

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 27 年 4 月 7、8 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 4 月 7 日(14:00～16:00)  
4 月 8 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	( 〃 )
	森本宜久	(審議委員)
	白井さゆり	( 〃 )
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )

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 (7 日)
	菅原一秀	財務副大臣 (8 日)
内閣府	前川 守	政策統括官 (経済財政運営担当) (7 日)
	西村康稔	内閣府副大臣 (8 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	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
企画局企画役	服部良太
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（3月16、17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282～297兆円台で推移した。

### 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、米欧長期金利の低下などを背景に幾分低下しており、最近では0.3%台半ばで推移している。株価（日経平均株価）は、企業業績の改善期待などを背景に幾分上昇しており、最近では19千円台後半で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の利上げ時期を巡る市場の予想が若干後ずれしたことなどをを受けて幾分円高ドル安方向の動きとなっており、最近では120円前後で推移している。

### 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、このところ悪天候の影響もあって増加ペースは幾分鈍化しているものの、雇用の力強い増加や原油安の効果を背景に、基調としてはしっかりしている。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。企業部門をみると、ドル高などの影響から輸出の伸びは鈍化しているが、堅調な家計支出を背景に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、設備投資も回復を続けている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ば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%近傍で推移

---

（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。」

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、雇用者報酬の増加基調が続く中で、原油安や株高の効果もあって、このところ伸びを高めている。こうしたもとで、企業マインドは改善し、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、コアベースのインフレ率が緩やかな低下傾向を辿っているほか、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因になおマイナスが続いている。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。N I E s 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で、持ち直している。一方、A S E A N 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、ブラジルでは厳しい経済情勢が続いているほか、ロシア経済は、資本流出による金融環境のタイト化や物価上昇などによるマインドの悪化が続くもとで、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などから、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、ドル高の米国経済に対する負の影響が意識される中で、弱めの経済指標や3月F O M C（連邦公開市場委員会）における政策金利見通しの下方修正などを受けて、F R B による早期利上げ観測がやや後退したことから、米国長期金利が低下したほか、為替市場ではドル高方向の動きが一服し、新興国通貨などが幾分上昇している。国際商品市況をみると、原油価格は、中東における地政学的リスクの高まりなどを背景に上昇している。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出をみると、昨年7～9月から2四半期連続で増加し、年明け後は、東アジア向けが春節の影響を受けることもあって、1月に大きく増加して2月は反動減となるなど月々の振れが大きいものの、均してみると、1～2月の10～12月対比は増加となっている。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、企業収益が改善する中で、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）はこのところ増加基調が明確となりつつあるほか、建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）も年末以降増加している。企業の業況感は、総じて良好な水準で推移している。3月短観をみると、業況判断D I（全産業全規模）は小幅ながら2期連続で改善し、リーマン・ショック前の景気拡大期のピークに近い水準にある。業種別にみても、製造業は若干の悪化、非製造業は小幅の改善と、幾分ばらつきはあるが、いずれも「良い」超となっている。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。3月短観で2015年度の設備投資計画をみると、増益が続く見通しのもとで、総じてしっかりとした計画が維持されている。

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、所定内給与の前年比が小幅のプラスに転じ、所定外給与に持ち直しの動きがみられる中で、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、1～2月の10～12月対比は小幅の減少となっている。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 10～12 月に増加に転じ、年明け後は、東アジアの春節の影響から月々の振れが大きくなっているが、1～2 月を均してみると 10～12 月対比で増加している。先行きは、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 % 程度となっている。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。

## 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、多くの委員は、弱めの経済指標や3月FOMCを受けてFRBによる早期利上げ観測がやや後退したことから、為替市場ではドル高方向の動きが一服しているとの認識を示した。何人かの委員は、ギリシャ情勢について、現在、関係諸機関との間で経済再建策の具体化交渉が進められているが、その帰趨に関する不透明感や政府の資金繰りのタイト化などを背景にギリシャの国債金利は高止まりしており、今後の展開や国際金融資本市場への影響について引き続き注視する必要があると述べた。複数の委員は、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始以降、欧州では金利が一段と低下していると指摘したうえで、今後もこうした傾向が続いた場合、投資家の利回り追求の動きを通じて日本の国債市場にも影響が及ぶ可能性があるとの見方を示した。

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。多くの委員は、個人消費について、悪天候の影響もあってこのところ増加ペースは幾分鈍化しているものの、雇用の力強い拡大やガソリン価格の下落を背景に、基調はしっかりしているとの見方を共有した。委員は、企業部門について、ドル高などの影響から輸出の伸びは鈍化しているが、堅調な家計支出を背景に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、当面、為替相場の動きが輸出面に影響するとみられるが、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とで、しっかりとした回復が続けるとの見方を共有した。ある委員は、失業率が完全雇用状態といえる水準まで低下しており、今後は賃金の改善ペースが高まっていく可能性が高いとの認識を示した。

欧州経済について、委員は、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、輸出がユーロ安などを背景に緩やかに持ち直しており、個人消費も原油安や株高の効果などからこのところ伸びを高め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、ユー

ロ安や欧州中央銀行による金融緩和もあって、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、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、先進国向けを中心に輸出の増加が続くほか、当局も景気下支え策を講じていくとみられることから、成長ペースを幾分鈍化させながらも、総じて安定した成長を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、景気下支え策の効果が見込めることから、7%前後の経済成長目標は達成される可能性が高いとの認識を示した。ある委員は、一連の金融緩和後も経済指標は総じて弱く、成長率の低下傾向に歯止めがかかっていない可能性に注意が必要であるとの見方を述べた。別の一人の委員は、成長率の鈍化は、投資の伸びの低下などを通じて、それ以上に世界経済を牽引する力を低下させる可能性がある」と指摘した。

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・地域毎のばらつきは残るものの、先進国の景気回復の波及や金融緩和などを背景とした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。一人の委員は、エネルギー価格の下落は、新興国に金融緩和による対応余地をもたらしているとの認識を示した。

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、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。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。委員は、年明け後は春節の影響で月々の振れが大きく、2月の実質輸出は1月の反動減からやや弱めとなったものの、均してみれば改善傾向が続いているとの見方を共有した。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で一致した。何人かの委員は、3月短観をみると海外での製商品需給判断D Iが幾分悪化し

ており、企業は海外需要を慎重にみていると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、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。3月短観について、委員は、企業の業況感は、総じて良好な水準で推移しているとの認識を共有した。何人かの委員は、業況判断D Iが小幅ながら2期連続で改善しており、リーマン・ショック前の景気拡大期のピークに近い水準にあると指摘した。何人かの委員は、2015年度の事業計画をみると、増収増益が続くもとでしっかりと設備投資計画となっており、企業の前向きな姿勢が維持されているとの見方を示した。ある委員は、非製造業の業況判断D Iをみると、不動産や小売を中心に大企業・中小企業ともに改善していると指摘した。この間、何人かの委員は、過去最高水準にある企業収益に比べれば、企業のマインドや支出姿勢はなお慎重であるとの見方を示した。その背景として、一人の委員は、企業が先行きの内外需要になお慎重な見方を崩していないとの認識を述べた。複数の委員は、現在の好調な企業収益には、円安に伴い海外における利益が円換算で押し上げられている面もあり、企業はその持続性を見極めている可能性があるとの見方を示した。これらの委員は、為替相場が安定的に推移し、それが企業の中長期的な経営計画に反映されていけば、国内設備投資の積極化などに繋がっていくとの見方を示した。

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、先行きも緩やかな増加を続けるとの認識を共有した。多くの委員は、企業収益が好調に推移し、労働需給がタイト化する中で、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回答を示す企業が増えているとの見方を述べた。これらの委員は、賃金引き上げの動きは、大企業だけではなく、中小企業や非正規労働者にも広がっているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、「生活意識に関するアンケート調査」をみると、収入について、1年前に比べて「増えた」と回答した世帯や、1年後は「増える」と答えた世帯が増加していると指摘した。ある委員は、このところ人手確保の観点から企業は正社員化を進めており、今後は非正規雇用へのシフトによる平均賃金の下押し圧力が次第に和らぎ、賃金の緩やかな上昇傾向が定着するとの見方を示した。

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、全体としては底堅く推移しているとの認識を共有した。多くの委員は、消費者マインド関連



指標について、雇用・所得環境の改善などを背景に、持ち直しの動きがみられていると述べた。何人かの委員は、雇用・所得環境の改善やマインド指標の持ち直しに比べて、個人消費関連指標の改善がやや遅れているとの見方を示した。一人の委員は、3月短観の小売業の業況判断D Iをみると、訪日外国人向けの販売増による面もあるが、明確な改善傾向がみられるとの認識を示した。先行きの個人消費について、委員は、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の見方で一致した。何人かの委員は、昨年4月以降、消費税率引き上げに伴う実質所得減少などの影響がみられたが、それが一巡した後は、所得面の改善が支出増加にはっきりと繋がってくると述べた。一人の委員は、今回の賃上げは消費性向の高い若年層に手厚く行われたとの指摘があり、その効果にも期待しているとの見方を示した。この間、複数の委員は、年金生活者には賃金上昇の恩恵が及びにくいと、こうした層の消費動向に注意する必要があると述べた。

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。多くの委員は、年明け後は春節の影響で月々の振れが大きいと、均してみれば改善傾向が続いているとの見方を示した。先行きについて、委員は、緩やかに増加していくとの認識で一致した。複数の委員は、企業からの聞き取り調査などを踏まえると、素材関連における在庫調整や輸送機械における在庫調整からの回復の一巡から、生産は当面横ばい圏内の動きにとどまるとの見方を示した。

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%程度となっており、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。何人かの委員は、エネルギー価格などの動向次第では、小幅のマイナスになる可能性があるとして述べた。

## 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。ある委員は、全体として緩和効果がしみ通った金融環境になっていると述べた。

### 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。

多くの委員は、導入から約2年が経過した「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を共有した。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一方、やや長い目で見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述べたうえで、そのことが企業・家計の支出行動を支えているとの認識を示した。何人かの委員は、株価など資産価格の上昇や過度な円高水準の修正が生じたと指摘した。ある委員は、企業収益が過去最高水準まで増加しているほか、失業率低下など雇用環境の改善を背景に雇用者所得も増加していると述べた。別の一人の委員は、デフレ的なマインドセットを転換させる効果があったとの見方を示した。これに対し、ある委員は、実質金利がマイナスまで低下したもとでも、消費や設備投資が明確に加速するほどの効果はみられなかったと述べた。昨年10月末の「量的・質的金融緩和」拡大の効果について、何人かの委員は、原油価格の大幅下落を背景に実際の物価上昇率が低下するもとでも、予想物価上昇率は維持されており、賃金や価格設定などへの二次的な影響は生じていないと指摘した。一人の委員は、銀行貸出の伸びが高まっているほか、最近では金融機関による成長分野や外貨建て金融資産への投資が増加するなど、ポートフォリオ・リバランス効果が次第に広がってきていると述べた。大量の国債買入れが国債市場に及ぼす影響について、複数の委員は、最近の国債市場では流動性プレミアムが相応に意識され、名目金利が下がりにくくなっていると指摘した。何人かの委員は、金利の安定を確保するためには、財政運営に対する信認が維持されることも重要であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。複数の委員は、日本銀行の国債買入れにより金利の低位安定が保たれるとの期待が過度に強まることな

どを背景に、財政健全化に向けた政府の取り組み姿勢が後退するリスクには引き続き注意が必要であると述べた。何人かの委員は、仮に政府の財政健全化へのコミットメントが薄れたと市場が判断すれば、国債に対する信認低下から長期金利が上昇し、結果的に日本銀行の政策効果を減殺する可能性がある」と指摘した。

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。多くの委員は、3月短観における企業の物価見通しをみると、原油価格が下落するもとでも、先行き物価上昇率が高まるという予想が維持されているとの見方を示した。複数の委員は、非製造業・大企業では、仕入価格判断D Iの「上昇」超幅が縮小する一方で販売価格判断D Iの「上昇」超幅が拡大しており、価格転嫁を巡る環境に改善がみられるとの認識を述べた。このうちの一人の委員は、仕入価格が上昇しても最終段階での価格転嫁が難しいというこれまでの企業の声と比べると、こうした改善の動きは今後の物価動向を見通すうえで大きな変化だといえると付け加えた。何人かの委員は、「生活意識に関するアンケート調査」をみると、家計も引き続き物価上昇を予想していると指摘した。何人かの委員は、ベースアップも含めた今年の賃金改定交渉の結果は、賃金の増加を伴いながら物価上昇率が徐々に高まっていくという好循環のメカニズムが作動し始めていることを示しているとの認識を示した。ある委員は、やや勢いを欠いているとはいえ2年連続でベースアップが実現する見通しとなったことは、基本給は上がらないという固定観念を変え、前向きの予想形成を促す重要な契機になると述べた。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、需要の弱さを背景に耐久財や衣料品の価格上昇率が低下していることなどを踏まえると、この先、消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比上昇率の拡大はかなり緩やかなものにとどまると述べた。この間、需給ギャップについて、複数の委員は、推計手法の違いによって乖離が生じ得るため、各手法の特徴を踏まえながら総合的に点検していくことが重要であるとの見方を示した。

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、②E 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、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、③C 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、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、需給ギャップがゼロ近傍まで改善する中、逡巡している「量的・質的金融緩和」の追加的効果を副作用が既に上回っているため、導入時の規模であってもこれをなお継続することは、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金融市場調節および資産買入れ方針については、マネタリーベースと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ほか、買入れ国債の平均残存期間およびE T F、J - R E I Tの買入れペースを導入時と同様にすること、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直すとともに、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、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表現に変更することを主張した。

これに対し、何人かの委員は、2 %の「物価安定の目標」に向けてなお途半ばである現時点での減額開始は、政策効果を減殺する可能性が高いとの見方を示した。複数の委員は、日本経済がようやくデフレ

脱却への道筋がみえてきたという段階であることを踏まえると、現時点ではデフレに戻るリスクを避けることを最優先すべきであると指摘した。このうちの一人の委員は、現状、金融面での不均衡の蓄積を示す具体的な根拠はないと付け加えた。ある委員は、資産買入れの減額に関する情報発信は、タイミングや方法次第でせつかくの緩和効果を削ぐリスクもあり、細心の注意を払う必要があると述べた。

#### 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。

- 日本経済は、三本の矢の一体的な取組みもあって、有効求人倍率は22年振りの高水準、企業の経常利益は過去最高水準となり、賃金についても、本年の春闘は、連合の3次集計によれば2.33%と過去15年で最高となった昨年水準をさらに上回る勢いであるなど、緩やかな回復基調が続いている。
- 平成27年度予算については、3月13日に衆議院を通過し、今週には参議院も通過する予定となっている。当面、国民生活に支障が生じないように、11日間の短期間の暫定予算を提出し、成立したところである。また、3月31日に所得税法等の一部を改正する法律が成立した。その内容として、デフレ不況からの脱却・経済再生に向けた税制上の対応、地方創生にかかる税制上の対応、消費税率10%への引き上げ時期の変更、そしてBEP Sプロジェクト等の国際的な取組みを踏まえた税制上の対応、震災からの復興支援のための税制上の対応等を行うこととしている。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していきたいと考えている。
- 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、企業部門に改善がみられるなど、緩やかな回復基調が続いている。先行きは、緩やかに回復することが期待されるが、海外景気の下振れなどわが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。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と考えられる。
- 経済の好循環のためには、しっかりと収入が増えていくことが重要である。連合によれば、本年の賃上げ率は過去15年で最高となった昨年水準をさらに上回る勢いである。さらに、経済産業省の

調査によれば、中小企業の7割以上が、一部を含め、価格転嫁が受け入れられたとしている。中小企業の賃上げ環境の整備をもう一步進めるため、4月2日に経済の好循環実現に向けた政労使会議を開催し、価格転嫁策とサービス業の生産性向上策を決定した。

- 「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」のうち、地域住民生活等緊急支援のための交付金については、年度内にほぼ全額、地方公共団体に交付する決定を行った。また、2020年度の財政健全化目標に向けた具体的な計画を夏までに策定することとしている。現在、論点整理のため民間議員を中心に関係省庁からヒアリングを実施し、議論を行っており、経済財政諮問会議で検討を進めていく。
- 成長戦略について、関連法案を25本国会に提出した。4月1日には、日本医療研究開発機構が始動した。国家戦略特区については、「地方創生特区」の第一弾として、秋田県仙北市、宮城県仙台市、愛知県の3地域を決定した。成長戦略のさらなる進化のため、本年年央における成長戦略の改訂に向けて精力的に議論を進めていく。
- 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。

## 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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、② E T F 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、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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

## 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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

### 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（３月 16、17 日開催分）が全員一致で承認され、４月 13 日に公表することとされた。

以　　上

2015年4月8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、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。企業の業況感、総じて良好な水準で推移している。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%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<sup>(注2)</sup>。

以 上

---

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員。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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員）。

(27 年 4 月 30 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 4 月 30 日 (9:00～12:59)

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

4. 政府からの出席者：

財務省	宮下一郎	財務副大臣
内閣府	小泉進次郎	内閣府大臣政務官

(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	内田真一
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（4月7、8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295～305兆円台で推移した。

### 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、短国レートは小幅のマイナスとなっている。

長期金利（10年債利回り）は、欧州の長期金利がE C Bの公的資産買入れのもとで総じて低下傾向を続ける中、小幅に低下しており、最近では0.3%台前半で推移している。株価（日経平均株価）は、海外勢による出遅れ株の物色の動きなどを背景に上昇傾向を辿り、一時は、2000年4月以来となる20千円を上回って推移する場面もみられた。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、一部米国経済指標の予想比下振れなどを受けて幾分円高ドル安方向の動きとなっており、最近では119円前後で推移している。

### 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、基調的にみれば、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、このところ悪天候の影響もあって増加ペースは幾分鈍化しているものの、良好な雇用・所得環境や原油安の効果を背景に、基調としてはしっかりしている。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。企業部門をみると、ドル高などの影響から輸出の伸びは鈍化しているが、堅調な家計支出は企業活動に好影響を及ぼしている。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

---

（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。」

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、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、雇用者報酬の増加基調が続く中で、原油安や株高の効果もあって、このところ伸びを高めている。こうしたもとの、企業マインドは改善し、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、コアベースのインフレ率が緩やかな低下傾向を辿っているほか、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因になおマイナスが続いている。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。N I E s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、A S E A N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、ブラジルでは厳しい経済情勢が続いているほか、ロシア経済は、物価上昇や利上げなどを背景に内需が落ち込む中で、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、多くの国で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などから、また、ブラジルでは公共料金の引き上げなどから、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、先進国では、E C Bが公的資産買入を進めるもとの、独・仏の長期金利は低下を続けた。米国の長期金利は2%程度またはそれを幾分下回る水準で推移した。株価は、米欧ともに、高値圏でやや上値の重い展開となった。新興国では、このところの金融緩和措置などを背景に、株価が上昇した。為替市場では、F R Bによる早期利上げ観測の後退から、ドル高が一服し、新興国通貨の下落基調には歯止めがかかった。国際商品市況をみると、原油価格は、米国におけるシェールオイルの生産が減少するとの見方や中東

における地政学的リスクの高まりなどを背景に上昇している。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出をみると、年明け後は、春節の影響もあって、1月に大きく増加した後、2月は反動減となり、3月はほぼ横ばいとなるなど、月々の振れが大きくなっている。しかし、均してみれば、1～3月は小幅のプラスとなり、昨年7～9月から3四半期連続での増加となっている。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調が続いている。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）は、昨年7～9月以降、2四半期連続での増加となった後、1～2月の10～12月対比も増加となっている。企業の業況感も、総じて良好な水準で推移しており、一頃の足踏み状態から再び改善を示す指標もみられている。

雇用・所得環境をみると、労働需給が着実な改善を続けるもとで、一人当たり名目賃金は緩やかな改善傾向にある。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、1～3月は小幅の減少となっている。百貨店売上高は、2月の高い伸びの後、3月も小幅の反動減にとどまっており、改善基調が続いている。スーパー売上高は、2、3月と連続で前月比増加となっており、足もとではしっかりしてきている。耐久消費財についても、家電販売額は持ち直し傾向にある。また、消費者マインド関連指標の持ち直しも明確になってきている。

住宅投資関連では、首都圏の新築マンション販売は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動から弱めの動きが続いていたが、昨年末以降は、ごく緩やかな持ち直し傾向となっている。

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10～12月に増加に転じ、1～3月も増加となった。

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、国際商品市況の動きを反映して、3 か月前比で下落幅を縮小した。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。

## （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。C P・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。

## 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、先進国においては長期金利は低水準、株価は高値圏で推移しており、新興国では通貨の下落基調に歯止めがかかるとともに、金融緩和措置などを背景に株価が上昇するなど、総じて落ち着いているとの見方で一致した。もっとも、委員は、ギリシャ情勢に関する不透明感が燻っていることなどから、今後の国際金融資本市場の展開については、引き続き十分留意する必要があるとの認識を共有した。

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。なお、複数の委員は、このところ米国および中国の成長率が減速していることを踏まえると、先行きの世界経済の成長ペースが想定より緩やかになるリスクを意識しておく必要があると指摘した。

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、悪天候の影響もあってこのところ増加ペースは幾分鈍化しているものの、良好な雇用・所得環境や原油安の効果を背景に、基調としてはしっかりしているとの見方を共有した。委員は、企業部門について、ドル高などの影響から輸出の伸びは鈍化しているが、堅調な家計支出は企業活動に好影響を及ぼしているとの認識で一致した。多くの委員が、米国の第1四半期の成長率が低めであったことに言及し、その背景として寒波による悪天候や港湾ストライキなどの一時的な要因が影響したとの見方を示した。米国経済の先行きについて、委員は、当面、為替相場の動きが輸出面に影響するとみられるが、引き続き、良好な雇用・所得環境に支えられた家計部門の堅調さが企業部門に波及していくもとで、民間需要を中心とした成長を続けるとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、輸出がユーロ安などを背景に緩やかに持ち直しており、個人消費も原油安や株高の効果などから、このところ伸びを高め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、ユーロ安やE C Bによる金融緩和もあって、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、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、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。複数の委員は、第1四半期のGDPデフレーターが2009年以来のマイナスに転じたことに示されるようにインフレ率の低下圧力が高まっている点に注意を促した。このうち一人の委員は、そうしたもとで、企業や地方政府の過剰債務問題が長引く可能性に注意が必要であるとの認識を示した。

新興国経済について、委員は、アジアを中心に、先進国向け輸出の増加や原油安の効果などから、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・地域毎のばらつきは残るものの、先進国の景気回復の波及や金融緩和などを背景とした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。

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、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。

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、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作用し続けているもとで、緩やかな回復基調が続けているとの評価を共有した。

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。委員は、年明け後は春節の影響で月々の振れが大きいですが、均してみれば三四半期連続でのプラスとなっており、改善傾向が続いていると評価してよいとの見方を共有した。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で一致した。複数の委員は、中国向け輸出のモメンタムが幾分弱まっていることや企業が海外需要をやや慎重にみている点などには留意が必要であると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。委員は、先行きも、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調が続けるとの見方で一致した。ある委員は、設備投資の押し上げには、緩和的な金融環境や為替円安による国内投資の相対的な収益性向上といった支援材料も揃っている点を強調した。

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。多くの委員は、企業収益が好調に推移し、労働需給がタイト化する中で、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回答を示す企業が増えていると指摘した。これらの委員は、賃金引き上げの動きは、大企業だけではなく、中小企業や非正規労働者にも広がっているとの認識を示した。このうちある委員は、これらの動きを反映して、今後、賃金の増加テンポが幾分速まることが見込まれると述べた。複数の委員は、エネルギー価格の下落も重なって、先行きは、「量的・質的金融緩和」の導入後初めて、実質賃金の持続的な増加が期待できるとの認識を示した。この間、一人の委員は、内需型企業を中心に人件費増加の負担感が重くなってい

る可能性があり、先行きの賃金上昇ペースはやや慎重にみておくべきであると述べた。

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、全体としては底堅く推移しているとの認識を共有した。多くの委員は、消費者マインド関連指標について、雇用・所得環境の改善などを背景に、持ち直しを続けていると述べた。何人かの委員は、雇用・所得環境の改善やマインド指標の持ち直しに比べて、個人消費の改善がやや力強さを欠いているとの見方を示した。このうち複数の委員は、その理由として、消費税率引き上げに伴う実質所得減少の影響が思った以上に大きかったことなどが考えられると述べた。先行きの個人消費について、委員は、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の見方で一致した。何人かの委員は、今春の賃金改定交渉で実現した賃上げによる実質賃金の改善は、マインド面のさらなる改善を通じて、個人消費をはっきりと後押ししていくことが期待されるとの見方を示した。この間、複数の委員は、年金生活者には賃金上昇の恩恵が及びにくいいため、こうした層の消費動向に注意する必要があると述べた。

鉱工業生産について、委員は、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、4～6月の生産は、中国の景気減速などをを受けて素材関連で在庫調整が生じ、自動車生産も勢いを欠くことから、横ばい圏内で推移するとみられ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%程度となっており、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。

## 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、国内需要が堅調に推移するとともに、輸出も緩やかに増加していくと見込まれ、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を示した。委員は、2016 年度までの成長率の見通しを 1 月の中間評価時点と比べると、概ね不変であるとの見解で一致した。

2015 年度から 2016 年度の景気展開について、委員は、輸出は、海外経済が回復し、これまでの為替相場の動きも下支えに働くことから、緩やかに増加するとの見方で一致した。設備投資について、委員は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用する中、国内生産強化の動きなどもあって、しっかりと増加するとの認識を共有した。ある委員は、企業にとって賃金の上昇に対応して生産性を向上させる必要が高まる点も設備投資の増加に繋がるとの見解を示した。また、別の一人の委員は、これまで、企業は収益増加の一部を原油安や為替円安などによる一時的なものとみていたため、企業収益と設備投資の連関が弱かったが、今後は、企業収益の増加が安定的と認識されるようになり、企業収益と設備投資の連関は強まっていくのではないかと意見を表明した。委員は、個人消費について、雇用・所得環境の着実な改善が続く、賃金が増加していくほか、2015 年度にはエネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果や駆け込み需要後の落ち込みからの回復も見込まれることから伸びを高めるとの見方を共有した。2017 年度にかけては、委員は、2 回目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一方で、海外経済の成長などを背景に輸出が緩やかな増加を続けるとともに、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて国内民間需要は底堅く推移するとの見方を共有した。また、委員は、この間、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、多くの委員は、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、② 2 %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、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、消費者物価の前年比に対するエネルギー価格下落の影響が概ねゼロとなる 2016 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。これに対して、一人の委員は、2016 年度末に 2 %程度に近づき、2016 年度を中心とする期間に 2 %程度に達する可能性を排除しないとの見解を示した。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、2016年度前半頃に2%程度を見通せるようになる可能性が高いと述べた。もう一人の委員は、消費者物価の前年比は、当面0%程度で推移した後、かなり緩やかに上昇率を高めていくとの見方を示した。

先行きの物価情勢についての見方の背景として、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、労働需給の引き締めと設備稼働率の高まりを背景に、着実に改善傾向を辿っており、最近では、概ね過去平均並みの0%程度まで改善し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）幅を拡大し、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、物価上昇率の低下にもかかわらず、やや長い目でみれば全体として上昇しており、こうした予想物価上昇率の動きは、2年連続でベースアップが実現する見込みにあるなど、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしているとの見方を共有した。一人の委員は、企業のビジネスモデルはコスト削減による低価格設定というデフレ型ビジネスモデルから、価格引き下げに頼らずに顧客満足度を高めるイノベーティブなビジネスモデルに転換しつつあると指摘した。ある委員は、企業の賃金や価格設定行動が継続的な物価上昇を前提としたものに変化してきており、このことは、デフレマインドが払拭されつつある証左であるとの見解を述べた。こうした議論を経て、多くの委員は、賃金の上昇を伴いながら、緩やかに物価上昇率が高まっていくメカニズムが作用し続けているとの見方を示した。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ていくとの認識を示した。もっとも、このうち一人の委員は、企業の価格転嫁力や中長期的な予想物価上昇率が一段と高まるにはそれなりに時間がかかるとみていると付け加えた。別のある委員は、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。

そのうえで、何人かの委員は、1月の中間評価の時点と比べて、物価の基調に対する見方に変わりはないが、2016年度までの物価の見通しの計数は、やや下振れているとの見解を示した。その背景につい

て、複数の委員は、個人消費の一部で改善の動きに鈍さがみられ、需給ギャップの改善がやや後ずれしていることが主因であるとの認識を示した。ある委員は、この点について、デフレマインドが定着してしまった消費者にとって物価上昇に対する抵抗感が強かったことや賃金上昇の恩恵が年金生活者には及びにくかったことなども背景としてあったのではないかとの見解を示した。

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、②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。先行きの海外経済を巡るリスク要因として、委員は、米国経済の成長ペースやそれ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、新興国経済における持続的な成長に向けた構造調整の進捗度合い、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。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は、何人かの委員が、昨年4月以降の経験を踏まえると、消費の反動減や実質所得の減少が、想定以上に景気を下押しするリスクについては十分に注意する必要があるとの認識を示した。これに対し、ある委員は、経済の中心的な見通しを前提とすれば、2017年4月の消費税率引き上げの前には、日本経済は安定的な成長軌道に乗っている可能性が高く、そうであれば、消費税率引き上げのマイナスの影響はそれほど大きくならないのではないかとの考えを述べた。財政の中長期的な持続可能性について、複数の委員は、財政運営に対する信認が維持されることは重要であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。

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。そのうえで、それ以外の物価の上振れ、下振れをもたらす要因について、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、その上昇ペースについては、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見方を共有した。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、企業が財・サービス需給や労働需給の引き締まりに応じて、販売価格や賃金をどの程度引き上げていくか留意する必要があるとの見方で一致した。この点に関して、委員は、賃金の改善ペースが上振れて物価に影響を及ぼす可能性がある一方、消費者の物価上昇に対する抵抗感が強い場合や企業の賃上げに対する姿勢が慎重な場合、販売価格や賃金の引き上げがスムーズに進まない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、多くの委員は、わが国経済は、2016 年度前半頃に 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、何人かの委員は、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、海外経済の動向などを巡る不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしているとの評価を共有した。物価の中心的な見通しについて、複数の委員は、リスクは上下に概ねバランスしているとの認識を表明したが、多くの委員は、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を示した。

### 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、金融政策運営を考えるに当たって重要なのは、物価の基調的な動きであるとの認識を共有した。そのうえで、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、物価の基調を規定する要因である需給ギャップや中長期的な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、現時点で、金融政策運営の方針を調整する必要は生じていないとの見方を共有した。

何人かの委員は、2016 年度までの物価見通しの計数がやや下振れたことと、「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は、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実際に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、デフレマインド転換のモメンタムを維持していくうえでは、「2 年程度」というベンチマークが必要であると強調した。また、これらの委員は、実際の物価が国際商品市況などの様々な要因で変化し、「物価安定の目標」から乖離する期間が生じることは、各国の中央銀行でも当然のこととされていると指摘した。そのうえで、これらの委員は、中心的な物価見通しは、「2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に」というコミットメントに沿った動きとなってい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見方を示した複数の委員は、こうした議論とは異なる見解を唱えた。このうち一人の委員は、向こう2 年程度を展望して2 %の「物価安定の目標」実現のパスにあればよいとの認識を示した。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述べた。

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、②E 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、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、③C 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、需給ギャップがゼロ近傍まで改善する中、逡巡している「量的・質的金融緩和」の追加的効果を副作用が既に上回っているため、導入時の規模であってもこれをなお継続することは、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金融市場調節および資産買入れ方針については、マネタリーベースと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ほか、買入れ国債の平均残存期間およびETF、J-REITの買入れペースを導入時と同様にすること、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直すとともに、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、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表現に変更することを主張した。この委員は、物価は日本経済の潜在成長力に照らして安定した状態を取り戻しており、今後、2%の「物価安定の目標」実現のためには金融政策よりも供給サイドの改善が重要になると述べた。

これに対して、何人かの委員は、潜在成長力の水準にかかわらず、最終的に物価の安定を確保することは金融政策の役割であり、他の先進国の例をみても、多くの中央銀行が2%程度のインフレ目標の達成にコミットして金融政策運営を行っているという点を改めて強調した。このうちある委員は、現状の需給ギャップの推定方法を前提とすれば、需給ギャップがゼロというのはデフレ期を含む過去の平均的な状態にあることを示しているだけなので、需給ギャップがゼロ近傍となっているから「量的・質的金融緩和」のペースを緩めるべきだという考え方には賛同できないと述べた。一人の委員は、現状、金融面での不均衡の蓄積を示す具体的な根拠は示されていないと述べた。ある委員は、資産買入れの減額に関する現時点での情報発信は、タイミングや方法次第でせつかくの緩和効果を削ぐリスクもあり、細心の注意を払う必要があるとの見方を示した。

#### 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。

- 日本経済は、三本の矢の一体的な取組みもあり、有効求人倍率は22年振りの高水準、企業の経常利益は過去最高水準となり、緩やかな回復基調が続いている。また、4月22日の財務局長会議の際、各財務局からは、各地域における賃金の動向について報告を受けた。これによると、27年度に賃金引き上げを行う企業は92.6%、ベアを行う企業は47.1%にのぼっており、各々、昨年を上回っている状況である。こうした動きが経済の好循環に繋がることを期待している。
- 4月9日に、平成27年度予算が成立した。本予算は、経済対策・平成26年度補正予算や27年度税制改正と合わせて、経済再生と財政健全化の両立を実現する予算である。経済の好循環を確かなものとし、全国各地にアベノミクスの成果を広く早く行き渡らせていくため、本予算の円滑かつ着実な実施に取り組んでいく。さらに、4月16、17日に、ワシントンにて開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議においても、財務大臣から、労働市場や企業部門での前向きな動きをはじめとする日本の経済状況と、財政健全化および成長戦略の実施に向けた取組みを説明し、各国の理解を得たところである。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していく。
- 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、企業部門に改善がみられるなど、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、緩やかに回復することが期待されるが、海外景気の下振れなどわが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。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と考えられる。
- 政府では「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の各施策ができるだけ早期に執行されるよう、現在進捗状況の調査を行っている。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、具体的な計画を本年夏までに策定する。現在、論点整理のため議論を行っており、経済財政諮問会議で

検討を進めていく。4月15日に日本経済再生本部を開催し、「サービス産業チャレンジプログラム」を決定した。同日の産業競争力会議課題別会合で総理からご指示を受け、日本を世界一イノベーティブな国とするため、夏までに「国立大学経営力戦略」を策定する。TPPの日米交渉については、甘利大臣とフロマン通商代表との協議で2国間の距離は相当狭まったが、課題が残っており、事務レベル協議が続いている。28日には日米首脳会談が行われ、首脳間で2国間交渉の大きな進展を歓迎し、引き続きTPP交渉の最終局面を主導するために協力し、早期かつ成功裡の妥結に向けてともに取り組むことが確認された。成長戦略のさらなる進化のため、本年央における成長戦略の改訂に向けて精力的に検討を進めていく。

- 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、2%の物価安定目標の達成時期に関し、日本銀行としての考え方について、対外的に十分説明して頂くことが重要と考える。

## 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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、② E T F 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、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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

#### 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、白井委員からは、物価見通しについて、2 %程度に達する時期の記述を「2016 年度前半頃」から「2016 年度を中心とする期間」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：白井委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、石田委員、  
佐藤委員、木内委員、原田委員

佐藤委員からは、①物価見通しについて、「2 %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、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」から「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、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 年度前半頃になると予想される」に変更すること、②第1の柱の中心的な見通しについて、「2 %程度の物価上昇率を実現し」から「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、中曽委員、森本委員、白井委員、  
石田委員、木内委員、原田委員

木内委員からは、①予想物価上昇率の見通しについて、「中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「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」から「中長期的な予想物価上昇率は安定的に推移する」に変更すること、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、中曽委員、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、５月１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、中曽委員、森本委員、石田委員、  
原田委員

反対：白井委員、佐藤委員、木内委員

白井委員、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（４月７、８日開催分）が全員一致で承認され、５月８日に公表することとされた。

以　　上

2015年4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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員。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 5 月 21、22 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 5 月 21 日(14:00～16:09)  
5 月 22 日( 9:00～11:44)

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

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 (21 日)
	宮下一郎	財務副大臣 (22 日)
内閣府	前川 守	政策統括官 (経済財政運営担当)

(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
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	加藤 涼

## 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（4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300～305兆円台で推移した。

### 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、引き続きゼロ%近傍、ないし若干のマイナスで推移している。

長期金利（10年債利回り）は、欧州コア国をはじめとする海外先進国長期金利の急上昇を背景に、一旦上昇する局面がみられたものの、その後は海外長期金利の上昇が一服したことを受けて低下し、最近では0.4%程度で推移している。株価（日経平均株価）は、欧州株の下落や投資家による利益確定の売りなどを受けて一旦下落する場面がみられたものの、その後は海外株価の反発・上昇や海外投資家を中心とする内需関連株の物色買いなどを受けて上昇しており、最近では20千円前後で推移している。この間、海外では中国株の上昇傾向は、なお維持されている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は幾分円安ドル高方向の動きとなっており、最近では121円前後で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、欧州長期金利の急上昇に伴ってユーロが全般に反発したことから、対円でも円安ユーロ高方向の動きとなっている。

### 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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門に調整の動きもみられるが、家計支出に支えられたしっかりとした回復基調は続いている。設備投資はエネルギー関連投資の落ち込みなどから、輸出も

---

（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。」

外需や為替動向の影響から、それぞれ弱めとなっている。もっとも、個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられ、冬場の落ち込みからリバウンドしている。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ば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、ユーロ安などを背景に、緩やかに持ち直している。個人消費は、既往の原油安、株高の効果が続く中で、雇用者報酬の増加基調に支えられ、はっきりと増加している。こうしたもとで、企業マインドや生産活動のモメンタムは上向いており、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、エネルギー価格の下落幅が徐々に縮小するもとで、ユーロ安の影響も加わって、総合ベースのインフレ率はゼロ近傍に復している。コアベースのインフレ率は緩やかな低下傾向を辿っている。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、総じて安定した成長を維持しているが、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化している。輸出は、増加基調を続けている。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。他方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産市場の調整などを背景に伸びが鈍化している。生産も、全体として緩やかに伸びを鈍化させている。N I E s は、本年入り後の米国経済の減速や素材価格の下落などの影響から、このところ輸出は弱めとなっているものの、内需は原油安や金融緩和の効果などから持ち直し傾向を続けている。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で、持ち直している。他方、A S E A N では、既往の国際商品市況の下落等の影響が及んでいるほか、政府支出の執行の遅れもあって、内需の改善の動きは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、ブラジルおよびロシアでは、輸出の不振に加え、内需が落ち込む中で、厳しい経済情勢が続いている。

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、多くの国でインフレ率は低下している。もっとも、ブラジルでは、インフレ率の上昇が続いているほか、ロシアでは、ルーブルの反発から僅かに低下したが水準は依然として高い。

海外の金融資本市場をみると、先進国では、E C B が公的資産買入

れを進めるもとで低下基調にあった欧州先進国の長期国債金利が急反発し、これを起点に米国の長期金利もはっきりと上昇した。株価は、欧州では高値からの下落基調が続いた。米国では、欧州株の下落などを受け一旦調整したが、その後は、雇用統計を受けて米国経済への悲観論が後退すると同時に、当面金融緩和が継続されるとの期待がサポート材料となり、最高値を更新した。新興国では、急ピッチで上昇を続けていた中国株は横ばい圏内となり、新興国全体では株価は小幅に下落した。新興国の通貨は、ドル高傾向が修正される中で、持ち直し基調が続いている。国際商品市況をみると、原油価格は、米国におけるシェールオイルの生産が減少するとの見通しが示されたほか、中東における地政学的リスクが意識されるもとで、年初来高値圏で推移した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出をみると、東アジアの春節の影響もあって月々の動きがかなり異なるが、1～3月平均では前期比+1.0%と、昨年10～12月の高い伸びの後も、プラスを維持した。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、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。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）は、昨年7～9月以降、3四半期連続の前期比プラスとなるなど、製造業を中心に緩やかな増加基調にある。先行きの設備投資についても、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予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給が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）をみると、昨年10～12月にかけて増加した後、1～3月は主に自動車の動きを反映して、小幅の減少となっている。百貨店売上高は、7～9月以降、3四半期連続で前期比プラスとなるなど、改善を続けている。スーパー売上高は、1～3月は2四半期振りの前期比増加に転じている。耐久消費財についても、家

電販売額は緩やかな増加を続けている。また、消費者マインド関連指標をみると、消費者態度指数は改善傾向を続けており、水準も昨年夏頃を上回るなど、持ち直しが明確になってきている。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、下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、足もとでは持ち直しつつある。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を反映して、持ち直している。生産は、年明け後は、春節の影響から月々の振れが大きくなっているが、1～3月を均してみるとしっかりと増加している。先行きについても、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、国際商品市況の動きを反映して、3か月前比で下げ止まっている。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。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、当面緩やかに上昇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。

## 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、何人かの委員は、これまで低下基調にあった欧州長期金利が上昇した背景として、経済・物価指標の好転を契機として行き過ぎた金利低下の巻き戻しが起きたものとの見方を示した。欧州での金利上昇に関連して、何人かの委員は、ドイツでの金利急騰が国際的に波及したことを指摘し、裁定の働き方などの市場メカニズムや実体経済への影響について分析しておく必要があると述べた。この間、何人かの委員は、政府の資金繰りの状況などギリシヤ情勢には引き続き注意が必要であると述べた。

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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門に調整の動きもみられるが、家計支出に支えられたしっかりとした回復基調は続い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、当面、鉱工業部門に調整圧力がかかると見込まれるが、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。何人かの委員は、良好な雇用・所得環境は維持されており、消費者マインドも良好なため、1～3月期の低成長は、一時的な要因による可能性が高いとの見方を示した。一方、複数の委員は、4月以降の複数の指標も弱めであるため、4～6月期も力強い回復は見込み難いとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、輸出がユーロ安などを背景に緩やかに持ち直しており、個人消費も原油安、株高の効果が続く中で、はっきりと増加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、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化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、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。多くの委員は、中国経済については、足もとの輸出の減少だけでなく、新規雇用が前年比でマイナスとなっていることや質素倣約令の影響など

もあり、消費を中心に内需の伸びも鈍化していると指摘した。もっとも、多くの委員は、そうした景気のパラダイム転換に対し、当局が金融面、財政面から積極的に対応する姿勢を強めており、それらの効果が景気を下支えしていくとの見方を示した。

新興国経済について、委員は、持ち直している国・地域がみられる一方で、構造問題や政情面での不安を抱える国での景気停滞が続いているため、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、当面、成長に勢いを欠き不確実性も高い状態が続くとみられるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、先進国の景気回復の波及や金融緩和などを背景とした内需の持ち直しから、新興国経済は成長率を徐々に高め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、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、緩やかな回復が続いているとの認識を共有した。また、ある委員は公共投資が緩やかな減少傾向に転じている中でも経済成長が続いていることは、前向きな循環メカニズムがしっかりと作用している証拠だと述べた。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復が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。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で一致した。先行きの輸出に関連して、何人かの委員は、中国など、いくつかの国・地域で先行きの景気拡大テンポが緩やかにとどまる可能性があるため、わが国の輸出の増加ペースも緩やかなものにとどまるとみられると述べた。このうち複数の委員が、特に中国経済の減速やその波及懸念をリスク要因として指摘した。一人の委員は、アジア域内での貿易が低調になっていることが、わが国の輸出に与える影響について注意していく必要があるとの見方を示した。一方、別の一人の委員は、契約通貨ベースの輸出物価指数の低下傾向が深まっていることを指摘し、わが国の輸出競争力が強まっているとみられると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。先行きも、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調が続けるとの見方で一致した。複数の委

員は、企業マインドが改善し続けていることや、積極的な設備投資計画が示されていることに言及し、先行きは、緩やかに増加していくとの見方を示した。このうちの一人の委員は、円安の定着による製造業の国内回帰も、先行き、設備投資を支えていくと述べた。一方で、設備投資の回復ペースが依然として緩やかであり、力強さを欠く背景として、複数の委員が、原油安による実質所得の増加効果が期待したほどみられないことを指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、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との認識を共有した。先行きの雇用者所得についても、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。一人の委員は、製造業と比べ、非製造業では賃金が上がり難いとの認識を示したうえで、非製造業における生産性の向上が、今後の賃金・物価上昇のために重要であると述べた。何人かの委員は、生産性の向上の重要性は認めつつも、仮に生産性の向上が全ての業種で生じなくとも、労働市場における人手不足は業種や地域、職種を超えて波及するものであり、賃金上昇が広がっていくことが期待できるとの見方を示した。このうち一人の委員は、人手不足によって、非正規雇用の時給も上昇していくことが期待できると述べた。

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。多くの委員は、消費者マインドの改善が明確になっていることや、百貨店売上高や家電販売額が増加を続けていること、また、1～3月のGDP統計において個人消費が3四半期連続のプラス成長となったことを指摘し、底堅さを増しているとの見方を示した。先行きの個人消費について、委員は、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の見方で一致した。複数の委員は、足もと、耐久財や日用品の販売が力強さを欠いている背景として、物価上昇に対する抵抗感や低価格指向の消費者行動が残存していることが影響している可能性について言及した。

住宅投資について、委員は、下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられているとの認識を共有した。先行きは、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、内外需要の緩やかな増加を反映して、持ち直しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、内外需要を反映して、緩やかに増加していくとの見方で一致した。何人



かの委員は、生産の回復が緩やかである背景として、在庫調整圧力が残っているとの見方を示した。一方、別の複数の委員は在庫に関連して、1～3月期のGDP統計において在庫投資のプラス寄与が大きかったことは認めつつも、在庫を除く最終需要はしっかりと増加しているとの見方を示した。

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%程度となっており、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。

## 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。

## 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。

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を共有した。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一方、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の見方を示した。

過去2年間における「量的・質的金融緩和」政策の効果について、何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」に対する強く明確なコミットメントと、それを裏打ちする量と質の両面で次元の異なる金融緩和を行うという政策の効果を定量的に点検し、情報発信を行っていくことの重要性を強調した。より最近に限ってみれば、何人かの委員は、

長らく低金利が続くもとで、実質金利の低下の限界的な効果は逡減してきている可能性があり、この点は、データの蓄積とともに分析を深めていく必要があると述べた。

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。何人かの委員は、原油価格の下落に伴い消費者物価上昇率が低下するもとでも、先行き物価上昇率が高まるという予想が維持されていると指摘した。また、何人かの委員は、速報性の高い物価関連指標をみると、4月入り後、日用品や食料品などで価格改定の動きが広がっていることに言及した。この点に関連して、複数の委員は、こうした動きは、企業サイドで従来のデフレ型ビジネスや低価格戦略が見直され、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げるビジネスへの転換が進んでいることの表れであるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、先行き、所得が名目・実質ともに改善していくことが見込まれるため、家計の物価観が変化し、物価上昇を容認する前向きな姿勢が生じていくことが期待できると述べた。一方、何人かの委員は、4月の東京都の消費者物価指数の前年比が低めとなったことに注目し、東京都区部での物価の弱めの動きが、全国にどのような影響を持つか留意していく必要があるとの見方を示した。

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、2016年度前半頃に2%程度に達する可能性が高いとの見方を共有した。一方、一人の委員は、今年度の所定内賃金の上昇率が、0%台半ば程度にとどまると見込まれるほか、成長率についても展望レポートの中心的見通しよりも弱めに予想していると述べたうえで、この先、消費者物価の前年比上昇率が今年度後半に顕著に上昇するとのシナリオは描き難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、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、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、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、需給ギャップがゼロ近傍まで改善する中、逡巡している「量的・質的金融緩和」の追加的効果を副作用が既に上回っており、導入時の規模であっても、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述べた。そのうえで、この委員は、①金融市場調節および資産買入れ方針について、マネタリーベースと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先行きの金融政策運営について、「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、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、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表現に変更すること、などを主張した。

これに対して、ある委員は、現状、金融面での不均衡や金融緩和の副作用を示す理論や事実に基づく具体的な根拠はないと述べた。別の一人の委員は、資産買入れの減額に関する現時点での情報発信は、タイミングや方法次第でせつかくの緩和効果を削ぐリスクもあり、細心の注意を払う必要があるとの見方を示した。

#### 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。

- 5 月 20 日に公表された本年 1 ～ 3 月期の実質 G D P 成長率（1

次速報)は、前期比+0.6%となり、2四半期連続のプラス成長となった。その要因としては、個人消費が前期比+0.4%と3四半期連続のプラスとなったこと、住宅が前期比+1.8%と4四半期振りにプラスとなったこと、設備投資が前期比+0.4%と4四半期振りにプラスとなったことなどがあり、景気が緩やかな回復基調を続けていることが確認されたものと考えている。

- 財政健全化計画については、6月末頃までの取りまとめに向けて経済財政諮問会議等において、検討を進めているところである。この計画においては、財政の持続可能性に対する内外の信頼を確立するため、具体的かつ実効性ある内容を示す必要があると考えている。その際には、まずは、デフレ脱却・経済活性化を通じて経済再生ケースを実現させることが重要な課題であるとともに、それでも2020年度には9.4兆円の基礎的財政収支の赤字が残る見込みであるため、歳出改革等を通じて赤字を解消し、基礎的財政収支の黒字化を図ることが必要であると考えている。引き続き、財政健全化計画の策定に向け、今後、さらに具体的な議論を進めていく。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していく。
- 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。

- 1～3月期GDP速報では、実質成長率は前期比年率+2.4%と2四半期連続のプラスとなり、名目成長率は、前期比年率+7.7%と2011年7～9月期以来14四半期振りの高い伸びとなった。また、雇用者報酬は実質で前期比0.6%のプラスとなった。2015年1～3月期のGDPデフレーターは、前年同期比で3.4%上昇し、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、こうしたことも含め総合的にみていくことが重要である。
- 昨年末に政府が取りまとめた緊急経済対策の進捗状況について、内閣府が3月末時点で全数調査した結果では、国が実施する事業について件数ベースではほぼ全ての事業が着手段階に至り、さらに約6割が契約開始段階に至るなど、全体として順調に執行されている。
- また、経済再生と財政健全化を両立する計画については、経済財政諮問会議において論点整理がなされたところであり、今後、精力的に審議を進め、本年6月末頃までに取りまとめる「骨太方針2015」の中で、2020年度の財政健全化目標を達成するための計画を策定していく。さらに、成長戦略のさらなる進化のため本年6月末頃に

おける成長戦略の改訂に向けて精力的に検討を進めていく。

- なお、4月2日の政労使会議では、サービス業の生産性向上に向けた取組み策等を決定した。これに基づき、関係各省、関係業界、経済界による協議会を近く発足させ、取組みを推進していく。
- 5月12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」では、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」の実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。

## 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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

## 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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

## 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（4月30日開催分）が全員一致で承認され、5月27日に公表することとされた。

以 上

2015年5月22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、緩やかな回復が続けている。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、高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている。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。住宅投資は、下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている。以上の内外需要を反映して、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%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

---

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員。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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員）。

(27 年 6 月 18、19 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 6 月 18 日(14:00～16:22)  
6 月 19 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	( 〃 )
	森本宜久	(審議委員)
	白井さゆり	( 〃 )
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )
	原田 泰	( 〃 )

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(18 日)
	宮下一郎	財務副大臣(19 日)
内閣府	中村昭裕	大臣官房審議官(経済財政運営担当)(18 日)
	西村康稔	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	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
企画局企画役	服部良太
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（5月21、22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302～316兆円台で推移した。

### 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ゼロ%近傍で推移している。

長期金利（10年債利回り）は、欧州を中心とする海外長期金利の上昇などを背景に幾分上昇したものの、その後は投資家の押し目買いの動きなどを受けて再び低下し、最近では0.4%台前半で推移している。株価（日経平均株価）は、為替の円安方向の動きなどを受けて一旦上昇した後、ギリシャ情勢への懸念の強まりなどを反映した海外株価の下落を受けて反落し、最近では20千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、米国の金融政策を巡る思惑を受けて円安ドル高方向の動きとなり、最近では123円前後で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、欧州長期金利の上昇などを受けて円安ユーロ高方向の動きとなっている。

### 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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門に調整の動きもみられるが、家計支出に支えられたしっかりとした回復基調は続いている。設備投資はエネルギー関連投資の落ち込みなどから、輸出も外需や為替動向の影響から、それぞれ弱めの動きが続いている。もっとも、個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられ、冬場の落ち込みからはっきりとリバウンドしている。住宅投資も、緩やかな持

---

（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。」

ち直し基調を辿っている。こうした家計支出のしっかりとした基調は、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に繋がっており、輸入も増加基調を続けている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ば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、緩やかに持ち直している。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、エネルギー価格の下落幅が徐々に縮小するもとで、ユーロ安の影響も加わって、総合ベースのインフレ率はゼロ%を僅かに上回っている。コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている。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、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化している。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。他方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産市場の調整などを背景に引き続き伸びが鈍化している。輸出も、このところ弱めとなっている。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかな伸びの鈍化を続けている。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和策などを受けて、内需を中心に着実に持ち直している。一方、N I E s は、内需が原油安に加え景気刺激策の効果などから持ち直し傾向を続けているものの、本年入り後の世界的な製造業の減速もあって輸出が弱めとなる中で、全体として浮揚感に乏しい。また、A S E A N でも、既往の国際商品市況の下落や中国の生産調整の影響が外需にみられ、内需も家計債務の積み上がりや政府支出の執行の遅れが響いており、景気回復に向けた動きには一服感が窺われる。ブラジルおよびロシアでは、インフレ率の上昇や利上げを背景に内需が落ち込む中で、その影響が生産面・雇用面にもはっきりと及ぶなど、厳しい経済情勢が続いている。

新興国の物価面をみると、一部でインフレ率の上昇もみられるが、エネルギー価格の下落を主因にインフレ率が低下している国がなお多い。

海外の金融資本市場をみると、先進国では、強めの経済指標などを受けて欧米長期金利が一段と上昇し、ボラティリティも高まった。そ

のもとで、株価は、欧州ではギリシャ情勢への懸念などもあって下落したほか、米国でも金融緩和継続見通しの後退などから上値の重い展開となった。新興国では、米国の金融政策を巡る思惑や欧米長期金利の上昇を背景に、通貨、株価ともに下落している。この間、中国株は振れを伴いつつも一段と上昇している。国際商品市況をみると、原油価格は、OPEC総会における生産目標維持の決定やドル高を背景に、小幅下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出をみると、昨年7～9月以降、3四半期連続で増加した後、4～5月の1～3月対比は減少している。輸出は、為替相場動向の影響にも支えられて、基本的に持ち直しを続けていると考えられるが、足もとでは、1～3月期の海外経済の減速が、ややラグを伴うかたちで、アジア向け輸出などに影響を及ぼしつつあるとみられる。先行きの輸出は、振れを伴いつつも、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、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。法人企業統計の設備投資(名目ベース)をみると、昨年7～9月以降、3四半期連続で前期比増加となり、1～3月は伸び率が高まった。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)は、昨年7～9月以降3四半期連続のプラスとなった後、4月の1～3月対比も増加するなど、製造業を中心に緩やかに増加している。先行きの設備投資についても、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予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給が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、昨年7～9月以降2四半期連続で増加した後、1～3月は主に自動車の動きを反映して減少し、4月の1～3月対比も、天候不順の影響もあって、小幅の減少となっている。百貨店売上高は、4月の1～3月対比も引き続き増加するなど、消費者マインドの改善などにも支えられて、堅調に推移している。耐久消

費財についても、乗用車販売が軽乗用車の減少から引き続き弱めの一方、家電販売額は緩やかな増加傾向を辿っている。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。消費者マインド関連指標をみると、消費者態度指数は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、持ち直しつつある。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、年明け以降は持ち直している。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を反映して、持ち直している。生産は、昨年10～12月、1～3月と2四半期連続で増加した後、4月の1～3月対比は減少している。企業の生産活動は持ち直しを続けているが、軽乗用車の在庫調整に加えて、1～3月期の海外経済減速の影響などから、足もとは一時的にモメンタムがやや鈍化している。先行きの鉱工業生産は、振れを伴いつつも、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、国際商品市況の動きを反映して、3か月前比で緩やかに上昇している。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。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、当面緩やかな上昇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4％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。

### (3) 貸出支援基金の実行状況

6月5日実行の「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6,685億円となり、今回の貸付実行後の残高は45,851億円となっている。このほか、A B L等特則分の残高は1,153億円、小口特則分の残高は109.01億円、米ドル特則分の残高は120.0億米ドルとなっている。

また、6月19日実行の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は21,369億円となり、今回の貸付実行後の残高は231,086億円となっている。

なお、今回からとなる非取引先の系統金融機関の利用に伴う中央機関への貸付残高は、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の本則分が143億円、小口特則分が20.44億円、「貸出増加を支援するための資金供給」が1,056億円となっている。

## 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、何人かの委員は、ドイツなど欧州コア国の長期金利が一段と上昇していることに言及し、行き過ぎた金利低下の巻き戻しに加え、物価指標の改善などを受けてデフレ懸念が後退しつつあることが影響しているとの認識を示した。ギリシャ情勢について、何人かの委員は、関係諸機関との間で現行支援プログラム延長に向けた交渉が続いているが、その帰趨や国際金融資本市場への影響について引き続き注視する必要があると述べた。このうちの一人の委員は、他の欧州周縁国でも金利が上昇するなど、投資家のリスク回避的な動きもみられていないと付け加えた。何人かの委員は、米国でも堅調な雇用統計などを受けた早期利上げ観測から長期金利が上昇していると指摘したうえで、実際に利上げが開始された場合には、国際的な資金フローが変化し、新興国を含めた国際金融資本市場に変動が生じる可能性があるとの指摘した。

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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門に調整の動きもみられるが、家計支出に支えられたしっかりとした回復基調は続いているとの認識で一致した。1～3月期の成長率がマイナスになったことについて、多くの委員は、4月以降の指標は、良好な雇用・所得環境に支えられた個人消費の堅調さが維持されていることを示しており、落ち込みは一時的だったと判断できるとの見方を示した。ただし、何人かの委員は、4月以降のリバウンドはさほど力強いものではなく、今後の回復ペースを注意深く点検する必要があると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門に調整圧力がかかると見込まれるが、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、緩やかな回復が続けているとの認識で一致した。委員は、輸出がユーロ安などを背景に緩やかに持ち直しており、個人消費も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、緩やかな回復が続けるとの見方で一致した。複数の委員は、最近の金利上昇が実体経済や金融環境に与える影響について、今後の展開を注視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、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化しているとの認識で一致した。ある委員は、このところ輸出も弱めとなるなど、製造業を中心に景気の減速感がやや強まっていると述べた。もっとも、この委員を含む何人かの委員は、成長モメンタムの鈍化に対し、当局は金融、財政の両面から積極的に対応する姿勢を強めていると指摘した。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、成長ペースを幾分切り下げながらも、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、当局の対応は公共投資が中心となるため、成長率は維持できるとしても、貿易相手国の輸出を誘発する効果は従来ほど見込めない可能性があるとして述べた。

新興国経済について、委員は、先進国経済の回復や金融緩和の好影響がみられる一方で、中国や資源国などにおける過剰の調整の影響が続いているため、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの見方を共有した。複数の委員は、足もとでは、1～3月期の米国経済の落ち込みや中国経済の減速によるマイナスの影響がみられていると指摘した。先行きの新興国経済について、委員は、当面、成長に勢いを欠き不確実性も高い状態が続くとみられるとの認識を共有した。



そのうえで、委員は、先進国の景気回復の波及や金融緩和などを背景とした内需の持ち直しから、新興国経済は成長率を徐々に高め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、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、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、1～3月期の実質GDPの2次速報値が設備投資を中心にはっきりと上方修正されたと指摘したうえで、消費税率引き上げ後に一旦減少していた国内民間需要が改善し、所得から支出への前向きの循環が明確になりつつあることが確認されたとの認識を示した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。何人かの委員は、増加を続けてきた輸出や生産が海外経済の一時的な減速の影響などから足もとやや勢いを欠いており、4～6月期は一旦成長率が低下するものの、所得から支出への好循環が続くもとで、その後は成長率を高めていくとの認識を示した。

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。多くの委員は、3四半期連続で増加してきた実質輸出が4～5月は減少していることに言及し、1～3月期の米国経済や中国経済の減速がラグを伴って影響しているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、内訳をみると米国向けの自動車輸出が大きく減少しているが、米国の自動車販売が堅調であることを踏まえると、一時的な落ち込みの可能性が高いと付け加えた。先行きの輸出について、委員は、振れを伴いつつも、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で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、1～3月期のGDPベースの設備投資が高めの伸びとなったと指摘したうえで、所得から支出へという前向きな循環メカニズムがしっかりと働いているとの認識を示した。先行きの設備投資についても、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。何人かの委員は、堅調な機械受注の動きや積極的な設備投資計画は、こうした見方を裏付けていると指摘した。このうちの一人の委員は、中小企業を対象とする調査においても、設備投資に前向きな動きが広がっているように窺われると付け加えた。一方、ある委員は、一部のアンケート調査では外需の弱さに起因するとみられる製造業のマイン

ド悪化が示されており、今後輸出の回復が遅れた場合に設備投資の下振れに繋がるリスクには注意が必要との見方を示した。

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。何人かの委員は、今春の賃金改定交渉におけるベースアップを含めた賃上げの効果から、所得環境は一段と改善していくと述べた。このうちの一人の委員は、夏季賞与について、大企業を対象としたアンケート調査をみると、昨年が続く前年比プラスが見込まれると付け加えた。実質賃金について、何人かの委員は、今後は、消費税率引き上げの影響が一巡するため、持続的な上昇が期待できるとの認識を示した。この点に関連して、ある委員は、実質賃金の持続的な上昇は物価安定目標の実現にも重要であり、そのために不可欠な生産性上昇に向けた企業の取り組みを後押しする観点から、政府によるコーポレート・ガバナンス改革などに期待していると述べた。

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、底堅く推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、株高による資産効果も消費の底堅さを支えていると付け加えた。何人かの委員は、百貨店売上高が増加を続けており、サービス消費も堅調に推移しているとの見方を示した。何人かの委員は、天候不順の影響もあって、足もとの指標には弱めの動きを示すものもみられていると述べた。先行きの個人消費について、委員は、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の見方で一致した。複数の委員は、このところの食料品や日用品の価格上昇が消費者マインドに悪影響を及ぼす可能性には注意が必要との認識を示した。

住宅投資について、委員は、持ち直しつつあるとの認識を共有した。先行きは、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、内外需要の緩やかな増加を反映して、持ち直ししているとの認識を共有した。ある委員は、分譲住宅を中心とする住宅投資の持ち直しが建設財の生産の改善に寄与しているとの見方を示した。先行きの生産について、委員は、振れを伴いつつも、内外需要を反映して緩やかに増加していくとの見方で一致した。この点に関連して、何人かの委員は、輸出のもたつきや軽乗用車などの在庫調整から、4～6月は回復のモメンタムが一時的に鈍化すると述べた。

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、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 %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 %程度で推移する可能性が高い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。

## 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。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」について、所期の効果を發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一方、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。複数の委員は、このところ長期金利が一時0.5 %台まで上昇する場面があるなど、「量的・質的金融緩和」の効果は逡減してきている可能性があるとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、わが国の金利は、海外金利の上昇にもかかわらずイールドカーブ全体にわたって低い水準で安定的に推移しており、「量的・質的金融緩和」の緩和効果は引き続き大きいと指摘した。

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。何人かの委員は、消費者物価上昇率が0 %程度で推移するもとでも、先行き物価上昇率が高まるという予想が維持されているとの見方を示した。また、何人かの委員は、速報性の高い物価関連指標などをみる

と、新年度入り後、直近まで前年比プラスで推移しており、日用品や食料品などで価格改定の動きが拡がりつつあると指摘した。このうちの複数の委員は、外食などのサービスや耐久消費財でも、為替円安や人件費の上昇によるコスト増加分を転嫁する動きがみられていると付け加えた。こうした動向の背景として、複数の委員は、企業の価格設定行動において、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる動きが拡がっているとの認識を示した。ある委員は、雇用・所得環境の改善を背景にユニット・レーバー・コストが安定的に上昇する中で、次第に物価上昇率が高まっていくとの見方を示した。一方、一人の委員は、消費者物価指数の動きからは物価情勢に目立った変化はみられていないと述べた。

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、2016 年度前半頃に 2 % 程度に達する可能性が高いとの見方を共有した。一方、一人の委員は、需給ギャップの改善ペースや賃金上昇率が緩やかであるほか、世界的なデフレーション傾向が続いていることを踏まえると、物価上昇率の高まりはかなり緩やかなものにとどまると述べた。

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、需給ギャップがゼロ近傍まで改善する中、遞減している「量的・質的金融緩和」の追加的効果を副作用が既に上回っており、導入時の規模であっても、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述べた。そのうえで、この委員は、①マネタリーベースと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、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、資産買入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表現に変更すること、などを主張した。

これに対し、何人かの委員は、消費者物価上昇率が0%程度で推移するなど2%の「物価安定の目標」に向けてなお途半ばである現時点での減額開始は、政策効果を減殺するとの見方を示した。このうちの一人の委員は、現状、金融面での不均衡や金融緩和の副作用を示す理論や事実に基づく具体的な根拠はなく、減額開始は金融市場に影響を及ぼすおそれもあると述べた。

#### IV. 金融政策決定会合の運営の見直しに関する委員会の検討の概要

委員は、金融政策決定会合の運営の見直しについて検討を行った。その際、委員は、金融政策に関する審議と情報発信の一層の充実を図ることが重要であるとの認識を共有し、具体的な方策を検討した。

第1に、委員は、四半期ベースの経済・物価見通しに基づいて政策決定を行うため、展望レポートの公表をこれまでの年2回から年4回に増やすとともに、政策委員の経済・物価見通しに関する情報をより充実したものとするため、全ての委員についてそれぞれの見通しとリスク評価を公表するとの意見で一致した。第2に、委員は、早期の情報発信の一環として、決定会合における「主な意見」を作成し、会合終了後1週間を目途に公表することが適当であるとの認識を共有した。第3に、委員は、年4回の展望レポートの公表と、その間の情勢変化を踏まえて経済・物価情勢を議論する必要性から、金融政策決定会合を年8回開催するとの意見で一致した。この点に関連して、委員

は、金融経済情勢が急激に変化した場合には、これまでと同様に、臨時の金融政策決定会合を開催して機動的に対応するとの認識を共有した。

委員は、こうした見直しによって、政策決定の基礎となる経済・物価見通しを、より高い頻度でより詳しく示すとともに、会合後速やかに会合における「主な意見」を公表することができるとの認識で一致した。多くの委員は、①四半期毎に、経済・物価見通しを公表したうえで、②その中間の会合を含めて、金融政策を決定する会合を年8回開催し、③会合終了後は速やかに情報発信を行うという枠組みは、近年主要中央銀行で主流となっており、適切なものであるとの見方を示した。何人かの委員は、新たに公表する「主な意見」について、情報発信の一層の充実という趣旨や従来どおり公表する議事要旨との役割分担の観点などを踏まえながら、今後具体的に検討を重ねていく必要があると述べた。一人の委員は、情報発信はスピードと内容のバランスが重要と指摘したうえで、「主な意見」を会合後1週間程度という早期に、議事の概要を記した「議事要旨」を次回会合後にそれぞれ公表するのは、良い組み合わせであるとの見方を示した。多くの委員は、見直しの実施時期について、準備に時間を要することや、既に本年中の日程は公表済みであることを踏まえると、関連政令の改正を条件に、来年1月からとすることが適当との認識を示した。また、委員は、来年以降の日程は後日決定・公表することで一致した。

## 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。

- 6月8日に公表された本年1～3月期の実質GDP成長率(2次QE)は、前期比+1.0%となり、1次速報から上方改訂された。その背景としては、1次速報後に公表された法人企業統計において、企業の設備投資が中小企業や非製造業を中心に高い伸びとなったこと等がある。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。
- 政府は、経済再生と財政再建の両立を目指しており、2020年度の基礎的財政収支の黒字化に向けた財政健全化計画については、まずは、成長戦略や規制改革等の政策を総動員してできる限り税収増を図ったうえで、それでも残る基礎的財政収支の赤字については、歳出改革等を通じて、黒字化を図る必要があると考えている。その際、これまでも経済再生と両立しながら歳出改革に取り組んでおり、

今後も取組みを強化し、聖域なく徹底した見直しを進めていく必要がある。今月末の計画策定に向け、早急に議論を集約していく。また、先月開催されたG 7においても、財務大臣から日本の経済状況、成長戦略の実施、および財政健全化に向けた取組みを説明し、各国の理解を得た。引き続き経済再生と財政再建の両立を実現していく。

- 本日、金融政策決定会合の運営の見直しについての議論があった。政府としては、こうした日本銀行の取組みにより、金融政策についての審議の充実および透明性の確保が、一層図られることを期待するとともに、今後とも、政府との十分な意思疎通を図って頂きたいと考えている。また、これが決定された場合には、必要となる政令改正等の手続きについて、今後、政府で検討を行う。
- 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、緩やかな回復基調が続いている。6月8日に公表した2015年1～3月期GDP速報（2次QE）では、実質成長率は1次速報から上方改訂され、前期比年率+3.9%と2四半期連続のプラス、名目成長率は同+9.4%と現行基準の国民経済計算で最大の伸びとなった。GDPデフレーターは前年同期比3.4%上昇し、デフレ脱却に向けて好ましい状況である。物価動向の判断に当たっては、こうしたことも含め総合的にみていくことが重要である。
- 財政健全化については、6月10日の経済財政諮問会議で「骨太方針2015」の骨子案を審議した。「骨太方針2015」には、2020年度の財政健全化目標の達成に向け、経済再生と両立する財政健全化計画を盛り込む。6月11日の産業競争力会議では、成長戦略改訂の骨子案を審議した。今月末頃に向けて、「骨太方針2015」、「『日本再興戦略』改訂2015」、「まち・ひと・しごと創生基本方針2015」、「規制改革実施計画」などを取りまとめる。また、6月18日に、総理官邸で第1回「サービス業の生産性向上協議会」を開催した。
- 金融政策決定会合の運営の見直しについては、日本銀行の判断を尊重する。なお、金融政策決定会合の回数が減ることにより、金融政策の機動性が失われるのではないかとの誤解を市場等に万が一にも与えないこと、また、政府と日本銀行の意思疎通の機会を確保することが重要である。そのため、今回の運営の見直しの趣旨を十分説明するとともに、必要に応じて臨時会合を行うことを願う。また、必要な場合には経済財政諮問会議において追加的な議論

を行うこと等により、政府と十分な意思疎通を図って頂きたい。

- 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. 金融政策決定会合の運営の見直し

以上の議論を踏まえ、金融政策決定会合の運営の見直しに関して、議長から、対外公表文（「金融政策決定会合の運営の見直しについて」＜別紙1＞）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。

また、議長は、政府からの出席者に対し、関連政令の改正を検討することを要請した。

### 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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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、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、② E T F 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、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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

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。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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

## 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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、原田委員

### 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２＞）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（５月２１、２２日開催分）が全員一致で承認され、６月２４日に公表することとされた。

以　　上

2015年6月19日

日本銀行

## 金融政策決定会合の運営の見直しについて

本日、日本銀行は、政策委員会・金融政策決定会合において、金融政策に関する審議と情報発信を一層充実する観点から、金融政策決定会合の運営を、以下のとおり見直すことを決定した（全員一致）。関連政令の改正を条件に、2016年1月から実施する。

これらの見直しによって、政策決定の基礎となる経済・物価見通しを、より高い頻度でより詳しく示すとともに、会合後速やかに会合における主な意見を公表することとする。このように、①四半期毎に、経済・物価見通しを公表した上で、②その中間の会合を含めて、金融政策を決定する会合を年8回開催し、③会合終了後は速やかに情報発信を行うという枠組みは、近年、主要中央銀行で主流となってきたものである。

## （１）「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の年４回化

「経済・物価情勢の展望」（以下、「展望レポート」）の公表を従来の年２回から年４回に増やし、１月、４月、７月、１０月の金融政策決定会合（以下、「決定会合」）終了後、直ちに公表する。

## （２）政策委員全員の経済・物価見通し及びリスク評価の公表

展望レポートにおける政策委員の経済・物価見通しについて、従来の政策委員の大勢見通しに加えて、全ての政策委員について各委員の見通しとリスク評価を公表する<sup>１</sup>（別添の公表例を参照）。

## （３）「主な意見」の公表

決定会合における「主な意見」を作成し、決定会合終了後１週間を目途に公表する<sup>２</sup>。

## （４）金融政策決定会合の開催頻度の見直し

展望レポートを議論・公表する会合を年４回開催し、その間に経済・物価

情勢の変化などを議論する会合を開催することで、金融政策決定会合を年 8 回開催する（従来は年 14 回程度）<sup>3 4 5</sup>。

以 上

---

<sup>1</sup> これに伴い、現在公表している政策委員の見通し分布チャートの作成は取り止める。

<sup>2</sup> 決定会合の「議事要旨」は、従来と同様、次回決定会合で政策委員会の承認を受けた後に公表する。

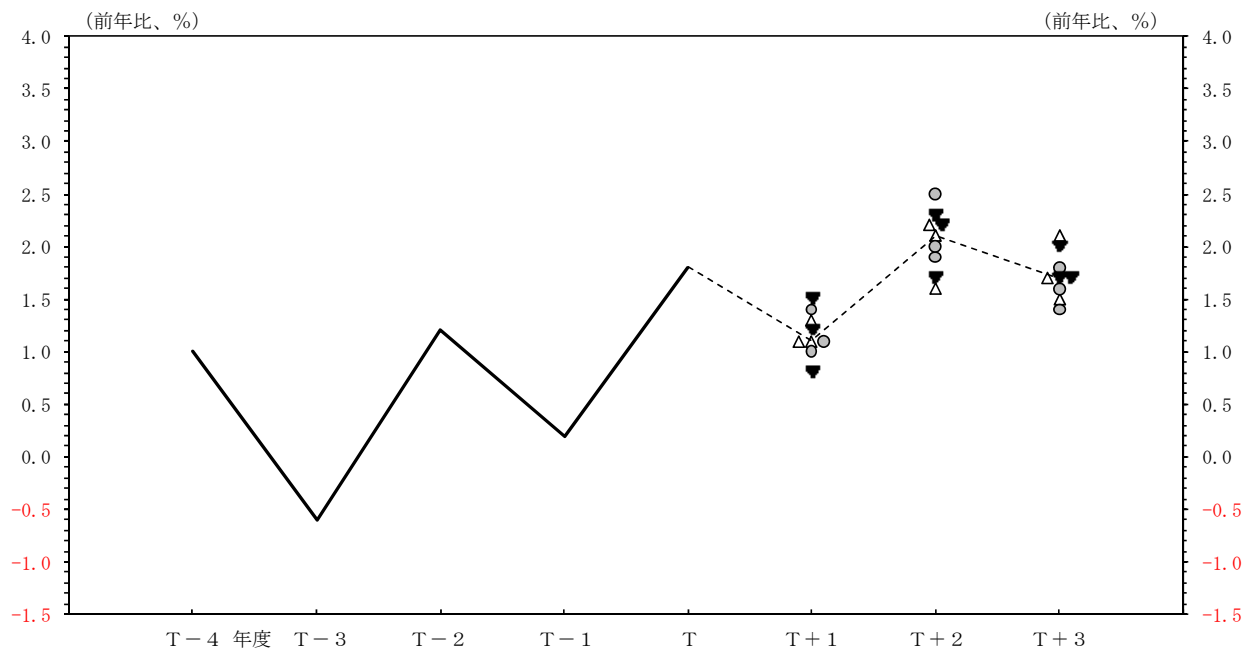
<sup>3</sup> 既に公表済の 2015 年 7 月から 12 月までの決定会合等の日程は変更しない。2016 年 1 月以降の決定会合の日程は後日公表する。

<sup>4</sup> 金融経済月報の作成・公表は取り止め、年 4 回公表される展望レポートに集約する。

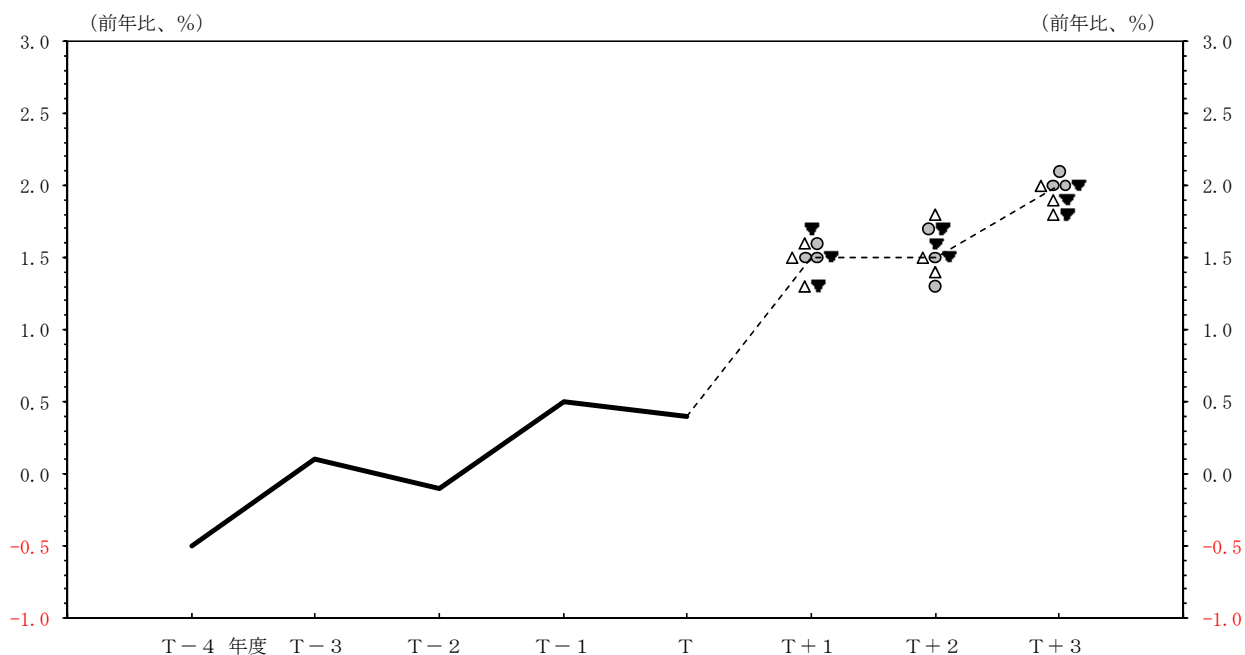
<sup>5</sup> 米国連邦準備制度、欧州中央銀行においても、決定会合の開催頻度は年 8 回となっている。また、イングランド銀行も、年 8 回に変更する方針を明らかにしている。

## 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価 (例)

## (1) 実質GDP



## (2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

2015年6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、緩やかな回復が続けている。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。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つつある。この間、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。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は持ち直している。また、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%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

---

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員。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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員）。

(27 年 7 月 14、15 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 7 月 14 日(14:00～15:57)  
7 月 15 日( 9:00～12:13)

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)
	宮下一郎	財務副大臣(15 日)
内閣府	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(14 日)
	西村康稔	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	中村康治
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
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	武藤一郎



## 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（6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320～325兆円台で推移した。

### 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、短国レートはこのところ概ね小幅のマイナス圏内で推移している。

債券、株式、為替の各市場は、ギリシャ情勢および中国株式市場の大きな変動を受け、大きめの振れを示す局面もみられた。すなわち、長期金利（10年債利回り）は、ギリシャ情勢を巡る不透明感を背景とする海外長期金利の低下などを受けて低下する局面もみられたが、その後はギリシャ情勢の進展などを受けて上昇し、最近では0.4%台半ばで推移している。株価（日経平均株価）は、ギリシャ情勢を巡る不透明感や中国株価の下落などを受けて下落した後、ギリシャ情勢の進展や中国株価の反発を受けて上昇し、最近では20千円をやや上回る水準で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、ギリシャ情勢を巡る不透明感を背景に海外金利が低下したことなどから円高ドル安が進む局面もみられたが、その後はギリシャへの金融支援に向けた動きなどから値を戻し、最近では123円前後で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、円高ユーロ安方向の動きとなっている。

### 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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門で調整の動きもみられるが、家計支出に支えられて回復している。設備投資はエネ

---

（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。」

ルギー関連投資の落ち込みなどから、輸出も外需や為替動向の影響から、それぞれ弱めの動きが続いている。もともと、個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられて冬場の落ち込みから脱し、はっきりと増加している。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。こうした家計支出のしっかりとした基調は、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に繋がっており、輸入も増加基調を続けている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている一方、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、ユーロ安などを背景に、緩やかに増加している。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、エネルギー価格の下落幅が徐々に縮小するもとで、ユーロ安の影響も加わって、総合ベースのインフレ率はゼロ%を僅かに上回っている。コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている。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、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化している。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、不動産市場の調整などを背景に引き続き伸びが鈍化している。輸出も、このところ弱めとなっている。こうした需要動向を背景に、生産の伸びは緩やかに鈍化している。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、N I E s は、原油安や景気刺激策の効果が一部にみられるが、本年入り後の世界的な製造業の減速に加え、I T 関連財の需要端境期の長期化により輸出・生産が弱めとなる中、減速している。A S E A N でも、外需で既往の国際商品市況の下落や中国の生産調整の影響がみられるほか、内需で家計債務の積み上がりが個人消費の重石となっていることから、景気回復に向けた動きが足踏みしている。ブラジルおよびロシアでは、インフレ率の上昇や利上げ等を背景に内需が落ち込む中、その影響が生産・雇用面にもはっきりと及ぶなど、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、エネルギー価格の落ち着きから下げ止まりの兆しもみられるが、低水準で推移している国が多

い。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、米国と欧州の長期金利が、ギリシャ情勢を眺めた質への逃避から低下した局面もみられたが、その後はギリシャ情勢の進展を受けて上昇し、前回会合対比では概ね横ばいとなった。株価も、米国や欧州では、ギリシャ情勢の不透明感を背景に下落した局面もみられたが、その後はギリシャ情勢の進展から上昇し、前回会合時点と概ね同水準となった。新興国では、中国株が、高値警戒感の拡がりや信用取引の巻き戻しなどを背景に急落した。国際商品市況をみると、原油価格は米国の原油在庫が増加する中で、ギリシャ情勢を巡る不透明感や中国株価の下落を受けた投資資金の巻き戻しもあって下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、振れを伴いつつも、持ち直している。実質輸出をみると、昨年7～9月以降、3四半期連続で増加した後、4～5月の1～3月対比は減少している。輸出は、為替相場動向の影響にも支えられて、基本的に持ち直しを続けていると考えられるが、足もとでは、1～3月の海外経済が大きめの減速となったことが、ややラグを伴うかたちで、アジア向け輸出などに影響を及ぼしているとみられる。先行きの輸出は、振れを伴いつつも、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、企業収益が改善する中で、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。また、機械投資と建設投資の先行指標をみても、機械受注（船舶・電力を除く民需）は製造業を中心に緩やかに増加しているほか、建築着工床面積（民間非居住用）も本年入り後は振れを伴いつつも持ち直しつつある。企業の業況感は、総じて良好な水準で推移している。6月短観をみると、業況判断D I（全産業全規模）は、3月から横ばいとなり、リーマン・ショック前の景気拡大期のピークに近い水準で推移している。業種別・規模別にみると、製造業については、大企業は小幅の改善、中小企業は若干の悪化となっている。非製造業については、大企業、中小企業ともに改善しているが、大企業の方が改善は明確となっている。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、緩やかな増加を続けると予想される。6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、3月短観と比べて大幅に上方修正され、前年比+3.4%の増加となっている。

雇用・所得環境をみると、労働需給が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、昨年7～9月以降、2四半期連続で増加した後、1～3月は主に自動車の動きを反映して減少し、4～5月の1～3月対比も、天候不順の影響もあって、小幅の減少となっている。百貨店売上高は、4～5月の1～3月対比が前期までの増加の反動もあって減少しているが、基調的には、消費者マインドの改善などにも支えられて、堅調に推移している。耐久消費財についても、乗用車販売が軽乗用車の動きを反映して大きめの減少となっている一方、家電販売額は緩やかな増加傾向を辿っている。このほか、外食などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。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、持ち直しつつある。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、年明け以降、持家や貸家アパート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、持ち直していくと予想される。

鉱工業生産は、振れを伴いつつも、持ち直している。生産は、昨年10～12月、1～3月と2四半期連続で増加した後、4～5月の1～3月対比は減少している。企業の生産活動は、やや長い目でみれば、内外需要の緩やかな増加を背景に持ち直しているとみられるが、1～3月期の海外経済減速の影響に加えて、軽乗用車の在庫調整などから、足もとでは鈍さがみられる。先行きの鉱工業生産は、振れを伴いつつも、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、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の動きを反映して、横ばい圏内の動きとなっている。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、このところ伸びが高まってきているほか、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、横ばい圏内で推移するとみられる。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、多くの委員は、ギリシャ情勢について、ユーロ圏首脳会議において条件付きで新たな金融支援策に関する合意が行われ、とりあえずの落ち着きを取り戻しているが、金融支援が実行に移されるうえでのハードルが多いことを踏まえると、今後の展開をなお注視していく必要があると述べた。ある委員は、ギリシャの銀行部門からは多額の預金が既に流出しており、金融システムの安定に向けた資本注入と流動性支援が早急に実施される必要があるとの認識を示した。この点に関し、別の委員は、ギリシャの銀行からの預金流出は、個々の銀行のソルベンシーの問題ではなく、ギリシャのユーロ離脱という通貨体制に対する懸念の問題であり、当局者はこの点を意識して対応すべきであると述べた。

中国の株価が短期間で急落したことについて、複数の委員は、株価が昨年後半の2倍以上に上昇するもとで、高値警戒感が広がっていたことに加え、信用取引が巻き戻されたことなどがその背景であるとし、中国経済の減速が長引くリスクとは分けて考える必要があるとの見

方を示した。

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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門で調整の動きもみられるが、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。多くの委員は、1～3月期は寒波の影響などで一時的に弱くなったものの、その後は良好な雇用・所得環境に支えられた個人消費の堅調さが維持されているとの見方を示した。ある委員は、自動車販売がこのところ高水準にある点をも、米国の個人消費は堅調であるとの見方を示した。この点、別の複数の委員は、小売販売が足もと弱含む動きもみられるため、今後の回復ペースを注意深く点検する必要があると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門に調整圧力がかかるものの、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。

欧州経済について、委員は、緩やかな回復が続けているとの認識で一致した。委員は、輸出がユーロ安などを背景に緩やかに増加しており、個人消費も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との認識を共有した。ある委員は、物価面でも、消費者物価の前年比はこのところ小幅のプラスで推移しており、デフレへの警戒感は和らいでいることを指摘した。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、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化しているとの認識で一致した。最近の株価下落が個人消費に与える影響について、多くの委員は、中国では家計の金融資産に占める株式の割合は大きくなく、その影響は限定的であるとの見方を示した。別の複数の委員は、成長が鈍化するもとの株価下落は、マインド面への影響も含めて不確実性が高く、注視していく必要があると述べた。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む中で、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。この点、複数の委員は、当局の対応は公共投資が中心となるため、成長率は維持できるとしても、貿易相手国の輸出を誘発する効果は従来ほど見込めない可能性があるとして述べた。

新興国経済について、委員は、先進国経済の回復が波及する一方、

中国での調整の影響や過剰設備・債務の重石、IT関連財の需要端境期の長期化などから、このところやや弱含んで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、成長に勢いを欠き不確実性も高い状態が続くが、やや長い目でみれば、先進国の景気回復の波及や金融緩和などを背景とした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、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、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。その点について、委員は、先般の支店長会議での各地からの報告でも、景気回復が地域的な広がりを伴っていることが確認されたとの認識を共有した。景気の先行きについても、委員は、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、振れを伴いつつも、持ち直しているとの認識で一致した。委員は、4～5月の輸出の弱さは、寒波などの影響を受けた1～3月期の米国経済の一時的な減速がラグを伴って影響しているほか、最近のアジア経済のもたつきも影響しているとの見方を共有した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の回復や既往の円安による下支え効果などを背景として、振れを伴いつつも、緩やかに増加していくとの認識で一致した。ある委員は、輸出は足もとの実績は弱めであるものの、4～6月期の米国経済のリバウンドや、輸出受注PMIなど先行指標の改善をみる限り、トレンドの変化に繋がる可能性は小さいとの見方を示した。もっとも、複数の委員は、中国経済のさらなる減速が生じた場合の影響については注意が必要であると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。委員は、6月短観の2015年度の設備投資計画は、製造業大企業において、為替の円高修正の定着を眺めて国内投資を積極化する動きがみられるなど、企業の投資スタンスが一段としっかりしてきていることを示す内容であったとの見方で一致した。先行きの設備投資についても、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、堅調な機械受注の動きは、こうした見方を裏付けていると指摘した。この間、ある委員は、短観の売上高計画が前年比+1%程度にとどまっていることなどを踏まえると、足もと強めの設備投資計画は、需要

拡大予想に基づくというよりも、更新投資や省力投資が中心である可能性がある」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。ある委員は、今年度のベースアップを含む新たな給与水準での賃金の支払いが6～7月頃にかけて増えてくるとことや、夏のボーナスについても増加が見込まれることから、名目賃金の改善が一層明確になってくるとの見方を示した。一方、別の委員は、ベースアップは4月に妥結しており、消費へのアナウンスメント効果は既に顕在化しているとも考えられることや、ボーナスについても、高い伸びとなった昨年との対比では鈍化していることなどを指摘し、これらが家計支出を追加的に押し上げるかどうかは明らかでないと述べた。

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。多くの委員は、4～5月の販売統計の不振は天候要因によるものであり、消費者マインドの改善や所得環境の改善などから、全体としては底堅さが続いているとの見方を示した。複数の委員は、POSデータに基づく日次・週次の物価指数が足もと伸びを高めていることから示唆されるように、最近の販売現場における価格設定スタンスの強さも、消費が底堅いことの証左であると述べた。先行きの個人消費について、委員は、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の見方で一致した。ある委員は、このところの食料品や日用品の価格上昇が消費活動に悪影響を及ぼす可能性には注意が必要との認識を示した。

住宅投資について、委員は、持ち直しつつあるとの認識を共有した。先行きは、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、持ち直していくとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、振れを伴いつつも、持ち直しているとの認識で一致した。委員は、企業の生産活動は、やや長い目でみれば、内外需要の緩やかな増加を背景に持ち直しているとみられるが、足もとでは、1～3月の米国経済と中国経済の減速の影響に加えて、軽乗用車の在庫調整などから鈍さがみられるとの見方を共有した。先行きの生産について、委員は、振れを伴いつつも、内外需要を反映して緩やかに増加していくとの見方で一致した。多くの委員は、海外経済の回復に伴って輸出が増加し、在庫調整が進捗するのに伴って、先行きの生産は緩やかに増加するとみられ、6月短観において、企業の業況感が総じて良好な水準で推移していることや、生産予測指数が先



行きの増加を示していることは、こうした見方に沿うものであるとの認識を示した。一方、ある委員は、鉱工業生産の予測指数をみると、I T 関連財の生産計画の弱さが目立つなど、7～9月期の生産が明確に持ち直す兆候はみられていないと述べた。

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%程度で推移する可能性が高い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。

## 3. 中間評価

以上のような認識を踏まえ、展望レポートの中間評価についての議論が行われた。見通しの前提となる原油価格（ドバイ）については、1バレル60ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していくと想定した。こうした原油価格を前提に、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、4月の展望レポートでの見通しと比較して、2015年度については、最近の輸出の鈍さなどから幾分下振れている一方、2016年度、2017年度については、概ね不変であるとの認識で一致した。委員は、2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続け、2017年度は、消費税率引き上げの影響などから減速するとみられるが、プラス成長を維持するとの見方を示した。

また、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて、多くの委員は、消費者物価（除く生鮮食品）は、4月の展望レポートでの見通しに概ね沿って推移するとの見方を共有した。これらの委員は、エネルギー価格下落の影響から、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面0%程度で推移するとみられるものの、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との認識を示した。2%程度に達す

る時期について、これらの委員は、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提に立てば、2016 年度前半頃になるとの見方を示した。

これに対し、一人の委員は、需給ギャップの改善ペースが緩やかにとどまることや、予想インフレ率が幾分低下しているとみられることを踏まえ、物価上昇率の見通しを全期間にわたり小幅に引き下げたものの、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が 2016 年度末にかけて 2 % 程度に近づくとの自身の見通しは全体として維持できると述べた。別の一人の委員は、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価の前年比が高まってはいるものの、エネルギー価格のマイナス寄与を踏まえると 2015 年度の見通しを変更するには至らないほか、2016～2017 年度についても、1 % 台の成長率や 1 % 未満の賃金上昇率のもとで、人々の中長期的な予想物価上昇率が急速に上昇することは想定し難いとし、引き続き中心見通しよりも慎重な見通しを示した。さらに別の一人の委員は、消費者物価上昇率が顕著に高まった 2013 年から 2014 年初にかけての状況と比べて足もとの需給ギャップの改善ペースは緩やかであることや、食料品など日用品の値上げが家計の消費スタンスを抑制することで、値上げの動きが抑えられる可能性などを指摘し、中心見通し対比慎重な見通しは不変であると述べた。

なお、先行きのリスク要因について、委員は、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。

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で、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。ある委員は、国民全般や経営者の心理面で、「物価安定の目標」に向けた金融政策運営に対する信頼性が向上しており、期待への働きかけは非常に重要な段階にあると述べた。一方、複数の

委員は、金融緩和が実質金利を押し下げる効果は逡減してきていると述べた。このうち一人の委員は、名目金利の下げ余地が限られる中で、実質金利をさらに引き下げるには予想物価上昇率を引き上げるほかはないが、金融政策のコミットメントのみでこれが実現できるかは不確実性が高く、効果と副作用を丁寧に検証していく必要があると述べた。これに対し別の委員は、不確実性が高いとしても、予想物価上昇率の上昇が金融政策なしに実現することはないとの見方を示した。

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。何人かの委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が0%程度で推移する一方で、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の伸びが高まっていることや、価格が上昇している品目の割合が増加していることなどから、物価の基調は改善しているとの見方を示した。ある委員は、個人消費の底堅さにも支えられて、本年は、新年度入り後の企業の価格改定の動きに拮抗りと持続性がみられていると指摘した。この委員は、本年夏場以降は、物価の基調が高まるもとで、エネルギー価格のマイナス寄与が剥落していくことにより、消費者物価（除く生鮮食品）はかなり速いペースで上昇すると予想できると述べた。別の複数の委員は、ユニット・レーバー・コストが安定的に上昇しているほか、物価の基調的な高まりが需要増加を伴っていることなどから、先行き物価上昇率は次第に高まっていくとの見方を示した。このうちの一人の委員は、家計についても実質賃金の緩やかな改善とともに、アンケート調査において「物価上昇は望ましい」との見方が幾分増えていることを指摘した。一方、別のある委員は、円安の影響を受けやすい食料工業製品の上昇率の高まりは、公共料金の上昇率低下などで相殺されているほか、電気製品の価格も、過去の円安局面と比べて比較的落ち着いており、円安による物価の押し上げ効果が全体としてみれば低下していることを指摘した。

これらの議論を受けて、委員は、予想物価上昇率について、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。ある委員は、このところの消費者物価上昇率の低下にもかかわらず、人々の中長期的な予想物価上昇率に目立ったマイナスの影響はみられないと述べた。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、2016年度前半頃に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、②E 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、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、③C 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、需給ギャップがゼロ近傍まで改善する中、逡巡している「量的・質的金融緩和」の追加的効果を副作用が既に上回っており、導入時の規模であっても、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述べた。この委員は、現行の政策方針の長期化に伴い累積的に高まる副作用として、日本銀行の資産買入れが国債市場の流動性に与える影響や、金融緩和の正常化の過程で日本銀行の収益が減少し、自己資本の毀損や国民負担の増加にも繋がりうることなどを指摘し、早めに減額に着手することが適当であると述べた。そのうえで、この委員は、①マネタリーベースと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、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、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表現に変更すること、などを主張した。

これに対し、何人かの委員は、消費者物価上昇率が 0 % 程度で推移するなど 2 % の「物価安定の目標」に向けてなお途半ばである現時点での減額開始は、政策効果を大きく損なうとの見方を示した。複数の委員は、現状、金融面での不均衡や金融緩和の副作用を示す理論や事実に基づく具体的な根拠はないと述べた。このうちある委員は、減額開始が金利の急上昇や実体経済の悪化を招くおそれがあるほか、金融政策の遂行に当たっては、日本銀行の収益よりも、物価安定の実現という政策目標を優先すべきであると付け加えた。また、この委員は、短期間での「物価安定の目標」の達成が難しいと主張しながら、金融緩和スタンスを後退させるのは矛盾しているとも述べた。

#### 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。

- 日本経済の足もとをみると、本年 4 ～ 6 月の企業倒産件数は、年度として 24 年振りに年間 1 万件を下回った平成 26 年度の 4 ～ 6 月と比較してさらに低い水準で推移しているほか、本年 5 月の有効求人倍率は 1.19 倍と、平成 4 年 3 月以来 23 年振りの高水準を記録するなど、およそ四半世紀振りの良好な状況を達成しつつある。こうした結果は、景気は緩やかな回復基調が続いているという経済全体の傾向を反映したものと考えているが、引き続き経済の動向を注視していく所存である。
- 最近のギリシャ情勢が日本経済に及ぼす影響について懸念を指摘する声があるが、財務省としては、必要に応じて G 7 諸国とも緊密に連携していくし、日本銀行ともしっかり協議させて頂きたい。先日のユーロ圏首脳会合において、支援協議の開始に向けて進展がみられたことと承知しているが、今後ともギリシャ問題への対応に遺漏がないよう、予断を持つことなく市場の動きを注視していきたい。また、先週には中国株が一時急落する場面もみられたが、中国経済の動向についても引き続き注視していきたい。
- 先般、6 月 30 日に閣議決定された「骨太方針 2015」の中で、「経済・財政再生計画」を決定した。この計画では、「デフレ脱却・経済再生」、「歳出改革」、「歳入改革」の 3 本柱により、2020 年度の基礎的財政収支の黒字化の実現を目指すこととしている。財政健全化に向けて、実効的かつ具体的な計画を示すことができたと考えており、今後この計画に基づいて、経済再生と両立させつつ財政健全化の取り組みを進めていきたい。

- 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、緩やかな回復基調が続いている。7月2日の春闘の最終結果では、月例賃金の賃上げ率が2.20%と、1998年以来17年振りの高い水準となった。こうした動きは、中小企業や非正規雇用労働者も含めて広がっている。このように雇用・所得環境は引き続き改善し、好循環がさらに進展するとともに、交易条件も改善する中で、堅調な民需に支えられた景気回復が見込まれる。なお、プレミアム付商品券等の発行が本格化することにより、今後、地方における消費喚起が期待される。先行きのリスクとしては、海外景気の下振れや金融資本・商品市場の動向等に留意する必要がある。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。
- 政府は、6月30日に「骨太方針2015」、「『日本再興戦略』改訂2015」、「規制改革実施計画」および「まち・ひと・しごと創生基本方針2015」を閣議決定した。今回の骨太方針で策定した「経済・財政再生計画」では、「経済再生なくして財政健全化なし」を基本方針に掲げ、「経済・財政一体改革」を推進することにより、2020年度のプライマリー・バランス黒字化を実現し、債務残高の対GDP比を中長期的に着実に引き下げていくこととしている。改訂成長戦略では、人口減少下の供給制約を乗り越えるため、未来投資による生産性革命の実現とローカル・アベノミクスを両輪として進めていく。
- 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、金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き、経済財政諮問会議等の場で十分説明して頂きたい。

## 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、② E T F 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、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

## 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（6月18、19日開催分）が全員一致で承認され、7月21日に公表することとされた。

以　　上

2015年7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、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、緩やかな回復を続けている。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、輸出や鉱工業生産は、振れを伴いつつも、持ち直している。企業収益が改善するなかで、業況感は総じて良好な水準で推移しており、設備投資は緩やかな増加基調にある。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つつある。この間、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。また、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. 4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、2015年度について幾分下振れる一方、2016年度、2017年度については概ね不変である。消費者物価は、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる<sup>1</sup>。
6. 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。
7. 「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）。

---

<sup>1</sup> 各政策委員は見通し作成にあたって、原油価格の前提を次の通りとした。すなわち、原油価格（ドバイ）は、1バレル60ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.7～-0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1～+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される。

(参考 1)

## ▽2015～2017 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2015 年度	+1.5～+1.9 <+1.7>	+0.3～+1.0 <+0.7>	
4月時点の見通し	+1.5～+2.1 <+2.0>	+0.2～+1.2 <+0.8>	
2016 年度	+1.5～+1.7 <+1.5>	+1.2～+2.1 <+1.9>	
4月時点の見通し	+1.4～+1.8 <+1.5>	+1.2～+2.2 <+2.0>	
2017 年度	+0.1～+0.5 <+0.2>	+2.7～+3.4 <+3.1>	+1.4～+2.1 <+1.8>
4月時点の見通し	+0.1～+0.5 <+0.2>	+2.7～+3.4 <+3.2>	+1.4～+2.1 <+1.9>

(注 1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を 1 個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注 2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注 3) 原油価格（ドバイ）については、1 バレル 60 ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて 70 ドル程度に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015 年度で-0.7～-0.8%ポイント程度、2016 年度で+0.1～+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015 年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016 年度前半には概ねゼロになると試算される。

(注 4) 今回の見通しでは、消費税率について、2017 年 4 月に 10%に引き上げられることを前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む 2017 年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで（+1.3%ポイント）、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

(注 5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

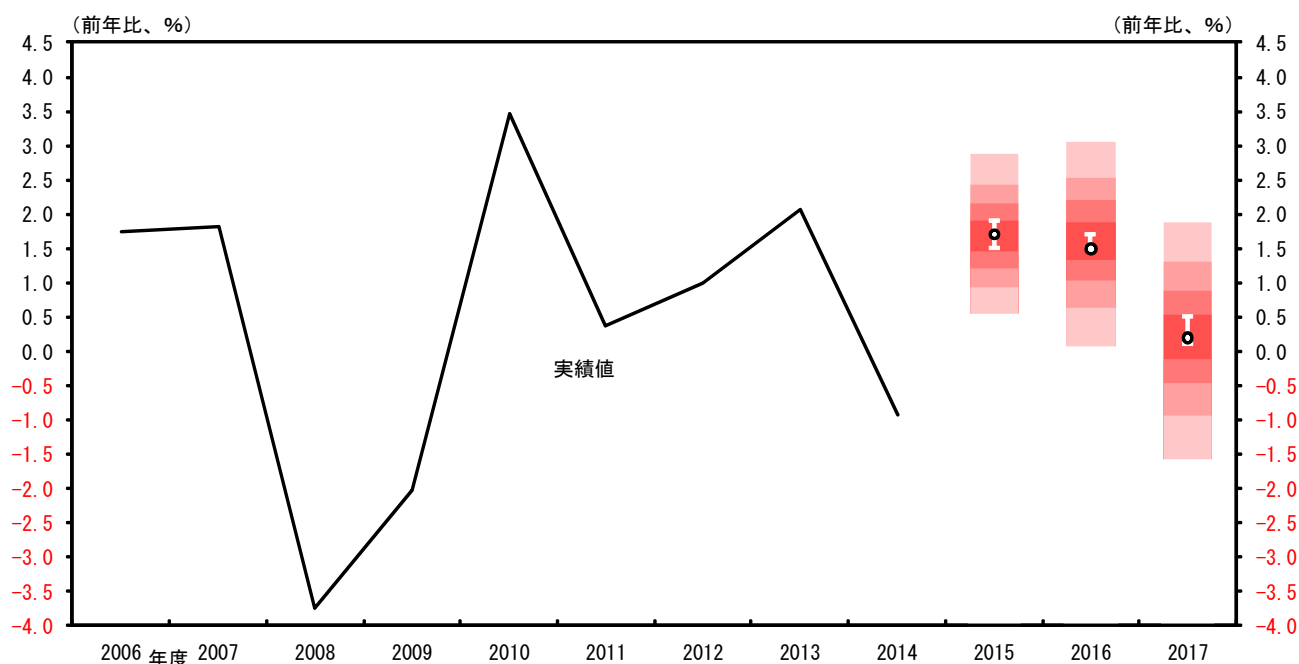
——対前年度比、%。

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2015 年度	+1.0～+2.0	+0.2～+1.0	
4月時点の見通し	+0.8～+2.2	+0.2～+1.3	
2016 年度	+0.9～+1.8	+0.8～+2.1	
4月時点の見通し	+0.8～+1.8	+0.8～+2.3	
2017 年度	0.0～+0.5	+2.0～+3.5	+0.7～+2.2
4月時点の見通し	-0.1～+0.6	+2.0～+3.5	+0.7～+2.2

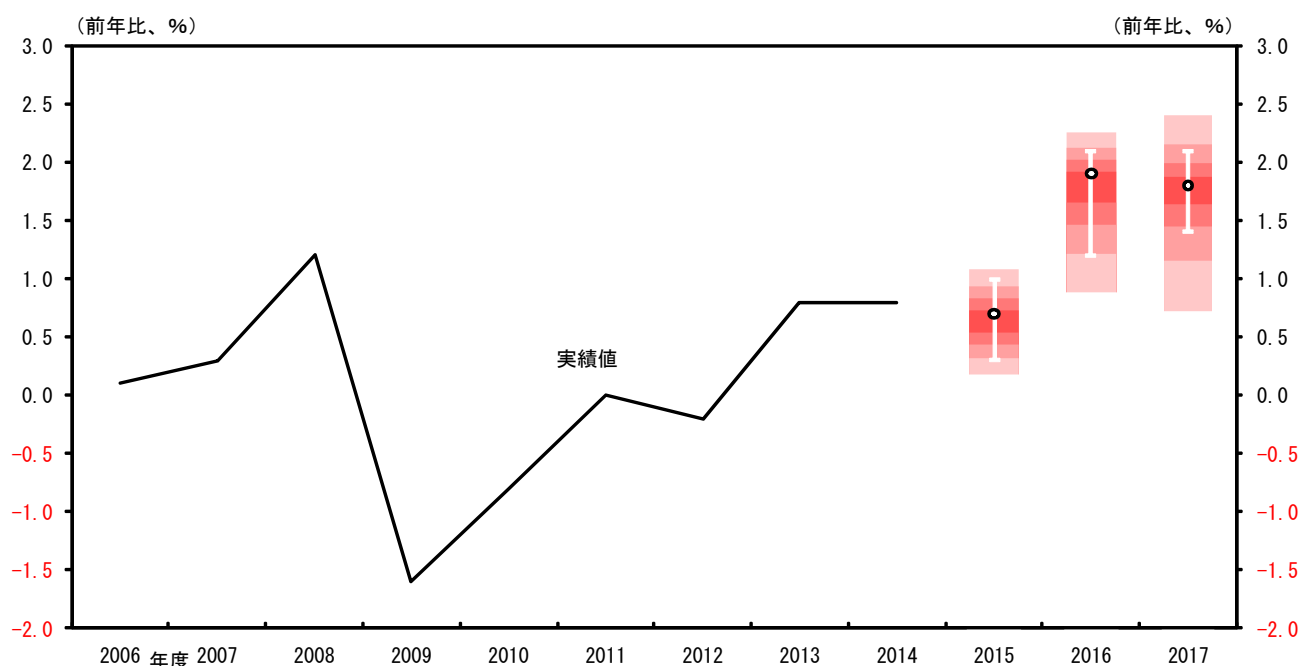
(参考 2)

## ▽政策委員の見通し分布チャート

### (1) 実質 GDP



### (2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注 1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値（リスク・バランス・チャート）について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたもの。なお、リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

上位40%～下位40%	上位30%～40% 下位30%～40%	上位20%～30% 下位20%～30%	上位10%～20% 下位10%～20%
-------------	------------------------	------------------------	------------------------

(注 2) 棒グラフ内の○は政策委員の見通しの中央値を表す。また、縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(注 3) 消費者物価指数（除く生鮮食品）は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

(27 年 8 月 6、7 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 8 月 6 日(14:00～16:08)  
8 月 7 日( 9:00～12:13)

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	内田眞一
企画局審議役	高口博英(7日 9:00～9:06)
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	中村康治
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	鈴木公一郎(7日 9:00～9:06)
企画局企画役	加藤 涼
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（7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317～325兆円台で推移した。

### 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で推移している。

長期金利（10年債利回り）は、新興国経済に対する慎重な見方や資源価格・米国株価の下落などを背景に米欧の長期金利が低下傾向を辿る中で、幾分低下し、最近では0.4%台前半で推移している。この間、株価（日経平均株価）は、ギリシャ情勢を巡る不透明感の後退、株主還元やコーポレートガバナンス改善期待などを受け、一旦は上昇した。もっとも、その後は、新興国経済に対する慎重な見方などを背景とする海外株価の下落を受けて反落する局面もみられ、最近では20千円台半ばで推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の金融政策の正常化が意識される中で、幾分ドル高円安方向の動きとなっており、最近では124円台後半で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、136円前後の狭いレンジでの動きとなっている。

### 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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門で調整の動きもみられるが、家計支出に支えられて回復している。設備投資はエネルギー関連投資の落ち込みなどから、輸出も外需や為替動向の影響から、それぞれ弱めの動きが続いている。もっとも、個人消費は、良好

---

（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。」

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を辿っている。こうした家計支出のしっかりとした基調は、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に繋がっており、輸入も増加基調を続けている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている一方、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、ユーロ安などを背景に、緩やかに増加している。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、エネルギー価格の下落幅が徐々に縮小するもとで、ユーロ安の影響も加わって、総合ベースのインフレ率はゼロ%を僅かに上回っている。コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている。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、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化している。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、不動産市場の調整などを背景に引き続き伸びが鈍化している。輸出も、このところ弱めとなっている。こうした需要動向を背景に、生産の伸びは緩やかに鈍化している。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、IT関連財の需要が冴えないことなどから、輸出・生産を中心に減速している。ASEANでも、外需で既往の国際商品市況の下落や中国の生産調整の影響がみられるほか、内需で家計債務の積み上がりが個人消費の重石となっていることなどから、景気回復に向けた動きが足踏みしている。ブラジルおよびロシアでは、資源価格の下落の影響に加えて、インフレ率の上昇や利上げなどを背景に内需が落ち込む中、経済情勢は厳しさを増している。

新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の落ち着きから下げ止まりの兆しもみられるが、低水準で推移している国が多い。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、ギリシャ情勢を巡る懸念はひとまず後退し、また、中国株についても、下落に歯止めがかかったのか見極めがつかない状況がなお続いているものの、ひと頃の大幅な下落の動



きは一服した。こうした中で、新興国経済の先行きに対する不透明感の拡がりなどから、新興国の通貨や株価、資源価格が下落する展開となった。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、振れを伴いつつも、持ち直している。実質輸出をみると、昨年7～9月以降、3四半期連続で増加した後、4～6月は減少している。輸出は、為替相場動向の影響にも支えられて、ひと頃に比べ持ち直していると考えられるが、足もとでは、春頃にかけての海外経済減速の影響から鈍さがみられている。先行きの輸出は、振れを伴いつつも、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、企業収益が改善する中で、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。また、機械投資と建設投資の先行指標をみても、機械受注（船舶・電力を除く民需）は製造業を中心に緩やかに増加しているほか、建築着工床面積（民間非居住用）も本年入り後は振れを伴いつつも持ち直しつつある。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、緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給が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、昨年7～9月以降、2四半期連続で増加した後、1～3月は主に自動車の動きを反映して減少し、4～6月も、天候不順の影響もあって、小幅の減少となっている。百貨店売上高は、昨年7～9月以降、3四半期連続で増加した後、4～6月は減少している。基調としては、株価上昇による資産効果に加えて、消費者マインドの改善などに支えられて、堅調に推移しているが、4～6月の減少は、天候不順や夏季セールの時期が後ずれしたことが影響したとみられる。耐久消費財については、乗用車販売が軽乗用車の動きを反映して大きめの減少となっている。家電販売額は、昨年7～

9月以降、緩やかな増加傾向を辿っているが、足もとでは天候不順に伴うエアコンの販売不振などから弱めの動きとなっている。このほか、外食などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。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、持ち直しが明確となっており、4～6月は2013年10～12月以来の水準まで増加している。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、振れを伴いつつも、持ち直している。生産は、昨年10～12月、1～3月と2四半期連続で増加した後、4～6月は減少している。企業の生産活動は、基本的には持ち直していると考えられるが、春頃にかけての海外経済減速の影響に加えて、軽乗用車の在庫調整がやや長引いていることが、足もとの鈍さに繋がっているとみられる。先行きの鉱工業生産は、振れを伴いつつも、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。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、7～9月は、再び増加すると見込まれる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の動きを反映して、横ばい圏内の動きとなっている。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、横ばい圏内で推移するとみられる。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。C P・

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．「補完貸付制度基本要領」の一部改正等について

### １．執行部からの説明

新日銀ネットの全面稼動開始に伴い、金融政策手段にかかる実務面の取扱いに変更が生じることから、関係する基本要領の一部改正を行うこととしたい。

### ２．採決

上記を内容とする「『補完貸付制度基本要領』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、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、ギリシャ情勢に端を発した市場参加者のリスク回避的な動きについては、差し当たり落ち着いているとの見方を共有した。そのうえで、ある委員は、ギリシャ情勢について、再開された株式市場で銀行株を中心に株価が急落したことは、実体経済の悪化とそれに伴う銀行の資産内容の劣化に対する懸念を示すものであると指摘しつつ、事態の收拾にはなお時間を要するため、引き続き注視が必要であると述べた。この点、一人の委員は、ギリシャの経済規模を考えると、金融面での影響を封じ込めることができれば、実体経済への影響は小さいとの認識を示した。また、多くの委員が、中国株について、大幅な下落は一服しているものの、引き続きボラティリティは高く、今後の動向を注意してみていく必要があるとの認識を示した。

新興国の通貨・株価および資源価格が下落している点について、委員は、新興国・資源国経済の先行きに対する不透明感が意識されてい

ることが背景にあるとの見方を示した。何人かの委員は、米国における金融政策の正常化が意識されるもとでドル高が進行していることも、新興国の通貨・株価および資源価格が下落している要因となっているとの見解を述べた。多くの委員が、このところの原油価格の下落は、新興国の需要の不透明感という需要要因と産油国の生産スタンスや生産余力といった供給要因の双方が影響しているとの見方を示した。複数の委員は、資源価格の下落によって、資源関連の投資支出に調整圧力が強まれば、世界経済の成長のさらなる重石となる可能性に留意する必要があると指摘した。一人の委員は、市場では、中国経済減速の影響が新興国に波及するリスクを先回りして織り込んでいると指摘したうえで、こうした市場での価格形成が定着すると成長期待を押し下げるリスクがあるが、世界経済は、先進国を中心に緩やかな回復が続くとの見方が中心的なシナリオと考えられるとの認識を示した。

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、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門で調整の動きもみられるが、雇用・所得環境の改善が続くもとで、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、鉱工業部門に調整圧力がかかるものの、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。多くの委員が、4～6月のGDP統計で1～3月の大幅な減速からのリバウンドが確認できたことや春以降の自動車販売が高水準を維持していることなどを指摘しつつ、米国経済は巡航速度に持ち直したとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、年前半の米国経済の成長率は潜在成長率を下回っており、需給ギャップの改善にはなお時間がかかるとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、輸出がユーロ安などを背景に緩やかに増加しており、個人消費も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との認識を共有した。委員は、先行きについても、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、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムは鈍化しているとの認識で一致した。複数の委員が、当局による金融・財政両面からの積極対応により、4～6月の実質GDPは前年比+7.0%と1～3

月と等速となり、統計上、減速には歯止めがかかったことを指摘した。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む中で、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。何人かの委員は、中国の経済統計の解釈は難しいが、引き続き輸出入が落ち込んでいることや製造業PMIが50程度で推移していることなどをみると、中国の実体経済についてはなお弱さが払拭されていないとの認識を示した。ある委員は、中国株の下落が資産効果を通じて実体経済にどのような影響を及ぼすか注視する必要があると述べた。何人かの委員は、不動産関連指標の持ち直しなどポジティブな材料もあることを指摘しつつ、中国经济については、強弱両面を冷静にみていく必要があるとの見解を述べた。そのうえで、委員は、中国经济の減速がアジア新興国や日本を始めとする世界経済に与える影響については、注視する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、このところ弱含んでいるとの見方を共有した。委員は、先進国経済の回復が波及する一方、中国经济減速の影響や過剰設備・債務の重石が続いているほか、アジアを中心にIT関連財の輸出・生産に弱さがみられており、また、ブラジルやロシアなどでは資源価格の下落の影響もあって経済情勢は厳しさを増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、当面、成長に勢いを欠き不確実性も高い状態が続くが、やや長い目でみれば、先進国の景気回復の波及や金融緩和などを背景とした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、足もと、輸出・生産の増勢が鈍化しており、また、天候不順の影響などを受けて個人消費の一部にもたつきがみられているが、こうした輸出・生産や個人消費のもたつきは一時的なものであるとの見方で一致した。そのうえで、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、わが国経済は、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、4～6月の成長率が一旦大きく低下する可能性に言及した。景気の先行きについても、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、振れを伴いつつも、持ち直しているとの認識で一致した。委員は、4～6月の輸出の弱さは、1～3月の米国経

済の一時的な減速がラグを伴って影響しているほか、最近のアジア経済のもたつきも影響しているとの見方を共有した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の回復や既往の円安による下支え効果などを背景として、振れを伴いつつも、緩やかに増加していくとの認識で一致した。そのうえで、多くの委員が、中国を含む新興国経済のさらなる減速が生じた場合のわが国の輸出への影響については注意が必要であると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあり、先行きも、企業収益が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。何人かの委員は、堅調な機械受注や建築着工床面積の動きは、こうした見方を裏付けていると指摘した。ある委員は、大企業を対象とする日本政策投資銀行の調査で、本年度の設備投資計画が、製造業を中心に高めの伸びとなっている点を指摘しつつ、企業の投資スタンスが一段としっかりしてきていることを示す内容であるとの認識を示した。また、別の一人の委員は、個人消費の一部にもたつきがみられているにもかかわらず、企業の前向きな投資スタンスが維持されていることは、デフレマインドの転換が進むもとで、企業が長期的な視点に立って設備投資を実施するという積極姿勢に転じていることの証左であるとの見方を示した。一方で、ある委員は、輸出の増勢鈍化が、製造業の設備投資の増加傾向にネガティブな影響を与える可能性を指摘した。

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、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。6月の毎月勤労統計の名目賃金が大きめの前年比マイナスとなった点について、多くの委員は、規模が大きめの事業所の特別給与のマイナスが寄与している点を指摘したうえで、企業収益が好調な中でボーナスが大幅に減少するのは不可解であり、これにはサンプル替えやボーナス支給月のズレなどが影響している可能性が高いとの認識を示した。複数の委員は、各種のアンケート調査をみると、夏のボーナスについても増加が見込まれる姿となっている点は、こうした見方を裏付けると述べた。また、別の一人の委員は、家計調査報告の勤労者世帯の収入は前年比で増加が続いており、6月も賞与を含めてしっかりと増加していることを指摘し、これが実態に近いのではないかとの見方を示した。そのうえで、複数の委員は、先行き、ベースアップを含む新たな給与水準での賃金の支払いが増えてくことや、夏のボーナスについても増加が見込まれることから、名目賃金の改善が明確に

なってくるとの見方を示した。一方、一人の委員は、ベースアップは既に相応に統計に反映されており、ボーナスも昨年に比べ伸びの低下が予想されることなどを指摘し、賃金上昇の動きは鈍いと述べた。

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。多くの委員は、天候不順の影響などもあって、このところ一部にもたつきもみられるが、消費者マインドは改善傾向にあり、雇用・所得環境も改善を続けていることから、全体としては底堅さを維持しているとの見方を示した。一方、ある委員は、食料品などの値上げは、幅広い品目で防衛的な消費行動を生じさせている可能性があるとして述べた。別の委員は、消費のもたつきの原因が天候不順によるものか、値上げによるものか、注意してみていく必要があると述べた。一人の委員は、消費が勢いを欠く背景には、年金受給者の消費動向が影響している可能性もあると指摘した。先行きの個人消費について、委員は、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の見方で一致した。ある委員は、今後、個人消費の増加ペースが高まっていくためには、賃金上昇の動きが一層拡がりをもつ必要があるとの認識を示した。

住宅投資について、委員は、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、持ち直しており、先行きも、持ち直しを続けるとの見方で一致した。複数の委員は、住宅投資が持ち直している背景には、雇用・所得環境が着実に改善していることがあり、この点は、家計部門において、所得から支出への循環メカニズムが働き続けていることの証左であるとの認識を示した。また、別の一人の委員は、住宅投資の持ち直しは、家電や家具などの耐久消費財の消費の増加に繋がると予想していると述べた。

鉱工業生産について、委員は、振れを伴いつつも、持ち直しているとの認識で一致した。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いるとみられるが、足もとでは、輸出の増勢鈍化の影響に加えて、軽乗用車の在庫調整などから鈍さがみられるとの見方を共有した。先行きの生産について、委員は、振れを伴いつつも、内外需要を反映して緩やかに増加していくとの見方で一致した。多くの委員は、海外経済の回復に伴って輸出が増加し、在庫調整が進捗するのに伴って、先行きの生産は緩やかに増加するとみられ、7、8月の生産予測指数が先行きの増加を示していることは、こうした見方に沿うものであるとの認識を示した。また、ある委員は、企業が総じて良好な業況感と前向きな投資スタンスを維持していることは、企業が輸出・生産の鈍さを一時的なものとみている証左であるとの見方

を示した。一方、一人の委員は、輸送機械、I T 関連財を中心に、7～9月に生産が明確な持ち直しとなるかは不確実性があるとの認識を述べた。

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、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、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、また、エクイティ・ファイナンスについても大型案件が相次いでいる点などを指摘し、資金需要は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」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で、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。ある委員は、雇用の増加や賃金の上昇が実感されるもとで、国民全般や企業経営者の金融政策運営に対する信頼度は高い水準にあり、企業経営者の投資意欲も積極化していると指摘した。

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、6月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が



前月からプラス幅を拡大していることや、このところ消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比の伸びが高まっていることなどを指摘して、物価の基調は改善が続いているとの見方を示した。この背景について、何人かの委員は、企業や家計の物価観が変化してきていることを指摘した。ある委員は、企業の賃金・価格設定行動の変化について、景気回復が続くもとで、仕入価格や人件費の上昇を販売価格に転嫁できる企業が増えており、実際、今年度の価格改定の動きには、拡がりを持続性がみられていると述べた。また、一人の委員は、食料品などの値上げにもかかわらず、消費者マインドが悪化していないことは、雇用者所得が緩やかに増加するもとで、消費者が企業の価格改定を受け入れつつあることを示しているとの見解を表明した。一方、ある委員は、値上げにもかかわらず食料品の売上げが減少していないのは、必需品に近い食料品は価格弾性値が低いという理由によるのではないかと述べた。

何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで、2%の「物価安定の目標」を実現するに当たっては、雇用・賃金の増加を伴いながら、物価上昇率が高まっていく、という状態を作り出していくことが大切であり、このところの賃金・物価動向をみると、そうしたメカニズムが働き始めているとの認識を示した。一人の委員は、今後とも物価の基調が高まっていくためには、賃金面でのさらなる後押しが必要であると述べた。何人かの委員は、物価の基調の改善が続くためには、個人消費の動向が鍵を握るため、その動向を注視する必要があるとの認識を示した。

生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価について、何人かの委員は、この指標は、エネルギー価格の変動が大きい場合に物価の基調をみるのに有用であることから、月次で公表することとしたことは有意義であったとの見方を示した。そのうえで、委員は、「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%であること、また、物価の基調を把握するためには、一時的な攪乱要因を除いた様々な物価の指標を点検しつつ、それらの指標の背後にある経済の動きや予想物価上昇率の動向などを合わせて、総合的に評価していく必要があることについて、改めて認識を共有した。

これらの議論を受けて、委員は、予想物価上昇率について、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。ある委員は、消費者物価上昇率が当面0%程度で推移すると見込まれるため、バックワードルッキングに予想物価上昇率が低下しないか注意が必要だが、これまでのところ、人々の中長期的な予想物価上昇率は低下

していないとの見方を示した。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、2016 年度前半頃に 2 % 程度に達する可能性が高いとの見方を共有した。なお、何人かの委員は、このところの原油価格の動向について、物価見通しの不確実性の一つとして、背景にある要因も含めて注視していく必要があるとの認識を示した。そのうえで、委員は、金融政策運営上、重要なことは、原油価格そのものではなく、原油価格の動きが、予想物価上昇率を通じて物価の基調的な動きに影響を与えないかという点であり、こうした観点から原油価格の動向をみていく必要があるということについて、改めて認識を共有した。

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。

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、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、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、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」の効果は逡減しており、導入時の規模であっても、その追加的効果を副作用が既に上回っていると述べた。この委員は、副作用として、金融面での不均衡の蓄積や国債市場の流動性に与える影響に加えて、金融緩和の正常化の過程で日本銀行の収益が減少し、自己資本の毀損や国民負担の増加にも

繋がりを指摘した。そのうえで、この委員は、①マネタリーベースと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、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、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表現に変更すること、などを主張した。

これに対して、複数の委員は、金融政策の遂行に当たっては、日本銀行の財務の健全性に配慮しつつも、物価安定の実現という政策目標を最優先すべきであるとの見方を示した。そのうえで、委員は、「量的・質的金融緩和」のもとでは、従来より収益の振幅が大きくなると見込まれることを踏まえ、日本銀行の財務の健全性を確保する観点から、平成 25 年度および 26 年度決算では、財務大臣の認可を受けて、剰余金について、法定の 5 % を超える金額を準備金として積み立てていることを確認した。また、ある委員は、正常化の過程での国民負担を論じるのならば、金融緩和の過程での日本銀行の収益の増加や景気回復の利益についても考えるべきだと述べた。

## 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。

- 7 月 29 日、財務局長会議が開催され、全国の景況判断について各財務局から、これまで比較的回復の実感が乏しかった地域においても回復の段階となっているとの報告があった。これは、地方の財務局における景況感も漸く上向き始めていることを示していると考えられる。これを踏まえ、平成 27 年 7 月の全局総括判断を「緩やかに回復している」としているが、引き続き地域経済の動向について注視していかなければならないと考えている。また、ギリシャ情勢や中国経済の動向等海外経済情勢についても、予断を持つことなく注視していきたいと思う。
- 7 月 24 日の閣議において「平成 28 年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針について」が了解された。平成 28 年度予算は、6 月 30 日に閣議決定された「経済・財政再生計画」の初年度の予算である。この計画をしっかりと具体化し、本格的な歳出改革に取り組むとともに、施策の優先順位を洗い直し、無駄を徹底して排除

しつつ、予算の中身を大胆に重点化していく。

- また、先般議論のあった金融政策決定会合の運営の見直しについて、政府は日本銀行法施行令の改正を行った。この運営の見直しにより、金融政策についての審議の充実および透明性の確保が一層図られることを期待するとともに、今後とも政府との十分な意思疎通を図って頂きたいと考えている。
- 日本銀行には、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、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、緩やかに回復することが期待されるが、中国経済をはじめとした海外経済の下振れなど、わが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。年央試算では、実質GDP成長率は27年度1.5%程度、28年度1.7%程度、消費者物価は27年度0.6%程度、28年度1.6%程度を見込んでいる。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。
- 7月22日の経済財政諮問会議で「平成28年度予算の全体像」を取りまとめ、また、「中長期の経済財政に関する試算」を報告した。試算では、2020年度の国・地方の基礎的財政収支は、本年2月から3.2兆円改善し-6.2兆円、対名目GDP比では-1.0%となった。歳出改革については、経済・財政一体改革推進委員会にて、主要歳出分野ごとのKPIの設定、改革工程表の作成等について年末に向けて検討を進める。なお、健康・医療戦略については「健康・医療戦略の実行状況と今後の取組方針2015」等を決定した。
- 7月30日の中央最低賃金審議会の答申で今年度の地域別最低賃金引上げ目安額は、全国加重平均18円と2002年以来最高となった。
- TPPについて、先日のハワイでの閣僚会合では、多くの論点が決着し交渉は大きく前進したが、幾つかの限られた論点について引き続きの協議が必要との結論に達した。次回閣僚会合で最終決着し、国益を最大限実現できるよう全力を挙げていく。
- 7月16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」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、② E T F 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、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

## 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. 「政策委員会議事規則」の一部改正等に関する件

7月末に日本銀行法施行令が一部改正され、来年から、金融政策決定会合の開催頻度を年8回とすることが可能となったことに伴い、次のとおり、「政策委員会議事規則」の一部改正と今後の金融政策決定会合の開催予定日の承認が行われた。

### 1. 「政策委員会議事規則」の一部改正

①金融政策決定会合の開催予定日の定め方について、年に1度、翌年分を定める方法に変更するとともに、②「主な意見」の公表に関する手続きを新たに定めるための「政策委員会議事規則」の一部改正が全員一致で決定され、会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

### 2. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2015年9月～12月および2016年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

## IX. 議事要旨の承認

議事要旨（7月14、15日開催分）が全員一致で承認され、8月12日に公表することとされた。

以 上



2015年8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、緩やかな回復が続けている。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、輸出や鉱工業生産は、振れを伴いつつも、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。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。この間、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。また、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

---

(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 9 月 14、15 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015 年 9 月 14 日(14:00～16:34)  
9 月 15 日( 9:00～12:02)

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)
	宮下一郎	財務副大臣(15 日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官(14 日)
	西村康稔	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	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
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	加藤 涼

## 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（8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315～331兆円台で推移した。

### 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。

この間、内外の株式市場や為替市場では、中国株価の下落などを契機とする大きな変動がみられた。すなわち、株価（日経平均株価）は、中国株価の下落や市場センチメントの悪化を受けて世界的に株価が下落する中、8月半ば以降は下落した。その後は中国株価や米欧株価の反発を受けて下落幅の一部を取り戻すなど、振れの大きな展開となった。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、世界的な株価下落や市場センチメントの悪化を背景に米国の9月利上げ観測が後退したことなどから、円高ドル安方向の動きとなり、振れの大きい状況が続いていたが、最近では120円前後で推移している。円の対ユーロ相場は、概ね横ばい圏内の動きとなっている。この間、内外の債券市場の動きは、株式・為替市場との比較では緩やかであった。この中で、本邦長期金利（10年債利回り）は、株価の下落などを受けて、小幅の低下となっており、最近では0.3%台後半で推移している。

### 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。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。もっとも個人消費

---

（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。」

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は横ばい圏内の動きとなっている。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、エネルギー価格の下落幅が再び拡大しているが、既往のユーロ安の影響もあって、総合ベースのインフレ率はゼロ%を僅かに上回っている。コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている。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、経済情勢は厳しさを増している。

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、ギリシャ問題に関する懸念が後退す

る一方、中国経済の先行き不透明感の高まりや、米国の利上げ時期を巡る不確実性と、それらが新興国・資源国経済に与える影響などが意識されたため、不安定な推移が続いた。先進国では、株価は総じて下落する中、金利は振れを伴いつつも概ね横ばい圏内での推移となった。新興国では、通貨・株価が資源価格とともに下落する局面がみられた。国際商品市況をみると、原油価格は、8月下旬にかけて中国の経済指標の弱さや株価下落から需要の減退が意識されたことなどから、大きく下落したが、その後反発するなど振れの大きい展開となった。

#### 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いた輸出が、このところ横ばい圏内となっている背景としては、中国をはじめとして新興国・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。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。企業収益を法人企業統計でみると、4～6月の経常利益は前期比で大幅に増加したほか、売上高経常利益率は過去最高水準となった。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プラスとなった後、足もとは、一旦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。

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、昨年10～12月まで2四半期連続

で増加した後、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月は天候不順の影響が和らいだこともあって、4～6月対比で小幅のプラスとなっている。百貨店売上高は、1～3月まで3四半期連続で増加した後、4～6月は天候不順や夏季セールの時期が後ずれしたことが影響し、一旦減少したが、7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弱めの動きを続けている一方、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月は前月比で増加に転じた。このほか、外食や国内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つ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。C P・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。

### (3) 貸出支援基金の実行状況

9月4日実行の「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5,489億円となり、今回の貸付実行後の残高は47,326億円となっている。このほか、A B L等特則分の残高は1,034億円、小口特則分の残高は112.55億円、米ドル特則分の残高は120.0億米ドルとなっている。

また、9月17日実行の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は7,286億円となり、今回の貸付実行後の残高は236,118億円となっている。

## 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、中国経済の先行きに対する不透明感や、米国の利上げ時期を巡る不確実性と、それらが新興国・資源国経済に与える影響などが意識されたため、不安定な動きとなったとの見方を共有した。中国の株価下落について、多くの委員は、株価が昨年後半から2倍以上値上がりしていたこともあり、行き過ぎた上昇が調整された面が大きいとの見方を共有した。そのうえで、このうち何人かの委員は、こうした株価の下落と中国の実体経済の減速が長引くリスクとは、分けて考えていくべきであるとの見方を示した。この点に関連して、一人の委員は、中国経済がわが国経済に与える影響は、金融面での波及よりも貿易を通じた経路が中心となると指摘した。委員は、中国の株式市場を含め、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。何人かの委員は、4～6月のGDP統計が大幅に上方修正されたことや個人消費が安定感を増していることなどに言及し、家計部門を中心に堅調な回復が続いているとの見方を示した。ただし、このうち一人の委員は、耐久財の販売など好調な個人消費の背景の一部には、利上げを見込んだ駆け込み需要が含まれている可能性を指摘し、反動減が発生す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、9月のECBの政策理事会の決定を受けて、現行の資産買入れプログラムの継続余地が拡大したとの印象が市場に広がったことで先行きの政策運営に対する不確実性が緩和され、金融政策に対する信認が高まったと述べた。委員は、欧州経済の先行きについて、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。そのうえで、多くの委員は、景気の減速に対して当局は既に金融・財政面での対応を行っており、また今後の政策対応余地も比較的大きいとの見方で一致した。この間、何人かの委員は、地方政府の財政問題や資本流出の懸念など、景気対策が効果を発揮していくうえでの懸念材料を指摘した。このうち一人の委員は、中国の金融当局の政策対応について、分かりやすい情報発信がなされることが期待されると述べた。また、複数の委員は、不動産市場の持ち直しや、とりわけ大都市圏の住宅価格が反転していることなどを指摘したうえで、中国経済についてこのところ過度に悲観論が広がっている面もあるとの見方を示した。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、委員は、中国経済の減速が世界経済に与える影響については、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。

新興国経済について、委員は、このところ減速しているとの見方を共有した。何人かの委員は、その背景として中国経済の減速と資源価格下落の影響を指摘した。このうち一人の委員は、いくつかの新興国において、資本流出を伴うかたちで通貨安・株安が生じている点には注意が必要であると述べた。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、やや長い目でみれば、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。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。委員は、その背景として、中国をはじめとして新興国・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。一人の委員は、最近の輸出の減少が一時的要因によるものであれば、反動増がみられるはずだが、これまでのところ、そのような動きは小さいと述べた。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、多くの委員は、円安や原油安の効果もあって新興国経済の減速にもかかわらず改善を続けており、過去最高水準まで増加していると述べた。

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見方で一致した。ある委員は、法人企業景気予測調査をみると、景況感は前回調査時の見通し対比悪化してい

るものの、2015 年度の設備投資は製造業で大きく増加する計画が維持されているうえ、製造業・中小企業の設備投資の理由の第1位として「生産能力拡大」が挙げられていることを指摘し、前向きな動きとして注目していると述べた。別の一人の委員は、仕入価格を反映する企業物価がこのところ低下していることもあって、中小企業を含め企業収益は幅広く増加しており、企業が支出を拡大するための環境は整っていると述べた。一方、多くの委員が、新興国の減速を受けた輸出の弱めの動きなどが、好調な収益環境にもかかわらず、設備投資を下押しするリスクがあ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。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、ベースアップの効果から、所定内給与は緩やかに上昇率が高まっているなど、改善傾向にあるとの見方を示した。夏季賞与に関連して、ある委員は、7月の毎月勤労統計の特別給与が低い伸びにとどまった一方、同月の家計調査報告の実質収入の前年比は高い伸びを示しており、毎月勤労統計のサンプル替えの影響などを勘案すると、夏季賞与は相応に上昇したとみるのが実態に近いのではないかと述べた。また、雇用者所得について、複数の委員が、家計調査報告の勤労者世帯の収入をみると、前年比でしっかりと増加を続けていると述べた。さらに、これらの委員は、同調査において、このところ配偶者の収入が高い伸びを示していることを指摘したうえで、配偶者の労働参加が進むことを通じて家計の所得が高まっているとの見方を示した。また、別の一人の委員は、所得環境という点では、4～6月に実質GDPが前期比マイナスとなる中でも、実質GNIは堅調に増加しており、マクロでみた所得形成のモメンタムは着実に強まっていると述べた。実質賃金について、複数の委員は、今年は昨年と違って消費税率の引き上げがなく、原油価格は昨年と比べて低下していることから、実質賃金も持続的なかたちで前年比プラスで推移していくとの見方を示した。

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、このところ天候不順の影響などにより一部でもたつきがみられていたが、消費者マインドが改善傾向にあるほか、雇用・所得環境も着実に改善を続けていることから、全体としては底堅さを維持しているとの見方を共有した。この点、ある委員は、家計調査報告で勤労者世帯の実質消費支

出をみると、天候要因の影響を受けた6月以外は前年比プラスで堅調に推移していると指摘した。先行きの個人消費について、委員は、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の見方で一致した。最近の株価下落の影響に関して、ある委員は、消費に与える悪影響は限定的なものにとどまるとの見方を示した。別の一人の委員は、消費者マインドが改善しているものの、その水準は高くないとの認識を示したうえで、先行き実質所得が高まっていくとの期待が十分強いとは言えないため、今後の消費回復ペースも緩慢なものとなるとの見方を示した。

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。

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。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。一人の委員は、新興国・資源国の情勢等から下方リスクに留意する必要があるが、収益環境が良好であることや資源価格の下落が、外需の悪化に対する日本経済の耐性をもたらしており、マインド面での悪化もみられないことから、先行きは踊り場を脱して緩やかな回復に復していくとの見方を示した。

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。

### 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。

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で、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、7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一段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いるとの見方を示した。このうち何人かの委員は、今後、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、一時的にマイナスになる可能性に言及したうえで、そうした動きは原油価格下落の影響がラグを持って続いているためであり、物価の基調が変化したことを示すものではないとの見方を示した。

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ことを踏まえると、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。これらの委員は、「量的・質的金融緩和」を着実に推進していくことによって、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必要であるほか、政労

使会議など、賃上げに向けた企業努力を促すような働きかけや施策も重要であるとの見方を示した。

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の見方で一致した。複数の委員は、2年連続でベースアップが実現し、今年度は価格改定の動きに拮がりと持続性がみられることを指摘したうえで、予想物価上昇率については、市場の指標やサーベイ調査だけでなく、こうした企業の価格設定スタンスなどをみていくことも重要であると述べた。別のある委員は、市場関連の予想物価上昇率指標が低下している点について、原油価格の動きとともに欧米の類似の指標と連動している面が大きいとの見方を示した。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-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。

一方、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は、実質金利

の低下が一巡する中で限界的に逡巡しており、国債市場の流動性に与える影響などの副作用が既に効果を上回っていると述べた。また、タームプレミアムを押し下げる効果が低下している可能性や、市場が資産買入れの限界を意識することで、その効果がさらに減殺されている可能性もあると指摘した。そのうえで、この委員は、①マネタリーベースと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、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、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表現に変更すること、などを主張した。

これに対して、ある委員は、中国経済が減速しており、その影響が懸念されるもとで、金融緩和の程度を縮小することは適当ではないとの見方を示した。別の一人の委員は、「量的・質的金融緩和」はタームプレミアムの押し下げ以外にも、予想物価上昇率への働きかけなど、複数の経路を想定した政策であり、政策効果は幅広い観点から分析していく必要があると述べた。

#### 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。

- わが国の景気は、このところ改善テンポにばらつきもみられるが、先般財務省が公表した4～6月期の法人企業統計調査では、全産業の経常利益が四半期別で過去最高となるなど、景気は緩やかな回復基調が続いているという経済全体の傾向を反映する結果となった。世界経済については、9月4、5日に開催されたG20では、財務大臣から金融市場の動向は中国が取り組むべき構造的な問題を映し出したものであり、中国が過剰設備の解消、人口減少に対応した社会保障制度の構築、金融セクターの不良債権処理といった構造的な諸課題に引き続き取り組むことが重要であることを指摘し、議論が行われた。引き続き、世界経済の動向を注視していく。
- 経済再生と財政再建の両立が政府の課題であり、取組みを進めている。来年度予算は、「経済・財政再生計画」の初年度に当たり、2020年度のプライマリーバランス黒字化目標に向けて、これをしっかりと具体化していく必要がある。概算要求・要望の総額は

102.4兆円、このうち一般歳出は60.6兆円となった。平成27年度の予算編成においても、概算要求が101.7兆円であったところ、最終的には歳出総額を96.3兆円とし、プライマリーバランス赤字半減目標の達成が見込める予算とした。安倍内閣での予算編成では、歳出改革に全力で取り組み、経済再生と財政健全化を両立させている。来年度予算でも、本格的な歳出改革に取り組んでいく。

- 先般のG20において、財務大臣から、労働市場や企業部門の持ち直しをはじめとする日本の経済状況と、財政健全化と成長戦略の実施に向けた取組みを説明し、各国の理解を得た。引き続き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」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、このところ改善テンポにばらつきもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。4～6月期GDP速報(2次QE)では、実質成長率は前期比年率-1.2%と3四半期振りのマイナス、他方、名目成長率は同+0.2%となった。7月の実質賃金がプラスとなるなど所得環境の改善傾向が続いていること、プレミアム付商品券は今月末までに9割超が販売開始見込みであること等から、個人消費は持ち直しに向かうと期待される。最近の世界的な金融資本市場の動きはまだ短期的な変動であり、現時点でわが国の実体経済に明確な影響が現れているような状況ではない。世界経済の基盤は揺らいでおらず、市場に不安が拡大しないよう冷静な対応が重要である。引き続き海外を含めた市場動向を注意深く見守りつつ、経済の好循環を拡大・深化させていく。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。
- 「骨太方針2015」に盛り込んだ「経済・財政再生計画」を着実に実行するため、「経済・財政一体改革推進委員会」を立ち上げ、第1回の委員会を開催した。また、「健康増進・予防サービス・プラットフォーム」と「公共サービスイノベーション・プラットフォーム」、それぞれの第1回会議を開催した。今後とも、経済と財政双方の一体的な再生に向けて、不退転の決意で取り組んでいく。
- 成長戦略関連法案が多数成立しており、引き続き提出法案の成立を目指すとともに、改訂成長戦略の施策の実行・実現を進める。特に、生産性向上のための投資を促す官民対話をこの秋に予定しているほか、労働市場改革についても成長戦略に方向性を明記している。
- 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。

## 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

## 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(8月6、7日開催分)が全員一致で承認され、9月18日に公表することとされた。

以 上

2015年9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、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。この間、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、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）。

## 「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」「景気動向指数」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 財務省・日本銀行「国際収支状況」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 7) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 8) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 9) 内閣府「国民経済計算」「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」、経済産業省「鉱工業総供給表」
- (図表 10) 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 11) 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 12) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 13) 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 14) 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 15) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 16) 日本銀行「企業物価指数」
- (図表 17) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 19) 内閣府「消費動向調査」、ブルームバーグ社
- (図表 20) 国土交通省「都道府県地価調査」
- (図表 21) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会

- (図表 22) ブルームバーグ社
- (図表 23) ブルームバーグ社
- (図表 24) ブルームバーグ社
- (図表 25) 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 26) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 27) 日本相互証券
- (図表 28) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 29) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 30) 東京証券取引所
- (図表 31) 日本銀行
- (図表 32) 国際決済銀行
- (図表 33) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 34) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子 C P）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 35) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 36) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 37) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 38) 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」、日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、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 39) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 40) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 41) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 42) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 45) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 46) 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」