

公表時間

8月12日（水）8時50分

2015.8.12

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2015年7月14、15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8月6、7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^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは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思われる。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。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拮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、IT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、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。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拡がりを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の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・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、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、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G7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、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、中曾委員、白井委員、石田委員、
佐藤委員、原田委員、布野委員

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に 2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、石田委員、
佐藤委員、原田委員、布野委員

2. 議長案

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

Ⅶ. 議事要旨の承認

議事要旨（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）^(注1)。

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

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

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

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

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

3. わが国の景気は、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¹。
- 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^(注2)。

以　上

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。反対：木内委員。なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

(注2) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続するとの議案が提出され、反対多数で否決された(賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員)。

¹ 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。

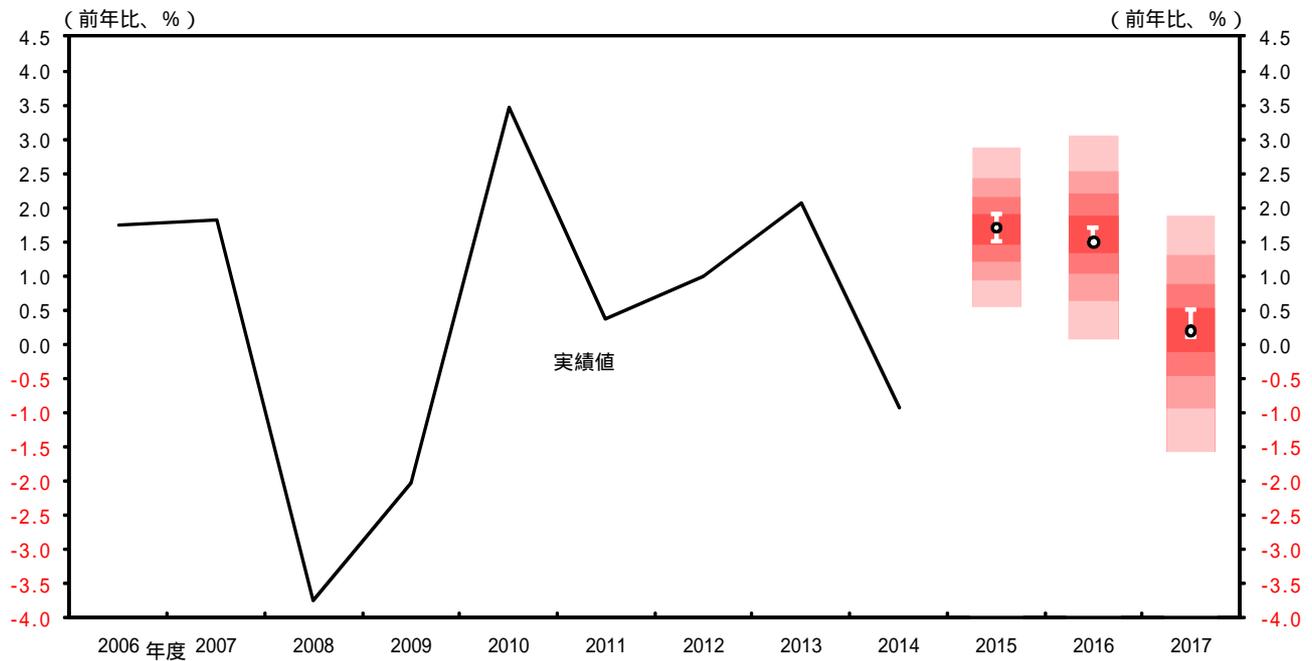
対前年度比、%。

	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

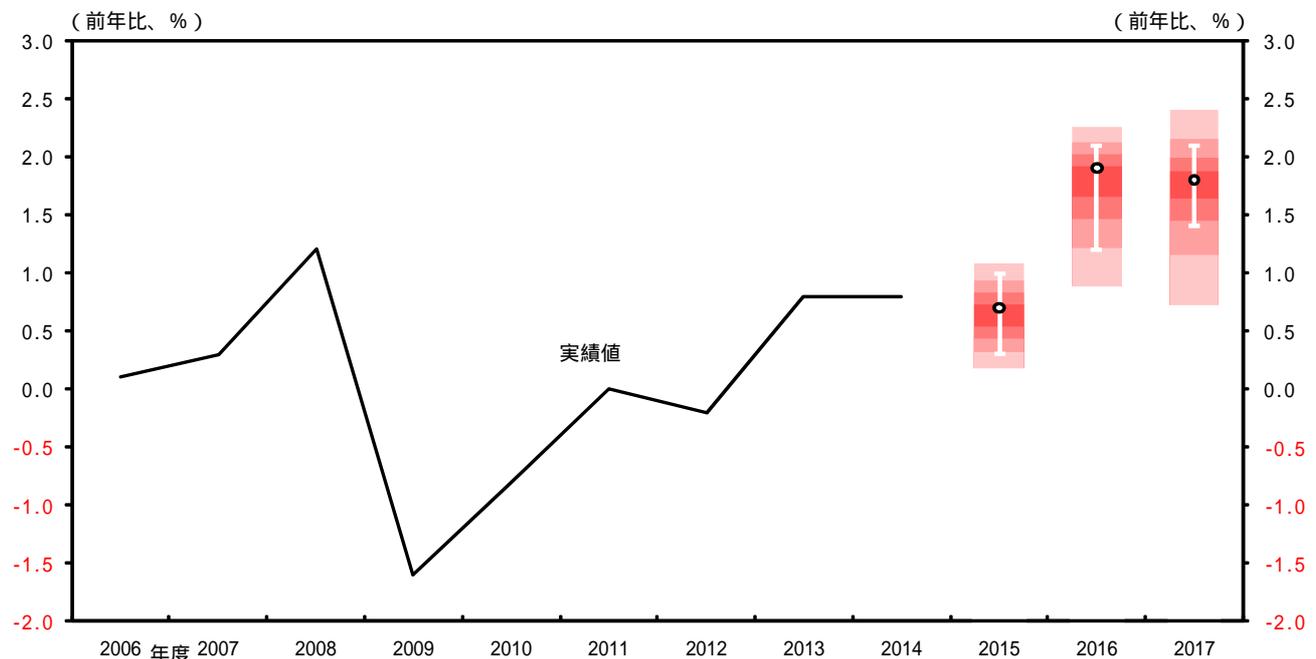
(参考2)

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、上位10%と下位10%を控除したうえで、下記の分類に従って色分けしたものである。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。