

公表時間

5月8日（金） 8時50分

2015. 5. 8

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2015年4月7、8日開催分）

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2015年4月30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^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとの、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レポレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは概ねゼロ%近傍で推移している。

長期金利（10年債利回り）は、米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などを背景に、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。NIEsをみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景としたマインドの改善基調が続くもとの、持ち直している。一方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きがなお緩慢なものにとどまっております、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の、内需を中心に停滞色を一段と強めている。

新興国の物価面をみると、エネルギー価格の下落などから、インフレ率は低下している。もっとも、ロシアでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりから、また、ブラジルでは公共料金の引き上げなどから、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FOMC（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、FRB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DI（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の、しっかりとした回復を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DI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DI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して指摘した。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の、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DI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、それが一巡した今後は、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。

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が、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、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。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、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。

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-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）^(注1)。

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

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）^(注1)。

- 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。企業の業況感も、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^(注2)。

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）。