

公表時間

9月18日（金）8時50分

2015.9.18

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2015年8月6、7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9月14、15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

---

<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。」

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、ひと頃の大規模な下落の動

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ス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働開始に伴い、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の、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の、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の、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ることや、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して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、IT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、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、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の、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の、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、物価の基調は改善を続け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の、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の、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、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、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

## 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。

## 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>。

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。そうしたもとの、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)。