

公表時間

11月25日（水）8時50分

2015.11.25

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2015年10月30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11月18、19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。

---

（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、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、雇用人所得も、雇用人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が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、緩やかな回復が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、貸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が続けているほか、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迎える中で、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す、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>。

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。

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。

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。