当面の経済にとってのプラス要因になることは、はっきりしていると思う。また、一昨年の4月の消費税率引き上げ時に、企業の価格改定の動きに急ブレーキがかかったという事実を踏まえると、物価面に対しても押し上げ要因となるのだら

うと思っている。

当面の金融政策運営については、現状維持で良いと考える。もとより、不安定な国際金融市場など、経済・物価の先行きについては、下振れリスクが大きいと考えられる。このため、引き続き、毎回の金融政策決定会合において、経済・物価、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行動をするべきだと考えている。

最後に、国債市場の流動性について一言述べておきたいと思う。大規模な金融緩和によって国債市場が影響を受けることは、これは間違いのない訳である。しかし、一定の市場機能を、いわば種火として温存しておくことは、将来、国債市場を普通の状態に円滑に戻すためにも必要と考えている。だからこそ、ということになるが、日本銀行では、国債市場の流動性や機能度について、サーベイや各種の指標をみながら、丹念に点検している。また、できるだけ柔軟に金融市場調節を行うことで、市場の安定に努めているところである。資産買入方針の中で、国債買入オペについては「金融市場の状況に応じて柔軟に運営する」と明示して、買入平均残存期間を7～12年と幅をもたせているのも、そのためであると理解している。

そのうえで、ということになるが、国債市場への影響には、しっかりと目配りしつつも、やはり、今は、思い切った金融緩和によって、1日も早くデフレからの脱却を図ることが、日本経済を持続的な成長軌道に復帰させるためには、どうしても必要だと考えている。また、それが、低金利の状態を脱して、市場を正常化していくうえでも、結局は、一番の近道だろうと思っている。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・質的金融緩和は、経済の好循環を推進しており、設備投資や住宅投資などの経

済活動を刺激している。

物価目標を持続的かつ安定的に達成するには、経済全体の好循環を維持すると同時に潜在成長力を高める取組みも重要である。金融政策と構造改革を相互に独立したものとして捉える向きもあるが、私は、民間部門が構造改革を進めるうえでは、緩和的な金融環境が維持されるもとで、構造改革を推進することが必要だと考えている。

このように考える理由の第1は、市場原理の作用という観点である。緩和的な金融環境によって刺激された需要、例えば消費は、財とサービスの市場を通して人気のある財やサービスと、そうでないものとの間で大きな傾斜が生じ得る。自動車販売の例では、環境車に人気が集中していることが、それに当たる。商品やサービスが、もはやコモディティではなく差別化されている現在、民間企業はこうした需要の傾斜を資源配分における優先度付けのアンテナとして、供給体制や開発力に関する構造改革を実施すべきである。民間企業が構造改革と成長戦略を展開する際に需要やニーズの所在を見誤れば、潜在成長率の引き上げには繋がらない。需要のたるみが大きいもとでは、資源配分における優先度付けのアンテナ感度が低下するため、これを回避するには、緩和的な金融環境のもとで需要を刺激していくことが必要である。

また、こうした需要動向に敏感に、かつスピード感をもって構造改革を進められるか否か、そしてその巧拙はどうか、民間企業の将来の明暗を分けることにも繋がる。自動車産業では環境車の開発競争が激しく、その開発費用が多額に上ることから、グローバルな広がりや業界の再編や提携が進んでいる。構造改革と成長戦略の展開は、政策論や供給側の論理に偏らず、需要のアンテナにガイドされた市場原理に基づくものでなければならない。

第2点目は、構造改革の副作用に関する視点である。全ての薬は副作用を伴う、と言われるが、構造改革も例外ではない。構造改革は社内か、業界内か、地域内か、それとも日本全体に広がるものであるかを問わず、配置転換や転職、失業といった痛みを伴う。一方、わが国の労働市場は硬直

的であり、また社内外の職業訓練や教育体制も十分とは言えない。従って、経済が停滞し需要が不足する状態のもとで構造改革を行うことは、大きな痛みを伴うものとなりやすいと思われる。こうした視点を踏まえると、緩和的な金融環境のもとで需要を刺激し、労働需給を適度にタイトな状況に維持しておくことは、構造改革の痛みを和らげる観点からも必要なことであると思う。逆に言えば、現在は構造改革を加速すべきチャンスであるとも言える。

次に、物価動向である。石油などの資源市況は一旦底打ちし、これは注目すべき変化であるが、ファンダメンタルズにおける需給の動きは不透明である。また今月のOPEC総会でも進展はなかった。為替の面ではわが国の経常黒字傾向が見込まれるもとで円高圧力がかかり続けることが予想される。大統領選挙も影を落としている。このため、資源市況と為替の面からの物価上昇圧力は弱いとみている。一方、需給ギャップは労働需給を中心に改善方向にあるとみている。タイトな労働需給を映じて、特に非正規社員において待遇改善もみられている。設備稼働状況も水準としては悪くない。予想物価上昇率は、指標的には弱含みではあるものの、やや長い目でみれば上昇トレンドを維持していると判断している。

以上を踏まえると、物価の基調は高まっていくとみているが、同時に下振れリスクも大きいと考えており、デフレに引き戻されないよう、物価安定目標2%に向けて、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、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の効果は、金利面に現われているとともに、当初の混乱も終息してきた。今後その効果は、やや時間を要するものの、実体経済や物価面に徐々に波及していくと考えられる。このため、現在の金融政策方針をしっかりと継続していくことが上策と考える。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。

前回会合以降、世界経済の下振れリスクは、払拭されていないが、金融市場の不安定性も改善していると認識している。また、わが国においては、物価および予想インフレ率の動向はやや弱含みであるものの、経済のファンダメンタルズは、基調としては緩やかな回復を続けているとみている。

景気動向については前のセッションで申し上げたとおりであるが、足もと弱含んでいる予想インフレ率の動向の背景が、1つは世界経済の下振れリスクや資産価格の下落などに伴い消費者マインドの悪化がみられたこと、またエネルギー価格自体は上昇に転じているが、コスト低下の効果が現在ラグを伴って各産業製品に波及していること、また年初来進んだ円高化で輸入物価に押し下げの圧力がかかっていること、また賃金上昇が緩やかであったことなど、が考えられる。

足もとでは、エネルギー価格は2月を底に上昇に転じている一方、金融・為替市場は、Brexit を巡る思惑などから神経質な展開となっているようにみられる。従って、状況を注意深くモニターしていく必要があるが、ファンダメンタルズが底堅く推移している中で、タイトな労働市場、設備投資の増加基調を背景に、今後、需給ギャップの改善が進めば、予想インフレ率は徐々に高まり、物価の基調も着実に高まっていくとみている。

この点、企業マインドには幾分慎重さがみられるが、企業収益は、高水準で横ばい圏内の動きになることが見込まれている。また、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が、足もとでは、機械受注や建築着工ともに大きめの減少となっている点には留意していかなければならない。その点では、7月の短観がどのような結果になるか、ということが注目点であると思う。

金融政策面では、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入後、4か月を経過して、金融環境は極めて緩和された状態にあると思う。金融市場を中心にその効果が強く出ていると考えている。イールドカーブの低下と

ともに社債発行額は、4月以降、中長期債の増加が目立っている。また、貸出金利にも低下がみられ、貸出残高は2%台前半の伸びを続けている。こうした社債発行や銀行貸出の増加により調達された資金が今後、設備投資や住宅投資の拡大へと進むことが期待でき、金融緩和の効果が实体经济へ波及していくものと予想される。なお、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入後、住宅ローン金利は早めに低下がみられたため、その効果も比較的早期に表れるのではないかとみている。銀行貸出や社債発行額は、4～5月にかけて、その拡大幅や増加率を高めたようにもみられ、そうした効果が实体经济へ出てくるのは年度前半から後半へかけての時期頃になると考えられる。従って、足もとの時点で、マイナス金利の効果を十分評価することは時期尚早と考えられるが、2016年第3四半期以降にかけて、波及効果が確認されてくるのではないかとみている。

2016年度後半は、2016年度予算の前倒し執行、新興国経済の改善などがある程度見込まれるため、企業・消費者のマインドも徐々に改善していくものと予想している。さらに、堅調さを維持している設備投資や住宅投資においては、マイナス金利政策の効果が、緩やかながらも波及していくことが期待されると思う。この結果、2016年度後半にかけて予想インフレ率は、再び上昇幅を高めていくと見込まれ、従って、当面の金融政策は、緩やかな景気回復基調の維持を慎重に見守りつつ、現状維持が良いと考えている。ただし、マイナス金利付き量的・質的金融緩和は、量的・質的金融緩和に比べ、金融機関の収益により影響を及ぼすため、そのマクロ経済効果について、より広い視点から金融機関の理解を得る努力をしていくことが必要と考えている。

また、わが国経済のファンダメンタルズがリスクに晒される懸念が今後強くなるような場合には、マクロ経済の安定と物価安定の目標の実現のために、必要に応じて、迅速に追加的な金融緩和の実施を検討すべきであると考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

審議委員として、金融政策についての最後の発言の機会となるので、若干長めに話させて頂く。

QQEを開始して4年目に入っている。この間、2014年10月に原油価格低下に対応し、長国買入を30兆円増加し、ETF、J-REITについても買入額を3倍にした。また、本年1月には新興国・資源国経済の減速とそれを受けた金融市場の不安定な動きに対応して、マイナス金利を導入し、現在に至っている。2013年4月にQQEを導入した際に、QQEがこのように大幅に拡大されたうえ、4年目に突入すると考えていた人はいなかったと思う。また、原油価格が下がったとはいえ、物価上昇率がマイナスになっているということも想像しなかったことと思う。ここで一度、原点に戻ってよく考える時期にあると思う。

QQEは、当初、イールドカーブを下げたり、リスクプレミアムを圧縮して資金需要を掘り起こし、ポートフォリオリバランスにより貸出等リスク資産の運用へ向かわせ、また、経済全体の期待に働きかけてインフレ期待を上げることにより、現実の物価を上げるとともに、実質金利を低下させることを通じて、2%の物価目標を2年程度の間に達成することを目指したものであった。当初は、円安・株高、あるいは原油価格の上昇、消費税引き上げ前の駆け込み等から極めて順調であったが、その後、各種要因の裏が出るなど色々な理由はあるとしても、現在は当初の勢いは失われている。再びモメンタムを短期間で形成していくことは、極めて困難だと思う。

現状をみると、イールドカーブを下げる点で言えば、国債のレートが下がっても民間のレートは0%以下に下がらないため、限界的な金利引き下げ効果は、これ以上期待できないのではないだろうか。また、ここまで金利が下がってくると、さらに何がしか金利水準が下がっても、借入需要を

増大させる効果は限られると思う。E T FやJ－R E I Tの買入れについては、株式や不動産について圧縮すべきリスクプレミアムが存在するのかも、疑問とするところである。E T Fについても、買入れが進行するにつれ、対象となる株式のうち、流動性の低い株式に強いストレスがかかっているはずである。また不動産についても、大都市のキャップ・レートがリーマン・ショック前のミニバブル時に並んだり、下回ったりしているうえ、不動産関係の貸出も過熱を指摘する向きも出ている状況にある。

ポートフォリオリバランスについてみると、国債投資に向かっていた資金は、わが国の場合、米国での投資家層と異なり、元々リスクを大きく取れる性格のものではなく、結局、借入需要がそれほど伸びないもとで、大量の資金がヘッジ付外債投資に流れることになり、先程申し上げたようなドル・プレミアムの拡大をもたらしている。なお、ヘッジ付外債投資が日本経済に何らかのプラスの効果をもたらすものとは、私は考えていない。日本の投資家の利益が海外の投資家に移転するとともに、外国の債券利回りを引き下げ、金融緩和効果が海外へ流出しているとも言える状況にあると思う。

市場は、円高や株の下落、あるいは物価の足踏みなどの都度、金融緩和を催促するようになってきており、Q Q E導入前の状況に似てきている。また最近、E C B、B O Jとも非伝統的金融政策が長期化するにつれ、その有効性が低下してきているとの受け止め方が増えているように思う。またその延長として、一部には、いわゆるヘリコプターマネーのような政策を採るべきだ、あるいは採らざるを得なくなるという意見も出ている状況である。一方で、現状の国債買入れについては、それほど長く続けられないと判断せざるを得ない。何か不都合が起きてから対応したのでは、後手に回り、市場に振り回され、困難に陥ることになる。当面まだやっていけるという段階のうちにこそ、より持続可能な政策に転換していく必要があると思う。

未だデフレ脱却したとは言えないものの、デフレ的状况は脱したと言われている。今こそ、執行部において、然るべき政策転換を検討するタイミ

ングだと思う。それまでの間、現行の政策を継続することでやむを得ないと考えている。以上である。

黒田議長

それでは、委員方の意見をまとめると、金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との意見だったと思う。政策金利については、佐藤委員、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との意見だったと思う。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の意見で概ね一致していたと思う。すなわち、日本銀行は2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで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、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。

なお、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の効果について、様々な意見があった。金利面では、国債利回りだけではなく、貸出金利やC P、社債の発行金利なども、はっきりと低下をしている。また、超長期の社債を低利で発行する動きが広がるなど、企業の資金調達環境はさらに緩和していると思う。実体経済面をみると、企業部門では世界経済の不透明感が続くもとでも、設備投資は緩やかな増加基調を続けており、各種のアンケート調査でも前向きな設備投資スタンスが維持されている。家計部門においては、一頃、持ち直しが一服していた住宅投資が、再び持ち直してきている。このように、マイナス金利政策の効果は、実体面に徐々に波及しつつあると言えると思うが、まだ、この点については色々なご意見があったところであり、今後、実体経済面の効果は、より明確になっていくのではないかと考えられる。何人かの委員の方も、ラグの指摘をされていた。もっとも、海外経済や国際金融市場の動向など、下振れリスクが大きいと考えられるので、引き続き毎回の金融政策決定会合において、しっかり議論していきたいと思う。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。

原田委員

まず、布野委員が話された、金融政策と構造改革が対立するように考える議論はおかしい、という点は、全くその通りだと思う。構造改革は、どうしても失業ないし転職を引き起こすので、金融政策で労働需要が高い時こそ、構造改革がやりやすいということは、全くおっしゃる通りである。世間一般に、このことについての誤解があって、金融政策と構造政策が対立するかのような議論があるので、布野委員がこうしたメッセージをして頂けるということは大変素晴らしいことだと思う。

木内委員にご質問したい。私がいつも思っているのは、アメリカのFOMCでは大体、景気が良いと言っている委員が金融引締めを主張し、景気が悪いと言っている委員が金融政策の緩和を主張しているが、日本では大体、逆になっていることが多いように思う。今回特に、木内委員が経済情勢について悲観的な見方をされ、そのうえで資産買入れの規模を減らすとおっしゃった。そこで、なぜ、そうなるのか、お伺いしたい。木内委員のお考えでは、効果と副作用のバランスを取って、そのようになるとおっしゃっているのだと思う。副作用については、これまで何度も伺っているものの、あまり明確な答えがなかった。効果については、効果がないとお考えになっているのなら、資産買入れの規模を減らすということではなく、資産買入れをゼロにせよとおっしゃられた方が良いのではないかと思うが、如何か。

木内委員

いつも申し上げているが、このセッションは質疑応答の場ではない。反対意見があるなら、それをしっかり言って頂きたいと思う。

そのうえでお答えすると、経済の見方と政策が食い違っているのではないかというご指摘だが、経済の判断と政策の判断は必ずしも一致する必要はないと思う。さらに言うと、今回特に悲観的な経済見通しを言ったとい

う記憶は、全くない。

政策については、量的・質的金融緩和に引締め策はないと思っている。緩和を強化するペースを少し調整してはどうかというのが、従来の私の考え方である。むしろ、それによって、資産買入れの持続性を高めて、今まで実質金利を押し下げてきた効果をしっかりと確保することが重要だという主張をしているのであって、引締めをせよ、という主張をしているものではない。効果と副作用については、従来申し上げてきたとおりである。

原田委員

お答え頂いていないと思うが、時間もあるので、これで話は伺ったと理解した。

黒田議長

他にご意見はないか。それでは、意見が概ね出尽くしたので、後程、採決を行いたいと思う。執行部は、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

黒田議長

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。まず、最初に坂井学財務副大臣願います。

坂井財務副大臣

政府としては、今般のG 7による合意、共通のリスク認識のもとに、構造改革の加速や財政出動など、あらゆる政策を総動員していく中で、消費税率の引き上げは延期することとしたところである。しかし一方で、財政健全化の旗は降ろすことなく、2020 年度のプライマリーバランス黒字化目標は堅持することとしており、今後も経済・財政再生計画の枠組みのもと、経済再生を進めながら、改革工程表に基づき歳出改革を聖域なく着実に実行していく。引き続き、日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて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、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。本年1～3月期GDP速報第2次QEによると、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が前期比+0.6%とプラスに転じたこと等により、実質成長率は前期比+0.5%、年率に換算すると+1.9%となった。また2015年度については、実質成長率は前年度比+0.8%とプラスに転じ、名目成長率も+2.2%、GDPデフレーターも+1.4%となり、18年振りにいずれもプラスとなった。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、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は重要である。交易条件が大きく変動する状況では、先程議論があったが、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ている。

次に、政府の取組みについて説明する。G7伊勢志摩サミットでの合意を踏まえ、その議長国として、構造改革の加速や財政出動など、あらゆる政策を総動員することとしている。消費税率10%への引き上げを2019年10月まで延期することや、総合的かつ大胆な経済対策をこの秋に向けて取りまとめること等を盛り込んだ「経済財政運営と改革の基本方針2016」をはじめ、「日本再興戦略2016」、「規制改革実施計画」、「まち・ひと・し

ごと創生基本方針 2016」および「ニッポン一億総活躍プラン」を今月 2 日に閣議決定した。今般の骨太方針は、成長と分配の好循環を確立することにより 600 兆円経済を実現していく道筋を示したものである。また「経済再生なくして財政健全化なし」との基本方針のもと、歳出・歳入両面の取組みを進め、2020 年度の基礎的財政収支黒字化という財政健全化目標を堅持することを盛り込んでいる。日本再興戦略では、第 4 次産業革命や有望成長市場の創出に向けたさらなる改革、取組みを盛り込んでいる。「ニッポン一億総活躍プラン」では、名目 GDP 600 兆円、希望出生率 1.8、介護離職ゼロ、という 3 つの目標の実現に向け、ロードマップを示し、働き方改革、保育・介護人材確保のための総合的な取組みなど、大胆な対策を盛り込んでいる。

日本銀行におかれては、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。以上である。

VI. 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。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

従来どおりであるが、金融市場調節方針と資産買入方針については、従来どおりの提案をしたいと思う。対外公表文については、前々回と同様に物価の見通しの箇所と先行きの政策方針について、修正の提案をしたいと思う。

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

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]

続いて、議長案の対外公表文案である。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

木内委員案である。金融市場調節および資産買入れについて、議長案と違うところだけ申し上げるが、1.として、マネタリーベースについて年間約 45 兆円としている。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、② E T F および J - R E I T について、それぞれ約 1 兆円、約 300 億円というところが違うところである。最後に、公表文に対する木内委員案であるが、3. と 5. についての変更である。3. については、最後の文のところで、「消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし 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」。それから、5. で、「日本銀行は、中長期的に 2 % の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2 つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」としている。

4 つ目に申し上げた公表文案だが、変更点について簡単に申し上げる。2. のところで、現状については、ヘッドラインの考え方は同じである。輸出、住宅投資、生産について若干の変更を加えている。先行きについては、経済のところは、「基調として緩やかに拡大」ということで変わっていない。物価について、当面のあと「小幅のマイナス」という言葉を入れている。リスク要因だが、展望レポート回とそうでない回、多少文言は変わるが、基本的に前回、前々回と変わらないものである。4 行目の「金融市場は世界的に不安定な動きが続いており」というところは、要因は違うが、引き続き Brexit の問題等が出てきているので、この文言を維持することになっている。

黒田議長

ただ今説明のあった議案について、ご意見があれば、ご発言頂きたい。

それでは、最初に木内委員提出の「金融市場調節および資産買入れ方針」、次に議長提出の「金融市場調節方針」、「資産買入れ方針」と「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。

[11 時 14 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れ方針に関する議案の採決をお願いします。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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ます。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員提出の議案は、反対多数で否決された。それでは、議長提出の金融市場調節方針、資産買入れ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、資産買入れ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、資産買入れ方針、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。反対は佐藤委員および木内委員である。以上である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。次に、木内委員提出の対外公表文についての議案の採決をお願いする。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁
中曽副総裁
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、執行部は採決の結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

3頁であるが、注1、注3、注4については、先程、木内委員案でご説明したので、省略させて頂く。注2だが、「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」としている。前回と一緒である。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。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

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 27 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。

VII. 議事要旨（４月 27、28 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、４月 27、28 日に開催された決定会合の議事要旨について、お諮りする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは採決をお願いする。

〔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 21 日火曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、7月28、29日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、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。

石田委員は、今回が最後の決定会合となる。2011年6月に就任して頂いた後、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、金融市場に対する高い識見や金融機関経営者としてのご経験も踏まえた幅広い視点から、決定会合における議論に多大な貢献をして頂いた。石田委員、長い間、本当にお疲れ様でした。ありがとうございました。

石田委員

長らくお世話になり、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。解禁時刻は11時45分である。

黒田議長

解禁時刻が11時45分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11 時 38 分閉会)

以 上