

公表時間

5月27日（水）8時50分

2015.5.27

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30日開催分）

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2015年5月21、22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	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

---

<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。」

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。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き、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、ECBが公的資産買入れを進めるもとの、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、FRB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の、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、昨年中央以降は、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。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ECB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年以來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。

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、緩やかな回復基調を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、緩やかな増加基調を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の、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して見ていたため、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き、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、②2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、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」実現のパスが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、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、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%、ペアを行う企業は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、中曾委員、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、中曾委員、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、中曾委員、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>。

長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。

ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

以 上

---

<sup>(注)</sup>賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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。