

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 27 年 10 月 6、7 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 10 月 6 日(14:00～16:11)  
10 月 7 日(9:00～11:55)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	白井さゆり	(審議委員)
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )
	布野幸利	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (6 日)
	宮下一郎	財務副大臣 (7 日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官 (6 日)
	西村康稔	内閣府副大臣 (7 日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田真一
企画局審議役	高口博英 (7 日 9:00～9:12)
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	福永憲高
政策委員会室企画役	大賀健司
企画局企画調整課長	鈴木公一郎 (7 日 9:00～9:12)
企画局企画役	武藤一郎
企画局企画役	飯島浩太
金融市場局市場調節課長	奥野聡雄 (7 日 9:00～9:12)

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月14、15日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは331～339兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレボレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準となっている。ターム物金利をみると、短国レートは概ねゼロ近傍ないし小幅のマイナスで推移している。

この間、内外の株式市場や債券市場では、新興国経済に対する慎重な見方の拡がりなどから、株価は軟調に推移し、長期金利は低下する展開となった。すなわち、株価（日経平均株価）は、中国経済指標の下振れなどを受けて新興国経済に対する慎重な見方が拡がったことなどから、米欧株価と同様に、軟調に推移した。債券市場では、米欧長期金利が低下する中、本邦長期金利（10年債利回り）も若干低下し、最近では0.3%台前半で推移している。この間、為替相場をみると、円の対米ドル相場は、期間を通じてみると横ばい圏内の動きとなった。円の対ユーロ相場は、欧州金融政策を巡る思惑などを背景に幾分円高ユーロ安方向の動きとなった。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。

米国経済は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、家計支出に支えられて回復している。輸出は為替動向や外需の影響から、引き続き勢いがみられない。一方、個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられて増加している。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調にある。こうしたしっかりとした家計支出が、サービス業をはじめとする内需関連企業のマインドや生産活動の堅

---

<sup>（注）</sup> 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

調なモメンタム、輸入の増加基調に繋がっている。設備投資もエネルギー関連投資が落ち込んでいるが、全体として持ち直しつつある。物価面をみると、コアベースのインフレ率は+1%台前半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にゼロ%近傍で推移している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は、既往のユーロ安などを背景に、緩やかな増加基調にある。個人消費は、労働市場の改善に伴う消費者心理の回復基調などに支えられて、引き続き増加している。こうした需要動向のもとで、生産活動は緩やかに回復しており、設備投資にも持ち直しの動きがみられている。物価面をみると、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にゼロ%近傍で推移しているが、コアベースのインフレ率は+1%近傍で推移している。この間、英国経済は、内需を中心に回復を続けている。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に幾分減速している。個人消費は、なお良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びが持続している。他方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産市場の調整や製造業の過剰設備を背景に伸びが鈍化している。また、輸出は素材を中心とする輸出ドライブの一服やIT関連財の需要が冴えないことなどから、弱めの動きが続いている。こうした需要動向や在庫調整を背景に、生産の伸びは鈍化している。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和策などから内需を中心に着実に持ち直している。一方、NIEsは、中国での調整の影響やIT関連財の需要が冴えないことなどから、輸出・生産が弱めとなるなど、減速している。ASEANでも、外需の低迷に加え、家計債務の積み上がりや政情不安などが個人消費の重石となっていることなどから減速している。ブラジルおよびロシアでは、資源価格の下落などにより外需が低迷しているほか、インフレ率の上昇や利上げなどを背景に内需も落ち込んでおり、厳しい経済情勢が続いている。

新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の下落と自国通貨安が相殺し、総じて低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、先進国では、長期金利が振れを伴いつつも低下する中、株価が総じて下落したほか、社債スプレッドが拡大した。新興国では、通貨・株価が資源価格とともに軟調に推移した。国際商品市況をみると、原油価格は、米国原油在庫の減少などから一旦上昇する局面がみられたが、その後は世界経済の先行き不透明感が

改めて意識されたことなどから下落に転じ、全般的に軟調な展開となった。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。昨年冬以降持ち直してきた輸出が、このところ横ばい圏内となっている背景としては、中国をはじめとする新興国・資源国経済が製造業部門を中心に減速する中で、世界的に貿易・生産活動が停滞していることの影響が大きい。これに加えて、世界的なIT関連需要の弱さも下押しに作用している。先行きの輸出は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている。先行きについては、高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向を続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にある。機械投資の一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）は、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を辿っている。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は昨年7～9月以降4四半期連続で前期比増加した後、足もとはマイナスとなっている。建築着工床面積（民間非居住用）は、本年入り後は振れを伴いつつも持ち直している。企業の業況感は、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している。9月短観をみると、業況判断DI（全産業全規模）は、6月から若干改善した。業種別・規模別にみると、製造業については、大企業は小幅に悪化した。中小企業は横ばいとなっている。非製造業については、大企業が小幅に改善し、水準としても1991年11月以来の高水準となった一方、中小企業は僅かに悪化した。先行きの設備投資については、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けると予想される。9月短観で2015年度の設備投資計画（ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、全産業全規模では、6月短観と比べて上方修正され、前年比+6.4%と、高めの伸びとなっている。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、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。小売業販売額（実質）は、1～3月、4～6月は軽乗用車の販売不振や天候不順の影響から2四半期連続の減少となったが、7～8月は、前期の落ち込みからの反動もあって、4～6月対比でプラスとなっている。百貨店売上高は、4～6月は天候不順や夏季セールスの時期が後ずれしたことが影響し、一旦減少したが、7～8月は4～6月対比で再びプラスとなった。耐久消費財をみると、乗用車販売が軽乗用車の動きを反映して、春頃までは弱めとなっていたが、新車投入効果もあって幾分増加に転じた。一方、家電販売額は、4～6月は天候不順に伴うエアコンの販売不振などから減少したが、7月、8月は、2か月連続で前月比増加した。サービス消費については、国内旅行が堅調に推移しているほか、外食も、このところ緩やかに増加している。消費者マインド関連指標をみると、消費者態度指数は振れを伴いつつも改善傾向を続けており、水準も昨年夏頃を上回っている。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直している。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、年明け以降、貸家系を中心に持ち直しが明確となっている。先行きの住宅投資は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けると予想される。

鉱工業生産は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている。先行きの鉱工業生産は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の下落を主因に、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。消費者物価の基調的な変動を捉えるために、除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、今年に入ってから伸びが高まってきているほか、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する品目のうち上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標もはっきりと上昇している。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。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。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台後半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから4%台前半の伸びとなっている。この間、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。

## II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

### 1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保掛け目等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

### 2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

## III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、一頃に比べて落ち着きを取り戻しつつあるとはいえ、中国をはじめとする新興国経済の先行きに対する不透明感が強く意識されるもとで、神経質な展開となったとの見方を共有した。複数の委員は、夏場以降、株価のボラティリティは世界的に高まったが、その実体経済への影響はこれまでのところ限定的であるほか、主要国における大幅な金融緩和の継続により、資金逼迫や金融システム不安が高まるリスクは低下していると指摘した。この点に関連して、一人の委員は、夏場以降、市場のセンチメントはやや

悲観に傾き過ぎたように窺われると述べた。委員は、新興国の通貨・株価は、資源価格とともに軟調に推移しており、国際金融資本市場の動向について引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、基調として先進国を中心に、緩やかな成長が続くとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、家計支出に支えられて回復しているとの認識で一致した。また、米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門は力強さを欠くものの、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。複数の委員は、9月の雇用統計は市場予想対比下振れたものの、やや長い目でみれば、失業率などでみた労働市場のスラックは着実に縮小していると指摘した。別の委員は、米国の個人消費が堅調な背景には、低金利環境が続いていることがあり、利上げによって耐久財消費などに負の影響が生じるリスクに注意する必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、輸出の緩やかな増加基調や、消費者心理の回復基調を背景に、緩やかな回復が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、これまでのところ景気は緩やかな回復を続けており、自動車販売も好調であるなど、個人消費の堅調さは維持されていると述べた。複数の委員は、難民問題が経済に影響を与える可能性に懸念を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、緩やかな回復が続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に幾分減速しているとの認識で一致した。ある委員は、既往の賃金上昇により家計の可処分所得が増加しており、海外旅行の状況にもみられるように、最近の株価下落や製造業の低調さのもとでも、家計のセンチメントは低下していないとの見方を示した。一方、別の一人の委員は、自動車販売が落ち込むなど、製造業全般に勢いがなく、原材料や部品の海外からの輸入が低迷していることを指摘した。中国経済の先行きについて、委員は、製造業部門を中心に幾分減速しつつも、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辿るとの見方を共有した。そのうえで、複数の委員は、中国経済の先行きについては不確実性が高く、その減速が想定以上に長引くリスクには注意が必要と述べた。

新興国経済について、委員は、減速が続いているとの見方を共有した。このうち、中国以外のアジア経済について、複数の委員は、中国向け輸出の鈍化やIT関連財の需要の弱さなどを背景に減速しているとの見方を示した。別の一人の委員は、マレーシア、インドネシアなどの資源国や、政情不安のあるタイでは、経済の減速が続いている一方、フィリピンやベトナムでは消費や輸出が堅調であり、アジアの中で状況は二極化していると指摘した。先行きの新興国経済について、委員は、当面、減速した状態が続くが、その後は、先進国の景気回復の波及や金融・財政面からの景気刺激策などによる内需の持ち直しから、成長率が徐々に高まっていくとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、輸出と生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっているが、国内需要の面では、前向きな投資スタンスが維持されているほか、個人消費が底堅く推移しているなど、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けており、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、従来の日本経済の回復パターンでは、輸出の増加を起点に、製造業の企業収益・設備投資が増加したのに対し、今回の局面では、内需の堅調さを背景に、非製造業が回復を主導しており、海外経済減速の景気全体への影響が相対的に小さくなっている可能性を指摘した。景気の先行きについて、委員は、所得から支出への好循環が続くもとの、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。委員は、その背景として、中国をはじめ新興国・資源国経済が減速する中で、世界的に貿易・生産活動が停滞していることや、IT関連需要の弱さが挙げられるとの認識を共有した。何人かの委員は、ウエイトの大きい東アジア向け輸出の減速を懸念材料として指摘した。先行きの輸出について、大方の委員は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとの見方で一致した。そのうえで、多くの委員が、中国を含む新興国経済の減速が長引いた場合のわが国の輸出や国内景気への影響については注意が必要であると指摘した。

企業収益について、委員は、新興国経済の減速にもかかわらず、円安や原油安の効果もあって明確な改善を続けているとの認識を共有

した。多くの委員は、9月短観における本年度の事業計画において、売上高経常利益率が過去最高水準となっていることを指摘した。この点に関連して、複数の委員は、資源価格の下落が、幅広い業種に好影響を与えていると述べた。また、ある委員は、海外経済の減速は、数量面ではマイナスに働く一方、資源価格の下落を通じた交易条件の改善がプラスに働き、後者が前者をある程度相殺する結果、ある種の自動調整が働いているとの見方を示した。一方、別の一人の委員は、最近の収益改善は円安や資源価格下落といった要因に支えられており、企業が必ずしも恒常的な所得増加とみなしていないため、支出拡大に繋がるにはなお時間を要するとの見方を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。多くの委員は、9月短観の2015年度の設備投資計画は、過去最高水準の利益率が見込まれるもとで、企業の設備投資スタンスがしっかりとしていることを示す内容であったとの見方を示した。先行きの設備投資についても、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。多くの委員は、これまで公表された設備投資の先行・一致指標では設備投資の明確な増加が確認できないものの、企業マインドが総じて良好な水準を維持していることなどから、先行きは増加していくとの認識を示した。もっとも、このうち複数の委員は、9月短観では年度上期の実績を踏まえた修正が行われていない可能性があることなどを理由に、設備投資計画が示すよりは幾分慎重にみる必要があると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、経済活動や企業業績の回復につれて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。委員は、新興国経済の減速を受けた生産活動の低下にもかかわらず、9月短観の雇用人員判断DIは、企業の人手不足感が一段と強まっていることを示しているとの認識を示した。何人かの委員は、名目賃金は、毎月勤労統計のサンプル替えの影響で基調が読みにくくなっているが、実態としては緩やかに上昇しているとの見方を示した。この点、企業収益が高水準の割には、賃金上昇率が緩やかなものにとどまっている背景として、ある委員は、小売や介護など相対的に低賃金の業種での雇用増が全体の賃金上昇率を抑制している可能性を指摘した。別のある委員は、パートの新規求人倍率は足もと非常に高く、新規のパート採用が難しくなっていると指摘し、今後の賃金動向をみるうえで、パートから正規社員へのシフトが行われるかどうかの一つのポイ

ントになるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、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との認識を共有した。多くの委員は、販売統計や家計調査をみると、7～8月の個人消費は増加しており、雇用・所得環境の着実な改善や消費者マインドの改善傾向を背景に、個人消費は底堅く推移しているとの見方を共有した。ある委員は、自動車販売について、軽自動車の税制変更の影響は残るものの、去年の消費増税の影響が薄れつつあり、新車販売も一部では持ち直していると述べた。一方、ある委員は、8月の消費が増加したことには、新車投入効果や猛暑といった要因以外にも、このところの消費マインドの改善も影響していると述べた。そのうえで、この委員は、サーベイ調査によれば、先行きについては収入と支出のDIが悪化しており、今後の消費が必ずしも順調に増加しない可能性もあると指摘した。また、別の委員は、所得の伸びが緩やかにとどまる中で、物価上昇が、家計の消費行動や消費マインドに影響しないか、注意深くみる必要があると述べた。

住宅投資について、委員は、持ち直しているとの認識で一致した。先行きについても、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けるとの見方を共有した。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。多くの委員は、企業の生産活動は、内外需要の緩やかな増加を背景に持ち直してきたが、新興国経済の減速の影響や世界的なIT関連需要の弱さに加え、軽乗用車の在庫調整が長引いていることもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっているとの見方を共有した。先行きの生産について、委員は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、8月の生産が幅広い業種で低迷しており、短観の先行きの業況判断も悪化が見込まれているため、予測指数が下方修正される可能性があるとして述べた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるとの見方で一致した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れ

の進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しており、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加しているとの認識を共有した。

#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」について、所期の効果を発揮しているとの認識を共有した。これらの委員は、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調は、今後も改善傾向を辿るとの見方で一致した。多くの委員は、「量的・質的金融緩和」の導入以降、名目金利が低位で安定的に推移するもとの、やや長い目でみた予想物価上昇率は全体として上昇しており、実質金利は低下しているとの認識を示したうえで、そのことが企業・家計の支出行動を支えていると述べた。委員は、新興国経済の減速に伴い、このところ輸出や生産が横ばい圏内の動きとなっているものの、「量的・質的金融緩和」のもと、国内需要の堅調さは引き続き維持されているとの認識を共有した。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。多くの委員が、8月の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比がプラス幅を拡大し、1.1%まで上昇したことや、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇品目比率から下落品目比率を差し引いた指標がはっきりと上昇していることなどを指摘し、物価の基調は改善を続けており、こうした点では昨年とは明確に異なっているとの見方を示した。ある委員は、物価の基調が改善している背景として、マクロ的な需給バランスが改善傾向を辿っていることや、企業や家計の物価観が変化していることなどを挙げた。一方、何人かの委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比の上昇には、円安に伴う食料工業製品や家電製品の値上げが影響している面がある点には留意が必要と述べた。

委員は、2%の「物価安定の目標」の実現に当たっては、賃金の上昇を伴いつつ、緩やかに物価上昇率が高まっていくことが重要であるとの認識を共有した。この点、多くの委員は、企業収益が過去最高水準となっているにもかかわらず、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまっているとの見方を示した。また、何人かの委員は、今後の賃金動向を決めるうえで、来年の春闘におけるベースアップを含めた賃上げが重要であると述べた。これらの委員は、様々な指標でみると物価の基調は着実に改善しており、そうしたもとでは、賃金もバランス良く上昇していくことが重要との見方を示した。このうちある委員は、政府による成長戦略や構造改革の着実な実施と、日本銀行による「量的・質的金融緩和」の推進により、企業が賃上げを実施しやすい環境を維持・促進していくことが引き続き重要であると述べた。

予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとの見方で一致した。何人かの委員は、家計の物価見通しは横ばいである一方、9月短観における企業の物価見通しや市場の予想物価上昇率は、エネルギー価格下落などの影響により幾分低下しているとの認識を示した。このうちある委員は、企業の物価見通しは幾分低下しているものの、先行きの物価上昇率の高まりを予想している点はこれまでと同様であると指摘した。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、先行き、物価の基調を規定する需給ギャップは着実に改善し、予想物価上昇率も高まっていくことから、原油価格下落の影響が剥落するに伴って消費者物価は伸び率を高め、2016年度前半頃に2%程度に達する可能性が高いが、原油価格の動向によって多少前後する可能性があるとの見方を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、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こと、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とすること、②ETFおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆

円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。

一方、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は、実質金利の低下一巡に伴って限界的に逡減しており、国債市場への影響など副作用が既に効果を上回っていると述べた。また、日本銀行の国債購入に限界が生じると意識されれば、タームプレミアムが大幅に上昇するリスクがあり、国債購入の持続性を高めるためにも、当面の購入継続方針の表明とともに、買入れ額の減額措置を行う必要があるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、①長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて、「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、②「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直すとともに、金融不均衡などのリスクに十分配慮した政策運営を行うこと、を主張した。また、この施策は、早期の「量的・質的金融緩和」終了や金利引き上げに向かうものではないことを指摘した。

これに対して、一人の委員は、現時点での国債買入れの減額は、長期金利の上昇をもたらし、経済に悪影響を及ぼす可能性が高いと指摘した。また、別の委員は、重要なのは国債市場の流動性、機能度、取引量、厚みなど、様々な観点から市場の状況を把握しつつ、国債買入れを継続することであると述べた。

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、最近の雇用・所得環境の改善傾向が消費の改善や設備投資に期待していたほどのスピードでは結びついていない状況もみられるが、好循環は続いており、緩やかな回復基調が続いているとの景気認識に変わりはない。これまで、経済再生に向けた「三本の矢」の政策を推進してきたことにより、経済の好循環が着実に回り始め、良好な経済状況を達しつつあるとみている。財政については、平成28年度予算編成に向けての作業を進めているが、「経済・財政再生計画」の初年度の予算として相応しいものとなる

よう努めていく。

- 政権として地方創生にも取り組んでいる。先般訪れた徳島県神山町も含め、各地域で様々な前向きな取り組みが始まっており、この面でも成果が上がりつつあるのではないかと考えている。
- 9月24日の自民党総裁再選後の記者会見において、総理は「ニッポン「一億総活躍」プラン」を策定することとし、「希望を生み出す強い経済」、「夢を紡ぐ子育て支援」、「安心につながる社会保障」を「新しい三本の矢」として示された。TPP協定について厳しい交渉を経て、先日大筋合意に至ることができた。これも「第一の矢」である「希望を生み出す強い経済」に繋がるものと考えている。「第二の矢」である「夢を紡ぐ子育て支援」については、希望出生率1.8の実現を目指し、多子世帯への重点支援などを進める。また、「第三の矢」である「安心につながる社会保障」については、「介護離職ゼロ」といった目標を掲げている。政府としても、その実現に向けて全力で取り組んでいく所存である。
- 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、2%の「物価安定の目標」を実現することを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ一部に鈍い動きもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、雇用・所得環境の改善傾向が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかに回復していくことが期待される。物価動向の判断に当たっては、GDPデフレーター等も含め総合的にみていくことが重要である。
- アベノミクス第2ステージでは、「一億総活躍」社会を目指して「新・三本の矢」に取り組む。このうち、「第一の矢」に「希望を生み出す強い経済」を掲げ、今後とも経済最優先で取り組んでいく。新たな「第一の矢」は、これまでのアベノミクスの「三本の矢」をしっかりと推進することで、強い経済を目指すものである。政府としても、引き続き持続的な経済成長と財政健全化の実現に向け、取り組んでいく。日本銀行には、引き続きデフレからの脱却に向け、取り組まれることを期待する。少子高齢化という日本社会の構造的な課題に立ち向かう観点から、「第二の矢」では「夢を紡ぐ子育て支援」を掲げ、「第三の矢」では「安心につながる社会保障」の構築を掲げている。
- TPPについては、今回の閣僚会合において、協定の大筋合意に

至った。引き続き、関係国と協力し、速やかに署名できるよう尽力するとともに、T P Pがわが国の経済再生や地方創生に直結するものとなるよう、万全の施策を講じていく。

- 先般訪問したシンガポール、中東において、アベノミクス、成長戦略の取り組みの説明を行ったところ、多くの投資家から、日本の改革の取り組みに前向きな評価や日本の市場への期待が示された。
- 日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、着実に取り組むことを期待する。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

### 2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融

市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ－REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

### 3. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

この間、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、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を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、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買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ－REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

## VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

## 1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「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。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

## 2. 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（9月14、15日開催分）が全員一致で承認され、10月13日に公表することとされた。

以 上

2015年10月7日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）<sup>（注1）</sup>。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）<sup>（注1）</sup>。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復が続いている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。輸出や鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、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ほか、住宅投資も持ち直している。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている。この間、企業の業況感は、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。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。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。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。
5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注2)</sup>。

以 上

---

<sup>(注1)</sup> 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。反対：木内委員。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。

<sup>(注2)</sup> 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく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の議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員）。

(27年10月30日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015年10月30日(9:00～12:17)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	白井さゆり	(審議委員)
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )
	布野幸利	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	坂井 学	財務副大臣
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
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	飯島浩太

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月6、7日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは331～344兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレボレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準となっている。ターム物金利をみると、短国レートは概ねゼロ近傍ないし小幅のマイナスで推移している。

株価（日経平均株価）は、E C Bによる追加緩和期待の拡がりや中国の利下げなどを受けて市場のリスクセンチメントが改善するもとで、新興国経済に対する悲観的な見方が幾分修正されたこともあって、上昇した。長期金利（10年債利回り）は幾分低下し、最近では0.3%近辺で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国における利上げ時期の後ずれ観測が幾分強まったことを受けて円高方向となった後、対ユーロでの米ドル上昇や日米株価の上昇などを受けて円安方向の動きとなり、期間を通じてみると横ばい圏内の動きとなった。円の対ユーロ相場は、E C Bによる追加緩和期待を受けて円高ユーロ安方向の動きとなった。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。

米国経済は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、良好な雇用・所得環境のもとで、家計支出に支えられた回復が続いている。物価面をみると、C P Iは、コアベースでは前年比プラス幅が若干拡大した。一方、総合ベースでは、エネルギー価格の前年比マイナス幅の拡大から、4か月振りに小幅の前年比マイナスに転じた。

---

<sup>（注）</sup> 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

欧州経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は、新興国経済の減速の影響などから増勢が幾分鈍化しているが、個人消費が、労働市場の改善に伴う消費者心理の回復基調などに支えられて引き続き増加しているほか、設備投資にも持ち直しの動きがみられている。物価面をみると、H I C Pは、コアベースでは0%台後半となっている。総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に、6か月振りの前年比マイナスとなった。この間、英国経済は、内需を中心に回復を続けている。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に幾分減速している。個人消費は安定した伸びを続けている。他方、固定資産投資は増勢が鈍化しており、輸出は弱めの動きが続いている。こうしたもとで生産の伸びは鈍化している。その他の新興国経済も減速しており、N I E s・A S E A Nでは、輸出が弱めの動きを続け、内需も勢いを欠く状態が続いている。ブラジルおよびロシアでは、資源価格の下落や通貨安、高インフレのもとで厳しい経済情勢が続いている。この間、インド経済は、構造改革への期待や金融緩和策などから内需を中心に着実に持ち直している。

新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の下落と自国通貨安が相殺し、総じて低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、米国の利上げ時期の後ずれ観測が継続する中、E C Bによる追加緩和期待の拡がりや中国の追加金融緩和などを受けて、投資家のリスク回避姿勢が幾分後退したことから、世界的に株価が反発し、新興国通貨の多くが増価した。国際商品市況をみると、世界経済の減速懸念や高水準の供給が継続するとの見通しから、全般的に軟調に推移した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、中国をはじめとする新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。実質輸出の動きを四半期でみると、1～3月まで3四半期連続で増加した後、4～6月は減少したが、7～9月は横ばい圏内の動きとなっている。地域別にみると、先進国向けは、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を維持している一方、新興国向けは東アジアを中心に弱めの動きとなっている。

設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基

調にある。企業の業況感を各種の月次調査で見ると、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している。各種のサーベイ調査でみた企業の設備投資計画はしっかりしている。そうしたもとで、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）は、振れを均せば、緩やかな改善基調を続けている。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も、雇用者数の増加や賃金の改善を反映して、緩やかに増加している。

個人消費は、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。小売業販売額（実質）は、1～3月、4～6月は軽乗用車の販売不振や天候不順の影響から2四半期連続の減少となったが、7～9月は、前期の落ち込みからの反動もあって増加している。需要側の統計について、家計調査の消費水準指数（二人以上の世帯、実質）を、GDPの推計に利用される品目に近づけた「除く住居等」のベースでも、7～9月は増加している。消費者マインド関連指標をみると、消費者態度指数は振れを伴いつつも改善傾向を維持している。

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響や世界的なIT関連需要の弱さに加え、軽乗用車の在庫調整が長引いていることもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている。

物価面について、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況の下落を主因に、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。消費者物価の基調的な変動を捉えるために、除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、今年に入ってから伸びが高まってきているほか、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する品目のうち上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標もはっきりと上昇している。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のよ

うな環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台後半の伸びとなっている。この間、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。

## II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、ECBが12月の政策理事会で金融政策の緩和度合いを再点検することを明らかにしたことや中国の追加金融緩和などを受けて、市場のセンチメントは一頃に比べると改善しているとの見方を共有した。この間、ある委員は、米国の金融政策の正常化によって、新興国市場から資本が流出し、為替市場や資本市場におけるボラティリティが高まる可能性については、引き続き留意する必要があるという点を強調した。

海外経済について、委員は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。複数の委員は、中国をはじめとする新興国の動向は引き続き予断を許さないものの、海外経済について一部にあった過度な悲観論は修正されつつあるとの見方を示した。ある委員は、先進国は内需牽引型の自律的な回復軌道を歩みつつある一方で、輸出依存型の経済である新興国・資源国は中国の影響を受けて減速しており、両者の違いが顕著になっているとの認識を示した。先行きについて、委員は、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し新興国も減速した状態から脱していくもとの、海外経済は全体として緩やかに成長率を高めていくと予想されるとの見方で一致した。そのうえで、何人かの委員は、新興国経済の減速が想定以上に長引いたり、大幅なものになった場合には、先進国経済にも影響が及ぶというリスクシナリオに言及し、今後、先進国が新興国経済の減速のインパクトに抗して、自律的な回復を持続できるのか見極める必要があるとの認識を示した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、家計支出に支えられて回復しているとの認識で一致した。また、米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、輸出の増勢は幾分鈍化しているが、消費者心理の回復基調などに支えられて増加している個人消費を中心に緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。欧州経済の先行きについて、委員は、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、欧州では銀行間市場の分断が改善し、賃金調整によって域内競争力格差が縮小していることから、景気回復が予想以上に強まる可能性もあるとの認識を表明した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に幾分減速しているとの認識で一致した。複数の委員は、中国当局の成長率下支えに対するコミットメントは非常に強いこと、また、現地の日系企業は総じて本部に比べて悲観的な見方をしていないことなどを指摘しつつ、中国リスクに対する過度の警戒感の後退しているとの見方を示した。また、別の委員は、中国の自動車市場の縮小傾向は収まる兆しがみえ始めているとの認識を示した。もっとも、一人の委員は、GDPデフレーターが再びマイナスになっていることには注意が必要だと述べた。中国経済の先行きについて、委員は、製造業部門を中心に幾分減速しつつも、当局が財政・金融両面から景気下支えに積極的に取り組むもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。そのうえで、委員は、中国経済については、構造調整を伴いながら、輸出主導型経済から内需主導型経済に移行できるかという点が、安定成長実現の鍵を握るとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、先進国経済の回復がもたらす波及効果はみられているが、中国での調整の影響や過剰設備・債務の重し、IT関連財の需要が冴えないことなどから、減速しているとの見方を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、当面、国・地域によるばらつきは残るものの、先進国の景気回復の波及や景気刺激的な財政・金融政策などから、徐々に成長率を高めていくとの見方を共有した。複数の委員は、中国経済そのものより、中国経済減速の影響を受けている新興国の方が、通貨安やインフレ率の高止まりなどのもとで政策面での対応余地が限られている国もあることから、不確実性が高いとの認識を示した。

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好

な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの認識を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、輸出と生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっているが、国内需要の面では、前向きな投資スタンスが維持されているほか、個人消費が底堅く推移しているなど、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けており、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、わが国経済においては、交易条件の改善からマクロの所得形成のメカニズムは頑健であり、外生的ショックへの耐性が相応に備わってきているとの認識を示した。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。委員は、その背景として、中国をはじめ新興国・資源国経済が減速する中で、世界的に貿易・生産活動が停滞していることや、IT関連需要の弱さが挙げられるとの認識を共有した。複数の委員は、9月の中国向けの輸出が、スマートフォンの新モデル投入の影響から、情報関連財を中心に大きめの増加に転じたことをポジティブな動きとして指摘した。先行きの輸出について、大方の委員は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとの見方で一致した。そのうえで、ある委員は、構造的に輸出が伸びにくくなっている可能性を考慮すると、先行きの輸出の増加ペースは慎重にみておく必要があると付け加えた。

設備投資について、委員は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。委員は、先行きも、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、今後、設備投資の積極化が期待されるとの見方を示したうえで、その際、非製造業を含めて企業が生産性向上や省力化に繋がる工程の改善を併せて図ることの重要性を指摘した。この間、ある委員は、短観の設備投資計画に比べると機械受注や資本財出荷は弱めであり、ミクロレベルでは人手不足などから設備投資を見合わせたという話も聞かれていることを指摘し、現時点の高い設備

投資計画は下方修正される可能性がある」と述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、経済活動や企業業績の回復につれて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、名目賃金は、毎月勤労統計のサンプル替えの影響で基調が読みにくくなっているが、実態としては緩やかに上昇しているとの見方を示した。一人の委員は、パートの時間当たり名目賃金が安定的に上昇している点を指摘して、物価を安定的に上昇させるという観点からは、時間当たり名目賃金の動向が重要であると述べた。

個人消費について、委員は、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との認識を共有した。複数の委員は、7～9月の実質消費支出と実質小売業販売額がいずれも前期比プラスとなっていることを指摘して、個人消費は天候不順の影響などによる一頃の弱さからは脱しつつあるとの認識を表明した。ある委員は、インバウンド消費の寄与が小さいスーパーの売上高がしっかりしていることは、家計所得の着実な増加の効果の現れであり、個人消費のベースは相応に強いとの見方を示した。複数の委員は、雇用環境の改善の好影響を受けにくい年金世代の消費の動向が個人消費全体に与える影響については不確実性がある点に注意を促した。もっとも、このうち一人の委員は、タイトな労働需給を受けて勤労世代の実質所得は堅調に増加すると予想されることから、個人消費全体としては底堅さを増していくと考えてよいとの認識を示した。

住宅投資について、委員は、持ち直しているとの認識で一致した。先行きについても、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けるとの見方を共有した。ある委員は、マンションの杭打ちデータ偽装問題の影響には留意が必要だが、緩和的な金融環境のもとで、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が本格化することから住宅投資は堅調な拡大を続けるとみていると述べた。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。先行きの生産について、委員は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくとの見方で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は

0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるとの見方で一致した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとの、国内需要が増加基調を辿るとともに、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な増加に転じると考えられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、わが国経済は、2015年度から2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。大方の委員は、その後、2017年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持するとの見方で一致した。大方の委員は、7月の中間評価時点と比べると、2015年度は、輸出のもたつきや個人消費の鈍さから下振れているが、2016年度と2017年度は概ね不変であるとの見方を共有した。この間、ある委員は、所得から支出への循環メカニズムの作用は、成長期待が低いもとのでは力強さが見込めないとの考えを示した。別の一人の委員は、見通し期間中、基調としては潜在成長率に概ね見合った成長が維持されると述べた。

2015年度から2016年度の景気展開について、委員は、輸出は、当面横ばい圏内の動きを続けた後、新興国経済が減速した状態から脱していくもとの、既往の為替相場の動きによる下支えもあって、緩やかに増加していくとの見方で一致した。設備投資について、委員は、過去最高水準にある企業収益や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用する中、国内向け投資の積極化などもあって、増加を続けるとの認識を共有した。ある委員は、人手不足が続くもとの、企業は設備投資によって生産性を向上させる必要性が高まっている点を指摘しつつ、こうしたことも設備投資を押し上げる要因として働くとの見方を示した。委員は、個人消費について、雇用環境の着実な改善が続き、賃金が上昇していくことや、エネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果が働くことなどから、緩やかに増加すると予想されるとの見方を共有した。2017年度にかけては、委員は、2017年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、設備投資の増加ペースが資本ストックの蓄積に伴って低下していくとの見方で一致した。もっとも、委員は、輸出が、海外経済の成長などを背景に緩やかな増加を続けるとともに、国内民間需要も、緩和的な

金融環境と成長期待の高まりなどを受けて底堅く推移するとの認識を共有した。また、委員は、見通し期間を通じて、潜在成長率は緩やかな上昇傾向を辿り、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくとの認識で一致した。

物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、消費者物価の前年比は、①物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていく、②2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度後半頃になる、③その後は、平均的にみて、2%程度で推移する、との見方を共有した。これらの委員は、7月中間評価時点と比べると、2%程度に達する時期が後ずれしているが、これは主として原油価格下落の影響によるものであり、物価の基調は着実に改善しているとの認識で一致した。物価の基調が改善していると判断できる理由として、多くの委員が、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比が、今年の春先からプラス幅を拡大しており、直近9月には1.2%まで上昇していることや、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇品目比率から下落品目比率を差し引いた指標がはっきりと上昇していることなどを指摘した。この間、複数の委員は、需給ギャップの改善がやや遅れている点も2%の達成時期の後ずれに多少寄与していると付け加えた。なお、ある委員は、2016年度後半頃に2%程度に近づくと考えているが、この見通しは、大方の委員の見通しを包摂する上述の表現と広い意味で整合的であると述べた。こうした大方の委員の見方の一方で、複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの認識を示した。このうち一人の委員は、下振れリスクはあるが、エネルギー価格の影響を除けば見通し期間を通じて前年比1%前後の上昇率は概ね維持できるとの見方を示した。

委員は、物価の基調を規定する主たる要因である需給ギャップと中長期的な予想物価上昇率について議論した。まず、需給ギャップについて、委員は、輸出のもたつきの影響などを受けつつも、労働需給の引き締め傾向が続くもとで、労働面を中心として、着実に改善傾向を辿っているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長が続くもとで、需給ギャップは、プラス（需要超過）に転じた後、プラス幅を一段と拡大し、その後2017年度には、プラスの水準で横ばい圏内の動きになるとの認識を共有した。一人の委員は、原油価格の下落は、中長期的には、家計の実質所得と企業収益の増加をもたらし、消費と設備投資にプラスの影

響を与えることで、需給ギャップを改善させるとの認識を示した。この間、ある委員は、過去のデータから作成した需給ギャップによるフィリップス曲線を前提にすると、需給ギャップがゼロの時の物価上昇率は1%以下であり、2%の物価上昇率を目指すには予想物価上昇率の引き上げと需給ギャップのさらなる改善の双方が必要であると指摘した。

次に、中長期的な予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとの見方を共有した。委員は、労使間の賃金交渉で、今年のベースアップが昨年を上回っていることや、価格改定の動きに拡がりや持続性がみられることなどを指摘しつつ、企業の賃金・価格設定スタンスは、特に本年度入り後、明確に変化しているとの認識を共有した。ある委員は、消費者は、購入頻度の高い商品などが値上がりしていることを敏感に感じ取っており、国民の間ではデフレではないという意識が広まってきているとの見解を示した。別の一人の委員も、家計は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が0%程度で推移するもとでも、物価は大きく上がっていると実感しており、今後下がっていくとは予想していないとの見方を表明した。複数の委員は、こうした家計の実感を勘案すると、物価情勢などの説明の仕方には十分な注意が必要であるとの見解を述べた。一方、複数の委員が、エネルギー価格下落による実質所得増加の効果が剥落することにより、家計の値上げに対する許容度が低下するリスクに注意が必要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、企業や市場の予想物価上昇率の指標の一部にみられる弱さには留意すべきであると述べた。こうした議論を経て、大方の委員は、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の認識で一致した。そのうえで、委員は、企業収益の水準や労働需給の引き締まりの割には、賃金の上昇がやや鈍い点に留意が必要であるとの認識を共有した。先行きについて、大方の委員は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとで、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向を辿り、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂し、企業の賃金・価格設定スタンスは積極化していくとの認識を示した。これに対して、一人の委員は、中長期的な予想物価上昇率が、2%程度に向けて次第に収斂していくのは難しいとの見方を示した。

物価の基調に関して、ある委員は、民間エコノミストの中には、このところの消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の上昇は、主として円安に伴うコストプッシュによるものであり、円安傾向の一巡に

伴いピークアウトするとの見方があると指摘した。そうした見方に対して、この委員は、食料工業製品や耐久財は、2012 年末以降のほぼ一貫した円安基調のもとで、ここにきて改めて値上がり傾向が鮮明となっており、その背景には、雇用・所得環境の改善などから家計の値上げに対する許容度が上がり、それに応じて企業も価格設定スタンスを強気化していることがあるとの認識を示した。また、別のある委員は、計量モデルで試算すると、昨年から今年にかけての円安が物価に与える効果は、その間の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の上昇に比べると小さく、今後円安の影響が剥落しても物価は上昇を続けるとの見方を示した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向に関する不確実性、②2017 年 4 月に予定される消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性、の 4 点を挙げた。このうち海外経済を巡るリスク要因として、委員は、中国をはじめとする新興国経済の減速の影響、米国経済の動向やそのもとの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、資源価格下落の影響、地政学的リスクなどが挙げられるとの見方を共有した。多くの委員が、その中でも特に、新興国経済の減速の影響に注意するべきであることを強調した。一人の委員は、企業のデフレイマインドが払拭し切れていない現状を踏まえると、新興国経済の減速がわが国経済に影響を与えるルートとしては、企業収益の下振れを通じるルートよりも、新興国経済の不確実性が企業のコンフィデンスを低下させ、設備投資や賃上げに消極的になるといったルートをより警戒すべきであるとの見方を示した。

委員は、以上のような経済の上振れ・下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとの認識を共有した。複数の委員は、2017 年 4 月に予定されている消費税率引き上げの影響について、反動減に伴う需要の減少が、物価の基調の悪化に繋がるリスクには留意する必要があるとの見方を示した。物価固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②需給ギャップ、特に労働需給の動向、③物価上昇率の需給ギャップに対する感応度、④輸入物価の動向、の 4 点を指摘した。企業や家計の中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、賃金の上昇を伴いながら実際の物価上昇率が高まっていく中で、人々の予想物価上昇率も一

段と上昇し、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく姿を想定しているが、その上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価に及ぼす影響の度合いなどを巡って不確実性があるとの見方を共有した。さらに、委員は、エネルギー価格下落の影響から現実の消費者物価の前年比が当面0%程度で推移することが、予想物価上昇率の上昇ペースに影響するリスクがあるとの認識で一致した。また、委員は、賃金と物価の関係を考えると、来年度に向けた労使交渉において、既往の基調的な物価上昇や先行きの物価見通しがどのように織り込まれていくかが重要であるとの認識で一致した。物価上昇率の需給ギャップに対する感応度について、委員は、先行きの海外経済の不透明感などから企業の賃上げに対するスタンスが慎重化する場合や、そのもとで消費者の物価上昇に対する抵抗感が強まる場合には、物価の上昇ペースが下振れるリスクがあるとの見方を共有した。また、委員は、公共料金や一部のサービス価格、家賃などの価格硬直性が想定以上に強い場合には、消費者物価指数の上昇率の高まりを抑制する要因となる可能性があるとの認識で一致した。

以上を踏まえ、委員は、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行った。

まず、第1の柱、すなわち、中心的な見通しについて、大方の委員は、わが国経済は、2016年度後半頃に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、との見方を共有した。これに対し、複数の委員は、物価の見通しについて、より慎重な見解を示した。

次に、第2の柱、すなわち、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、委員は、経済の中心的な見通しについては、新興国など海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きいとの評価を共有した。物価の中心的な見通しについては、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の見方で一致した。

### Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

委員は、「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。大方の委員は、経済・物価情勢の展望に関して議論した

とおり、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、物価の基調は着実に改善しており、先行きも、現在の金融市場調節方針のもとで、「量的・質的金融緩和」を着実に推進していくことで、物価の基調は着実に高まり、消費者物価の前年比は、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。こうしたもとで、大方の委員は、当面の金融政策運営としては、2%の「物価安定の目標」の早期実現に向けて、現在の政策を維持し、着実に推進していくことが重要であるとの認識で一致した。ある委員は、多くの国民や企業経営者の間では、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮し、デフレ脱却は進んでいると評価されており、現在の政策を持続することにより、こうした信認を保つことが重要であるとの見方を示した。別の一人の委員は、日本銀行が物価の改善基調を維持するように政策運営を行っている限り、日本銀行の物価安定に対する信認が失われることはないとの見方を示した。

そのうえで、多くの委員は、第2の柱で点検したとおり、見通しに関するリスクバランスは、経済・物価ともに下振れリスクが大きいため、リスクの顕在化によって物価の基調的な動きに変化が生じ、「物価安定の目標」の早期実現のために必要があれば、躊躇なく政策の調整を行うべきであると述べた。このうち一人の委員は、追加緩和の手段は様々なものが考えられ、必要であれば追加緩和の手段に限りはないと付け加えた。

複数の委員は、2%の達成時期が後ずれすることと、「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」というコミットメントとの関係について見解を述べた。これらの委員は、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の早期実現にコミットすることで、人々のデフレマインドを転換し、予想物価上昇率を引き上げることが、デフレ脱却という目的そのものであると同時に、「量的・質的金融緩和」の政策効果の起点であり、そのもとで、企業や家計の物価観は大きく変化してきたとの認識を示した。このうち一人の委員は、予想物価上昇率を引き上げて2%にアンカーし直さなければならないという課題に直面する日本銀行にとって、このコミットメントは必要な装置であるとの認識を示した。この間、見通し期間中には物価上昇率は2%程度に達しないとの認識を示した複数の委員は、これとは異なる見解を唱えた。このうち一人の委員は、このコミットメントは常に先行き2年程度を念頭に置く一種のローリングターゲットと考えていると述べた。もう一人の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指していくべきであるとの考え

を示した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、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こと、また、買入れの平均残存期間は 7 年～10 年程度とすること、②ETF および J-R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。

一方、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は、実質金利の低下一巡に伴って限界的に逡減しており、国債市場への影響など副作用が既に効果を上回っていると述べた。そのうえで、この委員は、①長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて、「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、②「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直すとともに、金融不均衡などのリスクに十分配慮した政策運営を行うこと、を主張した。また、これは、早期の「量的・質的金融緩和」終了や金利引き上げに向かうものではないことを指摘した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府としては、経済再生と財政再建の両立の実現に取り組んでいる。経済の好循環の実現に向けて、財務大臣から経済界に対し、経

済財政諮問会議や未来投資に向けた官民対話において、好調な企業収益を賃金や投資拡大に積極的に振り向けて頂くことを求めた。また、財政については、財政制度等審議会において、経済・財政再生計画の初年度に当たる 28 年度予算編成の査定方針について、活発な議論が始まっている。税制についても、法人税について、課税ベースの拡大等により財源を確保するとともに、実効税率の引き下げに取り組むなど、改革を進めていく。

- 日本銀行においては、これまでも適切な金融政策運営に取り組んで頂いているものと承知しているが、アジア新興国等の景気下振れや原油価格の下落等の影響を受ける中、展望レポートにおける見通しを改訂するとの議論があった。日本銀行におかれては、引き続き、経済・物価情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、雇用・所得環境の改善傾向が続く中、緩やかに回復に向かうことが期待される。
- 物価動向の判断に当たっては、総合的にみていくことが重要である。日本銀行におかれても、最近、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価を注視されていると承知している。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、これも含めて幅広くみていく必要があると考えている。
- 10 月 29 日に第 1 回一億総活躍国民会議を開催した。11 月末を目途に緊急に実施すべき対策を取りまとめ、来年春頃に「ニッポン一億総活躍プラン」を取りまとめる。成長戦略については、未来投資に向けた官民対話を設置し、10 月 16 日に第 1 回を開催した。民間投資の目指すべき方向性とそれを後押しするための官民の取組みを明らかにすることで、企業の積極果敢な投資判断のきっかけとしたい。TPP については、10 月 9 日に TPP 総合対策本部を設置し、第 1 回会合を開催した。同日決定した基本方針に基づき、11 月下旬を目途に総合的な TPP 関連政策大綱を策定していく。
- 日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待している。2%の達成時期の変更に関しては、日本銀行としての考え方を対外的に丁寧に説明して頂くことが重要と考えている。

## V. 金融市場調節方針および資産買入れ方針の採決

### 1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

### 2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員  
反対：木内委員

#### 3. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

この間、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、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を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、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買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は 7 年程度とする。② E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員  
反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

#### 4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の採決結果を踏まえ、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、多数意見が形成された。

これに対し、佐藤委員からは、①物価見通しについて、「2%程度を見通せる時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016

年度後半頃になると予想される」とすること、②第1の柱についての記述中、「2%程度の物価上昇率を実現し」を「2%程度の物価上昇率を目指し」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：佐藤委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
木内委員、原田委員、布野委員

木内委員からは、①中長期的な予想物価上昇率の見通しについて、「安定的に推移する」とすること、②物価見通しについて、「当面0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる」とすること、③先行きの金融政策運営について、「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」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。採決の結果、賛成多数で決定され、即日公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、10月31日に公表することとされた。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
原田委員、布野委員

反対：佐藤委員、木内委員

佐藤委員、木内委員は、上記の各議案で示した理由により、反対した。

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（10月6、7日開催分）が全員一致で承認され、11月5日に公表することとされた。

以 上

2015年10月30日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）<sup>(注)</sup>。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）<sup>(注)</sup>。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

以 上

---

<sup>(注)</sup> 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。反対：木内委員。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。

(27年11月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015年11月18日(14:00～16:08)  
11月19日(9:00～12:12)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	白井さゆり	(審議委員)
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )
	布野幸利	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官(18日)
	坂井 学	財務副大臣(19日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官(18日)
	高鳥修一	内閣府副大臣(19日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	前田栄治
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	二宮拓人

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月30日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは341～346兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレポレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準となっている。ターム物金利をみると、短国レートは小幅のマイナスで推移している。

株価（日経平均株価）は、企業決算が内需セクターを中心に堅調であったことや、為替円安も押し上げに働いたことなどから、全体として上昇した。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の年内利上げ観測の高まりを主因に、円安ドル高方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場は、幾分円高ユーロ安方向の動きとなっている。長期金利（10年債利回り）は、米欧金利の上昇などを背景に、幾分上昇している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。

米国経済は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、家計支出に支えられて回復している。輸出は為替動向や外需の影響から、引き続き勢いがみられない。一方、個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられて増加している。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調にある。こうしたしっかりとした家計支出が、サービス業をはじめとする内需関連企業のマインドや生産活動の堅調なモメンタム、輸入の増加基調に繋がっている。設備投資もエネルギー関連投資が落ち込んでいるが、全体として持ち直しつつある。物価面をみると、コアベースのインフレ率（P C Eデフレーター）は前

---

<sup>（注）</sup> 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

年比+1%台前半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にゼロ%近傍で推移している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は、新興国の減速の影響などから増勢が幾分鈍化している。個人消費は、労働市場の改善に伴う消費者心理の回復基調などに支えられて、引き続き増加している。こうした需要動向のもとで、生産活動は緩やかに回復しており、設備投資にも持ち直しの動きがみられている。物価面をみると、インフレ率（H I C P）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比ゼロ%近傍で推移しているが、コアベースでは+1%近傍で推移している。この間、英国経済は、内需を中心に回復を続けている。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に減速した状態にある。個人消費は、なお良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びが持続している。他方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、製造業部門の過剰設備を背景に伸びが鈍化している。また、輸出は素材を中心とする輸出ドライブの一服などにより、弱めの動きが続いている。こうした需要動向や在庫調整を背景に、生産の伸びは鈍化している。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に持ち直している。一方、N I E s・A S E A Nでは、中国での調整の影響が輸出・生産を下押ししていることに加え、家計債務の積み上がりや政情不安などが個人消費の重石となっていることなどから、全体として減速した状態が続いている。ただし、一部の国・地域では景気刺激策の効果もみられつつあるほか、新型スマートフォンの発売開始により I T 関連財の生産にも動意が出ている。ブラジルでは、内需を中心に経済情勢の厳しさが一段と増している。ロシアでは、厳しい経済情勢が続いているが、内需に下げ止まりの兆しがみられている。

新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の下落と自国通貨安が相殺し、総じて低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、先進国では、米欧の金融政策運営の方向性の違いに焦点が当たる展開となり、為替市場では米ドル高ユーロ安が進んだ。長期金利は米欧ともに上昇した。新興国では、投資家のリスク回避姿勢が幾分後退するもとで、通貨・株価の下落傾向は一段落した状態にある。国際商品市況をみると、原油価格は、米ドル高に加えて、米国原油在庫の増加や新興国経済を巡る先行き不透明感が根強いことなどを背景に、やや大きめに下落した。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。中国をはじめとする新興国・資源国経済が製造業部門を中心に減速するも、資本財の輸出などは弱めの動きを続けているが、足もとでは、これまで弱めに推移してきたIT関連において、持ち直しに向けた動きもみられ始めている。先行きの輸出は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている。先行きについては、高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向を続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にある。機械投資の一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）は、3四半期連続で横ばい圏内の動きとなっている。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は昨年7～9月以降4四半期連続で前期比プラスとなった後、7～9月は、前期にみられた大型案件の反動もあって、やや大きめのマイナスとなっている。建築着工床面積（民間非居住用）は、本年入り後は振れを伴いつつも持ち直している。先行きの設備投資は、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、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。小売業販売額（実質）は、7～9月は前期の落ち込みからの反動もあってはっきりと増加している。百貨店売上高は、4～6月は天候不順や夏季セールスの時期が後ずれしたことが影響し、一旦減少したが、7～9月は前期比で再びプラスとなった。耐久消費財をみると、乗用車販売が軽乗用車の動きを反映して、春頃までは弱めとなっていたが、新車投入効果もあって増加に転じている。一方、家電販売額は、4～6月以降、天候不順に伴うエアコンの販売不振の影響などから、減少している。サービス消費については、国内旅行が堅調に推移しているほか、外食も、このところ緩やかに増加している。消費者マインド関連指標をみると、消費者態度指数は、昨年冬以降、改善傾向を続けた後、足もとでは横ばい圏内の動きとなっている。先行きの個人消

費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直している。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、年明け以降、振れを伴いつつも、貸家系を中心に持ち直している。先行きの住宅投資は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けると予想される。

鉱工業生産は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況の下落を主因に、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、今年に入ってから伸びが高まってきている。消費者物価の基調的な変動を捉えるために、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する品目のうち上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標をみると、はっきりと上昇している。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。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。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台前半の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台半ばの伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、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。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、一頃の投資家のリスク回避姿勢は幾分後退しており、総じて落ち着いた動きとなっているとの見方を共有した。多くの委員は、米国では、10月の雇用統計が市場予想比上振れしたことなどから、年内の利上げ観測が再び高まっていると指摘したうえで、市場は落ち着いた反応を示しているとの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、新興国経済減速への警戒感根強いことや、米国で利上げが行われる場合のペース、パリで起きた同時多発テロの影響などの不確実性があることを指摘した。これらの委員は、国際金融資本市場の動向について引き続き注意してみていく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心とした成長が続き、その好影響が波及することなどを背景として、新興国経済も減速した状態から脱していくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、良好な雇用・所得環境などを背景として家計支出に支えられて回復しているとの認識で一致した。また、米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。一人の委員は、原油価格の下落は、資源関係の投資の落ち込みを通じて鉱工業に広くマイナスの影響を及ぼす一方、非製造業の好調さというかたちでプラス面の効果もしっかりと及ぼしているとの見方を示した。また、別のある委員は、製造業でも在庫調整圧力が和らぐ兆しがみられており、米国に世界経済の下支えを期待できる状況になりつつあると述べた。

欧州経済について、委員は、輸出は新興国の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、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との認識で一致した。また、先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。そのうえで、何人かの委員は、新興国の減速に伴う輸出面への影響のほか、パ

りで起きた同時多発テロ、大手自動車メーカーの排ガス不正問題、難民問題が経済に与える影響などについて、注意する必要があると指摘した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に減速した状態にあるとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当局が財政・金融両面で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辿るとの見方を共有した。一人の委員は、中国が安定成長に移行したとしても、資材・資本財等の輸入がかつてのような高水準に戻ることは期待できないため、わが国からの輸出の回復も緩やかになるとの認識を示した。

新興国経済について、委員は、アジアでは中国での調整の影響などから全体として減速した状態が続いているほか、ブラジル、ロシアなど資源国では厳しい経済情勢が続いているとの見方を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の景気回復の波及や金融・財政面からの景気刺激策の効果などから、いずれ減速した状態を脱していくとの見方を共有した。ある委員は、中国以外のアジア経済について、一部の国では景気刺激策の効果が現れ始めているほか、新型スマートフォン発売の影響もあってIT関連財の生産や輸出に動意がみられており、減速感が一段と強まる状況ではなくなりつつあるとの認識を示した。この間、一人の委員は、外需に依存した国では、減速した状態が長引く可能性があるとの見方を示した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、輸出と生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっているが、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けており、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。多くの委員は、7～9月期の実質GDP成長率（1次速報値）が4～6月期に続いてマイナスになったことについて、主因は在庫の減少であり、個人消費や外需を含め最終需要がプラスとなったことを踏まえると、景気が緩やかな回復を続けているという判断と整合的なものであるとの認識を共有した。景気の先行きについて、委員は、所得から支出への好循環が続くもとで、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、このと

ころ横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。そのうえで、何人かの委員は、7～9月期のGDPベースの実質輸出が前期比プラスとなったことを指摘し、回復の兆しがみられると述べた。複数の委員は、新型スマートフォンの発売を背景にIT関連で持ち直しの動きがみられていることや、外国人旅行客の需要が伸びていることを指摘した。先行きの輸出について、委員は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとの見方で一致した。

企業収益について、委員は、新興国経済の減速にもかかわらず、円安や原油安の効果もあって明確な改善を続けているとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。何人かの委員は、9月短観にみられる強い設備投資計画との対比でみて、GDPなど設備投資の実績に関する指標は弱めであり、企業が新興国経済の減速を受けて設備投資の実施を見合わせている可能性も否定できないと指摘した。これらの委員は、今後公表される法人企業統計や12月短観などを注視する必要があると述べた。この間、一人の委員は、これまでの計画の水準の高さからすれば、多少の計画見直しがあっても、設備投資は先行き増加に転じるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、経済活動や企業業績の回復につれて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。多くの委員は、タイトな労働需給を背景に、名目賃金は緩やかな上昇を続けているほか、冬のボーナスについても、アンケート調査では昨年が続いてしっかりと増加する見込みとなっていることなどを踏まえ、雇用者所得は増加していると述べた。

個人消費について、委員は、7～9月期のGDPベースの実質個人消費が前期比プラスとなったことなども踏まえ、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との認識を共有した。一人の委員は、コンビニエンスストアや外食関係などは好調であるほか、自動車販売も新型車の販売などには改善の兆しがみられると述べた。また、別の一人の委員は、上場企業の上期決算をみると、小売業は売上げ・収益ともに堅調であると指摘した。

住宅投資について、委員は、持ち直しているとの認識で一致した。先行きについても、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和

的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けるとの見方を共有した。一人の委員は、最近のマンションの杭打ちデータ偽装問題が、マンション需要を下押しすることがないか注視する必要があるとの認識を示した。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくとの見方を共有した。何人かの委員は、7～9月期の輸出に持ち直しの兆しがみられていることや、在庫調整も進捗していることを指摘し、生産は10～12月期には持ち直す可能性が高まっているとの見方を示した。

委員は、高水準の企業収益やタイトな雇用環境との対比でみて、設備投資や賃金といった支出面への波及がやや鈍い点について議論した。何人かの委員は、企業経営者が現在の高水準の収益を過度の円高の修正や交易条件の改善も寄与した一時的なものともみていることが影響しているとの見方を示した。ある委員は、労働市場の改革などを含め政府が成長戦略を着実に実行し、企業の前向きな取り組みを後押しすることが望まれると述べた。そのうえで、多くの委員は、新興国経済が減速した状況から脱し、内外需の堅調さがある程度継続すれば、設備投資や賃上げに対する姿勢も積極化していくとの見方を示した。一人の委員は、一部では生産を国内回帰させる動きや研究開発分野への投資を拡充する動きがみられており、今後は投資の一層の加速が期待できると指摘した。また、別のある委員は、高水準の企業収益との対比で設備投資や賃金の増加が鈍いという現象は、他の主要先進国でもみられるが、そうした状況が長く続くとは考えにくく、いずれは波及していくとの認識を示した。この間、複数の委員は、賃金が上がらないということは、現状はまだ完全雇用には達していないことの証左であり、引き続き総需要の拡大が重要であると指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるとの見方で一致した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れ

の進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、C P・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの認識を共有した。

何人かの委員は、為替スワップ市場などにおいて、このところ米ドルの資金調達コストが上昇していることを指摘し、その背景として、年末の資金需要といった季節的要因、米国における利上げ観測の高まりのほか、国際的な金融規制強化などの構造的な要因も影響しているとの見方を示した。そのうえで、委員は、こうした市場の動きには留意が必要であるが、現状、わが国の金融機関のドル資金繰りに問題は生じていないとの認識を共有した。

### III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

大方の委員は、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、物価の基調は着実に改善しており、先行きも、現在の金融市場調節方針のもとで、「量的・質的金融緩和」を着実に推進していくことで、物価の基調は着実に高まり、消費者物価の前年比は、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。ある委員は、「量的・質的金融緩和」に対する多くの国民の評価は、所期の効果を発揮し、デフレ脱却は進んでいるというものであり、現在の政策を持続し、着実に作用しつつある好循環を推進することで、こうした信認を保つべきであると述べた。そのうえで、多くの委員は、リスクの顕在化によって物価の基調的な動きに変化が生じ、「物価安定の目標」の早期実現のために必要があれば、躊躇なく政策の調整を行うべきであるとの認識を共有した。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）が伸びを高めているほか、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標が上昇を続けていることなどを踏まえ、物価の基調は改善を続けているとの見方を共有した。物価の先行きに関

し、委員は、来年度の春闘において、基調的な物価上昇率の高まりが賃上げに反映されることが重要であるとの認識を共有した。これに関連し、複数の委員は、基調的な物価上昇率を反映して賃金が上昇しなければ、先行きエネルギー価格下落の影響も一巡するもとで、家計が食料品や日用品の値上げに対する抵抗感を再び強めるリスクにも留意が必要であると指摘した。この間、複数の委員は、国際商品市況の下落を受けて仕入価格が総じて低下するもとで、企業の価格設定行動に変化が生じないか、注視する必要があると述べた。

この点に関連し、何人かの委員は、物価の基調について消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）を用いて説明する場面がこのところ増えているが、昨年来の急激なエネルギー価格下落を踏まえれば、こうした対応は適切であるとの認識を示した。そのうえで、委員は、物価の基調の判断に当たっては、様々な物価指標を点検するとともに、その背後にある経済の動きと合わせて評価していくことが重要であるとの見方で一致した。

予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種アンケート調査では、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの認識を共有した。委員は、短期の物価見通しに対するアンケート調査の指標は、直近のエネルギー価格の動向に左右されやすいほか、物価連動国債の利回りを用いて計算されるブレイク・イーブン・インフレ率は、市場流動性や需給動向にも影響されるため、それぞれの指標の特性を踏まえて解釈する必要があるとの見方を共有した。また、何人かの委員は、本年度入り後、企業の価格改定の動きには拡がりや持続性がみられるほか、家計も値上げを受容するようになってきていることを踏まえれば、予想物価上昇率は上昇していると判断されると述べた。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、先行き、原油価格下落の影響が剥落するに伴って消費者物価は伸び率を高め、2016年度後半頃に2%程度に達する可能性が高いとの見方を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、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こと、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とすること、②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。このうち一人の委員は、貸金と物価の関係について、両者は概ね平行に動くものであり、デフレマインドが払拭されなければ結局物価も貸金も上がらなくなるとしたうえで、日本銀行の姿勢をしっかりと伝えるためにも、「物価安定の目標」の早期実現のコミットメントを堅持することが重要であると述べた。また、別のある委員は、「2年程度の期間を念頭に置いて」という強いコミットメントは、「量的・質的金融緩和」の政策効果の起点であり、そのもとで企業や家計の物価観は大きく変化していると述べた。

一方、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は、実質金利の低下一巡に伴って限界的に逡巡しており、国債市場への影響など副作用が既に効果を上回っていると述べた。この委員は、国債の保有残高を削減しない範囲で増加ペースを減額するのであれば、その効果は損なわれないとの認識を示した。そのうえで、この委員は、①長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて、「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、②「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直すとともに、金融不均衡などのリスクに十分配慮した政策運営を行うこと、を主張した。また、これは、早期の「量的・質的金融緩和」終了や金利引き上げに向かうものではないことを指摘した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 先般公表された本年7～9月期のGDP成長率（1次QE）は、実質貸金の改善を受け、個人消費がプラスとなったが、設備投資の

減少や、在庫調整の進展を受け、名目はほぼ横ばい、実質は全体としてマイナスとなった。雇用・所得環境は改善しており、緩やかな回復基調は続いていると考えているが、デフレ脱却を確実なものにしていくため、景気をしっかり下支えをし、弱さもみられる流れを反転させていかなければいけない。

- 企業収益を、賃上げや設備投資に結びつけ、経済の好循環を一層加速・拡大していくとともに、1次QEの分析も踏まえ、GDP600兆円に向けた緊急対応策を含む一億総活躍の対策第1弾、およびTPP対策を、早急にも実施することも必要である。こうした観点をも十分踏まえ、総理の指示が出たならば、それに従って速やかに国会に提出できるよう、補正予算の編成作業を進めていく。
- 政府としては、経済再生と財政再建の両立を実現していくので、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、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。7～9月期GDP速報（1次QE）では、実質成長率は前期比年率-0.8%となった一方、在庫を除いた最終需要の寄与度は同+1.4%、名目成長率は同+0.1%、前年同期比はGDPデフレーターが2%を超えたことから+3.1%となった。
- 今後については、海外経済の下振れなどリスク要因はあるものの、雇用・所得環境の改善傾向が続く中で、各種政策の効果もあって、景気は緩やかな回復に向かうことが期待される。物価動向の判断に当たっては、各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。交易条件が大きく変動する状況では、付加価値の価格を表すGDPデフレーターが重要であり、これを含めてみていく必要がある。
- 経済財政諮問会議において「希望を生み出す強い経済」の実現に向けて議論を行った。民間議員の提案も踏まえ、GDP600兆円の実現に向けた緊急対応策を取りまとめ、一億総活躍国民会議でまとめる緊急対策に反映する。TPPをわが国の経済再生、地方創生に直結させるとともに、国民の懸念、不安を払拭するため、今月下旬を目途に「総合的なTPP関連政策大綱」を取りまとめる。未来投資に向けた官民対話では、安全性と利便性を両立できる有望分野について具体的な方針を決定した。また、総理より産業界に対し、賃上げ、仕入れ価格の転嫁などにしっかり取り組むこと、賃上げと具体的な投資拡大の見通しと課題をお示し頂きたい旨をお願いした。

- 11月4日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。

## V. 採決

### 1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

### 2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続する

ことを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

### 3. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

この間、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、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を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、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買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は 7 年程度とする。② E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

## VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の 2 つの議案が採決に付されることとなった。

### 1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、

「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「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。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

## 2. 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（10月30日開催分）が全員一致で承認され、11月25日に公表することとされた。

以 上

2015年11月19日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）<sup>（注1）</sup>。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）<sup>（注1）</sup>。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。

- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。輸出や鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、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ほか、住宅投資も持ち直している。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、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。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。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。
5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注2)</sup>。

以 上

---

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。反対：木内委員。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。

(注2) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく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の議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員）。

(27年12月17、18日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015年12月17日(14:00～15:51)  
12月18日(9:00～12:45)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	白井さゆり	(審議委員)
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )
	布野幸利	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (17日)
	岡田直樹	財務副大臣 (18日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官 (17日)
	高鳥修一	内閣府副大臣 (18日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	前田栄治
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局審議役	高口博英 (18日)
企画局企画役	武藤一郎
企画局企画役	飯島浩太

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（11月18、19日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは335～347兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレポレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準となっている。ターム物金利をみると、短国レートは、引き続きマイナス圏で推移している。

株価（日経平均株価）は、堅調な国内経済指標などを受けて一時20千円台まで上昇する場面もみられたが、その後は、原油価格の大幅な下落の影響などから投資家のリスク回避姿勢が強まる中で軟調に推移した米欧株価につれて反落し、最近では19千円台前半で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、振れを伴いつつも概ね横ばいとなっている。この間、円の対ユーロ相場は、E C Bによる追加緩和の規模が事前の予想を下回ったことなども影響し、幾分円安ユーロ高方向の動きとなった。長期金利（10年債利回り）は、横ばい圏内の動きとなっており、最近では0.3%近傍で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。

米国経済は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、家計支出に支えられて回復している。物価面をみると、コアベースのインフレ率（P C Eデフレーター）は前年比+1%台前半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因に0%近傍で推移している。

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、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。物価面をみると、イン

---

<sup>（注）</sup> 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

フレ率（H I C P）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比0%近傍で推移しているが、コアベースでは+1%近傍で推移している。この間、英国経済は、内需を中心に回復を続けている。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に減速した状態が続いている。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。一方、N I E s・A S E A Nでは、中国での調整の影響が輸出・生産を下押ししていることなどから、全体として減速した状態が続いている。ただし、一部の国・地域では景気刺激策の効果もみられているほか、新型スマートフォンの発売開始によりI T関連財の生産も持ち直している。ブラジルでは、内需を中心に経済情勢の厳しさが一段と増している。ロシアでは、厳しい経済情勢が続いているが、内需に下げ止まりの兆しがみられている。

新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の下落と自国通貨安が相殺し、総じて低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、先進国では、原油価格の大幅な下落の影響などから投資家のリスク回避姿勢が強まったことに加え、E C Bによる追加緩和の規模が事前の予想を下回ったこともあり、株価は軟調に推移した。新興国でも、投資家のリスク回避姿勢が強まるもとで、資源国を中心に通貨や株価が下落した。国際商品市況をみると、原油価格は、O P E C総会で生産目標について合意に至らなかったことから、大幅に下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している。中国をはじめとする新興国・資源国経済の減速の影響が残るもとで、資本財で弱めの動きが続いているものの、I T関連が、スマートフォンの新商品発売の影響から持ち直しているほか、自動車関連も、米欧向けを中心に、堅調に推移している。先行きの輸出は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向にある。先行きは、高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向を続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にある。企業の業況感は、先行きも含め、一部にやや慎重な動きも

みられるが、総じて良好な水準を維持している。12月短観をみると、業況判断D I（全産業全規模）は、9月から若干改善し、リーマン・ショック前のピークをわずかに上回る水準となっている。先行きの設備投資は、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けると予想される。12月短観で2015年度の設備投資計画（全産業全規模、ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、9月から上方修正され、前年比+7.8%と、この時期としては2006年度以来の高めの伸びとなっている。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、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。小売業販売額（実質）は、7～9月は前期の落ち込みからの反動もあって増加に転じ、10月の7～9月対比もしっかりとしたプラスとなっている。サービス消費については、国内旅行が堅調に推移しているほか、外食も、このところしっかりと増加している。消費者マインド関連指標をみると、消費者態度指数は、振れを伴いつつも緩やかな改善傾向を続けている。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直しており、先行きも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けると予想される。

鉱工業生産は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、横ばい圏内の動きが続いている。先行きについては、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の下落を主因に、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、1～2月をボトムに、プラス幅の拡大傾向が着実に続いている。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する品目のうち上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標をみると、上昇傾向を続けている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。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。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台前半の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台前半の伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、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。

## (3) 貸出支援基金の実行状況

12月4日実行の成長基盤強化支援資金供給のうち、本則分の新規貸付は9,345億円となり、貸付実行後の残高は51,661億円となっている。この他の残高は、ABL等特則分が896億円、小口特則分が115.06億円、米ドル特則分が119.9億米ドルとなっている。また、12月16日実行の貸出増加支援資金供給の新規貸付は19,976億円となり、貸付実行後の残高は245,108億円となっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、12月FOMC（連邦公開市場委員会）での利上げ観測が高まる中、ECBによる追加緩和の規模が事前の予想を下回ったことや原油価格の大幅下落の影響を受けて、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まる展開となったとの見方を共有した。何人かの委員が、FOMCの利上げ決定を受けた国際金融資本市場の反応は概ね落ち着いたものとなっていると述べた。もっとも、多くの委員は、米国の利上げが新興国の市場、経済に与える影響や先行きの利上げペースなどについて、なお不確実性が大きいことを指摘した。そのうえで、委員は、国際金融資本市場の動向について引き続き注意してみていく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心とした成長が続き、その好影響が波及することなどを背景として、新興国経済も減速した状態から脱していくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、良好な雇用・所得環境などを背景として家計支出に支えられて回復しているとの認識で一致した。また、米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、輸出は新興国の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとの、緩やかな回復を続けており、先行きも、緩和的な金融環境のもとで雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に減速した状態が続いているとの見方で一致した。もっとも、何人かの委員が、工業生産や固定資産投資は増勢が鈍化傾向にある一方、新型スマートフォンの発売開始などからIT関連財の輸出や生産が持ち直しており、また、公共投資の増加や自動車購入支援策の効果がみられているとの認識を示した。先行きについて、委員は、当局が財政・金融両面で景気下支え策に積極的に取り組むもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。この間、何人かの委員が、米国の利上げ後の人民元レートの動向については、世界経済に与える影響を含めて注意してみていく必要があるとの認識を示した。

新興国経済について、委員は、アジアでは中国での調整の影響などから全体として減速した状態が続いているほか、ブラジル、ロシアなど資源国では厳しい経済情勢が続いているとの見方を共有した。複数の委員が、アジアの一部では、景気刺激策の効果がみられるほか、IT関連財の生産が持ち直しているとの認識を示した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の景気回復の波及や金融・財政面の景気刺激策などを背景とした内需の持ち直しを反映して、減速した状態を脱していくとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。大方の委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けているとの見解を示した。多くの委員は、7～9月期の実質GDP成長率（2次速報値）が、設備投資を中心に1次速報値から上方修正されてプラスとなったことを指摘し、景気が緩やかな回復を続けているという判断が裏付けられたとの認識を示した。何人かの委員は、今回の景気回復は、従来と比べて、非製造業・内需主導型という性格が強いとの見方を示した。景気の先行きについて、委員は、所得から支出への好循環が続くもとの、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直しているとの認識で一致した。多くの委員が、景気回復の続く米欧向けの輸出は、自動車関連などで増加を続けていること、また、中国をはじめとするアジア向けの輸出も、このところ新型スマートフォン向けIT関連部品を中心として増加していることを指摘した。先行きの輸出について、委員は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとの見方で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きの設備投資についても、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。多くの委員が、法人企業統計や機械受注、12月短観の結果は、企業部門において、所得から支出への前向きな循環が途切れずに働いていることを示すものであるとの見方を示した。多くの委員が、12月短観をみると、設備投資計画は、この時期としては2006年度以来の高い伸びが見込まれていることを指摘したうえで、企業の前向きな投資スタンスが維持されているとの認識を示した。ある委員は、海外経済の不透明感が後退し、輸出の持ち直しが明確化してくれば、設備投資にもポジティブな効果が働くとして述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとの、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、経済活動や企業業績の回復につれて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、タイトな労働需給を背景に、名目賃金は緩やかな上昇を続けており、冬のボーナスについても、アンケート調査では昨年が続いてしっかりと増加する見込みとなっていると述べた。また、何

人かの委員は、過去最高水準の企業収益、極めてタイトな労働需給、物価の基調の改善といったわが国経済の状況を踏まえると、ベースアップも含めて、幅広く賃金が上昇していく環境は整っているとの見方を示した。ただし、来年度の賃金改定交渉について、ある委員は、労働側の要求が前年を下回っている点を指摘しつつ、経済の状況が賃金に反映されるには相応の時間がかかる可能性があるとの認識を示した。複数の委員は、ベースアップの水準も重要だが、賃上げの動きがより幅広く中小企業にも広がるかという点にも注目していると述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移しており、先行きも、引き続き底堅く推移するとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、このところ横ばい圏内の動きが続いているとの認識で一致した。そのうえで、複数の委員が、最近は、スマートフォン向けIT関連財が増加しているほか、輸送機械も米欧向けの輸出増などから持ち直しの動きがみられていると指摘した。先行きについて、委員は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるとの見方で一致した。賃金が物価動向に与える影響について、ある委員は、物価との相関は、正規労働者の一人当たり賃金よりも、非正規労働者の時間当たり賃金の方が強いとしたうえで、非正規労働者の賃金上昇率は高まっていると指摘した。これに対して、一人の委員は、企業は労働コストを抑える姿勢を堅持しており、これが先行きの物価にも相応の抑制効果をもたらすとの考えを示した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一

致した。委員は、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの認識を共有した。この間、委員は、為替スワップ市場などにおいて米ドルの資金調達コストが上昇しているが、日本の金融機関のドル調達に支障は生じていないとの認識を共有した。

### Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

#### 1. 金融市場調節方針等についての検討

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

大方の委員は、物価の基調は着実に改善しており、先行きも、現在の金融市場調節方針のもとで、「量的・質的金融緩和」を着実に推進していくことで、物価の基調は着実に高まり、消費者物価の前年比は、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。そのうえで、多くの委員は、リスクの顕在化によって物価の基調的な動きに変化が生じ、「物価安定の目標」の早期実現のために必要があれば、躊躇なく政策の調整を行うべきであるとの認識を共有した。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、物価の基調は着実に改善しているとの見方で一致した。こうした見方を裏付けるものとして、複数の委員が、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比プラス幅が着実に拡大傾向を続けていることを指摘した。何人かの委員は、このところの原油価格の下落について、消費者物価(除く生鮮食品)の上昇ペースに影響を与えるが、物価の基調的な動きに変化はないとの認識を示した。この間、一人の委員は、物価の基調的な動きを判断するために様々な指標を点検しているが、「物価安定の目標」は、あくまでも総合の消費者物価の前年比で2%であるということを、世の中に正確に理解してもらう必要があると述べた。

予想物価上昇率について、何人かの委員は、12月短観における企業の物価見通しが幾分低下していることを指摘した。もっとも、これらの委員は、企業が先行きほど高い物価上昇率を予想し、下方修正幅も小さいことからすると、このところの原油価格の下落が反映されている面が強いとの考えを示した。多くの委員が、消費者物価(除く生鮮食品)の上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標

や東京大学・一橋大学の食料品や日用品を対象とした日次・週次の価格指数の動きなどからは、引き続き、企業の価格改定の動きに拮がり  
と持続性がみられているとの認識を示した。こうした議論を踏まえ、  
委員は、予想物価上昇率については、このところ弱めの指標もみられ  
ているが、企業の価格設定スタンスや家計の支出行動から窺える物価  
観まで含めると、やや長い目でみれば、全体として上昇していると評  
価できるとの認識を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方  
針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に  
相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方  
針を継続することが適当であるとの認識を示した。委員は、「量的・  
質的金融緩和」の実施に当たっては、経済・物価情勢について上下双  
方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うこととしているが、「量  
的・質的金融緩和」は効果を発揮しており、物価の基調は着実に改善  
を続けていることから、現時点では、こうした調整は必要ないとの認  
識で一致した。

資産の買入れについて、大方の委員は、次回金融政策決定会合まで、  
①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで  
増加するよう買入れを行うこと、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こと、  
②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約  
3 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行  
うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆  
円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、①「量的・  
質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、2%の「物  
価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要  
な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、②その際、経済・  
物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行  
うとの方針を共有した。

一方、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は限界的に逡  
減しており既に副作用が効果を上回っているとしたうえで、①長期国  
債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて「量的・質的  
金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、②「物価安定の目  
標」の達成期間を中長期へと見直し、金融不均衡などのリスクに十分  
配慮した政策運営を行うことを主張した。また、これは早期の「量的・  
質的金融緩和」終了や金利引き上げを目指すものではないと述べた。

## 2. 「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置についての検討

議長は、ここ数回の金融政策決定会合において議論された課題および年末・年度末を展望して処理しておく必要のある課題について、実務上の対応可能性を含めて整理・報告するよう、執行部に指示した。

執行部からは、まず、「量的・質的金融緩和」のもとでの資産買入れに関連して、①金融機関の国債保有額が減少する中、日本銀行適格担保の拡大要望が寄せられているが、実務上の工夫により外貨建て証書貸付債権と住宅ローン債権については対応可能である、②来年1月からの長期国債買入れの平均残存期間は現在の8年半程度から9年台になると見込まれる、③J-R E I T買入れについて、現在の銘柄別買入限度額のもとでは、来年半ば頃に買入対象が枯渇する可能性が高い、と報告した。また、④年度末までに貸出支援基金および被災地支援に関する諸措置の延長の可否を決定する必要があること、⑤12月17日の政策委員会・通常会合で決定した「日本銀行が金融機関から買入れた株式の売却完了期限の延長」を踏まえると来年4月からの株式売却ペースは年間約3,000億円となることを説明した。そのうえで、ここ数回の決定会合で議論されている「設備・人材投資に積極的に取り組む企業をさらに広げていく」という観点からは、⑥そうした趣旨に適うE T Fの買入れを行うことや成長基盤強化支援資金供給の適格要件に加えることは実務上対応できる、と報告した。

上記の報告を受けて、委員の間で以下の議論が行われた。

まず、「量的・質的金融緩和」を円滑に遂行していくための措置について、何人かの委員は、市場の一部に資産買入れの持続可能性に対する懸念が存在していることを指摘しつつ、市場が予測する技術的な障害に対する手当てを予め行うことで、「量的・質的金融緩和」のもとでの資産買入れのより円滑な遂行を可能にし、市場の懸念を払拭すべきであるとの認識を示した。また、何人かの委員は、そうすることで、先行き、「量的・質的金融緩和」をしっかりと継続し、必要と判断した場合には迅速に追加緩和を行えるようになるとの見解を示した。ある委員は、市場の懸念を払拭することで、「量的・質的金融緩和」の政策効果は維持され、それだけこの政策が成功する可能性を高めることになるとの見方を示した。これに対し、一人の委員は、今回の措置により、市場関係者に「量的・質的金融緩和」の限界が近いとの誤解を生じさせることを懸念していると述べた。

具体的な施策として、委員は、日本銀行が大量の国債買入れを行うもとで、金融機関からは担保適格資産の不足を訴える声が聞かれてい

ることから、日本銀行の適格担保を拡充することが適当との認識を共有した。具体的には、外貨建て証書貸付債権および住宅ローン債権を適格担保化することが適当との意見で一致した。ある委員は、住宅ローン債権の適格担保化に当たって、住宅ローン債務者の信用力の個別審査はできないが、金融機関の内部審査を利用するなどして、日本銀行の債権保全には万全を期する必要があるとの見解を示した。そのうえで、委員は、この措置は、「量的・質的金融緩和」を円滑に進める観点から、そのもとでの担保適格資産の不足に対応するため必要な期間実施することが適当との認識を共有した。

次に、長期国債買入れの運営について、多くの委員は、長期国債買入れの平均残存期間は、このところ8年半程度と、現在の「7年～10年程度」のレンジの中心で推移しているが、来年は、日本銀行保有国債の償還額の増加に伴いグロスベースでの買入額の増加が見込まれることもあり、9年台になると予想されることを踏まえると、レンジを「7年～12年程度」とするのが適当であるとの意見を述べた。これらの委員は、先行きの長期国債買入れの柔軟かつ円滑な実施を確保するためには、予め必要な対応を行うべきであるとの認識を示した。

これに対し、複数の委員は、現在の「7年～10年程度」のもとでも来年の長期国債買入れは運営可能であると述べた。別のある委員は、平均残存期間の長期化は、買入れの安定性をむしろ低下させる、日本銀行の国債管理政策への事実上の関与を強める、金融政策の正常化に要する時間を長期化させるなどの問題を生むと述べた。複数の委員は、超長期ゾーンは満期保有を目的とする生保が中心のマーケットであり、他のゾーンと同様に扱うべきではないと述べた。

「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための3つ目の措置として、J-REITの買入限度額の引き上げについて、多くの委員は、J-REITの買入れを進めるもとで、銘柄別の買入限度額である発行済投資口総数の5%に達する銘柄が増加しつつあるため、銘柄別の買入限度額を発行済投資口総数の10%に引き上げることが適当であるとの見解を表明した。複数の委員は、5%の上限を維持すれば、近い将来、買入対象が枯渇することによって、事実上、J-REITのテーパリングが始まることになってしまうと指摘した。そのうえで、これらの委員は、そうした状態を放置することは「量的・質的金融緩和」の政策効果を損なうことになるため、J-REITの買入余地を予め広げておくことが必要であるとの認識を示した。

これに対し、一人の委員は、買入限度額の引き上げはJ-REITが対象とする不動産市場の状況に対する不適切なシグナルとなると

の懸念を示した。別のある委員は、リスクプレミアムの縮小を促すという所期の目的は既に達成されており、現在の買入限度額の範囲内で買入れを行うこととしたうえで、買入対象の減少に応じて買入額自体の削減も検討すべきであると述べた。さらに一人の委員は、民間企業活動に対する中立性、健全な価格形成、日本銀行の財務の健全性への影響などの観点から、J-R E I TおよびE T F買入れの減額が望ましいと主張した。

次に、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業をサポートするための措置について、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで企業や家計のデフレマインドは転換してきており、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業も多いとの認識を示した。もっとも、多くの委員は、こうした動きは、業種や個社ごとにばらつきがあり、全体として、さらに広がっていくことが望ましいとの見解を示した。ある委員は、マクロでみると、企業収益の割には設備投資や賃金の伸びが鈍い点に注意を促した。こうした議論を経て、委員は、日本銀行として、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対して出来る限りのサポートを行うべきであるとの認識を共有した。

具体的な施策として、多くの委員は、新たなE T F買入れ枠を設定し、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするE T Fを買入れる措置を導入することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、新たな買入れ枠は、日本銀行が金融機関から取得した株式の売却額と見合う年間約3,000億円とし、本措置の導入時期は、株式の売却を開始する来年4月とすることが適当との見解を示した。これらの委員は、そうすることで、株式売却の市場への影響を中立化することができるとの考えを示した。また、何人かの委員は、買入対象は、当初はJ P X日経400連動型とし、今後、趣旨に沿った新たなE T Fの組成に向けて、市場関係者において前向きな取り組みが進んでいくことを期待すると述べた。ある委員は、本措置が、企業のキャッシュフローの活用の仕方に対する資本市場の関心を一段と高めることで、キャッシュフローの効率的な活用を促す触媒的な機能を果たすことが期待されるとの見解を示した。

これに対し、複数の委員は、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業へのサポートは、現在の年間約3兆円のE T F買入れの枠内で対応すべきであるとした。このうち一人の委員は、日本銀行は既に大規模なE T F買入れを行っており、株式売却の市場への影響を中立化するためにE T F買入れを増額する必要はないと付け加えた。この間、一人の委員は、中央銀行は、本来、産業政策的な色彩の強い施策

を行うべきではないとしたうえで、本措置は、特定の産業分野ではなく、幅広い分野の企業を対象とするものであり、そうした意味合いは強くないとの認識を示した。

設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業をサポートするための2つ目の措置として、委員は、成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業への投融資を追加し、同投融資については手続きを簡素化することが適当であるとの見解で一致した。一人の委員は、本措置は、ETF買入れの対象とならない非上場の中堅・中小企業に対するサポートという意味もあると付け加えた。そのうえで、委員は、来年春に受付期限の到来する貸出支援基金等について、受付期間を1年間延長すべきであるとの意見を共有した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時57分中断、12時10分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今回提案のあった事項については、いずれも金融政策を円滑に遂行するうえで必要なものと私どもとしては認識しており、本会合において適切に判断して頂ければと思う。
- 現在、平成27年度補正予算を本日閣議決定できるよう最終調整を行っているところである。今年度の基礎的財政収支赤字対GDP比半減目標を堅持しながら、一億総活躍社会の実現に向けた緊急対策およびTPP関連政策大綱を踏まえ、緊急に対応すべき施策等をしっかりと盛り込んだ予算としていきたい。さらに、平成28年度予算についても、12月24日に予定される概算決定に向けて作業を進めているところである。平成28年度予算は、本年6月に閣議決定した経済・財政再生計画の初年度の予算であり、2020年度の基礎的財政収支の黒字化に向けて、計画をしっかりと具体化すべく取り組んでいる。今般、予算編成も大詰めを迎えている。引き続き概算決定に向けて最終調整を行っていく。
- 平成28年度の税制改正については、デフレ脱却・経済再生の推進、一億総活躍社会の実現に向けた施策として、法人実効税率20%

台の実現、住宅リフォームにかかる特例の導入、地方法人課税の偏在の是正等の取組み、そして消費税率 10%への引き上げ時の低所得者対策としての軽減税率の導入等について、16日に平成28年度税制改正大綱として、与党において取りまとめられたところである。政府においても、この与党税制改正大綱を踏まえ、法案の準備等に取り組んでいく。

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

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。2015年7～9月期GDP速報（2次QE）では、実質成長率は前期比年率+1.0%、名目成長率は同+1.6%となった。先行きは、緩やかな回復に向かうことが期待される。物価動向の判断に当たっては、付加価値の価格を表すGDPデフレーター等の各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。
- TPPを経済再生・地方創生に直結させるとともに、国民の不安を払拭するため、11月25日に総合的なTPP関連政策大綱を決定した。11月26日には一億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策を取りまとめた。この緊急対策により、GDP600兆円経済実現に向けた動きを加速するとともに、デフレ脱却を確実なものとし、足もとの景気をしっかり下支えする。特に最低賃金については、年率3%程度を目途として、名目GDP成長率にも配慮しつつ引き上げていく。同日の官民対話において、産業界から設備投資や賃上げについて積極的な方針が示された。11月27日には平成28年度予算編成の基本方針を閣議決定した。経済・財政再生計画の初年度であり、改革工程表を十分踏まえ、歳出改革を着実に進める必要がある。その際、デフレ脱却・経済再生と財政健全化の双方とともに前進させるという基本的考え方を的確に予算に反映させていく。また、一億総活躍社会やTPP等の重要課題への対応のため、平成27年度補正予算を本日閣議決定する予定である。
- 日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、着実に取り組むことを期待する。また、今回の諸措置に関し、今後、日本銀行としての考え方を対外的に十分説明して頂くことが重要であると考えます。

## V. 採決

### 1. 「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入に関する件

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の6つの議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、以下のとおり、(1)、(2)および(6)は全員一致、(3)、(4)および(5)は賛成多数で決定された。

#### (1) 貸出支援基金等の延長に関する件（議長案）

##### 議案（議長案）

「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、受付期間を1年間延長すること。

##### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、木内委員、原田委員、布野委員

反対：なし

#### (2) 日本銀行適格担保の拡充に関する件（議長案）

##### 議案（議長案）

「量的・質的金融緩和」のもとでの長期国債買入に伴って金融機関が保有する適格担保が減少していることを踏まえ、外貨建て証書貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入すること。

##### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、木内委員、原田委員、布野委員

反対：なし

(3) 長期国債買入れの平均残存期間の長期化に関する件（議長案）

議案（議長案）

長期国債のグロスベースでの買入れ額が増大することが見込まれることから、買入れを柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化すること。2016年1月から実施すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、  
布野委員

反対：石田委員、佐藤委員、木内委員

—— 石田委員と佐藤委員は、現在の「7年～10年程度」のもとでも運営可能であるとして、木内委員は、長期国債買入れの平均残存期間を7年程度とすることを含む自身の提案と整合的ではないとして反対した。

(4) J-REITの買入限度額の引き上げに関する件（議長案）

議案（議長案）

現在、J-REITについては、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としているが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、  
布野委員

反対：石田委員、佐藤委員、木内委員

—— 石田委員は、買入限度額の引き上げが不動産市場に対する不適切なシグナルとなる懸念があるとして、佐藤委員は、現在の買入限度額の範囲内で買入れを行うべきであるとして、木内委員は、J-REIT買入れ減額を含む自身の提案のもとでは買入限度額の引き上げは不必要であるとして反対した。

(5) 新たなETF買入れ枠の設定に関する件（議長案）

議案（議長案）

ETFの買入れについて、現在の年間約3兆円の買入れに加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れること。当初は、JPX日経400に連動するETFを買入対象とし、この施策の趣旨に合致する新規のETFが組成された場合には、速やかに買入対象に加えること。新たな枠によるETF買入れは、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、  
布野委員

反対：石田委員、佐藤委員、木内委員

—— 石田委員と佐藤委員は、現在の「年間約3兆円」の枠内で対応すべきであるとして、木内委員は、ETF買入れ減額を含む自身の提案と整合的ではないとして反対した。

(6) 成長基盤強化支援資金供給の拡充に関する件（議長案）

議案（議長案）

成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、現在の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融資について、手続きを簡素化すること（税制上の優遇措置の対象となっている企業に対する投融資を適格とするなどの措置を講じること）。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、木内委員、原田委員、布野委員

反対：なし

## 2. 金融市場調節方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

## 3. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は、本年中は7年～10年程度、来年からは7年～12年程度とする、②ETFおよびJ-R E I Tの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、  
布野委員

反対：石田委員、佐藤委員、木内委員

—— 石田委員と佐藤委員は、長期国債買入れの平均残存期間の長期化に反対した。

#### 4. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

この間、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、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を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、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買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は 7 年程度とする。②ETF および J-R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

## VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の 2 つの議案が採決に付されることとなった。

### 1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢につい

て上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「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。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

## 2. 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（11月18、19日開催分）が全員一致で承認され、12月24日に公表することとされた。

以 上

2015年12月18日

日本銀行

## 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）<sup>（注1）</sup>。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針とする（賛成6反対3）<sup>（注2）</sup>。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は、本年中は7年～10年程度、来年からは7年～12年程度とする。

- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、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ほか、住宅投資も持ち直している。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向にある。鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いている。この間、企業の業況感は、一部にやや慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、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。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。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。
5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注3)</sup>。
7. こうした方針に沿って「量的・質的金融緩和」を推進していくに当たっては、国債市場の動向や金融機関の保有資産の状況などを踏まえ、より円滑にイールドカーブ全体の金利低下を促していくことが適当である。また、「量的・質的金融緩和」のもとで企業や家計のデフレマインドは転換してきており、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業も多いが、そうした動きがさらに広がっていくことが期待される。こうした観点に立って、日本銀行は、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定した(別添)。

以 上

---

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。反対：木内委員。なお、木内委員より、マネタリーベースが、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を行うとの議案が提出され、反対多数で否決された。

(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。石田委員と佐藤委員は、長期国債買入れの平均残存期間の長期化に反対した。なお、木内委員より、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。

(注3) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく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の議案が提出され、反対多数で否決された(賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員)。

「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入

1. 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート

(1) 新たなETF買入れ枠の設定（賛成6反対3）<sup>(注1)</sup>

ETFの買入れについて、現在の年間約3兆円の買入れ<sup>1</sup>に加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる。当初は、JPX日経400に連動するETFを買入対象とし、この施策の趣旨に合致する新規のETFが組成された場合には、速やかに買入対象に加える。新たな枠によるETF買入れは、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始する<sup>2</sup>。

(2) 成長基盤強化支援資金供給の拡充（全員一致）

成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、現在の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融資について、手続きを簡素化する（税制上の優遇措置の対象となっている企業に対する投融資を適格とするなどの措置を講じる）<sup>3</sup>。

(3) 貸出支援基金等の延長（全員一致）

「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、受付期間を1年間延長する。

<sup>1</sup> 現在は、東証株価指数（TOPIX）、日経平均株価（日経225）またはJPX日経インデックス400（JPX日経400）の3つの指数に連動するETFを対象として、それぞれの市場残高に比例して買入れを行っている。

<sup>2</sup> 日本銀行は、金融機関による株式保有リスクの削減努力を促すための施策として、2002年11月から金融機関が保有する株式の買入れを実施した。2007年10月より、取得した株式の市場における売却を開始したが、内外金融資本市場の状況等を踏まえ、現在は売却を停止しており、2016年4月から売却を再開することとしている。本件については、昨日の政策委員会において、売却期間を従来予定していた5.5年間から10年間に延長することを決定した。なお、売却の規模は、2015年11月末時点の時価で年間約3,000億円となる見込み。

<sup>3</sup> 基本要領等の所要の改正は次回以降の金融政策決定会合で行い、実務上の準備が整い次第速やかに実施する。

## 2. 「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置

### (1) 日本銀行適格担保の拡充（全員一致）

「量的・質的金融緩和」のもとでの長期国債買入に伴って金融機関が保有する適格担保が減少していることを踏まえ、外貨建て証券貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入する<sup>3</sup>。

### (2) 長期国債買入の平均残存期間の長期化（賛成6 反対3）<sup>(注2)</sup>

長期国債のグロスベースでの買入額が増大することが見込まれることから<sup>4</sup>、買入を柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化する。また、国債の市場流動性を確保する観点から、国債補完供給（SLF）の連続利用日数に関する要件を緩和する<sup>5</sup>。いずれも2016年1月から実施する。

### (3) J-REITの買入限度額の引き上げ（賛成6 反対3）<sup>(注3)</sup>

現在、J-REITについては、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としているが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げる<sup>3</sup>。

以 上

<sup>(注1)</sup> 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。石田委員と佐藤委員は、現在の「年間約3兆円」の枠内で対応すべきであるとして、木内委員は、ETF 買入減額を含む自身の提案と整合的ではないとして反対した。

<sup>(注2)</sup> 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。石田委員と佐藤委員は、現在の「7年～10年程度」のもとでも運営可能であるとして、木内委員は、長期国債買入の平均残存期間を7年程度とすることを含む自身の提案と整合的ではないとして反対した。

<sup>(注3)</sup> 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。石田委員は、買入限度額の引き上げが不動産市場に対する不適切なシグナルとなる懸念があるとして、佐藤委員は、現在の買入限度額の範囲内で買入を行うべきであるとして、木内委員は、J-REIT 買入減額を含む自身の提案のもとでは買入限度額の引き上げは不必要であるとして反対した。

<sup>4</sup> 現在の資産買入方針のもとで、2016年中のグロスベースでの国債買入額は、保有国債の償還額の増加により、2015年中の約110兆円から、約120兆円に増大する見込み。

<sup>5</sup> 長期国債の同一銘柄について連続利用可能な最長日数を、現在の原則15営業日から原則50営業日に変更する。

(28年1月28、29日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2016年1月28日(14:00～15:46)  
1月29日(9:00～12:31)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	白井さゆり	(審議委員)
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )
	布野幸利	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (28日)
	岡田直樹	財務副大臣 (29日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官 (28日)
	高鳥修一	内閣府副大臣 (29日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局審議役	高口博英 (28日 15:17～15:46、29日)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	前田栄治
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画調整課長	鈴木公一郎 (28日 15:17～15:46、29日)
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	武藤一郎
企画局企画役	飯島浩太 (29日 9:33～12:31)

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2015年12月17、18日）で決定された方針<sup>(注)</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは351～358兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレボレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を総じて下回る水準となっている。ターム物金利をみると、短国レートは、引き続きマイナス圏で推移している。

株価（日経平均株価）は、中国を巡る不透明感の高まりや原油価格の下落などを受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、大幅に下落し、最近では17千円前後で推移している。為替相場をみると、投資家のリスク回避姿勢の強まりを受けて、円の対米ドル相場は、円高ドル安方向の動きとなり、円の対ユーロ相場も、円高ユーロ安方向の動きとなった。長期金利（10年債利回り）は、日本銀行による大規模な長期国債買入れが継続するもとで、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景に幾分低下し、最近では0.2%台前半で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。

米国経済は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、家計支出に支えられて回復している。物価面をみると、コアベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比+1%台前半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因に0%近傍で推移している。

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、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。物価面をみると、イン

---

<sup>(注)</sup> 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

フレ率（H I C P）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比0%近傍で推移しているが、コアベースでは+1%近傍で推移している。この間、英国経済は、内需を中心に回復を続けている。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に減速した状態が続いている。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。一方、N I E s・A S E A Nでは、中国での調整の影響が輸出・生産を下押ししていることなどから、全体として減速した状態が続いている。ただし、一部の国・地域では景気刺激策の効果もみられている。ブラジルおよびロシアでは、資源価格の下落などにより輸出が低迷しているほか、内需も落ち込むなど、厳しい経済情勢が続いている。

新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の下落と自国通貨安が相殺し、総じて低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、中国を巡る不透明感の高まりや、原油など資源価格の大幅な下落を背景に、資源国を中心に新興国の通貨・株価が下落した。先進国においても、投資家のリスク回避姿勢の強まりを受けて、株価が大幅に下落した。国際商品市況をみると、原油価格は、中国をはじめ新興国の成長鈍化に対する懸念の高まりや、中東の政治情勢を受けた生産調整の可能性の後退などから、大幅に下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。

輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している。中国をはじめとする新興国経済の減速の影響が残るもとの、資本財では弱めの動きが続いているものの、昨年初以降減少を続けてきたI T関連は、新商品向け部品の増加もあって下げ止まっているほか、自動車関連が、米欧向けを中心に、しっかりと増加している。先行きの輸出は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向にある。先行きは、緩やかな減少傾向を続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にある。12月短観における年度計画をみると、総じて堅調さが維持されており、機械受注も、振れを均せば、しっかりとした増加基調を辿っている。先行きの設備投資は、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、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。各種の販売統計は、足もとでは、暖冬による冬物衣料の販売不振から、やや弱めの動きとなっているが、基調としては緩やかに増加している。外食や旅行などのサービス消費は、このところしっかりと増加している。消費者マインドも緩やかな改善傾向にある。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直しており、先行きも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けると予想される。

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響が残るもとの、在庫調整が長引いていることもあって、横ばい圏内の動きが続いている。先行きについては、新興国経済の減速の影響が和らぎ、在庫調整が進捗するにつれて、持ち直しに転じていくとみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の下落を主因に、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、昨年1～2月をボトムに、プラス幅の着実な拡大傾向が続いている。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、昨年4月以降、振れを伴いつつもはっきりと上昇している。先行きについて、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。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割程度の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、

企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度の伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、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。

## II. 成長基盤強化支援資金供給の拡充等について

### 1. 執行部からの説明

昨年12月17日、18日の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の一環として、①成長基盤強化支援資金供給の拡充、②貸出支援基金等の延長、が決定されたことに伴い、基本要領等の所要の改正を行うこととしたい。具体的には、①成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、現在の18項目に「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融資について手続きを簡素化する、②「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」、および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、受付期間を1年間延長する、といった改正を行うこととしたい。

### 2. 採決

上記を内容とする「『貸出支援基金運営基本要領』の一部改正等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

## III. 外貨建て証書貸付債権の適格担保化について

### 1. 執行部からの説明

昨年12月17日、18日の金融政策決定会合において、外貨建て証書貸付債権を適格担保とすると決定されたことを踏まえ、その枠組みを定める担保の適格性判定等に関する特則の制定を行うこととした。

## 2. 採決

上記を内容とする「『米ドル建の企業に対する証書貸付債権にかかる担保の適格性判定等に関する特則』の制定に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

## IV. J－R E I Tの銘柄別の買入限度額の引上げに伴う「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正等について

### 1. 執行部からの説明

昨年12月17日、18日の金融政策決定会合において、J－R E I Tの銘柄別の買入限度額を発行済投資口の総数の「5%以内」から「10%以内」に引き上げることが決定されたことに伴い、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

### 2. 採決

上記を内容とする「『指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領』の一部改正等に関する件」が採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

## V. 議事要旨の承認

議事要旨（2015年12月17、18日開催分）が全員一致で承認され、2月3日に公表することとされた。

## VI. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

国際金融資本市場について、委員は、年明け以降、原油価格の一段の下落に加え、中国経済の先行きに対する不透明感などから、投資家のリスク回避姿勢が強まっているとの認識を共有した。原油価格について、複数の委員は、一昨年以来の原油価格の下落には中国経済減速など需要要因も影響しているが、最近の急落の原因は主として供給要因であると述べた。この間、複数の委員は、最近における市場の不安定化は、実体経済面の動きよりも、マーケットのセンチメント主導で生じた色彩が強いとの認識を示した。また、何人かの委員は、市場参加者が中国の為替政策に関して不透明感を感じていることが不安定化の原因となっていることを指摘した。

海外経済について、委員は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、良好な雇用・所得環境などを背景として家計支出に支えられて回復しているとの認識で一致した。また、米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、輸出は新興国の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、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おり、先行きも、緩和的な金融環境のもとで雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門を中心に減速した状態が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当局が財政・金融両面で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辿るとの見方を共有した。この間、ある委員は、中国経済は政策対応の余地があるため、ハードランディングは避けられると考えられるが、減速の程度には不確実性があると述べた。

新興国経済について、委員は、アジアでは中国での調整の影響などから全体として減速した状態が続いているほか、ブラジル、ロシアなど資源国では厳しい経済情勢が続いているとの見方を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の景気回復の波及や金融・財政面の景気刺激策などを背景とした内需の持ち直しを反映して、減速した状態を脱していくとの見方を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、C P・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの認識を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。大方の委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けているとの見解を示した。景気の先行きについて、委員は、所得から支出への好循環が続くもとの、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。もっとも、多くの委員は、年明け以降の市場の不安定化が企業や家計のコンフィデンスに及ぼす影響には注意を要するとの見方を示した。

輸出について、委員は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直しているとの認識で一致した。先行きの輸出について、委員は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとの見方で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きの設備投資についても、企業収益が明確な改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。この間、ある委員は、企業の前向きな投資スタンスが維持されていることの背景には、過去最高水準の収益があると補足した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続ける

もとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、経済活動や企業業績の回復につれて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、春闘での労働側の要求が控えめであり、賃金がしっかりと上昇するにはなお時間を要すると指摘したほか、最近の国際金融資本市場の不安定化がベースアップの動向に影響を与える可能性についても懸念を示した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移しており、先行きも、引き続き底堅く推移するとの認識を共有した。複数の委員は、個人消費は足もとでは暖冬の影響で弱めとなっているものの、先行きについては雇用者所得の増加により緩やかに増加するとの見方を示した。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速に加え、在庫調整の動きもあって、このところ横ばい圏内の動きが続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、新興国経済の減速の影響が和らぎ、在庫調整が進捗するにつれて、持ち直しに転じていくとの見方を共有した。この間、ある委員は、新車投入効果の一巡や新型スマートフォン販売の下振れ等から、4～6月以降は生産の増加ペースが鈍化する可能性があるとして述べた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるとの見方で一致した。多くの委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比が直近の12月に1.3%となったことを踏まえ、物価の基調は着実に高まっているとの見方を示した。一方、別の委員は、先行きの値上げ計画は昨年と比べて少なく、4～6月頃に消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は下振れるリスクがあると述べた。

## Ⅶ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、物価の基調は着実に改善しているとの見方で一致した。こうした見方を裏付けるものとして、複数の委員が、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比プラス幅が着実に拡大傾向を続けていることを指摘した。

予想物価上昇率について、委員は、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっており、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が増大しているとの認識を示した。このうち一人の委員は、企業のデフレマインドが払拭されていない中で、賃上げの動きが拡がりを欠き、物価上昇ペースが下振れるリスクには重大な関心を払わざるを得ないと述べた。

そうした認識のもとで、多くの委員は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために、追加的な政策対応を行うことが適当であるとの見解を示した。このうち一人の委員は、金融市場の動揺が実体経済および予想物価上昇率に影響して、2%の「物価安定の目標」の達成を後ずれさせる可能性があり、現在の段階で、予防的な観点から追加緩和を行うことが適当であるとの見解を示した。一方、別の何人かの委員は、国際金融市場のリスクは下方に厚いものの、国内の経済・物価情勢は、追加緩和を行うほどには悪化していないとの見解を示し、金融政策の現状維持が望ましいと述べた。このうち一人の委員は、金融緩和の度合いは大きい状態が維持されており、追加緩和を正当化する理由はないと述べた。これに対し、ある委員は、足もとでは物価の基調に問題がないとしても、市場の不安定化が将来の物価の基調に悪影響を与える可能性がある以上、予防的に政策対応を行うことが望ましいと述べた。別の一人の委員は、現在は、国内経済の好循環を中断させることなく鋭意推進すべき正念場であり、金融政策の信認を保つためにも、追加的措置を講じて補強するとともに、将来の緩和手段の選択の幅を広げることが適切であると述べた。

こうした議論を受けて、議長は、執行部に対し、政策対応を行う場合に採り得るオプションの提示を求めた。執行部からは、①「量的・質的金融緩和」の拡大（マネタリーベースの増加幅および資産買入れの拡大）、②「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入、という2つのオプションが示された。このうち前者については、従来の枠組みの中での拡大であり、実務的に可能であると報告した。また、後者については、①当座預金の規模がきわめて大きいことを踏まえると、金融機関収益を過度に圧迫し、かえって金融仲介機能を弱めることがないよう、「階層構造方式」とする必要があること、②その場合、取

引先金融機関が「量的・質的金融緩和」のもとで、日本銀行の資産買入れに応じ、その結果として当座預金を積み上げてきた経緯を踏まえると、既存の残高については従来の取り扱いである+0.1%の金利を適用することが適当であること、③「量」の拡大に伴い当座預金が増加していくことを前提とすると、ゼロ金利部分を可變的に増加させ、マイナス金利部分を概ね一定の規模に留める設計上の工夫を行うべきであることを、を説明し、3段階の階層方式を提示した。また、マイナス金利が当座預金残高の全体にかからなくても、限界的な増加部分にかかれば、新しい取引によって当座預金が増えることに伴うコストはマイナスとなるので、金融市場ではそれを前提として金利や相場形成がなされると考えられると説明した。なお、この案を採用する場合、貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施することもあわせて提案された。

執行部の提案を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関して、さらに具体的な議論を行った。

多くの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入について、物価の基調に悪影響が及ぶリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、その導入が望ましいとの見解を示した。これらの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」によって、「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ことが可能となるほか、マイナス金利を導入することにより、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れを継続することとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えることができるとの見解を示した。このうち一人の委員は、理論的には、同じ量であれば付利を引き下げた方がポートフォリオ・リバランス効果を高め、より強い効果があるとの見解を示したほか、マイナス金利については、欧州諸国の経験から、効果や実務的な問題についても適切に運営するだけの知見は集積されており、問題を小さくしながらより効果を高めることができると述べた。別の一人の委員は、日本銀行当座預金金利をマイナス化しつつ、大量の国債の買入れを円滑に実施できるかについて不確実性はあるが、執行部の提案は、欧州の事例を参考にしつつも、日本の実情に適合した工夫が施されており、問題をかなりの程度解消するものであると述べた。そのうえで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に賛意を示した全ての委員は、執行部の提案した当座預金に対する3段階の階層構造は、限界的な金利をマイナスとし、イールドカーブの起点をマイナスにするという緩和効果を確保しつつ、金融機関収益への過度の

圧迫により金融仲介機能が低下することがないように設計されていると評価した。これらの委員は、マイナス金利の導入に当たっては、当座預金の付利金利を当初は-0.1%とし、今後、必要な場合、さらに引き下げることが望ましいと述べた。

これに対し、複数の委員は、「量的・質的金融緩和」の補完措置の導入直後のマイナス金利の導入が、かえって資産買入れの限界と受け止められる可能性を指摘した。このうち一人の委員は、複雑な仕組みが混乱・不安を招くこと、今後、一段のマイナス金利引き下げへの期待を煽る催促相場に陥ること、金融機関や預金者の混乱・不安を高めること、2%の「物価安定の目標」への理解が乏しいもとで政策意図に関する誤解を増幅させることなどへの懸念も示した。別の一人の委員は、マイナス金利の導入とマネタリーベース増額目標の維持は整合性に欠けること、マイナス金利は市場機能や金融システムへの副作用が大きいこと、海外中銀とのマイナス金利競争に陥る可能性があること、日本銀行のみが最終的な国債の買い手となり、市場から財政ファイナンスと見做される惧れがあることへの懸念を示した。別の一人の委員は、マイナス金利の導入により、国債のイールドカーブを引き下げても、民間の調達金利の低下余地は限られ、設備投資の増加も期待し難いと述べた。さらに別の一人の委員は、マイナス金利の導入は、国債買入れ策の安定性を損ねたり、金融システムの不安定性を高めたりする問題があるため、危機時の対応策としてのみ妥当であると述べた。

こうした「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に関する反対意見に対し、複数の委員は、政策意図が誤解されないためには、コミュニケーションを通じて説明を尽くすことが重要であると述べた。ある委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の効果波及チャネルは、これまで進めてきた「量的・質的金融緩和」のそれと異質のものと捉えるべきではなく、イールドカーブの起点を引き下げ、金利全般により強い下押し圧力を加えることで、実体経済への刺激を強めるという点で、「量的・質的金融緩和」の効果強化するものと考えることが適当であると述べた。別の一人の委員は、マイナス金利と資産買入れの整合性に関して、理論的には、付利金利がマイナスになっても、国債の売買価格がそれに見合って上昇すれば、金融機関にとってオペに於ける合理性はあるとしたうえで、マイナス金利の導入が国債市場に与える影響を注意深くみながら資産買入れを進めれば支障はないとの見解を示した。この委員はさらに、市場機能への影響に関して、欧州の事例では、マイナス金利のもとでも短期金融市場の

取引は必ずしも減少していないことを指摘したほか、金融システムの面では、金融機関の収益に当面負の影響が出ることは避け難いものの、一日も早いデフレ脱却を実現することが、金融機関の経営環境を改善するうえでも重要であると述べた。さらに別の一人の委員は、各国の中央銀行が自国の物価の安定のために必要な施策を適切に実行することは、互いの経済にとってメリットをもたらすものであるとの見解を示した。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについて、大方の委員は、次回金融政策決定会合まで、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、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こと、②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、①2%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、②今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。この間、ある委員は、対外公表文に関して、前回まで含まれていた「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」の文言には、プルーデンス面の配慮も含まれるとし、文言の修正を行うべきでないと述べた。

## VIII. 政府からの出席者の発言

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時26分中断、11時42分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今回提案のあった事項については、金融政策の目標を達成するために必要な措置として提案されたものと私どもは認識しており、本国会において適切に判断して頂ければと思う。
- また、今回の提案を含め、金融政策運営の状況等については、引き続き、丁寧かつ積極的な説明に努めて頂きたいと思う。
- 1月20日、平成27年度補正予算が成立した。経済の下振れリスクに対応するとともに、わが国の課題を解決していくため、本補正予算を直ちに実行していく。また、1月22日には、平成28年度予算を国会に提出した。平成28年度予算は、一億総活躍社会の実現をはじめとした重要課題に取り組んでいくための予算である。経済・財政再生計画の初年度の予算として、その目安に沿って、一般歳出の伸びを抑制しており、経済再生と財政健全化の両立を実現する予算となっている。補正予算に続き、本国会での早期成立に向けて取り組んでいく。
- 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、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。このところ世界的な金融資本市場の変動がみられているが、わが国のファンダメンタルズはしっかりしている。政府経済見通しでは、平成28年度のわが国経済について、堅調な民需に支えられた景気回復を見込んでいる。物価は、需給が引き締まっていく中で上昇し、デフレ脱却に向けさらに前進すると考えられる。中長期の経済財政に関する試算では、2015年度の国・地方の基礎的財政収支赤字半減目標の達成が見込まれる。黒字化目標年度である2020年度は、経済再生ケースで1.1%程度の赤字となり、引き続き経済・財政一体改革を着実に推進することが重要と考える。物価動向の判断に当たっては、付加価値の価格を表すGDPデフレーター等の各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。
- 平成27年度補正予算が1月20日に成立し、平成28年度予算政府案も国会へ提出した。昨年12月24日の経済財政諮問会議において、経済・財政一体改革の工程を具体化した「経済・財政再生アクション・プログラム」を決定した。また、TPP協定が発効した場合にわが国のマクロ経済に与える経済効果を分析した結果、GDPにして約14兆円、労働供給にして約80万人の増加が見込まれる。

- 日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。なお、最近の金融資本市場の変動の影響に十分注意を払って頂きたい。また、今回の追加緩和策を含めた金融政策の効果について十分注視していく必要がある。加えて、2%の「物価安定の目標」の達成時期および金融政策運営の変更に関し、日本銀行としての考え方について、対外的に丁寧に説明して頂くことが重要と考える。

## IX. 採決

### 1. 「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の全面改正等に関する件（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の全面改正等（主な内容は以下のとおり）の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 議案（議長案）

金融機関が保有する日本銀行当座預金に-0.1%のマイナス金利を適用する。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する。貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員

反対：白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

—— 白井委員は、「量的・質的金融緩和」の補完措置導入直後のマイナス金利の導入は資産買入れの限界と誤解される恐れがあるほか、複雑な仕組みが混乱を招く恐れがあるとして反対した。

—— 石田委員は、これ以上の国債のイールドカーブの低下が实体经济に大きな効果をもたらすとは判断されないとして反対

した。

- 佐藤委員は、マイナス金利の導入はマネタリーベースの増加ペースの縮小とあわせて実施すべきであるとして反対した。
- 木内委員は、マイナス金利の導入は長期国債買入れの安定性を低下させることから危機時の対応策としてのみ妥当であるとして反対した。

## 2. 金融市場調節方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

## 3. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に

付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

#### 4. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

この間、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、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を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、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買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

## X. 「経済・物価情勢の展望」に関する検討と決定

### 1. 経済・物価情勢の展望

以上の議論によって決定された金融市場調節方針および資産買入れ方針を前提としたうえで、「経済・物価情勢の展望」に関する議論を行った。経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、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の、国内需要が増加基調を辿るとともに、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考えられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、わ

が国経済は、2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。大方の委員は、その後、2017 年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持するとの見方で一致した。大方の委員は、昨年 10 月の展望レポートでの見通しと比べると、成長率の見通しは、概ね不変であるとの見方を共有した。2015 年度下期から 2016 年度の景気展開について、委員は、輸出は、新興国経済が減速した状態から脱していくもとの、既往の為替相場の動きによる下支えもあって、緩やかに増加していくとの見方で一致した。2017 年度にかけては、委員は、2017 年 4 月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、設備投資の増加ペースが資本ストックの蓄積に伴って低下していくとの見方で一致した。もっとも、委員は、輸出が、海外経済の成長などを背景に緩やかな増加を続けるとともに、国内民間需要も、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて底堅く推移するとの認識を共有した。また、委員は、見通し期間を通じて、潜在成長率は緩やかな上昇傾向を辿り、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくとの認識で一致した。

物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、消費者物価の前年比は、①物価の基調が着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく、②2%程度に達する時期は、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2017 年度前半頃になる、③その後は、平均的にみて、2%程度で推移する、との見方を共有した。これらの委員は、昨年 10 月の展望レポートでの見通しと比べると、2%程度に達する時期が後ずれしているが、これは原油価格の想定の下振れによるものであり、物価の基調は着実に改善しているとの認識で一致した。ある委員は、2017 年度前半頃に2%程度に近づくと考えているが、この見通しは、大方の委員の見通しを包摂する上述の表現と広い意味で整合的であると述べた。別のある委員は、2%程度に達する時期は「2017 年度」として幅を持たせることが適当であると述べた。こうした中、別の複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの認識を示した。このうち一人の委員は、物価の基調が今後さらに改善するか否かという点は、今般の賃金交渉に鑑み、慎重にならざるを得ないと述べた。

委員は、物価の基調を規定する主たる要因である需給ギャップと中長期的な予想物価上昇率について議論した。まず、需給ギャップについて、委員は、生産のもたつきの影響などを受けつつも、労働面を中

心として、着実に改善傾向を辿っているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長が続くもとで、需給ギャップは、プラス（需要超過）に転じた後、プラス幅を一段と拡大し、その後2017年度には、プラスの水準で横ばい圏内の動きになるとの認識を共有した。

次に、中長期的な予想物価上昇率について、委員は、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば全体として上昇しているとの見方を共有した。委員は、マーケット関連指標やアンケート調査の中には弱めの指標もみられているが、企業の価格・賃金設定スタンスは、特に本年度入り後、明確に変化しており、消費者も、雇用・所得環境の改善などを受けて、価格改定を受容しているとの認識を共有した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向に関する不確実性、②2017年4月に予定される消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性、の4点を挙げた。

物価に固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②需給ギャップ、特に労働需給の動向、③物価上昇率の需給ギャップに対する感応度、④輸入物価の動向、の4点を挙げた。

この間、多くの委員は、最近における金融市場の不安定化によって、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大しているとの認識を共有した。

## 2. 「経済・物価情勢の展望」の決定

以上の議論を踏まえ、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、多数意見が形成された。

これに対し、佐藤委員からは、①物価見通しについての記述中、「2%程度に達する時期は、2017年度前半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる」を「2%程度を見通せる時期は、2017年度前半頃になると予想される」に、「2%程度に達する時期の後ずれは」を「2%程度を見通せる時期の後ずれは」に変更すること、②第1の柱についての記述中、「2%程

度の物価上昇率を実現し」を「２％程度の物価上昇率を目指し」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：佐藤委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
木内委員、原田委員、布野委員

木内委員からは、①中長期的な予想物価上昇率の見通しについて、「安定的に推移する」とすること、②物価見通しについて、「当面０％程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる」とすること、③先行きの金融政策運営について、「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」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、１月３０日に公表することとされた。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
原田委員、布野委員

反対：佐藤委員、木内委員

佐藤委員、木内委員は、上記の各議案で示した理由により、反対した。

## XI. 対外公表文（「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

### 1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。」から、「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。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

### 2. 議長案

議長からは、対外公表文（「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入）＜別紙＞が提案され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、佐藤委員、  
木内委員、原田委員、布野委員

反対：石田委員

—— 石田委員は、前回までの対外公表文に含まれていた「上下  
双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」の文言に  
は、プルーデンス面の配慮も含まれるとし、文言の修正に反  
対した。

以 上

2016年1月29日

日本銀行

## 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする。

(1) 「金利」：マイナス金利の導入（賛成5反対4）<sup>(注1)</sup>

金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する<sup>1</sup>。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する（別紙）<sup>2</sup>。

貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する。

(2) 「量」：金融市場調節方針（賛成8反対1）<sup>(注2)</sup>

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(3) 「質」：資産買入れ方針（賛成8反対1）<sup>(注2)</sup>

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う<sup>3</sup>。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。

<sup>1</sup> 2016年2月16日からの準備預金積み期間から適用する。

<sup>2</sup> 階層構造方式は、マイナス金利の適用が金融機関収益を過度に圧迫し、かえって金融仲介機能を弱めることを防ぐ観点から、スイス（▲0.75%）、スウェーデン（▲1.1%）、デンマーク（▲0.65%）など、大きめのマイナス金利を実施している国々で、採用されている。

<sup>3</sup> 従来通り、長期国債買入れの下限金利は設けず、▲0.1%を下回る金利での買入れも行う。

- ② E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円<sup>4</sup>、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

#### (4) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる<sup>(注3)</sup>。

2. わが国の景気は、企業部門・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとの、緩やかな回復を続けており、物価の基調は着実に高まっている。もっとも、このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している。
3. 日本銀行は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することとした。日本銀行当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく。また、この枠組みは、従来の「量」と「質」に「マイナス金利」を加えた3つの次元で、追加的な緩和が可能なスキームである。日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもと、2%の「物価安定の目標」の早期実現を図る。

以 上

---

<sup>4</sup> 2015年12月の金融政策決定会合で決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするE T Fの買入れ(年間約3,000億円)は、これとは別枠で4月から実施する。

- 
- (注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員。反対：白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。白井委員は、「量的・質的金融緩和」の補完措置導入直後のマイナス金利の導入は資産買入れの限界と誤解される恐れがあるほか、複雑な仕組みが混乱を招く恐れがあるとして、石田委員は、これ以上の国債のイールドカーブの低下が实体经济に大きな効果をもたらすとは判断されないとして、佐藤委員は、マイナス金利の導入はマネタリーベースの増加ペースの縮小とあわせて実施すべきであるとして、木内委員は、マイナス金利の導入は長期国債買入れの安定性を低下させることから危機時の対応策としてのみ妥当であるとして反対した。
- (注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。反対：木内委員。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。
- (注3) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく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の議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員）。

## 日本銀行当座預金のマイナス金利適用スキーム

日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する<sup>5</sup>。

### 1. 3段階の階層構造

#### (1) 基礎残高(+0.1%を適用)

「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の残高については、従来の扱いを維持する。具体的には、各金融機関の日本銀行当座預金残高のうち、2015年1月～12月積み期間(基準期間)における平均残高までの部分を、既往の残高に対応する部分として、+0.1%を適用する。

#### (2) マクロ加算残高(ゼロ%を適用)

以下の合計額にはゼロ%を適用する。

- ① 所要準備額に相当する残高
- ② 金融機関が貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合には、その残高に対応する金額
- ③ 日本銀行当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案して、適宜のタイミングで、マクロ加算額((1)の基礎残高に掛目を掛けて算出)を加算していく。

#### (3) 政策金利残高(▲0.1%を適用)

各金融機関の当座預金残高のうち、(1)と(2)を上回る部分に、▲0.1%のマイナス金利を適用する。

### 2. 現金保有額が大きく増加した場合の取り扱い

金融機関の現金保有によってマイナス金利の効果が減殺されることを防止する観点から、金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合には、その増加額を、(2)のマクロ加算残高(それを上回る場合には、(1)の基礎残高)から控除する。

以上

<sup>5</sup> 階層構造としても、金融市場に対してはマイナス金利としての効果を持つ。すなわち、金融取引の価格(金利・株価・為替相場など)は、ある新しい取引を行うことに伴う限界的な損益によって決まる。マイナス金利が当座預金残高の全体にかからなくても、限界的な増加部分にかかれば、新しい取引によって当座預金が増えることに伴うコストは▲0.1%である。金融市場ではそれを前提として金利や相場形成がなされる。

(28年3月14、15日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2016年3月14日(14:00～16:16)  
3月15日(9:00～12:28)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	白井さゆり	(審議委員)
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )
	布野幸利	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (14日)
	坂井 学	財務副大臣 (15日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官 (14日)
	高鳥修一	内閣府副大臣 (15日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局審議役	高口博英 (14日 14:54～16:16、 15日 9:00～ 9:31)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	前田栄治
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画調整課長	鈴木公一郎 (14日 14:54～16:16、 15日 9:00～ 9:31)
企画局企画役	加藤 涼
企画局企画役	二宮拓人

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（1月28、29日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは350～359兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、マイナス金利導入を受けて、翌日物、ターム物ともに低下しており、ゼロ近辺ないしマイナス圏で推移している。2月積み期入り後の無担保コールレート（オーバーナイト物）は、ごく小幅のマイナスで推移している。ターム物金利をみると、短期レート（3か月物）は、最近では-0.1%近辺で推移している。コール市場の取引残高は、マイナス金利の適用が始まった2月積み期入り後、有担保市場を中心に大幅に減少した。

株価（日経平均株価）は、米欧株価が銀行株を中心に下落する中で、2月半ばにかけて大幅に下落した後、世界的にリスクセンチメントが改善するもとで反発し、最近では17千円前後で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、世界的なリスクオフの流れを受け、2月半ばにかけて円高ドル安方向の動きとなった。円の対ユーロ相場は、ECBによる追加緩和観測の高まりなどもあって、円高ユーロ安方向の動きとなった。長期金利（10年債利回り）は、2月9日に初めてマイナスとなった後、2月下旬以降はマイナス圏で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

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している。

米国経済は、米ドル高や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、家計支出に支えられて回復傾向にある。物価面をみると、コアベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比+1%台後半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因に+1%台前半で推移している。

---

（注） 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、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。物価面をみると、インフレ率（H I C P）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比0%近傍で推移しているが、コアベースでは+1%近傍で推移している。この間、英国経済は、内需を中心に回復を続けている。

新興国経済をみると、中国経済は、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。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。一方、N I E s・A S E A Nでは、景気刺激策の効果もみられているが、外需の鈍化やI T関連財の需要一服が輸出・生産を下押ししており、やや減速している。ブラジルおよびロシアでは、資源価格の下落などにより輸出が低迷しているほか、内需も落ち込むなど、厳しい経済情勢が続いている。

新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の下落と自国通貨安が相殺し、総じて低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、新興国経済の先行き不透明感や米国の景気減速リスクに加え、エネルギー関連企業の信用リスクや米欧金融機関の経営環境などが意識されるもとで、株価が下落し、米国・ドイツの国債利回りが低下した。もっとも、2月中旬以降は、米欧の良好な経済指標や原油価格の下げ止まり、G20において参加国が成長と安定を支える姿勢を改めて示したことなどから、株価は反発し、米国・ドイツの国債利回りは幾分上昇した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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。

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、足もとでは持ち直しが一服している。財別にみると、資本財が弱めの動きとなっているほか、I T関連もスマートフォンの部品で鈍さが目立っている。先行きの輸出は、当面持ち直しの一服した状態が続くとみられるが、その後は、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みられる。

公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向にある。先行きの公共投資は、当面緩やかな減少傾向を続けるとみられる。

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。法人企業統計で経常利益率の動きをみると、製造業では、新興国経済の減速の影響や円安傾向の一服などから、高水準横ばい圏内の動きとなっている一方、非製造業では、交易条件の改善と国内需要の増加に支えられて、明確な改善を続けている。昨年10～12月期のGDPベースの実質設備投資（2次速報値）は、前期比+1.5%の着地となった。機械受注も、振れを均せば、しっかりとした増加基調を辿っている。先行きの設備投資は、高水準の企業収益を背景として、当面緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、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。各種の販売統計は、足もとでは、暖冬による季節商材の販売不振の影響から鈍めの動きとなっているが、一時的なものと考えられる。外食などのサービス消費は、このところしっかりと増加している。消費者マインドは、金融市場の不安定な動きの影響などから、やや大きめの悪化となっている。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、このところ持ち直しが一服している。マンション価格上昇を背景とした分譲需要の伸び悩みや貸家系の建設需要の増加一服などがみられる。

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、在庫調整の動きもあって、横ばい圏内の動きが続いている。先行きについては、自動車におけるサプライチェーン障害の影響などにより振幅が大きくなると予想されるものの、基調としては、新興国を中心とする海外経済の減速の影響が続くもとで、当面横ばい圏内の動きが続くとみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の下落を主因に、下落を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、昨年1～2月をボトムに、プラス幅の着実な拡大傾向が続いている。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、振れを伴いつつも、2008年のピークを明確に上回る水準で推移している。先行きについて、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。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割程度の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度の伸びとなっている。この間、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。

## (3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

3月上旬実行の成長基盤強化支援資金供給のうち、本則分の新規貸付は6,299億円となり、貸付実行後の残高は55,357億円となっている。この他の残高は、ABL等特則分が878億円、小口特則分が115.26億円、米ドル特則分が119.9億米ドルとなっている。

## II. 住宅ローン債権の一括担保受入制度の導入について

### 1. 執行部からの説明

昨年12月の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の一環として、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度の導入が決定されたことに伴い、住宅ローン債権を信託財産とする信託受益権の担保としての取扱いを定める要領の制定等を行うこととしたい。

### 2. 委員会の検討・採決

上記を内容とする「『適格住宅ローン債権信託受益権担保取扱要領』の制定等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

### Ⅲ. 新たな E T F 買入れ枠の運営について

#### 1. 執行部からの説明

昨年 12 月の金融政策決定会合において、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする E T F について、新たに年間約 3,000 億円の枠を設けて買い入れることが決定されたことに伴い、買入れ対象とする E T F のうち、J P X 日経 400 に連動する銘柄以外のものについて、指数や買入対象銘柄に関する基準の制定等を行うこととしたい。

#### 2. 委員会の検討・採決

上記を内容とする「『設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するための指数連動型上場投資信託受益権買入等に関する特則』の制定等に関する件」が採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

—— 木内委員は、E T F 買入れ減額を含む自身の提案と整合的ではないとして反対した。

本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

### Ⅳ. 「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等について

#### 1. 執行部からの説明

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで補完当座預金制度をより円滑に運営する観点から、実務的な対応を講じることとしたい。具体的には、①基準比率の見直し方法の明確化、②M R F に係る「マクロ加算残高」の計算方法の特則の制定、③貸出支援基金等の利用促進策の導入等を行うために、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

## 2. 委員会の検討・採決

委員は、執行部から説明があった実務的な対応について、これを実施することが適当であるとの認識を共有した。何人かの委員は、MRFが個人の証券投資の決済機能を担っていることを指摘し、その機能の円滑を確保することが適当であると述べた。また、複数の委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、貸出増加や成長基盤強化に向けた金融機関の取り組みなどを一層強力に支援することが適当であると述べた。ある委員は、こうした工夫や改良を講じることで、マイナス金利政策の緩和効果を最大限引き出していくことが重要であると指摘した。この間、一人の委員は、実務的な対応を講じることは、マイナス金利の限界として誤解される可能性もあるため、情報発信面には十分に留意する必要があると付け加えた。

以上の議論を踏まえ、「『補完当座預金制度基本要領』の一部改正等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、その骨子を対外公表文に記載することとされた。また、その詳細については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

## V. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、大方の委員は、2月中旬までは不安定な状態が続いていたが、その後、幾分落ち着きを取り戻しているとの見方を示した。何人かの委員は、その背景として原油価格の反発や堅調な米国の経済指標を指摘したうえで、G20において参加国が成長と安定を支える姿勢を改めて示したことも市場に安心感をもたらしたとの見方を示した。そのうえで、委員は、国際金融市場の動向やこれがわが国の経済・物価に及ぼす影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、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の認識を共有した。先行きについて、委員は、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、米ドル高や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、雇用が拡大す

るもとで、家計支出に支えられて回復傾向にあるとの認識で一致した。また、米国経済の先行きについて、委員は、当面鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。複数の委員は、市場の一部に米国の景気後退を懸念する声も聞かれたことを指摘したうえで、最近の経済指標をみれば、過度に悲観的になる必要はないとの認識を示した。

欧州経済について、委員は、輸出は新興国経済の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、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との認識を共有した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、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との見方で一致した。先行きについて、委員は、当局が財政・金融両面で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辿るとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、アジアでは外需の鈍化やIT関連財の需要一服が輸出・生産を下押ししており、やや減速しているほか、ブラジル、ロシアなど資源国では厳しい経済情勢が続いているとの見方を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、先進国の景気回復の波及や金融・財政面の景気刺激策の効果などから、減速した状態を脱していくとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、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の認識を共有した。委員は、最近公表された経済指標には勢いを欠くものがみられるものの、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが作用するもとで、わが国経済の回復基調は揺らいでいないとの見方を共有した。景気の先行きについて、委員は、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調を辿るとともに、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の見方で一致した。そのうえで、委員は、わが国の経済は、

基調として緩やかに拡大していくとの認識を共有した。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、足もとでは持ち直しが一服しているとの認識で一致した。先行きの輸出について、委員は、資本財やIT関連が新興国経済の減速の影響から鈍めの動きとなるもとで、全体でも当面持ち直しの一服した状態が続くが、その後は、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の見方を共有した。ある委員は、世界的にみて貿易活動は停滞気味であり、わが国の輸出についても、先行き必ずしも楽観できないと述べた。

設備投資について、委員は、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との認識で一致した。先行きの設備投資について、委員は、高水準の企業収益を背景として、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、輸出・生産の弱さが設備投資にも影響を及ぼす可能性には留意が必要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、労働需給の改善を踏まえれば、今後、ロボットを活用した省力化投資やITを活用した生産性向上のための投資が増加していくことが期待できると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、労働需給の引き締まりが続き、企業収益が高水準で推移するもとで、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅く推移しており、先行きも、引き続き底堅く推移するとの認識を共有した。何人かの委員は、昨年10～12月期の実質GDP（2次速報値）において個人消費が前期比マイナスとなったことについて、暖冬のほか家計調査のサンプル要因が影響しているとの認識を示した。そのうえで、複数の委員は、販売側や供給側の統計などを合わせてみれば、個人消費の基調に変化はないとの認識を示した。この間、何人かの委員は、国際金融市場の不安定な動きの影響から、消費者のマインド指標がやや大きめの悪化となっている点に留意を要すると述べた。また、複数の委員が、年金生活者や低所得者が消費に慎重になっている可能性があるとの見方を示した。このうち一人の委員は、個人消費の指標の動きをよく精査したうえで、個人消費の実態を見極めていく必要があると述べた。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速の影響に加え、在庫調整の動きもあって、横ばい圏内の動きが続いているとの認識で一

致した。先行きについて、委員は、基調としては、新興国を中心とする海外経済の減速の影響が続くもとで、当面横ばい圏内の動きが続くとの見方を共有した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとの見方で一致した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているとの見方を共有した。何人かの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定後、国債のイールドカーブは全ての期間で低下しているほか、これを受けて、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利がはっきりと低下していることを指摘した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの認識を共有した。

## VI. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、物価の基調は着実に改善しているとの見方で一致した。一人の委員は、1月の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比プラス幅が縮小したことについて、暖冬による販売不振が影響したものであり、日次・週次の物価指数の動きなども踏まえれば、物価の基調に変化はないとの認識を示した。そのうえで、多くの委員は、先行きも、現在の金融市場調節方針のもとで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を着実に推進していくことで、物価の基調は着実に高まり、消費者物価の前年比は、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。この間、何人かの委員は、最近の実体経済

における輸出・生産面などの弱めの動きや、円安米ドル高傾向の一服、今年の春闘においてベースアップが総じて昨年水準を下回ると見込まれていることなどを踏まえれば、春先以降、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比が下振れるリスクが高まっているとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、最近、人手不足からパート労働者の賃金を引き上げる動きがみられることを指摘し、労働需給の改善は、やや時間を要したとしても、労働者の待遇改善を通じて物価の押し上げに寄与していくとの見方を示した。また、複数の委員は、原油価格が2月半ば以降底入れしていることを指摘した。

予想物価上昇率について、委員は、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認識を共有した。複数の委員は、予想物価上昇率に関するサーベイ調査や市場の指標がこのところ弱めの動きを続けていることを指摘し、このところの原油価格の一段の下落が影響しているとの認識を示した。これらの委員は、こうした予想物価上昇率の動きが、今後企業や家計の行動に影響をもたらさないか注視する必要があると述べた。この間、一人の委員は、消費者や企業経営者が「もはやデフレではない」と認識していることに変わりはないとの見方を示した。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入が金融経済情勢に与えた影響について、大方の委員は、金利面では、マイナス金利の導入の効果は、既に現れているとの認識を共有した。何人かの委員は、国債のイールドカーブが全ての期間で低下したことを指摘し、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えるという狙い通りの効果を発揮していると述べた。一人の委員は、住宅ローン金利の低下は、住宅投資を刺激するほか、借り換えを通じて債務者の金利負担を軽減し、消費にもプラスに働くとの見方を示した。また、複数の委員が、マイナス金利導入後も円高・株安が続いたことについて、世界的な投資家のリスク回避姿勢の過度の強まりを背景とするものであると指摘し、市場が落ち着きを取り戻すにつれて金利低下の効果はしっかりと波及していくとの見方を示した。ある委員は、今後、金利の低下がどのように企業や家計の支出面に波及していくかを注視すべきであると述べた。また、複数の委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」はこれまで所期の効果を発揮してきた「量的・質的金融緩和」を一段と強化するものであり、実質金利の引き下げを通じて雇用・所得面を含め国民生活に幅広いメリットをもたらすということをしつかりと説明し、人々の理解を得ていくこ

とが重要であるとの認識を示した。

こうした見方に対して、何人かの委員は、足もとでは、マイナス金利の導入に伴う負の影響が現れているとの認識を示した。これらの委員は、具体的な影響として、金融機関や預金者の不安を招いたこと、日本銀行の政策運営が分かり難いものとなったこと、金融市場の不安定化に拍車をかけたこと、行き過ぎた追加緩和期待が醸成されたことなどを指摘した。このうち複数の委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでのポートフォリオ・リバランス効果について、国内の投資対象資産が限られていることから、必ずしも期待した効果に繋がっていないと付け加えた。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の金融機関収益や金融仲介機能への影響について、複数の委員は、日本の金融機関は高い財務健全性を維持しているほか、「量的・質的金融緩和」の導入以降、地域銀行を含め収益は高い水準にあることを指摘し、金融仲介機能が直ちに弱まるとは考え難いとの見方を示した。これらの委員は、日本銀行当座預金の階層構造の採用によって、金融機関収益への直接的な影響は緩和されていると付け加えた。また、複数の委員が、金融機関の収益構造を抜本的に改善するためには、デフレから脱却し、低金利環境から脱することが不可欠であり、この点をしっかり説明していく必要があるとの認識を示した。一人の委員は、銀行は長短金利差で利益を得るものであるが、利益の源泉が長短金利差だけということであれば、十分な金融仲介機能を果たしているとは言えないと述べた。これに対し、複数の委員は、マイナス金利のもとでは、金融機関が資産・負債を圧縮することを通じて金融仲介機能が低下するリスクや、金融機関の過度のリスクテイクを通じて金融の不均衡が蓄積するリスクが高まるとの見方を示した。このうち一人の委員は、金融システムの安定をこれまで以上に重視していく必要があるとの認識を示した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについて、大方の委員は、次回金融政策決定会合まで、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、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こと、②ETFおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円（4 月からは年間約 3.3 兆円）、年間約 900 億円に相当するペー

スで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

政策金利について、大方の委員は、引き続き日本銀行当座預金のうち政策金利残高に-0.1%のマイナス金利を適用することが適当であるとの認識を共有した。このうち一人の委員は、既にこの政策が導入され、人々もそれを前提に行動していることを踏まえれば、すぐに撤回することは適当ではないと述べた。また、別のある委員は、マイナス金利政策には負の影響がみられるものの、導入直後の撤回は市場の混乱や日本銀行の信認低下を招くおそれがあるため、現状維持が適当であると述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、①2%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、②今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

一方、ある委員は、マイナス金利は、金融仲介機能を低下させ、实体经济に悪影響をもたらすほか、将来の金融不均衡蓄積のリスクを高めることなどから、補完当座預金制度の付利金利をマイナス金利導入以前の水準に戻すことを主張した。そのうえで、日銀当座預金の3層構造は、将来活用の余地があることから維持すべきであると述べた。

また、別のある委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は限界的に逡減しているほか、既に副作用が効果を上回っているとしたうえで、①長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、②「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直し、金融不均衡などのリスクに十分配慮した政策運営を行うことを主張した。また、金融仲介機能と国債市場の安定に配慮して、補完当座預金制度の付利金利を以前の水準に戻すことが適当であると付け加えた。

## VII. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 2月26、27日に上海にて開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議では、財務大臣からの問題提起もあり、①市場の過度の変動

に対する懸念の共有、②市場の信認を醸成し回復を維持・強化するため、金融、財政および構造政策など、全ての政策手段を個別にまた総合的に用いるとの決意、③巨額で変動しやすい資本フローに対処するための政策手段および枠組みについて検証を行う方針など、日本として重要と考える要素が共同声明にしっかりと盛り込まれた。引き続き、国際社会と連携しつつ、市場動向等を注視していく。

- 平成 28 年度予算については、3 月 1 日に衆議院で可決され、現在参議院で審議が行われているところである。デフレ脱却・経済再生をさらに前進させるため、平成 27 年度補正予算を迅速かつ着実に実施するとともに、平成 28 年度予算および関連法案の早期成立に向けて引き続き取り組んでいく。
- 日本銀行におかれては、引き続き、経済・物価情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。2015 年 10～12 月期 GDP 速報(2 次 QE)では、記録的な暖冬の影響もあり、実質成長率は前期比 -0.3% となったが、実質雇用者報酬は前年同期比 +1.7%、設備投資も 2 期連続でプラス、2015 年暦年は名目・実質成長率、物価上昇率のいずれもがプラスと明るい動きがみられている。先行きは、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、景気は緩やかな回復に向かうことが期待される。ただし、海外経済の不確実性の高まりや金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断に当たっては、付加価値の価格を表す GDP デフレーター等の各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。
- 平成 27 年度補正予算について、その効果を早期に発揮させていくため、内閣府として進捗状況の調査を行うこととした。平成 28 年度予算および関連法案の早期成立が、デフレ脱却を目指し、経済再生に向けた取組みをさらに進めるために極めて重要である。また、本年 5 月の G 7 サミット議長国として、現下の世界的な経済状況に適切に対応するため、国際金融経済分析会合を立ち上げ、幅広く世界の経済・金融情勢について内外有識者から見解を伺うこととした。
- 2 月 18 日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗を確認した。日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、着実に取り組むことを期待する。な

お、先般のマイナス金利政策は、技術的で分かりにくい面もあるため、引き続き日本銀行として分かりやすく発信して頂き、今回の措置の効果が十分発現するよう取り組んで頂きたいと考えている。

## VIII. 採決

### 1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

### 2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円（4月からは年間約3.3兆円）、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

反対：木内委員

### 3. 政策金利（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、日本銀行当座預金のうち政策金利残高に $-0.1\%$ のマイナス金利を適用することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
原田委員、布野委員

反対：佐藤委員、木内委員

### 4. 政策金利等（佐藤委員案）

この間、佐藤委員から、政策金利等に関して、①3段階の階層構造を維持しつつ所要準備額を除く日本銀行当座預金について $+0.1\%$ の金利を適用する、②貸出支援基金等は $+0.1\%$ の金利で実施する、との内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：佐藤委員、木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
原田委員、布野委員

### 5. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

また、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、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を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、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買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-REITに

ついて、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

### IX. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の 2 つの議案が採決に付されることとなった。

#### 1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの物価に関する記述について、「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。」から、「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、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。」に、また、先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2 % の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の 3 つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。」から、「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。」に、それぞれ変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、  
佐藤委員、原田委員、布野委員

#### 2. 議長案

議長からは、対外公表文(「当面の金融政策運営について」<別紙>)が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

#### X. 議事要旨の承認

議事要旨(1月28、29日開催分)が全員一致で承認され、3月18日に公表することとされた。

以 上

2016年3月15日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。

(1) 「量」：金融市場調節方針（賛成8反対1）<sup>(注1)</sup>

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(2) 「質」：資産買入れ方針（賛成8反対1）<sup>(注1)</sup>

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。
- ② ETFについて、保有残高が、3月末までは年間約3兆円、4月からは年間約3.3兆円<sup>1)</sup>に相当するペースで増加するよう買入れを行う。J-REITについては、保有残高が、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(3) 「金利」：政策金利（賛成7反対2）<sup>(注2)</sup>

日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

---

<sup>1)</sup> 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。

2. 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。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している。そうしたもとで、輸出は、足もとでは持ち直しが一服している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、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。一方、住宅投資はこのところ持ち直しが一服しており、公共投資も高水準ながら緩やかな減少傾向にある。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。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。
3. 先行きのわが国経済については、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、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、国内需要が増加基調をたどるとともに、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みられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。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<sup>(注3)</sup>。
4. リスク要因としては、中国をはじめとする新興国や資源国に関する不透明感に加え、米国経済の動向やそのもとの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、地政学的リスクなどが挙げられる。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。
5. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる<sup>(注4)</sup>。
6. また、日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を円滑に実施する観点から、実務的な対応を決定した。すなわち、①0%の金利を適用する「マクロ加

算残高」の見直しを原則として3か月毎に行う、②MRFの証券取引における決済機能に鑑み、MRFを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（昨年の受託残高を上限とする）を加える、③金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、今後「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関については、増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算することとした<sup>2</sup>。

以上

- 
- (注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。反対：木内委員。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。
- (注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、原田委員、布野委員。反対：佐藤委員、木内委員。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。なお、佐藤委員より、3段階の階層構造を維持しつつ所要準備額を除く日本銀行当座預金について+0.1%の金利を適用する、貸出支援基金等は+0.1%の金利で実施するとの議案が提出され、反対多数で否決された。
- (注3) 木内委員より、消費者物価の前年比は、当面0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員）。
- (注4) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく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の議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員）。

---

<sup>2</sup> ①および②については、本日公表の「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等について参照。また、③については、基本要領の改正を次回金融政策決定会合で行ったうえ、5月積み期より適用する。なお、既存の残高については、1月の決定どおり、貸出支援基金等の残高相当額を「マクロ加算残高」に加算することとする。残高が減少した場合はその減少額だけ減算する。

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK 月次調査（債券）」
- (図表 18) 国土交通省「地価公示」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 20) ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) ブルームバーグ社
- (図表 23) 日本銀行、全国銀行協会、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券
- (図表 24) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 25) 日本相互証券
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 東京証券取引所
- (図表 29) 日本銀行
- (図表 30) 国際決済銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 32) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子CP）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 35) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 36) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 37) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 38) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 39) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 42) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 43) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」