

公表時間

2月23日（月）8時50分

2015. 2. 23

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2015年1月20、21日開催分）

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2015年2月17、18日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2015年1月20日(14:00～15:57)  
1月21日(9:00～12:24)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	宮尾龍蔵	(審議委員)
	森本宜久	( 〃 )
	白井さゆり	( 〃 )
	石田浩二	( 〃 )
	佐藤健裕	( 〃 )
	木内登英	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	迫田英典	大臣官房総括審議官(20日)
	宮下一郎	財務副大臣(21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	内田眞一
企画局審議役	高口博英(21日)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司(21日)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	渡辺真吾

## 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（2014年12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272～276兆円台で推移した。

### 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、概ね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、プラス圏に上昇する場面もみられたが、最近では再びマイナスとなっている。

債券市場では、前回会合以降、世界的な長期金利の低下傾向が一段と顕著になっており、このなかで本邦のイールドカーブも全体に一段と低下している。すなわち、金利をみると、長期・超長期ゾーンは、原油価格の下落などを受けて米欧の金利が低下するもとで低下傾向を辿っており、10年債の利回りは最近では0.2%程度で推移している。また、短めのゾーンは、小幅のマイナスで推移しているほか、中期ゾーンも、ゼロ%前後まで低下している。株価（日経平均株価）は、海外の株価上昇を受けて、一時は17千円台後半まで上昇したが、その後は為替の円高方向の動きや原油安を受けた米国株の下落などを受けて反落し、最近では17千円台前半となっている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の堅調な経済指標などを受け、一時120円台まで円安ドル高が進んだが、その後は、米国株価の下落などを受けて円高ドル安方向の動きとなっている。ユーロの対ドル相場は、欧州中央銀行による追加緩和観測などを受けて、ユーロ安ドル高方向の動きとなっている。この間、スイス中銀によるスイスフランの対ユーロ相場の上限撤廃を受け、スイスフランは大幅に上昇している。

### 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。

---

<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。」

米国経済は、民間需要を中心に着実な回復を続けている。個人消費は、雇用の堅調な拡大に原油安の効果が加わるもとの、増加ペースが幾分速まっている。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。輸出は、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動は堅調となっており、設備投資も回復が続いている。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はっきりと低下している。

欧州経済は、このところ回復のモメンタムが弱まっている。個人消費は、雇用者報酬の改善基調を背景に、緩やかな回復を続けている。もっとも、輸出は伸び悩んでおり、生産も横ばいとなっている。企業マインドは総じて慎重化しており、設備投資の持ち直しに向けた動きも一服している。物価面をみると、消費者物価の前年比は、コアベースでは低水準ながら横ばいの動きが続いているが、総合ベースではエネルギー価格下落の影響からマイナスに転化している。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

新興国経済をみると、中国経済は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているものの、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。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。また、個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びが続いている。一方、固定資産投資は、公共投資が引き続き堅調に推移しているものの、不動産投資や製造業投資の伸びが鈍化しており、全体としては増加ペースの鈍化基調が続いている。生産も、緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景にマインドの改善基調が続くもとの、持ち直しつつある。一方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きが緩慢な国もあり、全体としてみれば、成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。また、ブラジルでは景気の後退が続いているほか、ロシア経済は、利上げや資本流出により金融環境がタイト化するもとの、内需を中心に停滞色を強めている。

新興国の物価面をみると、多くの国では、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。一方、アジアの幾つかの国では燃料補助金の削減の影響から、ブラジルやロシアなどでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりから、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、原油価格の大幅な下落などを受けて、株式市場ではボラティリティが高まり、先進国の長期金利は低下している。この間、為替市場では、景況感や金融政策の方向性の違いが意識されるもとので、ドル高が進行した。また、新興国通貨は、ロシアなど産油国・資源国通貨の下落が目立つなど、総じて軟調な展開となった。国際商品市況をみると、原油は、供給過剰感の高まりや米国での在庫増加などを背景に、大幅な下落が続いている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、持ち直しの動きがみられている。実質輸出は、昨年7～9月に小幅のプラスに転じた後、10～11月の7～9月対比もはっきりと増加した。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、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けた後、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。資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、昨年7～9月に横ばい圏内の動きとなった後、10～11月の7～9月対比は増加に復しており、振れを均してみれば緩やかな増加基調にある。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。

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

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとので、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。小売業販売額（実質）は、昨年4～6月に大幅減少となった後、7～9月に増加に転じ、10～11月の7～9月対比も増加を続けている。百貨店やスーパーの売上高は、天候要因による振れを均せば持ち直し傾向を続けている。また、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が持ち直しに向けた動きとなっているほか、家電販売額も

緩やかな持ち直しを続けており、反動減の影響は和らぐ方向にある。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、これまで慎重化の動きが続いていたが、冬季賞与の増加や石油製品価格の下落などを背景に、足もと小幅改善している。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の、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみられる。

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の、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、在庫調整の進捗もあって下げ止まっている。生産は、昨年4～6月に駆け込み需要の反動からはっきりと減少した後、7～9月も減少を続けたが、10～11月の7～9月対比は+1.6%と増加に転じている。先行きについては、最終需要の増加が続き、在庫調整も一段と進捗するもとの、緩やかな増加に復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、国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+0%台後半となっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる。

## (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割台後半の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台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、委員は、原油価格の大幅下落やギリシャ政局の不透明感の高まりに加え、スイス中銀による為替目標の廃止などもある、神経質な動きがみられているとの認識を共有した。何人かの委員は、米国での利上げ時期が近づいてくる中で、それが国際的な資金フローに与える影響について注意する必要があると述べた。

原油価格下落の影響について、委員は、世界経済全体で見れば先進国を中心にプラス面が大きいとの認識で一致した。何人かの委員は、原油価格の下落は、産油国から支出性向のより高い原油消費国への所得移転をもたらすため、世界経済全体としてはプラス効果が上回るの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、資源国通貨の下落やエネルギー関連企業の信用力低下などを通じて金融市場が不安定化するリスクのほか、エネルギー関連企業の設備投資減少や雇用削減を通じて経済に下押し圧力をもたらすリスクに注意が必要であると指摘した。このうち一人の委員は、最近の原油価格の下落要因が需要サイドにある場合、原油価格下落や長期金利の低下が世界経済の回復見通しの変調を示唆している可能性もあると述べた。この間、別のある委員は、原油価格にごく足もと下げ止まりの兆しが窺われると述べたうえで、米州における原油供給見通しの引き下げが需給面に影響している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、民間需要を中心に着実な回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、雇用の拡大やガソリン価格の下落を背景に個人消費の増加ペースが幾分速まっており、そのことが企業活動にも好影響をもたらしていると述べた。先行きについて、委員は、家計部門の堅調さが企業部門に引き続き波及していくもとの、しっかりとした回復が続けるとの見方で一致した。

ユーロエリア経済について、委員は、このところ回復のモメンタムが弱まっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、企業や家計マインドの慎重さが続いていることなどから、当面回復がもた

つく可能性が高いものの、個人消費の底堅さや輸出の緩やかな持ち直しなどに支えられ、基調的には緩やかながらも回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、エネルギー価格下落の影響から総合ベースのインフレ率がマイナスに転化したことを指摘し、低インフレが長引く可能性には注意が必要であるとの見方を示した。ある委員は、ギリシャの総選挙とその後の政策運営がユーロ圏に与える影響について、注視していきたいと述べた。

中国経済について、委員は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、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。複数の委員は、このところ不動産市況に持ち直しの兆しがみられることを指摘した。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んでいく中で、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。

新興国経済について、委員は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方で、ブラジルやロシアなどでは景気停滞が続いており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、国・地域毎に差は残るものの、米国を中心とする先進国の景気回復の波及と、それを起点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。

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、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいで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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、持ち直しの動きがみられており、先行きについても、海外経済の回復や既往の為替円安などを背景に、緩やかに増加していくとの認識を共有した。ある委員は、為替円安やビザ発給要件の緩和などを背景に、訪日外国人やその日本国内での消費が増加していることを指摘した。

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、企業収益の改善や労働需

給のタイト化などを背景に、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、これまでの円高修正を背景に、製造業の国内への生産回帰の動きがみられ始めており、先行き設備投資や生産、輸出の増加など国内経済へのプラス寄与が期待でき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、先行きも緩やかな増加を続けるとの認識を共有した。何人かの委員は、労働需給や企業収益の改善が続くもとで、今春の賃金改定交渉でもベースアップを含む賃上げが期待できるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいるとの認識で一致した。多くの委員は、販売統計の多くが増加基調を維持していることを指摘したうえで、駆け込み需要の反動減が長引いていた耐久消費財においても、自動車販売が持ち直しに向けた動きとなり、家電販売も緩やかな持ち直しを続けるなど、反動減の影響は和らぐ方向にあるとの見方を示した。何人かの委員は、消費者マインド関連指標は弱めの動きとなってきたが、このところ下げ止まりの兆しがみられると指摘した。委員は、先行きの個人消費について、雇用者所得の緩やかな増加が続くもとで引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとの見方で一致した。何人かの委員は、最近の原油価格の下落は、先行き家計の実質購買力の上昇を通じて個人消費を押し上げるものとみていると述べた。

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、在庫調整の進捗もあって下げ止まっており、先行きは、緩やかな増加に復していくとの見方で一致した。複数の委員は、予測指数や企業からの聞き取り調査では、生産が緩やかに増加する姿が示されていると指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台後半となっており、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小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が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

## 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。委員は、このところ原油価格が大幅に変動しており、消費者物価の見通しは、先行きの原油価格の想定によって大きく影響を受けることを踏まえると、今回の中間評価では、前提となる原油価格を委員間で揃えることが適当であるとの認識で一致した。具体的には、最近の原油価格の推移や市場における先物価格などを参考に、原油価格（ドバイ）が1バレル55ドルを出発点として、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。また、大方の委員は、その場合におけるエネルギー価格の寄与度の試算を公表することが有用であるとしたうえで、消費者物価指数（除く生鮮食品）前年比におけるエネルギー価格の寄与度は、2015年度で $-0.7\sim -0.8\%$ ポイント程度、2016年度で $+0.1\sim +0.2\%$ ポイント程度になるとの認識を共有した。ある委員は、消費者物価（除く生鮮食品）からエネルギー価格の寄与度を差し引いた数値が、物価見通しのベンチマークと誤解されないよう、丁寧に説明していく必要があると述べた。

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、昨年10月の展望レポートでの見通しと比較して、2014年度は下振れているとの認識で一致し、その主な要因として、年度前半の個人消費が弱めの動きとなったことを挙げた。一方、委員は、2015年度、2016年度については、原油価格の下落、為替円安、政府の経済対策の効果、消費税率引き上げの延期などから上振れており、潜在成長率を明確に上回る成長になるとの見方を共有した。

また、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、原油価格の大幅下落の影響から、昨年10月の展望レポートでの見通しと比較して、2015年度にかけて下振れているとの認識で一致した。もっとも、多くの委員は、需給ギ

ト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的な動きに変化は生じておらず、着実に高まっていくとの見方を示した。これらの委員は、原油価格下落の影響は前年比でみるといずれ剥落することを指摘したうえで、その影響が剥落するに伴って消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は伸び率を高めることになる」と述べた。「物価安定の目標」である2%程度に達する時期について、多くの委員は、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、2015年度を中心とする期間に達する可能性が高いとの見方を示した。これらの委員は、先行きの原油価格については不確実性が高く、原油価格の動向次第では、その時期は多少前後する可能性がある」と付け加えた。さらに、これらの委員は、2016年度については、10月の展望レポートでの見通しから概ね変化していないと述べた。

これに対し、一人の委員は、円安にもかかわらず消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比プラス幅が足もとゼロ%台前半にとどまっていることを踏まえると、先行き2%を持続的に実現することは難しいとの認識を示したうえで、2016年度までの成長率および物価は政策委員の中央値を大きく下回るとの見通しを示した。別の一人の委員は、原油価格の下落、中長期的な予想物価上昇率の上昇モメンタムの弱まりなどから、2016年度までの見通し期間を通じて物価見通しは下振れており、消費者物価（除く生鮮食品）は見通し期間中に2%に近づくとどまるとの見方を示した。さらに別の一人の委員は、先行きの物価は委員の中央値よりも低いとみており、2015年度を中心とする期間に2%に達するのは難しいとの見方を示した。

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との認識を共有した。

### Ⅲ. 貸出支援基金等に関する執行部説明

貸出支援基金等の期限が近く到来することを踏まえ、執行部より、現行制度の概要および利用状況に関し、次の説明があった。

「貸出増加を支援するための資金供給」は、昨年2月に決定した制度拡充以降も、大手行を中心に引き続き積極的に利用されており、現在の資金供給残高は19兆円程度となっている。「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、本則の資金供給残高は総枠7兆円に対し4兆3千億円程度となっており、個別先毎にみると貸付上限の

1兆円近くまで使用している金融機関も存在している。この間、これらの資金供給制度の対象先となっていない系統金融機関から、利用希望が寄せられている。「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、総枠1兆円のうち、約3,250億円が利用されている。

#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

##### 1. 当面の金融政策運営

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

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、昨年10月末の金融政策決定会合で拡大を決定した後も、引き続き所期の効果を発揮しているとの判断を共有した。多くの委員は、10月末の決定は、デフレインドの転換が遅延するリスクに未然に対応したものであるが、その後、原油価格が一段と低下し、消費者物価指数の前年比伸び率が低下しているにもかかわらず、中長期的な予想物価上昇率はしっかりと維持されていると指摘した。

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で一致した。そのうえで、委員は、①「物価安定の目標」は消費者物価の総合指数で定義している、②展望レポートにおける見通しでは、基調的な物価の動きを比較的良好に表す「消費者物価指数（除く生鮮食品）」を用いている、③今回は原油価格が大幅に変動していることを踏まえ、消費者物価におけるエネルギー価格の寄与度を示すことが適切であるとの考え方を共有した。また、多くの委員は、物価の基調の判断に当たっては、様々な物価指標を点検することが重要であり、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率、さらには背後にある経済の動きとも併せて総合的に評価していくとの考え方に変わりはないと述べた。さらに、これらの委員は、予想物価上昇率の動向を点検する際には、ブレイク・イーブン・インフレ率など市場の指標やエコノミスト、企業、家計などへのサーベイ調査の結果だけでなく、企業や家計の物価観やそのもとでの行動の変化、例えば価格設定行動や賃金交渉などを評価することが重要であると指摘した。

このところの予想物価上昇率の動向について、多くの委員は、原油価格が一段と下落し、物価上昇率が低下する中でも、デフレインド

の転換は着実に進んでいるとの認識を示した。複数の委員は、今春の賃金交渉に向けて連合では2%以上のベースアップを要求する方針を決定したほか、経営者側も賃上げに前向きな姿勢を示していることなどを指摘し、企業や家計のデフレマインドの転換は着実に進んでいると述べた。また、何人かの委員は、中長期的な予想物価上昇率は、市場指標では低下する動きもみられるが、家計や企業、エコノミストなどのサーベイ調査では、総じて維持されていることを指摘した。この点に関し、このうち一人の委員は、中小企業を対象とするサーベイは、経営者自身の見方をもとに回答される場合が多いため、個々の企業の見方をより反映していると付け加えた。この間、ある委員は、今春の賃金交渉で賃上げが実現したとしても、それが経済・物価情勢に大きな影響を与えるとまでは期待すべきでないと述べた。

原油価格下落と金融政策運営の関係について、委員は、①原油価格の下落は、やや長い目でみれば、経済活動に好影響を与え、物価の押し上げに寄与するものであり、また、前年比のマイナス効果（いわゆるベース効果）はいずれ剥落する、②物価に対する短期的なマイナス効果が、予想物価上昇率の変化を通じて物価の基調に影響を与えるのでなければ、ベース効果の剥落に伴って物価上昇率は高まっていく、③金融政策運営上は、予想物価上昇率や需給ギャップなどに規定される物価の基調に変化がないかを見極めながら政策判断を行う、との考え方を共有した。この点に関し、複数の委員は、昨年10月の「量的・質的金融緩和」の拡大は、原油価格下落そのものに対応したものではなく、原油価格の下落等に伴う物価上昇率の低下が予想物価上昇率に及ぼす影響、すなわちデフレマインドの転換を遅らせるリスクを懸念して行ったものであるという点を、より丁寧に説明していく必要があると述べた。

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見方を示した。

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、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。この間、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで、このところ金利が一段と低下していることについて、リスク要因の点検に当たっては、金融機関経営への影響や金融面の不均衡が蓄積するリスクなども、注視していく必要があると述べた。また、このうち複数の委員は、買入れを継続することは技術的には当分可能であるとみているが、先行きにおける持続可能性についても留意しておくことが必要であると述べた。

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

## 2. 貸出支援基金等の取扱い

貸出支援基金等の取扱いについて、委員は、貸出増加支援や成長基盤強化支援資金供給は、昨年2月の制度拡充決定以降も積極的に利用されており、わが国経済の成長基盤強化や貸出増加に向けた民間金融機関の取り組みを促す観点から重要な役割を果たしているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、金融機関からのニーズなども踏まえ、貸出支援基金等の延長・拡充を行うことが適切であるとの見方で一致した。何人かの委員は、貸出支援基金の利用対象先を拡大するに当たっては、資金使途の確認などの体制整備が重要であると述べた。

こうした議論を踏まえ、委員は、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関

を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、①期限を1年間延長すること、②「成長基盤強化を支援するための資金供給」(本則)の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げること、③「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入することについて意見が一致した。本件については、対外公表文(「当面の金融政策運営について」)を通じて公表することとされた。

## 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。

- 1月12日に閣議了解した政府経済見通しでは、平成26年度の実質GDP成長率は-0.5%、27年度は+1.5%とされており、来年度については雇用・所得環境が引き続き改善し、好循環がさらに進展する中で、堅調な民需に支えられた景気回復を見込んでいる。
- 政府は、12月27日に「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」を閣議決定した。この経済対策は、経済再生と財政再建の両立を図る中で経済の好循環を確かなものとし、地方にアベノミクスの効果を広く行き渡らせることを目指すものである。この経済対策をもとに1月9日に約3.1兆円規模の平成26年度補正予算案を、14日には平成27年度予算案および税制改正大綱を閣議決定した。平成27年度予算案では、地方の創生、子育て支援などの社会保障の充実、公共事業の事前防災・減災対策や老朽化対策への重点化など、日本の諸課題への対応を強力に推進するとともに、社会保障の自然増を含め、歳出の徹底的な重点化・効率化を図っている。総額は96兆3,420億円であり、公債発行額は36兆8,630億円と前年度当初予算から4兆3,870億円減額している。この予算を前提にすれば、基礎的財政収支赤字の対GDP比の半減目標の達成を見込める。平成27年度税制改正は、成長志向に重点を置いた法人税改革などデフレ脱却・経済再生に向けた税制上の措置、地方創生に向けた税制上の措置、経済再生と財政健全化の両立に向けた消費税率の引き上げ時期の変更等のための税制上の措置等を行うこととしている。これらの施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していく。
- 日本銀行におかれては、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成

して頂くことを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。1月12日に閣議了解した政府経済見通しでは、平成27年度の世界経済は、各種政策の推進や政労使の取り組み等により、好循環がさらに進展する中で、堅調な民需に支えられた景気回復が見込まれる。この結果、平成27年度のGDP成長率は実質で+1.5%程度、名目で+2.7%程度と見込まれる。
- 物価は、原油価格低下の影響はあるが、「量的・質的金融緩和」の効果等もあり、平成27年度の消費者物価上昇率は+1.4%程度となり、GDPデフレーターも交易条件の改善もあり上昇が見込まれるなど、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれる。なお、原油価格の大幅な低下は消費者物価の総合、コアコアおよびGDPデフレーターに異なった影響をもたらすことから、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と考えられる。
- 政府は、昨年12月27日に「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」、1月9日に平成26年度補正予算案を閣議決定した。本対策については、スピード感を持って具体化を図っていく。さらに、「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン」および「まち・ひと・しごと創生総合戦略」を閣議決定した。
- 昨日、経団連から今期の春闘に臨む経営側の基本方針を示す「経労委報告」が公表された。この報告では、賃金の引き上げを前向きに検討することが強く期待されるなどとしており、労使間の議論の結果、今年も賃上げがしっかりと実現することを強く期待している。
- 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。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

## 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

## 2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

## VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

## 1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員

## 2. 議長案

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

## VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2014年12月18、19日開催分）が全員一致で承認され、1月26日に公表することとされた。

以 上

2015年1月21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2)</sup>。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は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. 近く期限の到来する「貸出増加を支援するための資金供給」（以下「貸出増加支援」）、「成長基盤強化を支援するための資金供給」（以下「成長基盤強化支援」）、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）<sup>1</sup>。

- ① 期限を1年間延長する。
- ② 「成長基盤強化支援」（本則）の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げる。
- ③ 「貸出増加支援」および「成長基盤強化支援」について、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入する。

<sup>1</sup> 基本要領等の所要の改正は次回以降の金融政策決定会合で行う。

4. わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる。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。そうしたもとの、輸出は持ち直しの動きがみられている。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、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。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、鉱工業生産は下げ止まっている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。
5. 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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる。
6. 10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、2014年度について下振れる一方、2015年度、2016年度はともに上振れるとみられる。消費者物価は、基調的な動きに変化はないが、原油価格の大幅下落の影響から、2015年度にかけて下振れると予想される。2016年度については概ね不変である<sup>2</sup>。
7. 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。
8. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注3)</sup>。

以 上

---

<sup>2</sup> 今回の中間評価では、原油価格が大幅に変動していることを踏まえ、政策委員は、見通し作成に当たって、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55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指数（除く生鮮食品）におけ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。

- 
- (注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の金融市場調節方針が適当であるとした。
- (注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の資産買入れ方針が適当であるとした。
- (注3) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

(参考 1)

### ▽2014～2016 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
2014 年度	-0.6～-0.4 <-0.5>	+2.9～+3.2 <+2.9>	+0.9～+1.2 <+0.9>
10 月時点の見通し	+0.2～+0.7 <+0.5>	+3.1～+3.4 <+3.2>	+1.1～+1.4 <+1.2>
2015 年度	+1.8～+2.3 <+2.1>	+0.4～+1.3 <+1.0>	
10 月時点の見通し	+1.2～+1.7 <+1.5>	+1.8～+2.6 <+2.4>	+1.1～+1.9 <+1.7>
2016 年度	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.5～+2.3 <+2.2>	
10 月時点の見通し	+1.0～+1.4 <+1.2>	+1.9～+3.0 <+2.8>	+1.2～+2.3 <+2.1>

(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 55 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指数(除く生鮮食品)におけ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。

(注 4) 今回の見通しでは、消費税率について、既に実施済みの 8%への引き上げに加え、2017 年 4 月に 10%に引き上げられることを前提としている。消費者物価の見通しについて、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計数を作成している。

(注 5) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む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(2014 年度: +2.0%ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。10 月時点の見通しでは、既に実施済みの 8%への引き上げに加え、2015 年 10 月に 10%に引き上げられることを前提に、物価の押し上げ寄与を政策委員の見通しに足し上げていた(2014 年度: +2.0%ポイント、2015 年度: +0.7%ポイント、2016 年度: +0.7%ポイント)。

(注 6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

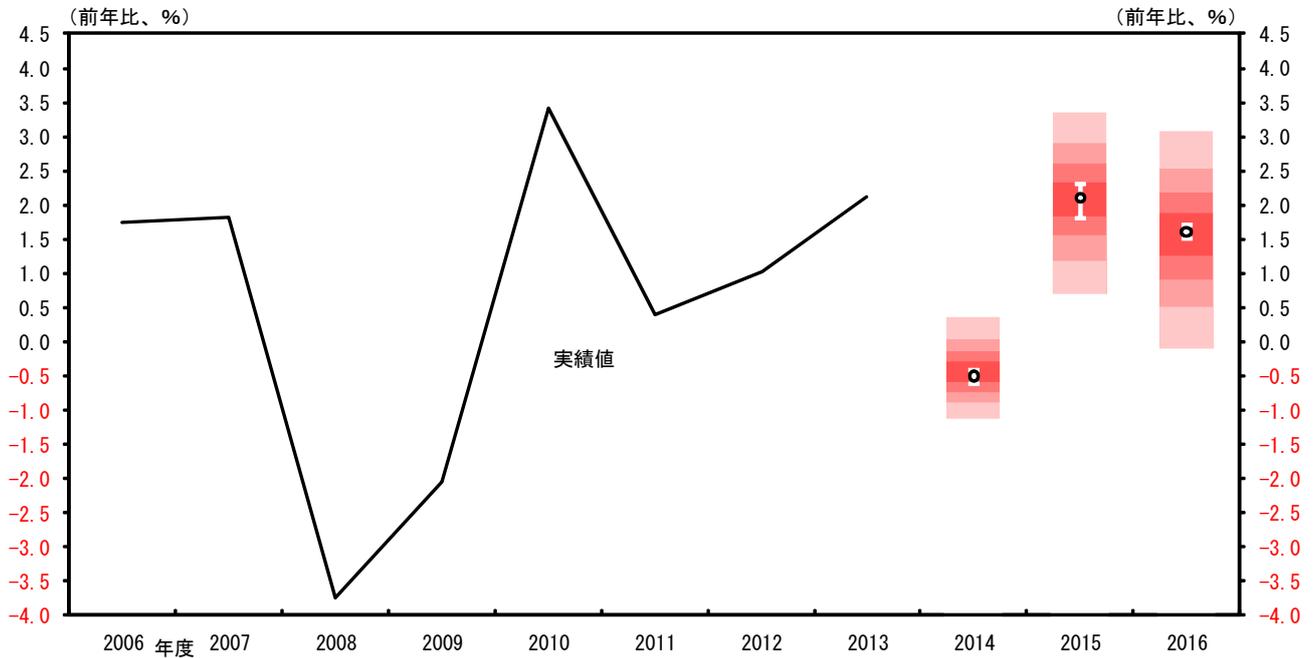
——対前年度比、%。

	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
2014 年度	-0.7～-0.3	+2.9～+3.3	+0.9～+1.3
10 月時点の見通し	+0.1～+1.0	+3.0～+3.4	+1.0～+1.4
2015 年度	+1.3～+2.3	+0.3～+1.4	
10 月時点の見通し	+0.8～+1.8	+1.6～+2.7	+0.9～+2.0
2016 年度	+0.7～+2.0	+0.9～+2.3	
10 月時点の見通し	+0.6～+1.6	+1.6～+3.0	+0.9～+2.3

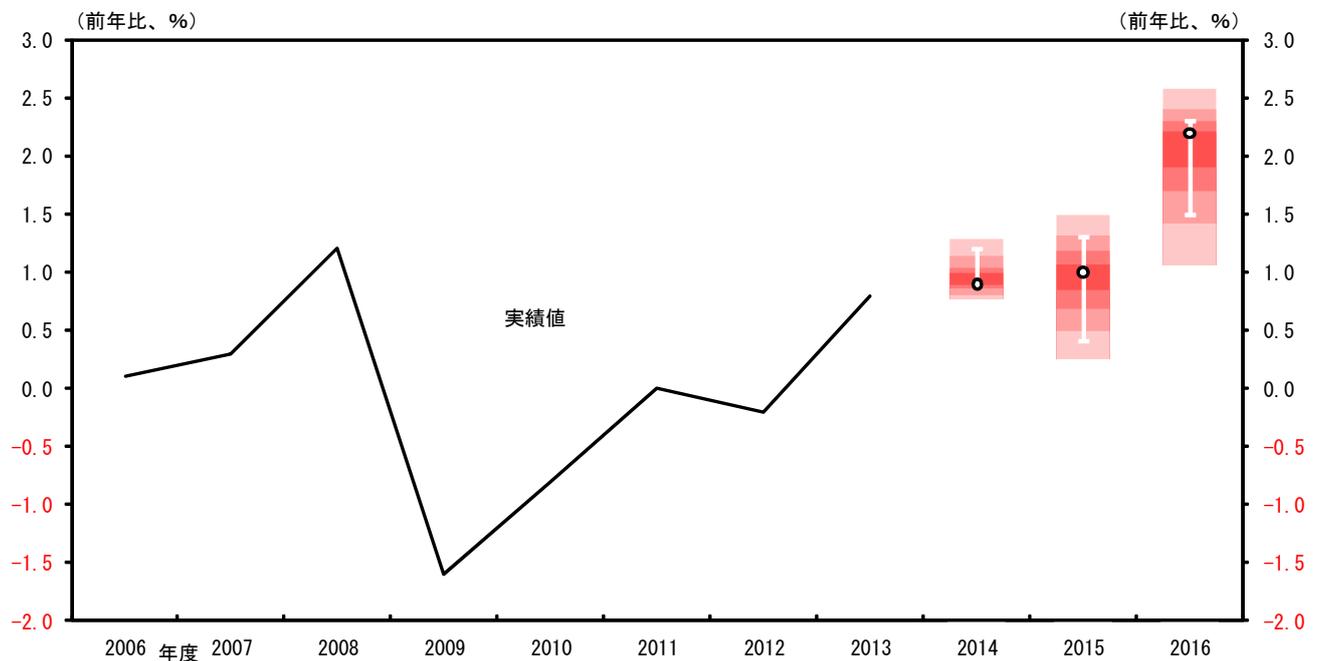
(参考2)

## ▽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。