

公表時間

4月13日（月）8時50分

2015. 4. 13

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2015年3月16、17日開催分）

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2015年4月7、8日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2015年3月16日(14:00～16:16)
3月17日(9:00～11:59)

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	(〃)
	宮尾龍蔵	(審議委員)
	森本宜久	(〃)
	白井さゆり	(〃)
	石田浩二	(〃)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	迫田英典	大臣官房総括審議官(16日)
	菅原一秀	財務副大臣(17日)
内閣府	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(16日)
	西村康稔	内閣府副大臣(17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(17日 9:00～9:15)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司(17日 9:00～9:15)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太

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（2月17、18日）で決定された方針^{（注）}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272～278兆円台で推移した。

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%）を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは概ねゼロ%近傍で推移している。

長期金利（10年債利回り）は、米国長期金利の低下などを受けて一旦低下する場面もみられたが、その後は米国金利の上昇などを受けて再び上昇し、最近では前回会合と概ね同水準の0.4%近辺で推移している。株価（日経平均株価）は、堅調な企業決算や対米ドルでの為替円安などを背景に上昇し、最近では19千円台前半となっている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の堅調な経済指標などを受けて円安ドル高方向の動きとなっており、最近では121円台で推移している。この間、ユーロの対ドル相場は、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始などを受けて、一段とユーロ安ドル高が進行している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けている。個人消費は、雇用の力強い増加や原油安の効果を背景に、堅調に増加している。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。企業マインドや生産活動のモメンタムはしっかりしており、設備投資も回復が続いている。この間、輸出は、増加基調を続けているが、幾分ペースが鈍化している。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ば

^{（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。」

い圏内の動きとなっている一方で、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にゼロ%近傍まで低下している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は、外需の改善やユーロ安を背景に、緩やかに持ち直している。個人消費は、雇用者報酬の改善基調に加え、原油安や株高の効果もあって、このところ回復ペースが高まっている。こうした中、生産や設備投資にも持ち直しに向けた動きがみられている。物価面をみると、消費者物価の前年比は、総合ベースではエネルギー価格下落の影響などからマイナスとなっているほか、コアベースでも低水準となっている。この間、英国経済は、内需を中心とする堅調な回復を続けているが、そのペースはやや鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に幾分成長モメンタムを鈍化させつつも、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びを続けている。一方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産市場の調整などを背景に伸びの鈍化が続いている。生産も緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景としたマインドの改善基調が続くもとの、持ち直している。一方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きがなお緩慢なものにとどまっており、成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。また、ブラジルでは景気の後退が続いているほか、ロシア経済は、既往の利上げや資本流出により金融環境がタイト化するもとの、内需を中心に停滞色を一段と強めている。

新興国の物価面をみると、エネルギー価格の下落などからインフレ率は低下している。もっとも、ロシアでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりから、また、ブラジルでは公共料金の引き上げから、それぞれインフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、米国では、堅調な経済指標を受けた先行きの利上げ観測などから、長期金利が上昇する一方、株価は小幅に下落している。欧州では、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始などを受けて長期金利が低下するもとの、株価は上昇している。この間、為替市場では、金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、ドル高が進行した。また、新興国通貨は、米国の先行きの

利上げが意識される中で、対ドルで小幅に下落した。国際商品市況をみると、原油価格は、米国を中心とする在庫増加を背景に下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出は、昨年7～9月、10～12月と2四半期連続で増加した後、1月の10～12月対比は、東アジアにおける春節の影響もあって高い伸びとなった。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善し、企業マインドも総じて良好な水準が維持される中で、緩やかな増加基調にある。資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、昨年10～12月に増加に復した後、1月の10～12月対比も高めの伸びとなるなど、このところ増加基調が明確となりつつある。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、昨年7～9月、10～12月と2四半期連続で増加した後、1月の10～12月対比も増加しており、緩やかな増加基調にある。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、完全失業率が3%台半ばまで低下し、有効求人倍率が改善傾向を続けるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与も持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は緩やかに増加している。

個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、昨年7～9月、10～12月と増加を続けた後、1月の10～12月対比は減少した。百貨店の売上高は、株高による資産効果に加え、訪日外国人向けの販売増にも支えられて、改善基調を続けている。駆け込み需要の反動減の影響が長引いていた耐久消費財についても、乗用車の新車登録台数で持ち直しに向けた動きがみられているほか、家電販売額は振れを伴いつつも緩やかな持ち直し傾向に

ある。このほか、旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。消費者コンフィデンス関連指標をみると、石油製品価格の下落などを背景に、足もとでは持ち直しの動きがみられる。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、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。先行きについては、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、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。

鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって、持ち直している。生産は、昨年4～6月に駆け込み需要の反動の影響からはっきりと減少した後、7～9月も減少を続けたが、10～12月は増加に転じ、1月の10～12月対比も増加した。先行きについては、内外需要を反映して、緩やかに増加していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価は、これまでの国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+0%台前半となっている。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、当面下落幅を縮小していくとみられる。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。

（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%台半ば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。

(3) 貸出支援基金の実行状況

3月6日に実行した「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分の新規貸付は6,463億円となり、今回の貸付実行後の残高は45,518億円となった。このほか、ABL等特則分の残高は1,141億円、小口特則分の残高は94.35億円、米ドル特則分の残高は119.9億米ドルとなった。

また、3月18日に実行予定の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は44,000億円となり、今回の貸付実行後の残高は223,454億円となる。

II. 「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの説明

1月20、21日の金融政策決定会合で決定された貸出支援基金等の制度延長・拡充について、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等、所要の措置を講じることとしたい。その際、非取引先金融機関による貸出支援基金の利用については、制度の適切な運営の観点から、系統中央機関を通じて必要なチェック体制を確保することが適当であり、そのための特則を併せて制定することとしたい。

2. 採決

上記を内容とする「『系統中央機関の会員である金融機関による成長基盤強化を支援するための資金供給および貸出増加を支援するための資金供給の利用に関する特則』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. 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、堅調な経済指標などを背景に米国での利上げ時期に注目が集まる一方、欧州をはじめ他の多くの国でインフレ率の低下を背景とした金融緩和が行われており、金融政策の方向性の違いが大きくなっているとの認識を共有した。多くの委員は、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始を受けて、欧州では一段と金利が低下するとともに、ユーロ安や株高が進んでいることを指摘した。何人かの委員は、米国が実際に利上げを開始した

場合には、国際的な資金フローが巻き戻される可能性があり、その影響について注視する必要があると述べた。このうち複数の委員は、金融規制の影響もあって、マーケットメーカーのリスクテイク能力が低下している可能性があるとして指摘した。多くの委員は、ギリシャの債務問題について、現行支援プログラムが4か月間延長されたが、ギリシャの金利は依然として高止まりしており、先行きの協議の行方などには注意が必要であると指摘した。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復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、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けているとの認識で一致した。委員は、個人消費について、雇用の力強い拡大やガソリン価格の下落を背景に、堅調に増加しているとの見方を共有した。委員は、企業部門について、マインドや生産活動の回復モメンタムはしっかりとしており、設備投資も回復を続けているとの認識で一致した。米国経済の先行きについて、委員は、家計部門の堅調さが企業部門に引き続き波及していくもどで、しっかりとした回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、ドル高が企業収益や輸出に及ぼす影響には注意が必要であると述べた。一人の委員は、雇用の拡大に比べて名目賃金の伸びが依然として緩やかであり、今後の物価上昇の基調に影響を及ぼさないか、注視する必要があると指摘した。

欧州経済について、委員は、欧州中央銀行による追加緩和を受けたユーロ安や株高に加え、原油安の効果もあって、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、個人消費について、原油安や株高の効果などを背景に、このところ回復ペースが高まっており、輸出もユーロ安の効果などを背景に緩やかに持ち直し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、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、予想物価上昇率は下げ止まっているが低水準にあり、依然としてデフレリスクには注意を要すると述べた。一方、ある委員は、欧州中央銀行の追加緩和前と比べると、デフレに陥るリスクは後退しているとの見方を示した。別のある委員は、ロシア・ウクライナ情勢の影響にも注意が必要であると指摘した。

中国経済について、委員は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムを幾分鈍化させつつも、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組

んでいく中で、成長ペースを幾分鈍化させながらも、安定した成長を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、2015年の経済成長目標が7%前後に引き下げられたことを指摘したうえで、経済成長が鈍化する局面では政府の対応が期待できることから、最終的には目標を達成できる可能性が高いとの見方を示した。

新興国経済について、委員は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方で、ブラジルやロシアなどでは景気停滞が続いており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、国・地域毎に差は残るものの、米国を中心とする先進国の景気回復の波及と、金融緩和などによる内需の持ち直しから、成長率を徐々に高めていくとの見方で一致した。

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、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る中で、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、昨年10～12月のGDP（2次速報値）は下方修正されたが、主因は在庫投資の減少であり、最終需要は下振れていないことから、景気循環の観点からは前向きに捉えられるとの認識を示した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、持ち直しているとの認識で一致した。何人かの委員は、1月の実質輸出が高い伸びになったことを指摘し、東アジアにおける春節の影響を考慮する必要はあるものの、改善が明確になってきていると述べた。先行きについても、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が昨年10～12月の法人企業統計で過去最高水準に達するなど改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。先行きについても、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、昨年10～12月のGDPベースの実質設備投資が前期比小幅のマイナスとなったことを指摘し、設備投資の回復の勢いが弱めであると述べた。何人かの委員は、資本財総供給など月次の指標では、増加基調が明確になりつつあるとの認識を示した。複数の委員は、中小企業も含めマインド指標が改善していることを指摘した。

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、先行きも緩やかな増加を続けるとの認識を共有した。何人かの委員は、今春の賃金改定交渉では、ベースアップを含め昨年を上回る賃金上昇が期待できるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、ベースアップは予想物価上昇率にも大きな影響を与えるため、注目していると述べた。ある委員は、人々の働き方が多様化しているため、賃上げはベースアップだけでなく、賞与、各種手当など様々な形態を取ると指摘したうえで、相応の家計所得の増加が期待できるとの見方を示した。別のある委員は、中小企業においても、好調な企業収益や人手不足感の強まりから、賃上げを実施する環境が整ってきていると述べた。

個人消費について、委員は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体として底堅く推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、1月にかけて家計調査の実質消費支出が減少するなど、個人消費に弱めの動きがみられたと述べた。一方、別の複数の委員は、1月の個人消費は鈍かったが、ヒアリング調査によると、2月入り後は春節の影響を勘案しても、百貨店やスーパーをはじめ改善しているとの声が聞かれていると指摘した。多くの委員は、消費者マインド関連指標について、原油安や株高の効果もあって、持ち直しの動きがみられていると述べた。このうち一人の委員は、消費者態度指数のうち「収入の増え方」の改善幅が限定的であると指摘したうえで、年金生活者や低所得層では、マインドの慎重さが根強く残っていると付け加えた。委員は、先行きの個人消費について、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の見方で一致した。ある委員は、原油価格下落による当面の物価上昇率の低下は、ベアを含めた名目賃金の上昇と相まって、実質賃金の増加をもたらすことから、個人消費のモメンタムを下支えするとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつあり、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、内外の需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって持ち直しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、昨年夏からの在庫調整はほぼ完了しており、先行きの生産は堅調な増加が期待できると述べた。一方、別のある委員は、企業からのヒアリングでは、4～6月に生産の増加ペースが鈍化するとの声も聞かれており、その動向を慎重にみていく必要があるとの認識を示し

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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台前半となっており、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、エネルギー価格などの動向によっては、小幅のマイナスになる可能性があるとは指摘した。ある委員は、物価の持続的な上昇のためには、緩やかな物価上昇を意識した賃金設定とサービス価格の持続的な上昇が必要であるとの見方を示した。別のある委員は、物価の先行きをみていくうえで、改定頻度が少ないサービス価格が4月に引き上げられるか注目していると述べた。

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が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見方を共有した。

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」は、昨年10月末の金融政策決定会合で拡大を決定した後も、引き続き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を共有した。ある委員は、「量的・質的金融緩和」を進めるもとの、資産価格を通じた経路も効果的に働いているほか、企業の前向きな行動を促すことで、資本ストックや生産性などの供給面にも好影響を及ぼすことが期待できるとの見方を示した。さらに、「量的・質的金融緩和」は、わが国経済のファンダメンタルズの着実な改善を伴うことで、より高い効果を発揮し得る状況にあり、こうした状況は金融不均衡などの副作用をある程度抑制するものであると付け加えた。別のある委員は、昨年10月の追加緩和がなければ、現在の経済情勢の

改善は実現できなかつたと述べたうえで、輸出や生産の増加、出荷・在庫バランスの改善などの効果が出てきたところであり、現在の規模の金融緩和を続けていく必要があるとの認識を示した。

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。一人の委員は、当面、消費者物価前年比が0%程度で推移するとみられる中で、物価の基調的な動きを丁寧に対外説明していく必要があるが、その際には予想物価上昇率の動向が鍵になると述べた。予想物価上昇率の判断に当たって、ある委員は、ブレイク・イーブン・インフレ率などの市場指標は原油価格の影響を受けやすいため、各種のサーベイ調査、企業の価格設定行動など、幅広い情報を丁寧に点検していく必要があるとの認識を示した。別のある委員は、企業の価格設定面では、デフレ的な意識から着実に脱してきており、先行き消費が持ち直していけば、値上げ予備軍からの値上げ圧力が再び顕現化してくる可能性が高い一方で、賃金面では、ベースアップに躊躇する企業がみられるなど、デフレ的な意識が根強いとの見方を示した。もう一人の委員は、企業の価格設定スタンスについて、従来の低価格戦略から付加価値を高めて販売価格を引き上げる方向に変化する動きがみられていると指摘したうえで、賃金交渉でも物価動向に配慮する姿勢がみられており、こうした動きは予想物価上昇率が高まっている表れであるとの認識を示した。これらの議論を受けて、委員は、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の認識を共有した。そのうえで、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、2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高いとの見方を共有した。一方、ある委員は、消費者物価（除く食料・エネルギー）のプラス幅は拡大してきておらず、先行きの物価上昇率はなかなか高まらないとの見方を示した。

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。複数の委員は、国債の買入れを継続することは技術的には当分可能であるとみているが、先行きにおける持続可能性についても留意しておくことが必要であると述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、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、必要な調整を行うとの認識を共有した。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することを主張した。

この間、「量的・質的金融緩和」を進めるもとの国債市場の動向について、議論が行われた。3月9日に公表した初めての「債券市場サーベイ」の結果について、複数の委員は、国債市場の機能度や流動性について、やや否定的な評価が多くみられており、市場参加者は流動性プレミアムを相応に意識している可能性があるとして述べた。一方、別の複数の委員は、債券市場の機能度が3か月前に比べて低下しているとの回答が7割を占めたが、これには1月下旬以降、それまで低水準にあった国債金利のボラティリティがやや大きく上昇したことが影響しているとの見方を示した。このうち一人の委員は、意図した価格や取引金額で取引が出来ていないとする回答は多くなかったと指摘した。そのうえで、これらの委員は、各種の市場流動性指標などから判断すると、現時点で債券市場の流動性に大きな問題が生じている

訳ではないとの見方を示した。さらに、「量的・質的金融緩和」のもとでの国債買入れは、金利引き下げを目的としている以上、国債市場に相応の影響を与えることは想定範囲内であるとの認識を付け加えた。複数の委員は、今後、「量的・質的金融緩和」を進めていくうえでは、国債市場の価格形成メカニズムを丹念に点検し、効果と副作用を比較衡量していくことが重要であるとの見解を示した。こうした議論を受けて、何人かの委員は、今後も、市場関係者との対話を行いながら、債券市場の動向を注意深く点検していくことが重要であると述べた。このうち一人の委員は、その際、広範な市場流動性指標を併せてモニタリングしていくことが必要であると付け加えた。

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。

- 先般3月9日に公表された2014年10～12月期の実質GDP成長率（2次QE）は、民間在庫が下方改訂された影響等により、前期比年率で+1.5%と1次QEから下方改訂された。他方、月次の指標をみると、生産や輸出が高めの伸びとなっているほか、マインド指標にも持ち直しの兆しがみられる。こうしたことから、景気が緩やかな回復基調にあるという認識に変わりはないが、引き続き、経済の動向を注視していく。
- 政府の取組みとして、民需主導の持続的な経済成長を実現するためにも、また、日本銀行が現在取り組んでいる金融緩和を円滑に進めていくためにも、財政の持続可能性を維持することは必要不可欠である。このため、政府としては、現在、国と地方を合わせた基礎的財政収支を2020年度までに黒字化するという目標達成に向けた「財政健全化計画」について、経済財政諮問会議等において検討を進め、本年夏までに策定することとしている。また、先週13日には、平成27年度予算が衆議院を通過し、現在参議院で審議が行われている。2月3日に成立した平成26年度補正予算に続いて一日も早く成立させることにより、経済の好循環を確かなものとし、地方にアベノミクスの成果を広く早く行き渡らせることが必要である。厳しい日程の中であるが、政府としても、引き続き、速やかに年度内の成立を目指していく。
- 金融政策について、日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ2%の物価安定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、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。3月9日に公表した2014年10～12月期のGDP速報（2次QE）では、民間設備投資や民間在庫投資が下方改訂されたことなどから、実質成長率は前期比年率+1.5%と下方改訂となったが、3四半期振りにプラスとなった。また、GDPデフレーターは前年比+2.4%の上昇と、前期よりもプラス幅が拡大し、デフレ脱却に向けて好ましい状況となっている。物価動向の判断に当たっては、これらも含め、総合的にみていくことが重要である。なお、次回のQEから推計手法の一層の透明化を図るため、民間在庫品および民間企業設備に関し、詳細な公表を行うこととした。
- 現在、昨年末に取りまとめた「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の早期執行に努めている。また、2020年度の財政健全化目標を堅持し、経済再生と財政健全化の両立を実現すべく、経済財政諮問会議において検討を進め、具体的な計画を本年夏までに策定していく。対日直接投資は拡大しつつあり、こうした動きを一層強化するため、本日夕方、対日直接投資推進会議において政策パッケージを取りまとめる。また、マイナンバーの利用事務を拡充するとともに、個人情報保護を図りつつ、パーソナルデータの利活用を促進することによる新産業・新サービスの創出を実現するため、個人情報保護法および番号利用法の一部を改正する法律案を、3月10日国会に提出した。国家戦略特区については、今国会ではさらに充実・強化した内容の法案を提出したい。今回提出する法案は、地方創生の視点から地方のニーズを十分踏まえたものにしていく。
- 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する。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

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、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針

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、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

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」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」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、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

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（2月17、18日開催分）が全員一致で承認され、3月20日に公表することとされた。

以 上

2015年3月17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）^(注1)。

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）^(注2)。

- 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、緩やかな回復基調を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。そうしたもとで、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は持ち直している。この間、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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台前半となっている。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、緩やかな回復基調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低インフレ長期化のリスク、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^(注3)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の金融市場調節方針が適当であるとした。

^(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の資産買入れ方針が適当であるとした。

^(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、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け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、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。