

公表時間

12月24日（木）8時50分

2015.12.24

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2015年11月18、19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12月17、18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^{（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

^{（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。」

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、雇業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は根強いことや、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の、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。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、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。

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、賃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賃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、実質賃金の改善を受け、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）^(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。

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。

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^(注2)。

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)。