

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 25 年 10 月 3、4 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013 年 10 月 3 日(14:00～16:36)
10 月 4 日(9:00～11:44)

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	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官(3日)
	古川禎久	財務副大臣(4日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田真一
企画局審議役	野村 充 (4日 9:00～9:25)
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	外山晴之

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司 (4日 9:00～9:25)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太
金融市場局市場調節課長	鈴木公一郎 (4日 9:00～9:25)

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（9月4、5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175～189兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、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）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。G Cレポレートは、幾分弱含んでおり、0.1%を下回って推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを含め、小幅に低下している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利についてみると、米国長期金利の低下や日本銀行による国債買入れを背景に、低下している。株価（日経平均株価）は、2020年オリンピックの東京開催決定などから上昇したあと、円高や米国株価の下落などを受けて、下落に転じている。R E I T価格は、海外R E I T価格の上昇などを背景に、大幅に上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部に拡大した銘柄がみられるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、本邦株価の上昇などを受けて円安方向に幾分動く場面がみられたが、その後は、米国の金融政策への思惑や財政協議を巡る不透明感などから円高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、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。政府支出は、なお減少している。一方、個人消費は、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調が続いている。住宅投資は、基調と

（注） 「マネタリーベースが、年間約60～70兆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。」

して持ち直しを続けている。輸出も、緩やかに増加している。こうした需要動向を受けて、企業マインドは引き続き改善基調にあり、生産や設備投資も持ち直しに向かっているが、そのペースはなお緩やかなものにとどまっている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が縮小している。

欧州経済は、全体として底入れしている。民間設備投資は減少基調が続いている一方で、輸出は底入れしている。個人消費も、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドが引き続き改善するもとの、下げ止まっている。こうした需要動向を受けて、生産は底入れしている。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、コアベースの消費者物価の前年比は緩やかな低下基調を辿っている。また、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格がマイナスに転化したことから、低下している。この間、英国経済は、持ち直している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。輸出は、持ち直しの兆しもみられてきているが、なお弱めの動きから脱しきれていない。一方、個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、良好な雇用・所得環境のもとで、安定した伸びが続いている。固定資産投資をみると、インフラ投資が高い伸びを続ける中で、堅調に推移している。こうした需要動向のもとで、生産は素材を中心に伸びを幾分高めている。物価面をみると、消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。N I E s ・ A S E A N 経済は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっている。個人消費は、自動車販売における政策効果の反動や消費者マインドの慎重化などを背景に、A S E A N を中心に減速している。また、輸出は、N I E s に持ち直しの兆しもみられているが、全体として弱めの動きが続いている。こうした需要動向を受けて、生産の持ち直しに向けた動きも一服しており、設備投資も、機械投資を中心に伸び悩んでいる。物価面をみると、国・地域ごとに差異はあるが、総じてみれば消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国金融政策を巡る思惑や米国における財政協議の難航などを背景に、やや神経質な展開となっている。欧米市場では、9月のF O M C（連邦公開市場委員会）の結果などを

受けて国債利回りが低下したほか、株価については、中東情勢に関する不透明感の後退も加わって上昇した。もっとも、最近では、債務上限問題など財政協議を巡る不確実性の高まりを背景に、米国株価は下落に転じている。一方、新興国市場では、株、債券、通貨のトリプル安が一服し、反発する国もみられている。この間、国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いているが、最近では全体として横ばい圏内で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出は、1～3月に前期比で3四半期振りの増加に転じ、4～6月も伸びを高めたあと、7～8月の4～6月対比は小幅の減少にとどまっている。月次では、7月に前月比で大きく減少したあと、8月はそれを上回る増加幅となっている。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、増加を続けている。先行きについても、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直している。この間、企業の業況感は改善を続けており、9月短観の業況判断DI（全産業全規模）は約6年振りに「良い」超に転じた。機械投資の一致指標である資本財総供給をみると、1～3月に前期比増加に転じたあと、4～6月は一旦減少したが、7～8月の4～6月対比は再び増加した。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、1～3月は前期比ほぼ横ばいとなったあと、4～6月は5四半期振りの増加に転じ、7月の4～6月対比も増加を続けた。設備投資の先行きについては、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。9月短観で2013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、6月短観と比べて上方修正され、前年比+3.3%となった。

雇用・所得環境については、労働需給が緩やかな改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられている。

個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移している。全国百貨店売上高は、昨年10～12月以降、

3 四半期連続で前期比増加となったあと、7～8月の4～6月対比は減少した。ただし、月次で見ると、7月にセール前倒しの反動などから減少したあと、8月は持ち直しており、基調的には、輸入品や高額品を中心に引き続き堅調に推移している。コンビニエンスストア売上高は、緩やかな増加傾向を続けている。また、サービス消費をみても、旅行取扱額や外食産業売上高は、全体として底堅く推移している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は増加している。先行きについても、増加傾向を続けるとみられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。四半期で見ると、1～3月には小幅ながら4 四半期振りの前期比増加に転じ、4～6月の前期比および7～8月の4～6月対比とも、緩やかに増加している。先行きの鉱工業生産は、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、7～9月の生産は、はっきりとした増加となる見込みであり、10～12月についても、不確実性はあるが、増加を続けるとの感触である。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、緩やかに上昇している。先行きについても、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、0%台後半となっており、先行きは、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。この間、予想物価上昇率については、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

(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4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市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。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%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、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。

(3) 「貸出増加を支援するための資金供給」について

9月17日に実行した「貸出増加を支援するための資金供給」は、8,812億円の新規貸付となった。貸付先別にみると、大手行に対して6,142億円、地域金融機関等に対して2,670億円となっている。貸付期間別にみると、大半が3年となっている。なお、今回の貸付実行後の残高は、40,315億円と4兆円を超える水準となった。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

金融調節の一層の円滑化を図る観点から電子記録債権を適格担保とするとともに、適格担保の担保掛け目等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外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、米国金融政策を巡る思惑や米国における財政協議の難航などを背景に、やや神経質な展開となっているとの認識を共有した。米国金融政策に関連して、多くの委員は、9月のFOMCの結果を受けて、長期金利が低下したほか、株価は上昇したと指摘した。何人かの委員は、市場は金融政策の予測可能性が低下したと受け止めているようであり、今後、米国金融政策の動向次第では市場が再び大きく変動するリスクに注意が必要であるとの認識を示した。一人の委員は、雇用の改善ペースの鈍さやディスインフ

レ傾向が続く中で、金融環境が急速にタイト化したことが今回の判断に影響しているとの見方を示した。米国における財政協議の帰趨について、ある委員は、短期間で解決するとの見方も多いが、10月中旬に償還を迎える T-Bill（短期国債）の利回りの上昇に表れているように、楽観はできないと述べた。新興国市場について、複数の委員は、目先はトリプル安の一服など落ち着きを取り戻しているが、今後、米国金融政策を巡る思惑が高まった場合には、再び資金流出やそれに伴う市場の混乱が生じる可能性がある」と指摘した。

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米における財政面からの下押し圧力の弱まりや企業マインドの改善などを背景に、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。多くの委員は、地域や業種ごとに景気の改善ペースにばらつきがあるなど、様々な不確実性があることに注意していかなければならないとの見方を示した。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、財政協議の帰趨などに注意は必要であるが、基調としては、緩和的な金融環境が続き、財政面からの下押し圧力が次第に和らいでいくと見込まれることから、景気の回復ペースは緩やかながらも次第に高まっていくとの見方を共有した。一人の委員は、雇用環境が改善する中、社会保障減税の打ち切りの影響が薄れ、可処分所得が緩やかに増加していることから、今後も個人消費は堅調に推移するとみられると述べた。住宅投資について、ある委員は、このところ弱めの指標もみられているが、家計の住宅購入姿勢は強く、在庫水準も低いことから、金利動向が落ち着くにつれて改善基調に復していくとの認識を示した。この間、一人の委員は、住宅・労働市場に弱さが残る中で、米国金融政策を巡る思惑が再び金利の急速な上昇に繋がった場合の実体経済に与える影響には注意が必要と指摘した。債務上限問題など財政協議の帰趨について、多くの委員は、財政を巡る不透明感が強い状況が長引く場合には、経済主体のマインド悪化や金融市場の不安定化を通じて経済に悪影響を及ぼす可能性があるため、注視していく必要があると述べた。このうちのある委員は、早期に解決できなかった場合には、米国債の信用力低下などの経路を通じて国際金融市場の混乱を招き、世界経済にも大きな影響を与える可能性がある一方、早期に解決できれば、当

面の不確実性が除去されるため、景気回復に弾みがつく可能性がある
と付け加えた。

ユーロエリア経済について、委員は、全体として底入れしているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、経済主体のマインドの改善や輸出の持ち直しを起点として、次第に持ち直しに転じていくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、欧州債務問題の今後の展開に関する不確実性は依然として大きいとの認識を共有した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。複数の委員は、政府による景気下支え策もあって固定資産投資が高めの伸びを続けているほか、生産も増加していると指摘した。先行きについて、委員は、今後、構造調整を進める過程で内需に下押し圧力が加わる可能性が高いものの、外需が持ち直しに向かうとみられるため、全体としては、現状程度の安定した成長が続くとの見方を共有した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっているとの認識で一致した。ある委員は、このところわが国からの A S E A N 向け輸出が減少していると指摘したうえで、その背景として、米国金融政策を巡る思惑の高まりを受けた資金流出が影響している可能性があるとの見方を示した。別の一人の委員は、国によるばらつきはあるものの、全体として持ち直しに向かうとの見方は維持できると述べた。先行きについて、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済が持ち直していく中で、成長ペースは徐々に高まっていくとの認識を共有した。一人の委員は、金融市場の落ち着きや政策対応もあり、一部新興国での景気減速がアジア域内に拡がるリスクは後退しているとの見方を示した。ただし、何人かの委員は、米国の金融情勢次第で新興国市場が不安定化する可能性には、引き続き注意が必要だと述べた。別のある委員は、当面、既往の金融環境のタイト化や株価下落の影響が現れてくるほか、この間に構造問題が表面化した一部新興国では、今後、経済構造の調整を本格的に進める中で実体経済への下押し圧力が一段と加わる可能性があるとの指摘した。この間、ある委員は、中長期的にみれば、通貨の下落には、輸出の増加や経常赤字の縮小、景気の回復に繋がるというプラスの面もあるとの認識を示した。

以上の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、企業・家計の両部門で所得から支出への前向きな循環メカニズムが働いているとみられることから、緩やかに回復しているとの見方で一致した。

項目別には、輸出について、委員は、海外経済が全体として徐々に持ち直しに向かう中、為替相場の動きも下支えとなって、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、8月の実質輸出は前月の減少分を上回るプラスとなり、持ち直し傾向を確認できたとの見方を示した。一人の委員は、海外経済の持ち直しにつれて輸出の増加ペースは強まっていくと述べた。これに対し、別のある委員は、7～8月を均せば実質輸出は4～6月対比ほぼ横ばいにとどまっていると指摘したうえで、これにはわが国製造業の競争力低下などを反映している面もあり、先行きの景気回復ペースを制約する要因となる可能性があるとの認識を示した。設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しているとの見方で一致した。4～6月のGDPベースの実質設備投資について、複数の委員は、2次速報値で上方修正されて6四半期振りの前期比プラスに転じ、持ち直しが確認されたとの認識を示した。何人かの委員は、資本財総供給や機械受注も増加していると指摘した。9月短観の結果について、委員は、業況感は製造業・非製造業、大企業・中小企業ともに明確に改善を続けているとの見方を共有した。多くの委員は、事業計画についても、売上高と企業収益を上方修正する中で設備投資をしっかりと増加させる計画となっており、収益の改善が前向きな支出活動に繋がっている姿が確認できたと指摘した。一方、複数の委員は、大企業製造業の設備投資計画の前年比は、過去に比べて低めとなっているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、企業は、円安基調に一層確信を持てるようになるまで国内設備投資を手控えており、本格的な回復にはなお時間を要すると付け加えた。個人消費について、委員は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。ある委員は、大型小売店ではセール前倒しの反動で7月に減少したあと、8月には再び持ち直すなど、月々の振れはあるが引き続き底堅く推移していると述べた。これに対し、一人の委員は、7～9月には前2四半期の好調さの反動が出るとのやや慎重な見方を示した。雇用・所得環境について、何人かの委員は、8月の完全失業率はやや上昇したが、有効求人倍率や9月短観における雇用人員判断D Iの改善などを踏まえると、労働需給は改善を続けているとの見

方を示した。このうちの一人の委員は、これまで出遅れていた製造業の新規求人にも明確な伸びがみられると付け加えた。住宅投資について、委員は、増加しているとの認識で一致した。鉱工業生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、生産・所得・支出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を共有した。複数の委員は、景気が持続的に回復していくためには、内需から外需、非製造業から製造業へと回復の動きが広がっていくことが重要だが、これまでのところ輸出や生産の回復ペースは力強さを欠いていると指摘した。一人の委員は、製造業には海外経済の回復の後ずれなどにより下振れる可能性がある一方、非製造業には高齢化に対応したサービスなどの需要掘り起こしが進むことにより上振れる可能性があるとの認識を示した。委員は、先行きも国内需要が堅調さを維持していくためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きの循環が持続することが重要であるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、雇用者所得について、今後、持ち直しの動きが次第に明確になっていくとの認識で一致した。ある委員は、とくに定例給与の増加が重要であるとの見方を示したうえで、労働市場の流動性が低いわが国では、正社員を繋留するために定例給与を引き上げるインセンティブが経営側に生じにくいと指摘し、賃金引上げに向けた各種取り組みの成果に期待していると述べた。別のある委員は、来年春の定例給与引上げに期待しているが、それまでの間は賞与による押し上げ以外に所得環境の目立った改善は見込みにくいとの認識を示した。消費税率引上げの影響について、一人の委員は、労働生産性の上昇を背景に消費者の恒常的な所得見通しが改善すること、雇用環境が改善するもとの家計の借入制約が弱まり消費を平準化しやすくなること、低所得者層への影響緩和措置が講じられることなどから、個人消費の下振れリスクはある程度抑制される可能性があるとの見方を示した。この点に関連して、ある委員は、わが国の産業構造に占めるサービス産業のウエイトが高まる中で、そうした産業の相対的に低い労働生産性をいかに引き上げるかが賃金上昇の鍵になると指摘した。政府の経済政策パッケージの効果について、複数の委員は、景気が下振れる可能性は低下したと述べた。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や新興国・資源国経済の動向に加え、ここにきて米国における

財政協議の帰趨なども意識する必要が生じるなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識で一致した。

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、0%台後半となっており、先行きはプラス幅を次第に拡大していくとの見方を共有した。多くの委員は、最近の消費者物価の動きには、エネルギー関連の押し上げだけでなく、幅広い品目に改善の動きがみられたことが影響しているとの認識を示した。ある委員は、個人消費の底堅さを背景として、短観の販売価格判断D Iに表れているように、企業の価格設定行動に変化がみられつつあり、食料工業製品など幅広い品目で上昇傾向が続くとの見方を示した。ある委員は、9月短観における販売価格判断D Iの改善や仕入価格判断D Iとの差の縮小は、企業が価格転嫁やその結果として賃金引上げを行いやすくなる可能性を示唆していると述べた。これらに対し、複数の委員は、消費者物価の前年比プラス幅は、前年のエネルギー価格下落の反動などが剥落するため、今後、拡大が一服する可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、世界的なデフレーション傾向に改善の兆しがみられない中で、日本の物価が国内独自の要因で伸び率を高めていくかどうか注視しているとの見方を示した。予想物価上昇率について、委員は、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。複数の委員は、物価の先行きをみるうえで、中長期的な予想物価上昇率の動向に注目しているが、現状、その上昇テンポは緩やかであると述べた。

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市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識を共有した。資金需要について、委員は、銀行貸出残高の前年比は2%台前半のプラスで推移しているほか、CP・社債の発行残高が前年比プラスとなっているなど、緩やかに増加しているとの見方で一致した。

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。

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、委員は、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REIT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こと、③CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、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」を継続すること、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。これに対し、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、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、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が適当であると述べた。この委員は、2%の「物価安定の目標」の実現のためには、その水準が経済のファンダメンタルズと整合的であるとの認識が、企業、家計、金融市場に共有される必要があると付け加えた。この間、複数の委員は、最近の米国の経験も踏まえつつ、市場とのコミュニケーションの工夫を続けていくことが重要と指摘した。消費税率引上げの決定と金融政策運営との関係について、ある委員は、政策委員の経済・物価見通しは予定通りの税率引上げを前提としており、駆け込み分の反動が出ることは既に織り込んだうえで、政策判断を行ってきていると指摘した。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。委員は、こうしたもとで、実体経済や金融市場には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転しているとの見方で一致した。長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定していると指摘した。もっとも、ある委員は、何らかのきっかけで金利の変動が大きくなるリスクには引き続き注意が必要との認識を示した。国債市場の動向に関連して、ある委員は、消費税率引上げの決定により、政府が財政健全化に向けた強い姿勢を示したことを評価したいと述べた。一方、別の一人の委員は、決定に至るまでの議論を通じて、市場の一部では財政健全化に対する政府の取り組み姿勢がむしろ後退しているとの見方も出ていると指摘した。経済主体の期待の転換を通じた効果について、多くの委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの見方を示した。このうちのある委員は、市場が大胆な金融緩和を早くから織り込んだことによる資産効果がこれまで景気を押し上げてきたが、今後は、実質金利の低下による実体経済への刺激効果が本格的に現れてくると指摘した。一人の委員は、この間の資産価格上昇は海外投資家を中心とするものだったが、今後は、企業、個人、年金など国内投資家のポートフォリオ・リバランスが着実に進んでいくとの認識を示した。

最近の短国レート低下の影響や短期オペの応札倍率の低下について、多くの委員は、中間期末を控えた短国保有ニーズの高まりという一時的な要因が影響しているとの認識を示した。ある委員は、マネタリーベースの積み上げは予定通り進捗していると指摘した。別の一人の委員は、「量的・質的金融緩和」が効果を発揮するためには、目標に沿って積み上げを進め、経済主体の期待に働きかけ続けていくことが重要であるとの認識を示した。こうした議論を経て、委員は、期明け後の状況を含めて今後の動きを注視しながら、マネタリーベースの着実な積み上げを図っていくことを確認した。

「貸出増加を支援するための資金供給」について、ある委員は、9月実施分の新規貸付金額は6月実施分に比べて大幅に減少したが、季節的に貸出が減少する4～6月が対象期間であったことや、銀行貸出自体は前年比2%台前半の伸び率で順調に増加してきていることを

踏まえると、今後は利用の増加が期待できるとの見方を示した。

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。

- 足もとの経済状況については、景気は緩やかに回復しつつあり、物価の動向を総合してみると、デフレ状況ではなくなりつつあるなど、政府・日本銀行が一体となって取り組んできた経済政策の効果が着実に現れてきていると考えている。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。
- 財政への信認を維持し、社会保障制度を持続可能なものとして次の世代に引き継いでいくことは、極めて重要な課題である。こうした観点から、日本経済に回復の兆しがみられることも踏まえ、政府としては、消費税率を平成26年4月1日に5%から8%へ引き上げることを確認した。
- これに伴い、政府は、消費税率の引上げによる反動減を緩和して景気の下振れリスクに対応するとともに、持続的な経済成長につながるための経済政策パッケージを策定した。具体的には、まず、先日決定した「成長戦略の当面の実行方針」に加え、設備投資減税や研究開発減税などを実施することとしている。また、「経済の好循環実現に向けた政労使会議」での議論や、所得拡大促進税制の拡充等を通じて、足もとの経済成長を、賃金の上昇や雇用・消費の拡大につなげる契機としていく。さらに、来年4～6月期に見込まれる反動減を大きく上回る、5兆円規模の経済対策を策定することとしている。この中では、低所得者等に対する給付措置に加え、競争力強化、高齢者・女性・若者向けの施策等に取り組むこととしており、今後、年末に向けて具体化していく。
- 政府としては、これらの施策を通じて、デフレ脱却・経済再生と財政健全化の両立に向けた道筋を確かなものとしていく。

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、緩やかに回復しつつある。先行きは、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、家計所得や投資の増加傾向が続き、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。

- 政府は、経済財政諮問会議等の場で経済状況等を総合的に勘案するための検討を行ったが、10月1日に「消費税率及び地方消費税率の引上げとそれに伴う対応について」を閣議決定し、平成26年4月1日に消費税率を5%から8%へ引き上げることとした。同時に、消費税率を引き上げても景気を腰折れさせることなく、内閣の最重要課題であるデフレ脱却と経済再生を実現するため、成長戦略の当面の実行方針や新たな経済対策の策定などからなる経済政策パッケージを決定した。また、9月20日に「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を立ち上げた。本会議では、企業収益の改善が賃金の上昇と雇用の拡大などを通じた経済の好循環を実現していくための課題と、それぞれが取り組むべき対応について、共通認識を醸成することを目的としている。企業による賃金引上げの取組を強力に促進するため、所得拡大促進税制を拡充するとともに、足もとの経済成長を賃金上昇に繋げることを前提に、復興特別法人税の1年前倒しでの廃止について検討し、12月中に結論を得る。さらに、東京オリンピック・パラリンピックは、長引くデフレ、縮み志向の経済を払拭する起爆剤となるものと考えており、本大会の成功に向けて、政府として必要な体制整備を進めつつ、最大限支援していく。
- わが国経済は、デフレ状況ではなくなりつつあるが、デフレ脱却は道半ばであり、物価動向や海外景気下振れによる景気下押しリスクを十分注視していく必要がある。日本銀行には、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、引き続き取り組むことを期待する。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約60～70兆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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

議長からは、このような見解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。

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60～70兆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、木内委員

反対：なし

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、一人の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、中曽委員、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（9月4、5日開催分）が全員一致で承認され、10月9日に公表することとされた。

以 上

2013年10月4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（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆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。

① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。

② ETFおよびJ-REIT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 CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとで、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けており、住宅投資も増加している。個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。企業の業況感は改善を続けている。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、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、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、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

6. 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)。

このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

^(注) 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）。

(25年10月31日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年10月31日(9:00～13:09)

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	古川禎久	財務副大臣
内閣府	石井裕晶	内閣府政策統括官(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	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	野村 充 (9:00～9:11)
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	外山晴之

(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 (9:00～9:11)
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	東 将人

I. 5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極および外貨資金供給オペレーションの期限等の見直しについて

1. 執行部からの説明

現在、5 中央銀行（カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行）との間で締結している為替スワップ取極は、2014 年 2 月 1 日が期限となっている。当取極は、金融市場の緊張を緩和し、金融市場の緊張が経済に及ぼす影響を軽減することに貢献してきており、今後の期限の更新を巡る不確実性を減らすために、他の中央銀行とともに常設化することが適当と考えられる。このため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等、関連する基本要領等の一部改正を行うこととしたい。

2. 採決

上記のとおり、取極の常設化を内容とする「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件」が採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、他の中央銀行の発表のタイミングに合わせたうえで、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

II. 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（10 月 3、4 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 182～190 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、長めのゾーンを含め、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）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、足もとにかけて幾分強含んでおり、0.1%近傍での推移となっている。ターム物金利をみると、短国レートは、幾分強含んでいるものの、いずれのタームも 0.1%を下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金

（注） 「マネタリーベースが、年間約 60～70 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。」

利は、ごく僅かながら低下している。

長期金利についてみると、米国長期金利が低下していることもあって、幾分低下する場面もみられたが、概ね横ばいで推移している。株価（日経平均株価）は、米国財政協議の展開および市場が予想するFRBの資産買入れ縮小開始時期の後ずれを受けた米国株価の動向などに振らされる展開となっており、期間を通じてみると概ね横ばいとなっている。REIT価格は、海外REIT価格の上昇などを背景に、小幅に上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部に拡大した銘柄がみられるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、10月前半に円安方向に幾分動いたあと、円高方向に幾分戻し、期間を通じてみれば概ね横ばいで推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。政府支出は、なお減少している。一方、個人消費は、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとの、緩やかな増加基調が続いている。住宅投資は、基調として持ち直しを続けている。輸出も、緩やかに増加している。こうした需要動向を受けて、企業マインドは引き続き改善基調にあり、生産や設備投資も持ち直しに向かっているが、そのペースはなお緩やかなものにとどまっている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が縮小している。

欧州経済は、全体として底入れしている。民間設備投資は減少基調が続いている一方で、輸出は底入れしている。個人消費も、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドが引き続き改善するもとの、下げ止まっている。こうした需要動向を受けて、生産は底入れしている。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、コアベースの消費者物価の前年比は緩やかな低下基調を辿っている。また、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格のマイナス幅が拡大したことなどから、さらに低下している。この間、英国経済は、内需を中心に回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。輸出は、持ち直しの兆しもみられているが、なお弱めの動きから脱しきれていない。一方、個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、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。固定資産投資をみると、インフラ投資が高い伸びを続ける中で、堅調に推移している。こうした需要動向のもとで、生産は素材を中心に伸びを幾分高めている。物価面をみると、消費者物価の前年比は基調として低めの水準で推移している。N I E s・A S E A N経済は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっている。個人消費は、自動車販売における政策効果の反動や消費者マインドの慎重化などを背景に、A S E A Nを中心に減速している。また、輸出は、N I E sに持ち直しの兆しもみられているが、全体として弱めの動きが続いている。こうした需要動向を受けて、生産の持ち直しに向けた動きも一服しており、設備投資も、機械投資を中心に伸び悩んでいる。物価面をみると、国・地域ごとに差異はあるが、総じてみれば消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国の財政協議の難航を背景に神経質な局面が続いたあと、暫定合意を経て、投資家のリスクテイク姿勢が持ち直している。米国の短期金融市場をみると、債務上限問題の節目である10月17日にかけては、10月半ばから11月半ばに償還を迎えるT-Bill（短期国債）や利付国債利回り、GCレポレートなどが、はっきりと上昇した。もっとも、暫定合意後は、これらの金利は上昇前の水準に戻ったほか、市場において観測されていたFRBの資産買入れ縮小開始時期の後ずれを背景に、投資家のリスクテイク姿勢が持ち直している。米欧市場では、株価は上昇し、長期国債利回りは低下した。新興国市場では、米国財政協議の帰趨が不透明な間は、神経質な展開となったが、暫定合意が見通せるようになると、通貨、株、債券のいずれも上昇した。国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いているが、最近では全体として横ばい圏内で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向が維持されている。実質輸出をみると、1～

3月に前期比で3四半期振りに増加に転じ、4～6月に伸びを高めたあと、7～9月は小幅の減少となった。

公共投資は、緊急経済対策などの効果が本格化するもとの、増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高をみると、4～6月まで6四半期連続の前期比増加となったあと、7～8月の4～6月対比も増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額は、4～6月に前期比で大幅に増加したあと、7～9月も引き続き高水準で推移している。

設備投資は、企業の収益や業況感が改善する中で、弱めに推移していた製造業にも持ち直しの動きがみられている。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、1～3月は前期比でほぼ横ばいとなったあと、4～6月は5四半期振りの増加に転じ、7～8月の4～6月対比もはっきりと増加した。また、中小企業の設備投資に関する調査では、7～9月の実施企業割合は全体として改善が続いているほか、2013年度の計画では昨年度に続いて増加が見込まれている。

雇用・所得環境については、労働需給が緩やかな改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられている。

個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移している。全国百貨店売上高は、前月比でみると、7月に減少したあと、8月、9月と2か月連続で増加しており、基調的には輸入品や高額品などを中心に引き続き堅調に推移している。コンビニエンスストア売上高は、緩やかな増加傾向を続けている。また、サービス消費をみても、旅行取扱額や外食産業売上高は、全体として底堅く推移している。この間、消費者マインドにも、再び改善の動きがみられている。

住宅投資関連では、消費税率引き上げ前の駆け込みもあって、マンション販売が一段と増加している。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。四半期でみると、1～3月には小幅ながら4四半期振りの前期比増加に転じ、4～6月、7～9月とも、緩やかに増加している。

物価面では、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、緩やかに上昇している。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。この間、予想物価

上昇率については、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

(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4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市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。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%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、小幅のマイナスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、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。

Ⅲ. 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、米国の財政協議の難航を背景に神経質な局面がしばらく続いたが、その後、暫定合意したことに加えて、FRBの資産買入れ縮小開始時期の後ずれを背景に、投資家のリスクテイク姿勢が持ち直しているとの認識を共有した。一方、ある委員は、FRBの資産買入れ縮小開始の時期が不透明になったことや、米国の財政問題が来年初めまで先送りされたことなどから、先行きの不確実性はむしろ高まったと述べた。

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、先進国を中心に、次第に持ち直していくとの認識を共有した。一人の委員は、今月公表されたIMFの世界経済の成長率予測は、7月時点の予測より下方修正されてはいるものの、先進国はほぼ変化がなく、全体としては次第に成長率が高まっていく姿は維持

されていると指摘した。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境が維持され、財政面からの下押し圧力が次第に和らいでいくことなどを背景に、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。もともと、多くの委員は、債務上限問題は先送りされただけであり、引き続き不確実性が残る中、住宅市場の回復の一服や、マインドの悪化とその経済への影響には注意が必要であると指摘した。この間、ある委員は、労働生産性上昇率のトレンドが低下し、家計の所得改善への期待が高まりにくい状況になっている可能性があるとの見方を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、全体として底入れしているとの認識を共有した。何人かの委員は、持ち直しに向けた動きがみられているが、その勢いは弱いものにとどまっていると指摘した。先行きについて、委員は、債務問題に伴う調整圧力は残るものの、経済主体のマインドの改善などに支えられ、次第に持ち直していくとの見方で一致した。複数の委員は、最近のユーロ高による輸出への影響には注意が必要であると指摘した。このうちの一人の委員は、最近のユーロ高にはユーロ圏のデフインフレ傾向による実質金利の高さも影響している面があり、輸出に加えて設備投資への影響にも注意が必要と付け加えた。ある委員は、銀行同盟の確立に向けた動き等が本格化して、財政・金融・実体経済の負の連鎖を断ち切ることができるかを引き続き注視する必要があると述べた。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。一人の委員は、輸出に弱さが残っているが、政府の景気刺激策や不動産投資の増加などから幾分持ち直していると指摘した。先行きについて、大方の委員は、当局が構造調整を進めつつも、同時に景気下支え策を講じていく中で、現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。一方で、一人の委員は、緩和的な金融環境の修正や輸出の増勢鈍化から、成長率は、来年、再び低下する可能性が高いと指摘した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっているとの認識で一致した。複数の委員は、金融市場の落ち着きや一部の国での輸出受注 P M I の改善がみられているものの、依然として輸出が弱

めで推移していると指摘した。先行きについて、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済が持ち直していく中で、成長ペースは徐々に高まっていくとの認識を共有した。

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市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識を共有した。資金需要について、委員は、銀行貸出残高は緩やかに増加しているとの見方で一致した。

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、輸出は持ち直しつつもやや勢いに欠ける一方で、個人消費をはじめとした堅調な国内需要に牽引されて、緩やかに回復しているとの見方で一致した。もっとも、複数の委員は、個人消費が、資産効果の一服や年前半の高い伸びの反動もあって、横ばい圏内となることなどから、7～9月の成長率は、年率4%程度で推移した年前半に比べれば一旦大きく減速する可能性が高いと指摘した。

委員は、輸出はやや勢いに欠けるものの、海外経済が全体として徐々に持ち直しに向かう中、為替相場の動きも下支えとなって、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、特に新興国・資源国向け輸出の弱さを指摘した。もっとも、委員は、円の実質実効為替レートの水準が大幅に下落したことがラグを持って下支えに効くことや、海外経済が持ち直し傾向にあることなどから、先行き、輸出は緩やかな増加基調を辿るとの見方を共有した。公共投資について、委員は、増加しているとの認識で一致した。設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しているとの見方で一致した。一人の委員は、業況感や企業収益の改善、実質金利の低下などにより設備投資は持ち直していると述べた。他の一人の委員は、機械受注が製造業も含めて持ち直してきていることを指摘し、先行きについても、9月短観や日本政策投資銀行の調査での高めの計画に加えて、日本政策金融公庫調査の中小企業製造業の投資計画でも増加が確認されたと指摘した。一方、ある委員は、このところ設備投資は持ち直してい

るものの、輸出の改善が勢いを欠いていることで、今後の改善ペースが鈍化しないか注意を要すると述べた。個人消費について、委員は、やや長い目でみて消費者マインドが改善傾向にあることや、雇用・所得環境にも改善がみられるもとの、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。雇用・所得環境について、複数の委員は、有効求人倍率が改善しているほか、一般労働者（パート労働者を除く常用労働者）の一人当たり名目賃金やパート労働者の時間当たり名目賃金は概ね前年を上回って推移していると指摘した。このうちの一人の委員は、先行き、需給ギャップの縮小と労働需給の改善によって、所得の増加が支出の増加をもたらす、支出の増加が一層の労働需給の改善をもたらすという好循環が進むとの見方を示した。住宅投資について、委員は、増加しているとの認識で一致した。鉱工業生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

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、0%台後半となっているとの認識で一致した。多くの委員は、食料・エネルギーを除くベースが前年比0%になったことや、上昇・下落品目割合もはっきりと改善していることを指摘し、最近の物価上昇の背景として、エネルギー関連の押し上げだけでなく、幅広い品目に改善の動きがみられたことが影響しているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、個人消費の底堅さを背景に、物価に対して幅広く上昇圧力がかかっていることを付け加えた。これに対し、一人の委員は、食料・エネルギーを除くベースを3か月前比で見ると、急速な円安進行の一巡とともに既にピークを迎えており、今後、前年比の上昇ペースも鈍化すると指摘した。別の一人の委員は、円安やエネルギー価格上昇による物価押し上げの影響は、目先、徐々に剥落していく可能性を指摘した。予想物価上昇率について、委員は、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。

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、①内需が堅調さを維持する中で、外需も緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続する、②このため、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。そのうえ

で、委員は、7月の中間評価時点と比べると、成長率は概ね不変であるとの見解で一致した。

2013年度下期の景気展開について、委員は、輸出や鉱工業生産が緩やかながらも増加していくもとで、設備投資は持ち直しがより明確となるとともに、個人消費も雇用・所得環境の改善に支えられて底堅く推移するとの見方を共有した。加えて、個人消費や住宅投資では消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生することから、2013年度下期の成長率はかなり高めになるとの見方で一致した。2014年度について、委員は、上期を中心に駆け込み需要の反動が出ることから、成長率は前年度に比べればかなり鈍化するものの、輸出が伸びを高めるほか、金融緩和や各種企業減税の効果などにより設備投資もしっかりとした増加を続けるため、潜在成長率を上回る成長は維持されるとの見方を共有した。2015年度についても、委員は、2回目の消費税率引き上げによる振れの影響を受けつつも、生産・所得・支出の好循環は維持され、潜在成長率を超える成長が続くとの認識を共有した。複数の委員は、海外経済見通しの下振れなどは、経済成長率見通しを押し下げる要因となるが、政府による経済政策パッケージの効果を含めた内需の押し上げによって、全体としては横ばいないしは幾分上振れするとの見方を示した。この間、一人の委員は、今後、米国の金融緩和縮小によって日米の金融政策のスタンスの違いが明確に認識されれば、為替の円安傾向や株価上昇などが起き、これらを通じた予想物価上昇率の上昇・実質金利の低下によって、実体経済の好循環がさらに強まる可能性が高いとの見方を示した。

消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとの見方を示した。一人の委員は、物価が見通し通りに上昇するには、賃金、特に恒常的な所定内給与が上昇することが、①個人消費をより下支えするとともに、②中長期的な予想物価上昇率を上昇させるうえで、非常に重要であると指摘した。消費税率の引き上げ前後の時期の物価動向について、ある委員は、短観における中小企業の販売価格D Iが依然としてマイナスであると指摘し、中小企業による税率上昇分の転嫁が順調に進むかどうか注視していく必要があると述べた。中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで、実際の物価上昇率

の高まりもあって上昇傾向を辿り、「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見方を共有した。ある委員は、マネーストックが着実に増加しており、これがラグを伴って実際の物価上昇率を引き上げ、さらに予想物価上昇率も引き上げるとの見方を示した。一方で、一人の委員は、2%に向かって予想物価上昇率が上昇することは不確実性が高いと指摘し、見通しが下振れた場合、日本銀行の見通しや金融政策に対する信認を毀損する惧れが大きいと述べた。また、別のある委員は、足もとまでの予想物価上昇率の推移を踏まえると、「物価安定の目標」である2%に向かって予想物価上昇率が上昇し、収斂していくのは難しいとの見方を示した。

委員は、こうした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家計の雇用・所得動向、③消費税率引き上げの影響、④企業や家計の中長期的な成長期待、⑤財政の中長期的な持続可能性、の5点を挙げた。

海外経済の動向について、委員は、米国では、財政問題の帰趨や新型エネルギーの影響などによって、回復ペースが上下双方向に変化する可能性があること、欧州経済については、債務問題の今後の展開を含めて引き続き注意が必要であるとの見方で一致した。中国について、委員は、過剰設備や過剰債務といった構造問題の影響を巡って不確実性が高いとの認識を共有した。その他の新興国・資源国について、委員は、一部の国が経常収支赤字などの構造的な課題を抱えており、国際金融資本市場の動向と併せて、注視していく必要があるとの見方を共有した。ある委員は、先進国・新興国において、金融当局が、労働市場や生産設備の構造的なミスマッチの拡大を認識せずに、過剰な金融緩和措置がとられた場合、過度なインフレや金融面での不均衡に繋がる可能性があることを指摘した。一人の委員は、わが国の輸出構造が海外現地生産の進展によって変化している可能性があることから、輸出が想定よりも下振れるリスクを指摘した。

家計の雇用・所得動向について、委員は、国内需要が先行きも堅調さを維持するためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きの循環が持続することが重要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、現在、労使双方でベースアップ（ベア）実施に向けた前向きの動きがみられ始めており、この動きが浸透していくのか注視し

たいと述べた。このうちの一人の委員は、来春の賃上げの動向は、消費税率引き上げで生じる実質可処分所得へのマイナスの影響を緩和して経済の前向きの循環を維持するとともに、予想物価上昇率を引き上げていくうえで、極めて重要だと付け加えた。別のある委員は、ベア実施に向けた動きが十分に拡がらない可能性もあり、その場合、賃金・物価は見通しから下振れる可能性を指摘した。別の一人の委員は、パート比率の趨勢的な上昇により、所定内賃金には下押し圧力が残る可能性があることを指摘した。これに対して、一人の委員は、労働生産性が堅調な伸びを続けることで、やや長い目でみた人々の所得見通しが改善することが重要であり、足もとまでの労働需給や労働生産性のトレンドからみると、雇用・所得動向は上振れる可能性もあると指摘した。

消費税率引き上げの影響について、委員は、実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼすものの、①政府による各種経済対策等が予定されていることや、②税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来不安を和らげる効果も期待できることなどから、消費へのマイナスの影響をある程度減殺する力も働くとの見方で一致した。一人の委員は、雇用環境の改善が続くことが、消費税率引き上げによる下振れリスクを抑制するとの見方を示した。

物価に固有の上振れ・下振れ要因について、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マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度、③輸入物価の動向、の3点を指摘した。

中長期的な予想物価上昇率について、多くの委員は、過去にみられた物価や賃金の緩やかな下落を反映してなかなか高まらない可能性がある一方、実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく過程で、予想物価上昇率が比較的早期に上昇する可能性もあるとの見方を示した。さらに、委員は、消費税率引き上げに伴う幅広い品目の一斉の価格上昇が、人々のインフレ予想に与える影響についても注意してみていく必要があるとの認識で一致した。一人の委員は、所定内給与が上昇してくれば、人々が物価や賃金の上昇を前提に行動する傾向が強まるため、中長期的な予想物価上昇率が上がりやすくなるとの見方を示した。別のある委員は、実際の物価上昇に伴うインフレ予想の上昇に加えて、景気が持続的に改善するとの見通しが拡がることなどを通じて、フォワード・ルッキングな予想形成の力がどの程度強まっていくかに注目していると述べた。この間、一人の委員は、足もとの中長期的な予想

物価上昇率の上昇ペースは緩慢ないしは横ばい圏内であり、下振れリスクは大きいと指摘した。

マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度について、委員は、企業が厳しい競争環境が続く中でも、財・サービスや労働の需給の引き締まりに応じて、価格や賃金を引き上げていくかどうか注意してみていく必要があるとの見方を共有した。

輸入物価の動向に関連して、委員は、国際商品市況や為替相場の変動が輸入物価を通じて国内価格へ転嫁される状況は引き続き不確実性が高いとの見方を共有した。

これらの議論を受けて、何人かの委員は、自身の経済・物価に関するリスク認識は、全体として下方に厚いと述べた。もっとも、多くの委員は、見通し分布チャートが示す通り、委員全体のリスク分布は、上下にバランスしており、展望レポートの記述としては、委員の全体としての判断を示すべきであるとの見方を示した。

こうした経済・物価見通しに対する上振れ・下振れ要因に関する議論を経て、委員は、特に海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向を巡る不確実性は大きく、これらがわが国の景気・物価に与える影響について、引き続き注意が必要であるとの認識を共有した。

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、先行き2015年度までの経済・物価の中心的な見通しについて、大方の委員は、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高い、との見解を示した。これに対し、複数の委員は、見通し期間の後半にかけて2%程度の物価上昇率を実現することは難しいと述べた。

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、との認識を共有した。物価の中心的な見通しについて、大方の委員は、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしている、との見方を示した。委員は、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されないものの、政府債務残高が累増する中で、金融

機関の国債保有残高は引き続き高水準である点には留意する必要があることを改めて確認した。この間、一人の委員は、「2本の柱」による点検とは何かということを対外的に丁寧に説明する必要性を指摘し、「基本的見解」の冒頭で展望レポート全体の構成について記述するべきであると述べた。

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。

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、委員は、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REIT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こと、③CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。何人かの委員は、下期入り後の、短期国債需給の引き緩みもあって、ひと頃よりも円滑にオペ運営が行なわれていると指摘した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、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」を継続すること、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。これに対し、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、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、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が適当であると述べた。また、別の一人の委員は、「物価安定の目標」について、あくまで柔

軟な枠組みであり、ピンポイントで2%を実現することが究極の目標であるとの誤解を与えるべきでなく、賃金の動向などから先行き2%に達することがある程度見通せるという状況になれば達成したと評価できるとの認識を示した。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。委員は、こうしたもとで、実体経済や金融市場には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転しているとの見方で一致した。長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定していると指摘した。また、多くの委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの見方を示した。この間、一人の委員は、足もとまでの物価の推移は概ね想定通りであるものの、エネルギー関連品目の上昇が大きく寄与していることなどから、今後の2%の「物価安定の目標」に向けた道筋は、現時点では「順調」とまでは判断できないとの見方を示した。

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。

- 「量的・質的金融緩和」の導入から半年余りが経過したが、この間大胆な金融緩和を含む「三本の矢」の効果もあり、日本経済は2四半期連続で3%以上の成長を達成するなど、緩やかに回復しつつある。物価は、幅広い品目で下げ止まりの動きがみられるなど、デフレ状況ではなくなりつつある。このように、日本経済はデフレ脱却と経済再生に向けて着実に前進してきており、本日の展望レポートはそのことを確認する内容と受止めている。日本銀行におかれては、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待している。
- 政府としては、デフレ脱却に向けた改善の動きが続く中、持続的な経済成長と雇用・賃金の改善を伴う望ましい物価上昇を実現することが重要と考えている。このため、「日本再興戦略」を強力に実行し、企業の競争力強化を目指す観点から、「産業競争力強化法案」を国会に提出した。併せて、設備投資減税や研究開発減税など、民

間投資を活性化するための政策税制を実施することとしている。加えて、企業による賃金引き上げの取組みを強力に促進するため所得拡大促進税制を拡充するとともに、先般立ち上げた「政労使会議」において、経済の好循環実現に向けた共通認識の醸成を図っており、第2回会議では、経済界の方々からも前向きな心強い発言を頂いた。

- また、社会保障制度を持続可能なものとし、財政の信認を維持する観点からは、社会保障制度改革の全体像・進め方を定めたいわゆるプログラム法案を国会に提出したところであり、社会保障・税一体改革の着実な推進を図っていく。
- 政府としては、デフレ脱却・経済再生と中期財政計画の推進を通じた財政健全化の両立に向け、これらの施策を果敢に実行していく。

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、緩やかに回復しつつある。先行きについては、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、家計所得や投資の増加傾向が続き、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。消費者物価の基調を表す、生鮮食品・石油製品及びその他特殊要因を除く総合が前年比で横ばいとなっており、デフレ脱却に向けて着実に改善が続いているとみられる。
- 政府は、10月17日に、第2回「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を開催し、経済の好循環実現に向けた政府の取組みを報告した。また、経済界の出席者から、企業収益の改善を賃金引き上げや雇用拡大に繋げていくという前向きな発言を頂いた。引き続き、経済の好循環に向けて、関係省庁の所管業界に対して、賃金上昇や取引先企業の支援等について要請していくなど、政府一丸となって取り組んでいく。また、成長戦略の実行の加速化と強化に向けて、「産業競争力強化法案」を閣議決定し、今国会に提出した。さらに、「国家戦略特別区域法案」などの関連法案についても今国会に提出し、早期成立に努めていく。さらに、成長戦略の重要な柱であるTPPについては、10月の交渉により、交渉妥結に向けた道筋や政治的課題が明らかになり、年内妥結に向けた大きな流れができたと考えている。今後とも交渉の年内妥結に向けて、日本が積極的な役割を果たしていく。こうしたことにより、成長力強化に努めていく。
- 本日表示される展望レポートに沿って、「物価安定の目標」の2%が実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しな

どについては、引き続き、経済財政諮問会議等の場で十分に説明頂きたい。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解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。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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し、別添のとおり公表すること。

記

マネタリーベースが、年間約 60～70 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。

採決の結果

賛成：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、木内委員

反対：なし

2. 「経済・物価情勢の展望」の決定

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、①分かりやすさ向上の観点から、「基本的見解」の冒頭に「今回の展望レポートでは、まず、わが国の経済・物価の先行き 1 年から 3 年の中心的な見通しについて示し、次いで、そうした中心的な見通しに対する上振れ、下振れ要因を指摘する。最後に、その見通しについて、物価安定のもとでの持続的な成長の経路

をたどっているかという観点による点検（第1の柱）、および、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクの点検（第2の柱）を行い、先行きの金融政策の考え方を整理する。」との段落を挿入する、②経済情勢の上振れ・下振れ要因について、海外経済の動向と家計の雇用・所得動向等の不確実性が大きいことから、また、物価情勢の上振れ・下振れ要因について、中長期的な予想物価上昇率の動向とマクロ的な需給バランスに対する物価の感応度等の不確実性が大きいことから、それぞれ「下振れリスクを意識する必要がある」ことを記述する、③金融政策運営について、2%の「物価安定の目標」の実現に向けた「道筋を順調にたどっている」から「道筋を緩やかにたどっている」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、中曾委員、宮尾委員、森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

佐藤委員からは、①見通し期間後半にかけての物価見通しについて「2%程度に達する可能性が高い」から「2%程度を見通せるようになる」に変更する、②中心的な見通しについて「2%程度の物価上昇率が実現し」から「2%程度の物価上昇率を目指し」に変更する、③物価見通しのリスクについて「上下に概ねバランスしている」から「下方にやや厚い」に変更する、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、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、木内委員

木内委員からは、①予想物価上昇率の見通しについて「量的・質的金融緩和」のもとで、実際の物価上昇率の高まりもあって上昇傾向をたどり、「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「実際の物価上昇率の高まりもあって緩やかな上昇傾向

をたどると考えられる」に変更する、②見通し期間後半にかけての物価見通しについて「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている」から「上昇幅を緩やかに拡大させていくことが見込まれる」に変更する、③先行きの金融政策運営について「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「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、など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、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

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、11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、宮尾委員、森本委員、
石田委員

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（10月3、4日開催分）が全員一致で承認され、11月6日に公表することとされた。

以 上

別 添

2013年10月31日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆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。

以 上

(25年11月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年11月20日(14:00～15:59)
11月21日(9:00～12:10)

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	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官 (20日)
	古川禎久	財務副大臣 (21日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	野村 充 (21日 9:00～9:10)
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	外山晴之

(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 9:00～9:10)
企画局企画役	小牧義弘
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（10月31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185～191兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、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）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、幾分弱含む場面がみられたが、足もとは0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームも0.1%を下回る水準で推移しており、このところは幾分弱含んでいる。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利についてみると、米国長期金利が上昇している中であっても、日本銀行による国債買入れが進捗するもとで、横ばい圏内の動きとなっている。株価（日経平均株価）は、幾分下落する場面がみられたものの、米国株価が高値を更新しつつ水準を切り上げていることもあって大幅に上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部に拡大した銘柄がみられるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、堅調な米国経済指標などを背景に、円安ドル高方向の動きとなっており、最近では100円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している。

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。政府支出は、なお減少基調にある。住宅投資は、そのペースは幾分緩やかになっているが、基調として持ち直しを続けている。個人消費も、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調が続いている。輸

（注） 「マネタリーベースが、年間約60～70兆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。」

出も、緩やかに増加している。こうした需要動向を受けて、企業マインドは改善を続けており、生産や設備投資も持ち直しに向かっているが、そのペースはなお緩やかなものにとどまっている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が縮小している。

欧州経済は、持ち直しに転じつつある。民間設備投資は減少基調がなお続いているが、底入れしつつある。また、輸出も底入れしている。個人消費も、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドが引き続き改善するもとの、緩やかながらも持ち直している。こうした需要動向を受けて、生産は底入れしている。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用しており、コアベースの消費者物価の前年比は足もと低下基調をやや強めている。これに、エネルギー価格のマイナス幅拡大などが加わって、総合ベースの消費者物価の前年比も、さらに低下している。この間、英国経済は、内需を中心に回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、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。固定資産投資も、引き続き堅調に推移している。加えて、輸出も、欧米向けを中心に持ち直しに転じている。こうした需要動向のもとで、生産は自動車を含む機械類を中心に伸びを幾分高めている。物価面をみると、消費者物価の前年比は基調として低めの水準で推移している。N I E s・A S E A N経済は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっている。輸出は、全体として弱めの動きが続いているが、N I E sでは持ち直しの兆しもみられている。もっとも、個人消費は、自動車販売における政策効果の反動や消費者マインドの慎重化などを背景に、A S E A Nを中心に減速傾向が続いている。こうした需要動向を受けて、生産の持ち直しに向けた動きも一服しており、設備投資も、機械投資を中心に伸び悩んでいる。物価面をみると、国・地域ごとに差異はあるが、総じてみれば消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国において良好な経済指標が公表されたことや、F R Bによる金融緩和の長期化観測が高まったことなどから、先進国の市場を中心にリスクオンの動きが強まっている。こ

うしたもとの、欧米市場では、米独株価が既往最高値を更新しながら上昇しており、また、長期国債の利回りは強含んでいる。一方で、新興国市場では、再び神経質な展開となっており、経常収支赤字国を中心に、通貨、株、債券が下落するケースがみられている。国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いており、このところ弱含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出をみると、1～3月に前期比で3四半期振りに増加に転じ、4～6月に伸びを高めたあと、7～9月は小幅の減少となったが、10月の7～9月対比は再び増加した。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、増加を続けている。先行きについても、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直している。機械投資の一致指標である資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、1～3月に前期比で大幅に増加したあと、4～6月、7～9月と横ばい圏内の動きとなっており、基調としては持ち直し傾向にあると考えられる。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、1～3月に前期比でほぼ横ばいとなったあと、4～6月は5四半期振りの増加に転じ、7～9月もはっきりと増加した。先行きの設備投資は、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境については、労働需給は緩やかな改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられている。

個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移している。GDPベースの実質個人消費(1次速報値)は、1～3月および4～6月に前期比で高い伸びとなったあと、7～9月も底堅い動きを続けた。乗用車の新車登録台数は、年明け以降の新型車の投入効果などによる大幅増加の反動がみられていたが、足もとでは再び新型車の投入などから増加に転じており、基調的には底堅く推移している。この間、消費者コンフィデンス関連指標は、年初から速いペースで上昇したあと、振れを伴いつつ、改善傾向を続けてき

たが、ごく足もとでは反落している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、増加している。先行きについても、増加傾向を続けるとみられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。先行きについても、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、10～12月の生産は、増加を続けると予想される。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、緩やかに上昇している。先行きについては、国際商品市況の動きを反映して、当面、上昇幅が縮小するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、先行きは、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。この間、予想物価上昇率については、各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

（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4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市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。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%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから4%程度の伸びとなっている。

II. 「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの説明

金融調節の一層の円滑化を図る観点から、新日銀ネット第1段階開

発分の稼動開始に際し、国債現先オペのマージン調整担保の受払方式を、同オペ専用の担保として受け払いする方式から、他の取引との共通担保として受け払いする方式に変更することとし、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、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、雇用統計など良好な米国経済指標が公表された中で、F R B 副議長の議会証言などを受けて F R B の金融緩和の長期化観測が高まったことから、先進国の市場を中心にリスクオンの動きが強まったとの認識を共有した。そのうえで、委員は、国際金融資本市場は、F R B の金融政策を巡る思惑などで振れやすい状況にあり、新興国市場への影響を含め、今後とも注意が必要であるとの見方で一致した。何人かの委員は、米国の株式市場では、良い経済指標が出れば景気改善期待から、また、悪い経済指標が出れば金融緩和の長期化期待から買われる一方、債券市場では、金融緩和の長期化期待が根強く、長期金利の上昇は緩やかなものにとどまっていると指摘した。そのうえで、これらの委員は、こうした状況が今後も続くか注視したいと述べた。なお、このうちの一人の委員は、国際金融資本市場は本年5月以降既に一旦調整局面をこなしていることから、今後、F R B の金融政策を巡る思惑で市場が振れることがあるとしても、その度合いは限定的であろうとの見解を示した。

海外経済について、委員は、新興国の一部に緩慢な動きもみられているが、米欧で改善の動きが続き、中国も安定した成長を続けるなど、全体として緩やかに持ち直しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、先進国を中心に、持ち直しを続けていくとの認識を共有した。複数の委員は、このところ、N I E s の輸出が先進国や中国向けを中心に持ち直すなど、グローバルな貿易活動が先行き徐々に高まっていく兆候がみられるとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、海外経済については、依然として様々な不確実性があると指摘した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境が維持され、財政面からの下押し圧力が次第に和らいでいくことなどを背景に、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。多くの委員は、堅調な雇用統計やISM指数の改善、市場予想を上回る小売売上高などを踏まえると、政府機関の一時閉鎖などの影響は限定的なものにとどまったとみられるとの見解を示した。雇用に関し、ある委員は、ユニット・レーバー・コストの上昇が続けば、大幅な雇用拡大の維持のためには、今より高い成長が必要になると述べた。この間、多くの委員は、最近、消費者コンフィデンスが悪化していることは、やや気がかりであると述べた。消費者コンフィデンス悪化の背景について、何人かの委員は、財政協議の帰趨を巡る不確実性が引き続き残っている点を指摘したほか、一人の委員は、10月から受け付けを開始したオバマケアのもとの新医療保険の申し込み用ウェブサイトの不具合が影響している可能性もあると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、7～9月の実質GDP成長率が2四半期連続でプラスとなるなど、持ち直しに転じつつあるとの認識を共有した。何人かの委員は、企業や家計のマインドの改善が続いているもとの、個人消費が緩やかながら持ち直しており、生産も底入れしているとの見方を示した。先行きについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開には不確実性が残っており、また、デイスインフレ傾向の強まりには注意が必要であるものの、内需の持ち直しに、外需の改善も加わることが期待されるもとの、持ち直しの動きが続いていくとの見方で一致した。委員は、マイナスの需給ギャップが存在するもとの、デイスインフレ傾向はしばらく続くとの見方を共有した。一人の委員は、デイスインフレ下では、周縁国で、実質的な債務負担が増し、域内競争力確保のため一層の賃金抑制を要するとの見方を示した。この間、ある委員は、銀行セクター改革などの構造改革が、今後もスピードを速めながら着実に進捗していくことを期待すると述べた。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、これまで弱かった輸出も、欧米向けを中心に持ち直しに転じていると指摘した。また、ある委員は、生産や製造業の設備投資なども伸びを幾分高めていると述べた。先行きについて、委員は、当局が構造調整を進めつつも、同時に景気下支え策を講じているほか、外需も引き続き緩やかに改善す

ると見込まれるため、現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。複数の委員は、輸出や生産に持ち直しの動きがみられることは、今後の景気の持続性という点で好材料であると述べた。一人の委員は、政府のインフラ投資の抑制や緩和的な金融環境の修正から、来年にかけて、成長率が再び緩やかに低下する可能性がある」と指摘した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっているとの認識で一致した。多くの委員が、新興国市場に不透明感がみられるもとの、A S E A N を中心に景気持ち直しの勢いは引き続き弱いとの見方を示した。一方で、多くの委員は、韓国や台湾で、欧米や中国向けを中心に輸出に持ち直しの動きがみられていることを指摘した。先行きについて、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済の成長ペースが次第に高まっていく中で、成長ペースは徐々に高まっていくとの認識を共有した。

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、緩やかに回復しているとの見方を共有した。委員は、家計部門では、雇用・所得環境が改善する中で、個人消費や住宅投資は堅調に推移しており、企業部門でも、収益が増加する中で、設備投資が持ち直しているなど、引き続き、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働いているとの認識で一致した。7～9月の実質GDPについて、多くの委員が、前期比年率4%程度の高成長が続いた本年前半からは減速したものの、内需を中心に景気の前向きな動きが続いていることを示すものであったと述べた。一方、一人の委員は、在庫寄与度の大きさや、雇用者報酬が前期比マイナスとなったことを踏まえると、内容は不芳だったとの見解を示した。また、ある委員は、これは一時的な減速ではなく、成長率の基調が下方シフトしたことの表れではないかと述べた。景気の先行きについて、委員は、生産・所得・支出の好循環が持続するもとの、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、持ち直しの勢いの弱さは懸念材料だが、海外経済が全体として緩やかに持ち直しているもとの、振れを伴いつつも、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。多くの委員が、10月の実質輸出が7～9月対比でプラスとなったことを指摘して、持ち直し傾向が維持されていることが確認できたとの見方を示した。先行き

の輸出について、委員は、海外経済の持ち直しなどを背景に、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、先行きの輸出が増加していくと考えられる理由として、機械受注の外需が増加していることを付け加えた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しており、先行きについても、緩やかな増加基調を辿ると予想されるとの見方で一致した。何人かの委員は、機械受注は、製造業についても持ち直しが明確になっており、先行き、企業収益から設備投資への前向きな動きが、業種の幅を広げながら続くことが期待されると指摘した。一人の委員は、今後の実質金利の低下と海外経済の持ち直しは、設備投資の一層の増加に寄与するとの見方を示した。一方、ある委員は、製造業の設備投資については、維持更新や省エネ目的での投資の増加が見込まれるものの、引き続き過剰感があることから、増加ペースには不確実性があると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は緩やかな改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復がはっきりするにつれて、持ち直しの動きが次第に明確になっていくとの見方で一致した。ある委員は、来春の賃上げについて、現時点で経営者の反応は区々だが、企業業績の回復が明確になるにつれて前向きな対応が増加するとの見方を示した。一人の委員は、東京商工会議所の調査などをみると、中小企業でも、収益が改善する中で賃上げに前向きな姿勢を示す先も現れていると指摘した。別のある委員は、「政労使会議」のような仕組みは、経済主体が、合成の誤謬に陥ることなく、安心して賃金や物価を上げられるようにする効果を持つとの見方を示した。一方、一人の委員は、大企業で賃上げが実現しても、中小企業への波及は限定的であり、マクロでの影響は限られる可能性があるとして述べた。ある委員は、人口減少などの構造問題を抱えるもとの、デフレ解消の観測だけで、企業が内需の成長期待を高め、大幅な賃上げに踏み切るとは考えにくいと述べ、従って、賃金の上昇が実現するためには、外需の動向が重要であるとの見方を示した。来年4月の消費税率引き上げについて、一人の委員は、実質賃金にはマイナスに作用するが、それが経済全体にどの程度の影響を及ぼすかは、やや長い目でみた賃金の上昇期待などによっても変わり得ると述べた。この点に関し、ある委員は、家計において消費税率引き上げの影響は以前から相応に織り込まれていること、また、財政や社会保障に

関する家計の将来不安を和らげる効果も期待できることなどから、消費へのマイナスの影響はある程度減殺されると指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、GDPベースの7～9月の実質個人消費の伸びは鈍化したが、10月の新車登録台数は明確に増加しているほか、百貨店販売も悪天候の影響を考慮すると比較的堅調に推移しているなど、個人消費の底堅さは維持されていると述べた。先行きの個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとの見方で一致した。10月の消費者態度指数が下落したことについて、何人かの委員が、消費税率引き上げの決定が影響している可能性を指摘しつつ、一時的なものかどうか注視する必要があると述べた。この点について、複数の委員は、最近、株価が上昇していること、景気ウォッチャー調査の季節調整値でみると10月は上昇していることから、消費者マインドが一段と落ち込む可能性は高くないとの見方を示した。また、別の委員は、雇用・所得環境の改善が進むにつれ、消費者マインドは好転していくとの考えを示した。住宅投資について、委員は、増加しており、先行きも、増加傾向を続けるとの認識で一致した。

鉱工業生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、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で一致した。

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、0%台後半となっており、先行きも、需給ギャップが縮小し、予想物価上昇率が上昇していくもとで、プラス幅を次第に拡大していくとの認識で一致した。複数の委員が、7～9月のGDPにおける内需デフレーターが前年比で5年振りにプラスとなったことを指摘し、個人消費をはじめとする内需の底堅さが物価上昇に寄与しているとの認識を示した。また、別の複数の委員は、消費者物価については、エネルギー関連だけでなく、幅広い品目において改善がみられていると述べた。この間、一人の委員は、需給ギャップの縮小が物価に反映されるまでにある程度の時間がかかり、また、先行きの予想物価上昇率の上昇ペースが緩やかなものとなる可能性を指摘した。ある委員は、世界的なデフレーション傾向の中で、日本の物価が国内独自の要因で伸び率を高めていくかどうか注視しているとの見方を示した。また、一人の委員は、消費者物価の前年比の上昇ペースは、今後次第に鈍化する

とみていると述べた。物価と賃金の関係について、ある委員は、予想物価上昇率の上昇を通じて物価が上昇するためには、マクロの雇用者所得よりも一人当たり賃金が上昇することが重要との見方を示した。この点に関して、複数の委員は、パート比率の上昇は、一人当たり賃金の上昇の観点からはマイナスの要因だが、世帯あたりの可処分所得が増加すれば、物価上昇圧力は強まるのではないかと述べた。予想物価上昇率について、委員は、各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。ある委員は、住宅金融支援機構の調査によると、本年入り後、住宅ローン借入に占める変動金利型の比率が低下していることを指摘しつつ、こうした動きは家計の中長期の予想物価上昇率の上昇を示唆している可能性があるとの認識を示した。

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市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識を共有した。委員は、資金需要について、銀行貸出残高は緩やかに増加しており、こうしたもとでマネーストックの前年比は、プラス幅を拡大しているとの見方で一致した。一人の委員は、資金需要の増加はまだ限定的だが、今後、景気の改善につれて金融環境の緩和度合いが高まっていくことから、一層の資金需要の増加が見込まれるとの見方を示した。

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。

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、委員は、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」

の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、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こと、③ C P 等、社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、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」を継続すること、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。このうちの複数の委員は、人々のデフレマインドを払拭するためには、2%の「物価安定の目標」を掲げ、その実現を目指すことが重要である点を改めて強調した。ある委員は、インフレーション・ターゲットという発想の前提には、適正な物価上昇率という考え方があり、多くの国でそれは 2%であると述べた。これらに対し、一人の委員は、中長期の予想物価上昇率は、生産性上昇率など経済のファンダメンタルズで決まる側面が強いため、2年程度でその水準を 2%に収斂させて「物価安定の目標」を達成するのは難しいとみられると述べた。この委員は、そうした中で、「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、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、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が適当であると述べた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。この間、複数の委員は、何かのきっかけで金利の変動が大きくなるリスクには引き続き注意が必要との認識を示した。複数の委員は、投資信託などの増加により広義流動性の前年比伸び率が拡大していることを指摘し、家計を中心としたポートフォリオ・リバランスが着実に

進んでいるとの見解を示した。

予想物価上昇率が上昇していくメカニズムについて、複数の委員は、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の早期実現を明確に示し、これを裏打ちする大胆な金融緩和を実行することで、人々の期待の転換が促されるという、フォワード・ルッキングなメカニズムと、実質金利の低下による需給ギャップの縮小を通じて、現実の物価が上昇することで、適応的に予想物価上昇率が上昇するというバックワード・ルッキングなメカニズムの双方が働くとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、この二つのメカニズムを通じて、2%の「物価安定の目標」に到達することができるかと述べた。ある委員は、フォワード・ルッキングなメカニズムについて、景気の持続的な改善が続くとの見通しによって人々の期待の転換が促される点に言及した。何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」に到達する経路、特に、予想物価上昇率の上昇という点については、市場などの一部に懐疑的な見方もあることから、対外的により丁寧に説明していく必要があると付け加えた。

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。

- 日本経済は、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+1.9%となるなど、引き続き緩やかに回復しつつある。物価についてもデフレ状況ではなくなりつつあるなど、日本経済は、デフレ脱却と経済再生に向けて着実に前進してきている。日本銀行においては、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。
- 政府は、本年10月の「経済政策パッケージ」において策定することとされた新たな経済対策について、その取りまとめに向けた作業を行っているところである。12月上旬に予定されている経済対策の取りまとめを受けて、その実施のための平成25年度補正予算についても、編成を進めていく。
- また、経済の好循環の実現に向けて、「政労使会議」において議論を行っているところである。既に賃金引き上げについて前向きな姿勢を示す企業も多数出てきており、政府としても、このような動

きを後押しするよう、今後とも政労使の共通認識の醸成に積極的に取り組んでいく。

- さらに、「日本再興戦略」に基づき、財務省および金融庁において「金融・資本市場活性化有識者会合」を開催し、家計の金融資産を成長マネーに振り向けるための施策等について、年内に取りまとめを行うこととしている。
- 政府としては、こうした一連の施策により、「デフレ下での縮小均衡メカニズム」から「物価安定下の拡大均衡メカニズム」への経済構造の転換を図り、持続的な経済成長と財政健全化の両立、持続可能な社会保障制度の確立を実現していく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と、前期の+3.8%から減速したものの4四半期連続のプラスとなった。内需の動きには底堅さがみられ、景気は引き続き上向いていると考えている。先行きは、消費は、雇用・所得環境などが引き続き改善する中で、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれることから、緩やかな増加が見込まれる。消費を含め、内需が引き続き堅調に推移し、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。ただし、海外景気の下振れリスクには引き続き注視していく必要がある。
- 政府は、消費税率を引き上げても景気を腰折れさせることなく日本経済を成長軌道に早期に復帰させることを目的とした新たな経済対策を策定する。規模は5兆円程度とし、12月上旬に取りまとめる。また、経済財政諮問会議において、来年度の予算編成に向けた基本的な考え方や主要な歳出分野についての審議を深めており、今後平成26年度予算編成の基本方針を取りまとめる。さらに、先般、給与関係閣僚会議を開催し、復興財源確保のための臨時異例の措置である国家公務員の給与減額支給措置について、法律の規定どおり来年3月末をもって終了することなどを決定した。また、政府は「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を開催している。引き続き、デフレ脱却や経済の好循環実現に向けて取り組んでいく。
- 11月1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。デフレ脱却については、消費者物価指数のいわゆるコアコアでみても着実に改善が続いているが、デフレ脱却にはまだ道半ばであ

る。日本銀行には、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約60～70兆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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解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。

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60～70兆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、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

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、一人の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（10月31日開催分）が全員一致で承認され、11月26日に公表することとされた。

以 上

2013年11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（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆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。

① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。

② ETFおよびJ-REIT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 CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している。そうしたもとの、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けており、住宅投資も増加している。個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。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、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、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、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

6. 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)。

このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

^(注) 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）。

(25年12月19、20日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年12月19日(14:00～16:50)
12月20日(8:59～11:52)

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	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(19日)
	小泉進次郎	内閣府大臣政務官(20日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行(19日、20日8:59～10:20)
理事	門間一夫
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	外山晴之

(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	東 将人

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（11月20、21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186～192兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、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）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、0.1%程度で概ね横ばいで推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームも0.1%を下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利についてみると、米国長期金利の小幅上昇などを背景に幾分上昇したものの、日本銀行による国債買入れが進捗するもとで、最近では0.6%台後半で推移している。株価（日経平均株価）は、米国株価が高値を更新する場面で、為替の円安方向の動きが好感されたことなどを受けて上昇し、最近では15千円台後半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部に拡大した銘柄がみられるものの、投資家の底堅い需要を背景に、総じてみれば、ごく緩やかに縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、堅調な米国経済指標やFRBによる資産買入れ縮小開始の決定などを背景に、円安ドル高方向の動きとなっており、最近では104円程度で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している。

米国経済は、堅調な民需を背景に、緩やかな回復が続いている。住宅投資は、そのペースは幾分緩やかになっているが、基調として持ち直しを続けている。個人消費も、引き続き資産価格が上昇し、雇用情勢が着実に改善するもとで、堅調に推移している。輸出も、緩やかに

^{（注）} 「マネタリーベースが、年間約60～70兆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。」

増加している。こうした需要動向を受けて、企業マインドは改善を続けており、生産や設備投資も持ち直しに向かっているが、そのペースはなお緩やかなものにとどまっている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が縮小している。

欧州経済は、持ち直しに転じつつある。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドが改善基調にあるもとの、緩やかながらも持ち直している。設備投資は、底入れしている。また、輸出にも持ち直しに向けた動きがみられている。こうした需要動向を受けて、生産は底入れしている。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用しており、コアベースの消費者物価の前年比は低下基調を辿っている。一方、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格のマイナス幅縮小などを受けて、幾分上昇している。この間、英国経済は、内需を中心に回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、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。固定資産投資も、引き続き堅調に推移している。加えて、輸出も、欧米向けを中心に持ち直している。こうした需要動向のもとで、生産は自動車を含む機械類を中心に、高めの伸びが続いている。物価面をみると、消費者物価の前年比は基調として低めの水準で推移している。N I E s・A S E A N経済は、N I E sが、先進国経済の改善などに伴って、輸出面を起点にやや上向きな一方で、A S E A Nでは内需の減速を受けて成長モメンタムが鈍化しており、全体としては、持ち直しに向けた動きは緩慢なものにとどまっている。物価面をみると、国・地域ごとに差異はあるが、総じてみれば消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場では、米国において良好な経済指標が続く一方で、それを受けたF R Bによる資産買入れ縮小開始時期の前倒し観測が広がったことから、方向感の欠ける展開が続いていた。もっとも、F R Bによる資産買入れ縮小開始が決定された後は、先行きも緩和的な金融環境が続くとするF R Bの意図が市場に示されたこともあって、先進国を中心に幾分リスクオンの動きがみられている。この間、新興国市場では、通貨、株、債券ともに下落したが、下落幅は小幅に

とどまっている。国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中でやや長い目でみて軟調な地合いが続いているが、最近では米国や中国の良好な経済指標などを受けて、全体として強含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出をみると、7～9月は前期比で小幅の減少となったが、10～11月の7～9月対比は再び増加している。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、増加を続けている。先行きについては、当面増加傾向を辿ったあと、高水準で横ばい圏内の動きとなっていくとみられる。

企業の業況感は、広がりを伴いつつ改善を続けている。12月短観の業況判断DI（全産業全規模）は、4期連続で改善し、前回景気拡大局面ピーク時の水準に並んだ。業種別・規模別にみると、製造業・非製造業、大企業・中堅企業・中小企業と、どの区分でみても、「良い」超となっている。設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直している。法人企業統計の設備投資（名目ベース）をみると、4～6月に前期比ではっきりと増加したあと、7～9月は小幅の減少となった。一方、機械投資の一致指標である資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、7～9月は横ばい圏内の動きとなったが、10月は7～9月対比ではっきりと増加した。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、7～9月に前期比ではっきりと増加したあと、10月の7～9月対比も増加を続けている。先行きの設備投資は、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。12月短観で2013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、9月短観と比べて幾分上方修正された。

雇用・所得環境については、労働需給は緩やかながらも着実な改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられている。

個人消費は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移している。耐久消費財をみると、乗用車の新車登録台数は、夏頃から新型車が投入されるもとで増加に転じており、最近では強めの動きがみられているほか、家電販売額は、振れを伴いつつも底堅く推移している。こうした耐久消費財の動きについては、住宅投資の増加の波及

効果も含めて、消費税率引き上げ前の駆け込みも一部影響し始めている可能性がある。この間、消費者コンフィデンス関連指標をみると、年初から速いペースで上昇したあとも、振れを伴いつつ、改善傾向を続けてきたが、最近では、10月に大きめの低下となったあと、11月も小幅の反発にとどまっている。先行きの個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって、増加している。先行きについては、消費税率引き上げに伴う振れを伴いつつも、基調的には底堅く推移するとみられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。先行きは、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調としては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、10～12月の生産は、増加を続けると予想されるほか、1～3月についても、内外需要の緩やかな回復が続くもとで、幅広い業種で増加が続くとの感触である。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きなどを背景に、緩やかに上昇している。先行きについては、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%程度となっており、先行きは、当面、プラス幅を拡大するとみられる。この間、予想物価上昇率については、各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

(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5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。CP市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。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。CP・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている。企業の資金繰りは、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから4%台前半の伸びとなっている。

(3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「貸出増加を支援するための資金供給」について

12月6日に実行した「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分については、2,237億円の新規貸付となった。今回の貸付実行後の残高は32,393億円と引き続き3兆円を超えた。ABL等特則分の残高は1,036億円、小口特則分の残高は74.77億円となった。米ドル特則分については、8.64億米ドルの新規貸付を実行し、貸付残高は73.69億米ドルとなった。

また、12月16日に実行した「貸出増加を支援するための資金供給」は、10,528億円の新規貸付となった。今回の貸付実行後の残高は、50,843億円と5兆円を超える水準となった。

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、前回会合以降、米国金融政策を巡る思惑から方向感の欠ける展開が続いていたが、FRBによる資産買入れ縮小開始が決定されたことを受けて、先進国を中心に幾分リスクオンの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、FRBによる資産買入れ縮小開始について、①決定の背景に米国経済の回復の継続があることや、②先行きも緩和的な金融環境が続くとするFRBの意図が市場に浸透してきていることなどから、市場は総じて前向きな反応を示したと指摘した。これらの委員は、経常赤字国など構造的に問題を抱えている新興国に対する影響については引き続き注意していく必要があると付け加えた。このような議論を経て、委員は、今後の国際金融資本市場について、新興国市場への影響を含め、引き続き注意してみていく必要があるとの見方で一致した。

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、米国で緩やかな回復基調が続く、欧州は持ち直しに転じつつあるほか、中国も堅調な内需を背景に安定した成長を続けるなど、全体として緩やかに持ち直しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、

先進国を中心に、持ち直しを続けていくとの認識を共有した。多くの委員は、米国の債務問題や金融政策を巡る不確実性が低下したことなどを受けて、海外経済に関する不確実性はひと頃より低下しているとの見方を示した。複数の委員は、2014年の世界経済の成長を、米国経済が牽引する可能性が高まったと述べた。これに対して、一人の委員は、米国経済が新興国減速の影響の全てを補うことはできない可能性には注意が必要であると指摘した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、堅調な民需を背景に、緩やかな回復が続いているとの認識で一致した。多くの委員は、雇用情勢の改善や、ひと頃悪化していた消費者コンフィデンスの改善を指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境が維持され、財政面からの下押し圧力が次第に和らいでいくことなどを背景に、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。また、委員は、①米国議会において歳出規模などの合意が成立したことや、②FRBによる資産買入れ縮小開始決定によって、先行きの不確実性が低下したとの認識を共有した。一人の委員は、先行き、家計が債務をどの程度増加させて支出を行うかについての不確実性があり、これが企業の設備投資を抑制している可能性があるとの見方を示した。複数の委員は、今次金融危機以前のような水準まで家計が債務を増やし、消費を活発化させるとは期待し難いと述べた。この間、複数の委員は、米国におけるシェールガスの開発にもみられるイノベーション力の高さや、引き続き活発な研究開発投資などを挙げ、これらが中長期的な成長力を支えていくとの見方を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、持ち直しに転じつつあるとの認識を共有した。多くの委員は、企業や家計のマインドの改善が続いているもとの、個人消費が緩やかながら持ち直しており、生産も底入れしているとの見方を示した。先行きについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開には依然として不確実性が残っているものの、内需の持ち直しに、外需の改善も加わることが期待されるもとの、持ち直しの動きが続いていくとの見方で一致した。もっとも、複数の委員は、ディスインフレ傾向のもとの実質金利の高止まりと通貨高が、自己実現的に物価の下方圧力を強めていく可能性には注意が必要であると指摘した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。先行きについて、大方の委員は、当局が構造調整を進めつつも、同時に景気への配慮を続けていくとみら

れるほか、外需も引き続き緩やかに改善すると見込まれるため、現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。一方、一人の委員は、政府のインフラ投資の抑制や緩和的な金融環境の修正から、先行き成長率が緩やかに低下する可能性があるとした。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、全体として持ち直しに向けた動きは緩慢なものにとどまっているとの認識で一致した。何人かの委員は、欧米の改善の動きや中国の安定した成長を受けて、韓国や台湾の輸出に持ち直しの動きがみられていることを指摘した一方、A S E A N では、金融環境のタイト化によって内需が抑制され、緩慢な成長となっているとした。先行きについて、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済の成長ペースが次第に高まっていく中で、成長ペースは再び高まっていくとの認識を共有した。

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、緩やかに回復しているとの見方を共有した。委員は、家計部門では、雇用・所得環境が改善する中で、個人消費や住宅投資は堅調に推移しており、企業部門でも、業況感が改善する中で設備投資が持ち直しているなど、引き続き、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働いているとの認識で一致した。消費税率引き上げに伴う駆け込み需要について、多くの委員は、既に一部で影響がみられているとの認識を示した。何人かの委員は、駆け込み需要の大きさについて、リアルタイムで識別することの難しさに留意しつつ、丹念に点検していく必要があるとした。景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが引き続き働くことから、基調的には緩やかな回復を続けるという見方を確認した。一人の委員は、1997年の消費税率引き上げ時は、バブル崩壊に伴う過剰設備・雇用・債務の影響が本格化しつつあり、金融システム不安も徐々に高まりつつあったことなどを指摘し、今次局面は1997年時とは異なるとの見方を示した。複数の委員は、現在は長期のデフレの後であることを踏まえると、消費税率引き上げの影響については、マインド面も含め、予断を持たずにみていく必要があるとした。

輸出について、委員は、引き続き勢いの弱さは懸念材料だが、海外

経済が全体として緩やかに持ち直しているもとの、振れを伴いつつも、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。複数の委員は、10～11月の実質輸出が7～9月対比でプラスとなっていることから、輸出の持ち直し傾向が維持されているとの見方を示した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の改善などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。委員は、既往の円安にもかかわらず、輸出が勢いに欠けている背景として、基本的には海外経済の動向が影響しているとの見方を共有した。そのうえで、何人かの委員は、趨勢的な企業の海外展開の進展や、競争力低下などの構造的な要因も影響している可能性を指摘した。

設備投資について、委員は、12月短観において製造業の設備投資計画が下方修正されたことは気がかりだが、全体としては、企業収益が改善する中で、持ち直しており、先行きについても、緩やかな増加基調を辿ると予想されるとの見方で一致した。複数の委員は、12月短観で①想定為替レートが現在の為替レートの水準よりも円高水準にあることから、企業収益の上振れ余地があることや、②2013年度下期の設備投資計画が全体として上方修正されていることに加えて、③設備投資減税などの各種政策も下支えとなっていくことを踏まえると、この先、緩やかながらも増加基調を辿る蓋然性は高いと指摘した。このうちの一人の委員は、防災・老朽化対策などの安全投資も見込まれると付け加えた。一人の委員は、海外への生産移管などが製造業の国内設備投資や輸出の重石となる一方で、海外での収益力を高めることは、所得収支などを通じて国内の成長を支える面もあるとの見方を示した。この間、ある委員は、中長期的な設備投資の動向については、わが国経済の成長力強化に向けた官民の取組みを通じた、中長期的な成長期待の高まりが重要であるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は緩やかながらも着実な改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復がはっきりするにつれて、持ち直しが次第に明確になっていくとの見方で一致した。ある委員は、求人倍率の上昇や、短観の雇用判断DIでも非製造業で1992年11月以来の大きな「不足」超となり、製造業もほぼ中立まで改善するなど、雇用のタイト感が強まっていることを指摘したほか、冬季賞与も増加が見込まれるなど、先行きは企業収益改善も加わり、所定内賃金も含めた所得への波及が広がっていくとの見方を示した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。委員は、自動車などの耐久消費財には、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の影響が一部にみられているとの見方を共有した。先行きの個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善などに支えられて、引き続き底堅く推移するとの見方で一致した。一人の委員は、所定外賃金の増加や冬季賞与の増加などの所得面に加えて、最近の株価上昇を受けたマインドの持ち直しも先行きの消費を下支えするとの見方を示した。複数の委員は、10月に大きく低下した消費者コンフィデンスは、11月に小幅に戻したものの依然として弱めであると指摘したうえで、その背景として消費税率引き上げを意識している可能性があり、今後の動きを注視していく必要があると述べた。このうちの一人の委員は、消費税率引き上げも含めた先行きの物価上昇率は、賃金上昇率を上回るとみられると指摘した。

鉱工業生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、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で一致した。

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、+1%程度の伸びとなっており、先行きも、11月の東京の消費者物価でもみられているように、当面はプラス幅を拡大し、年内には+1%を若干上回る可能性が高いとの見方を共有した。多くの委員は、10月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が+0.3%まで上昇していることや、上昇品目数が下落品目数を上回っていることなどを挙げて、エネルギー関連だけでなく、幅広い品目において改善がみられていると述べた。このうちの一人の委員は、民間のPOSデータに基づく物価指数でも、エネルギー関連以外の幅広い品目での上昇が示唆されているとの見方を示した。何人かの委員は、中長期的な予想物価上昇率の高まりなども反映して、その後も緩やかに上昇していくと述べた。この間、複数の委員は、足もとの円安傾向が当面の物価を押し上げるとみられるものの、その先の消費者物価の前年比の上昇ペースは、次第に鈍化するとの認識を示した。予想物価上昇率について、委員は、各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。複数の委員は、中長期的な予想物価上昇率について、最近では横ばいを示す指標が増えているが、やや長い目でみれば、はっきりと上昇した水準にあり、上昇傾向は維持されているとの見方を示した。

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市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識を共有した。委員は、資金需要について、銀行貸出残高は緩やかに増加しており、こうしたもとでマネーストックの前年比は、プラス幅を拡大しているとの見方で一致した。多くの委員は、12月短観において、資金繰り判断DIが全体として改善する中、特に中小企業では1991年8月以来の水準まで改善したことを指摘し、緩和的な環境であることが改めて確認されたとの認識を示した。

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。

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、委員は、「マネタリーベースが、年間約60～70兆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解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REIT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こと、③CP等、社債等について、2013年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、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」を継続すること、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。委員は、わが国の経済・物価が、概ね見通しに沿った動きとなっており、海外経済を中心にリスクもひと頃に比べて低下していることを踏まえれば、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、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、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、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が適当であると述べた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。この間、複数の委員は、投資信託などの増加により広義流動性の前年比伸び率が拡大していることを指摘し、家計を中心としたポートフォリオ・リバランスが着実に進んでいるとの見解を示した。

予想物価上昇率が上昇していくメカニズムについて、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」などにより人々の期待の転換が促されるというフォワード・ルッキングなメカニズムと、現実の物価上昇を受けて適応的に予想物価上昇率が上昇するというバックワード・ルッキングなメカニズムの双方が働くとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、今後、実際の物価上昇率が前年比+1%を超えてくると、バックワード・ルッキングなメカニズムが強まるほか、2%の「物価安定の目標」に対する信認が高まり、フォワード・ルッキングな上昇メカニズムも強まってくるとの見方を示した。他のある委員は、消費税率引き上げに伴って一斉に起こる物価上昇が、人々の中長期的なインフレ予想の上昇にも寄与する可能性を指摘した。

対外的な情報発信について、何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」に到達する経路に対して、市場などの一部に懐疑的な見方があることから、対外的により丁寧に説明していく必要があると述べた。

この問題意識に関連して、複数の委員は、特に「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」との方針に関する認識を高めることは、「量的・質的金融緩和」の様々な効果の波及をより円滑にすると述べた。一人の委員は、上記の方針における「必要な時点まで」という文言は、先行きの見通しに基づいて判断するものであるとの認識を高めていく必要性を指摘した。また、何人かの委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要によって2014年1～3月に成長率が高まり、その反動によって4～6月に成長率が一旦落ち込むことは、委員の見通しの標準シナリオに織り込まれていることを、対外的により明確に説明する必要があると指摘した。

IV. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。先行きは、輸出が持ち直しに向かい、各種政策の効果が発現する中で、家計所得や投資の増加傾向が続き、景気回復の動きが確かなものになると期待される。政府は、成長戦略の加速・強化に取り組んできたが、臨時国会で成立した産業競争力強化法、国家戦略特区法などの成長戦略関連法案に基づく取組みを着実に具体化し、成長力強化を図っていく。
- 12月5日に、「好循環実現のための経済対策」を閣議決定した。消費税率引き上げの影響緩和と成長力底上げによる成長軌道への早期復帰を目的としている。財源は、国債の増発に頼らず、税収の自然増等で5兆円を上回る規模を確保した。本対策による経済効果は実質GDP比1%程度、雇用創出25万人程度を見込んでいる。対策の効果を含め、政府経済見通しを明日閣議了解する予定である。
- 12月12日には、「平成26年度予算編成の基本方針」を閣議決定した。デフレ脱却・経済再生と財政健全化の好循環を達成していくことを目指し、社会保障をはじめとする義務的経費等を含め、聖域なく予算を抜本的に見直したうえで、経済成長に資する施策に重点化を図ることとしている。この基本方針を踏まえ、平成26年度予算案を編成していく。また、政労使会議等の議論を踏まえ、既定の25兆円程度の復興財源の確保を前提に、復興特別法人税を1年前倒しで廃止することを決定した。足もとの企業収益を賃金の上昇に繋げていくきっかけとすることで、経済の好循環を実現していく。

- わが国の経済はデフレ状況ではなくなりつつあるが、デフレ脱却は道半ばであり、物価の動向や海外景気の下振れによる景気下押しリスクについて、十分注視していく必要がある。日本銀行には、2%の物価安定目標の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。
また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。
- 日本経済は着実に上向いてきている。デフレ脱却はいまだ道半ばであり、日本銀行には、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成して頂きたい。
- 政府は、10月に策定した「経済政策パッケージ」の一部として、復興特別法人税の前倒し廃止を含む国費ベースで5.5兆円の「好循環実現のための経済対策」を決定し、その実施のための平成25年度補正予算を編成した。本経済対策と併せて、設備投資減税を含む1兆円規模の税制措置、「政・労・使」の連携等の取組みを進めることにより、消費税率引き上げの影響を緩和するとともに、経済の成長軌道への早期復帰を確かなものにしていく。
- 平成26年度予算について、「平成26年度予算編成の基本方針」を閣議決定した。一般会計の当初予算において4兆円を上回る基礎的財政収支の改善を図ると同時に、新規国債発行額も平成25年度を下回るよう最大限努力することとしており、メリハリの利いた質の高い予算とすべく、概算閣議に向け予算編成を行っていく。
- 平成26年度税制改正について、民間投資・消費の活性化のためのさらなる措置に加え、車体課税の見直し等を含む「平成26年度税制改正大綱」が、与党において取り纏められた。政府も、この与党税制改正大綱を踏まえて法案の準備等に取り組んでいく。
- 「日本再興戦略」の実行を加速・強化するため、前臨時国会で産業競争力強化法、国家戦略特区法など、9本の関連法案を成立させた。また「金融・資本市場活性化有識者会合」では、豊富な家計資金等を有効活用し、経済活性化に繋げるための提言が取り纏められた。
- こうした施策により、成長力の底上げを図るとともに、社会保障の充実・安定化および財政健全化を進めていく。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、

「マネタリーベースが、年間約 60～70 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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解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。

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 60～70 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、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

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、一人の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、中曽委員、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1＞）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（11月20、21日開催分）が全員一致で承認され、12月26日に公表することとされた。

VIII. 先行き1年間の金融政策決定会合の開催予定日の承認

最後に、2014年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日が、別紙2のとおり全員一致で承認され、即日公表することとされた。

以 上

2013年12月20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（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆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。

① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。

② ETFおよびJ-REIT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 CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している。そうしたもとの、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けており、住宅投資も増加している。個人消費は、雇用・所得環境が改善するなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。企業の業況感も、広がりもを伴いつつ改善を続けている。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、1%程度となっている。予想物価上昇率は、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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的に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、当面、プラス幅を拡大するとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。
6. 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)。
- このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

^(注) 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）。

2013年12月20日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程（2014年1月～12月）

	会合開催	議事要旨公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(参考) 金融経済月報 公表
2014年1月	21日<火>・22日<水>	2月21日<金>	—	23日<木>
2月	17日<月>・18日<火>	3月14日<金>	—	19日<水>
3月	10日<月>・11日<火>	4月11日<金>	—	12日<水>
4月	7日<月>・8日<火> 30日<水>	5月7日<水> 5月26日<月>	— 30日<水>	9日<水> —
5月	20日<火>・21日<水>	6月18日<水>	—	22日<木>
6月	12日<木>・13日<金>	7月18日<金>	—	16日<月>
7月	14日<月>・15日<火>	8月13日<水>	—	16日<水>
8月	7日<木>・8日<金>	9月9日<火>	—	11日<月>
9月	3日<水>・4日<木>	10月10日<金>	—	5日<金>
10月	6日<月>・7日<火> 31日<金>	11月6日<木> 11月25日<火>	— 31日<金>	8日<水> —
11月	18日<火>・19日<水>	12月25日<木>	—	20日<木>
12月	18日<木>・19日<金>	未定	—	22日<月>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

議事要旨 : 8時50分

経済・物価情勢の展望(基本的見解) : 15時

経済・物価情勢の展望(背景説明を含む全文) : 翌営業日の14時

(ただし、「経済・物価情勢の展望(2014年10月)」の背景説明を含む全文は11月1日<土>の14時に公表)

金融経済月報 : 14時(「概要」の英訳は14時、全文の英訳は翌営業日の16時30分)

(26年1月21、22日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年1月21日(14:00～16:36)
1月22日(9:00～12:15)

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	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官(21日)
	古川禎久	財務副大臣(22日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(21日)
	西村康稔	内閣府副大臣(22日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
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	外山晴之

(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	川本卓司
企画局企画役	須合智広

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（2013年12月19、20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196～204兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、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）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、年末前後に幾分弱含む場面もみられたが、足もとでは概ね0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームも0.1%を下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利についてみると、本邦株価や米国長期金利が上昇した場面で小幅上昇したあと、本邦株価の下落につれて幾分低下しており、最近では0.6%台後半で推移している。株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇を背景に、為替の円安方向の動きと相まって一旦は上昇する場面がみられたものの、その後は為替の円高方向の動きなどを受けて下落しており、期間を通じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄では拡大した状態にあるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国経済指標が市場予想比上振れる中、本邦株価の上昇と相まって円安ドル高方向に幾分動いたあと、米国雇用統計の市場予想比下振れなどを受けて円高ドル安方向に戻しており、最近では104円台で推移している。

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ているが、先進国を中心に回復しつつある。

米国経済は、緩やかな回復を続けており、その裾野に徐々に広がり

(注) 「マネタリーベースが、年間約60～70兆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。」

がみられてきている。住宅投資は、そのペースは幾分緩やかになっているが、基調として持ち直しを続けている。個人消費は、引き続き資産価格が上昇し、雇用情勢が改善基調を続けるもとで、堅調に推移している。輸出も、引き続き増加している。こうした需要動向を受けて、企業マインドは改善を続けており、生産は増加ペースを幾分高めている。また、設備投資も、持ち直しつつある。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比マイナス幅の縮小を主因に、プラス幅が拡大している。

欧州経済は、持ち直している。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとで、緩やかに持ち直している。設備投資も、底入れしている。また、輸出にも持ち直しに向けた動きがみられている。こうした需要動向を受けて、生産は持ち直しつつある。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが引き続き物価押し下げ圧力として作用しており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに緩やかな低下基調を辿っている。この間、英国経済は、内需を中心に回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、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。固定資産投資も、引き続き堅調に推移している。加えて、輸出も、欧米向けを中心に持ち直している。こうした需要動向のもとで、生産は自動車を含む機械類を中心に、高めの伸びが続いている。物価面をみると、消費者物価の前年比は基調として低めの水準で推移している。N I E s・A S E A N経済は、N I E sがやや上向きな一方で、A S E A Nでは成長モメンタムが鈍化した状態が続いている。物価面をみると、国・地域ごとに差異はあるが、総じてみれば消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、F R Bによる資産買入れ縮小開始の決定後も総じて落ち着いた動きとなる中で、投資家のリスクテイク姿勢は、景気回復期待を背景に、先進国の市場を中心に持ち直している。この間、新興国市場では、通貨、株、債券ともに全体として弱含んでいる。国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いており、全体として弱含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出をみると、昨年7～9月は前期比で小幅の減少となったが、10～11月の7～9月対比は再び増加している。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、増加を続けている。先行きについては、当面増加傾向を辿ったあと、高水準で横ばい圏内の動きとなっていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直している。機械投資の一致指標で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月は横ばい圏内の動きとなったが、10～11月は7～9月対比でははっきりと増加した。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月の前期比、10～11月の7～9月対比とも、はっきりとした増加を続けている。先行きの設備投資は、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境については、労働需給は緩やかながらも着実な改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられている。

個人消費は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。耐久消費財をみると、乗用車の新車登録台数は、昨年夏頃から新型車が投入されるもとの増加に転じ、最近ではかなり強めの動きとなっているほか、家電販売額は、振れを伴いつつも底堅く推移している。こうした耐久消費財の動きについては、住宅投資の増加の波及効果も含めて、消費税率引き上げ前の駆け込みも相応に影響している可能性が高い。この間、消費者コンフィデンス関連指標をみると、昨年初から速いペースで上昇したあとも、振れを伴いつつ、改善傾向を続けてきたが、10月以降は弱めの動きとなっている。先行きの個人消費は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、増加を続けており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響もはっきりと現れている。先行きについては、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には底堅く推移するとみ

られる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。先行きは、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調としては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、1～3月の生産は、内外需要の緩やかな回復が続くもとで、幅広い業種で増加を続けると予想される。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きなどを背景に、緩やかに上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、国内企業物価は、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

(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4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市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。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。CP・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている。企業の資金繰りは、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから4%台前半の伸びとなっている。

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、FRBによる資産買入れ縮小

開始の決定後も総じて落ち着いた動きとなっているとの認識を共有した。新興国市場について、何人かの委員は、政治情勢が不安定な国や経常収支赤字など構造的に問題を抱えている国では、やや神経質な動きとなっていると述べた。このような議論を経て、委員は、新興国市場を含め、国際金融資本市場について、引き続き注意してみていく必要があるとの見方で一致した。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの見方で一致した。先行きについて、委員は、先進国を中心に、緩やかに回復していくとの認識を共有した。一人の委員は、今月公表されたIMFの世界経済見通しが、昨年10月時点に比べて、米国を中心に上方修正されたことを指摘したうえで、米国経済が海外経済を牽引していくと見込まれると述べた。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、緩やかな回復を続けており、その裾野に徐々に広がりが見られてきているとの認識で一致した。多くの委員は、天候要因もあって雇用統計は弱めとなったものの、家計部門では小売売上高が堅調に推移したほか、企業部門でも生産や設備投資で改善を示唆する指標がみられると指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境が維持され、財政面からの下押し圧力が次第に和らいでいくことなどを背景に、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。複数の委員は、家計の債務調整の進捗を背景に消費や住宅投資が堅調に推移するほか、製造業を中心とした企業活動も成長期待の改善を背景に回復に向かうと見込まれることから、成長率は徐々に高まっていくと述べた。この間、ある委員は、FRBによる積極的な金融緩和は、景気回復を下支えする一方、資産価格の形成が歪められるリスクもあると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、企業や家計のマインドの改善が続いているもとの、個人消費が緩やかながら改善しているほか、輸出も持ち直しに向かっているとの見方を示した。先行きについて、委員は、内需の持ち直しが続く、輸出も緩やかに回復していくと見込まれるため、持ち直しを続けるとみられるとの見方で一致した。もっとも、複数の委員は、緩和的な労働需給環境のもとで賃金調整圧力が続き、ディスインフレ傾向が長期化する可能性には注意が必要であると指摘した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。先行きについて、大方の委員は、当

局が構造調整を進めつつも、同時に景気への配慮を続けていくとみられるほか、外需も引き続き緩やかに改善すると見込まれるため、現状程度の安定成長が続くとの見方を示した。一方、一人の委員は、政府のインフラ投資の抑制や緩和的な金融環境の修正から、先行き成長率が緩やかに低下する可能性があるとして述べた。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、N I E s が持ち直している一方で、A S E A N では成長モメンタムが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。多くの委員は、先進国経済の改善に伴って、韓国や台湾の輸出に持ち直しの動きがみられていることを指摘した。先行きのN I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済の成長ペースが次第に高まっていく中で、成長ペースは再び高まっていくとの認識を共有した。

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、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられているとの見方を共有した。委員は、家計部門では、雇用・所得環境が改善する中で、個人消費や住宅投資は堅調に推移しており、企業部門でも、企業収益が改善する中で設備投資が持ち直しているなど、引き続き、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働いているとの認識で一致した。何人かの委員は、駆け込み需要の大きさについて、リアルタイムで識別することの難しさに留意しつつ、丹念に点検していく必要があるとして述べた。景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが引き続き働くことから、基調的には緩やかな回復を続けていくとの見方を共有した。複数の委員は、消費税率引き上げ後の景気判断では基調をみるのが重要であり、税率引き上げの影響を受けにくい輸出や設備投資の動向についても注目していく必要があると指摘した。この点、ある委員は、今後輸出は、設備投資の増加と相まって、消費税率引き上げ後の個人消費の反動減を補い、景況感を下支えしていくとの見方を示した。

輸出について、委員は、引き続き勢いの弱さは懸念材料だが、海外経済が先進国を中心に回復しつつあるもとで、振れを伴いつつも、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、既往の円安

にもかかわらず、輸出が勢いに欠けている背景として、海外各国における設備投資が弱めに推移していることなど、海外経済の動向が影響しているとの見方を示した。この点、ある委員は、海外経済の設備投資について、先行指標である機械受注の外需が、このところ振れを伴いつつも持ち直しを続けていると指摘し、回復の兆しがみられると述べた。一人の委員は、一部の分野では、国内需要の強さから輸出余力が乏しくなっているという側面もあると指摘した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。一人の委員は、N I E s の景気が持ち直していることは、先行きの輸出動向の下支えになると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しており、先行きについても、緩やかな増加基調を辿ると予想されるとの見方で一致した。多くの委員は、資本財総供給や機械受注ははっきりと増加していると述べた。ある委員は、海外への生産移管などが製造業の国内設備投資や輸出の重石となる一方で、海外での収益力を高めることは、所得収支などを通じて国内の成長を支える面もあるとの見方を示した。一方、一人の委員は、自動車産業からの機械受注額がここ1年ほど横ばいで推移しており、設備投資に力強さがみられないと指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は緩やかながらも着実な改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復がはっきりするにつれて、持ち直しが次第に明確になっていく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の帰趨を注視したいと述べた。何人かの委員は、有効求人倍率が1倍に達するなど労働需給が改善していることや、中小企業でも収益が改善していることを踏まえると、大企業だけでなく中小企業も含め、雇用者所得への波及が広がっていくとの見方を示した。これに対して、一人の委員は、先行きの賃金上昇率について、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみた物価上昇率を下回る可能性もありうると指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられているとの認識を共有した。委員は、自動車などの耐久消費財の動きには、冬季賞与の増額など雇用・所得環境の改善とともに、消費税率引き上げ前の駆け込みも相応に影響している可能性が高いとの見

方を共有した。一人の委員は、企業からのヒアリング情報を踏まえると、年末年始の消費動向も堅調であったことに言及した。別の一人の委員は、耐久財消費は駆け込み需要も加わって増加している一方、一部のサービス消費では弱めの動きもみられていると指摘した。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとの見方で一致した。複数の委員は、先行き、雇用者数が増加し、雇用者所得の持ち直しは明確になっていくことを踏まえれば、個人消費は底堅く推移するとの見方を示した。一人の委員は、消費者コンフィデンスが昨年10月以降弱めの動きとなっていると指摘したうえで、その背景として消費税率引き上げを意識している可能性があり、今後の動きを注視していく必要があると述べた。

鉱工業生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの認識で一致した。

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、+1%台前半となっており、先行きも、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、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられるとの見方を共有した。多くの委員は、昨年11月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が+0.6%まで上昇しているなど、エネルギー関連だけでなく、幅広い品目において改善がみられていると述べた。このうちの複数の委員は、底堅い個人消費を背景に、企業がコストを販売価格へ転嫁しやすい状況になっており、先行きもこうした動きは続いていくとみられると付け加えた。先行きの消費者物価の前年比について、多くの委員は、エネルギー関連の押し上げ寄与は縮小するものの、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりといった基調的な物価上昇圧力は次第に強まっていくことから、暫くの間、+1%台前半で推移すると述べた。この間、一人の委員は、為替円安が物価に与える影響がかつてに比べ大きくなっている可能性があるとして指摘したうえで、今後、円安傾向が反転した場合には、消費者物価の前年比の上昇ペースが想定以上に鈍化する可能性があるとして述べた。予想物価上昇率について、委員は、各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。複数の委員は、中長期的な予想物価上昇率について、横ばいを示す指標が増えていたが、最近では再び上昇を示す指標もみられてお

り、上昇傾向は維持されているとの見方を示した。

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市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識を共有した。委員は、資金需要について、銀行貸出残高は緩やかに増加しており、こうしたもとで、マネーストックの前年比のプラス幅は拡大傾向にあるとの見方で一致した。中小企業向けの銀行貸出残高について、何人かの委員は、このところ裾野は広がってきており、貸出残高の前年比はプラス幅を拡大していると述べた。

3. 中間評価

以上のような認識を踏まえ、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、成長率が基調的に潜在成長率を上回るという、昨年10月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って推移するとの見方で一致した。多くの委員は、消費税率の引き上げは家計の実質所得にマイナスの影響を与えることになると指摘した。もともと、これらの委員は、①政府において各種の経済対策が講じられること、②消費税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来不安を和らげる効果も期待されることなどから、家計の購買力低下の影響を緩和させる力も働くとの見方を示した。

消費税率引き上げの直接的な影響を除い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）は、昨年10月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って推移するとの認識を共有した。大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとの見方を示した。一方、複数の委員は、昨年10月の展望レポート時と同様に、予想物価上昇率の

変化が現実の物価上昇率の高まりに繋がる点について不確実性が高いと考えられることなどから、自身の物価見通しは中心的な見通しに比べて慎重であるとの見方を示した。

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、欧州債務問題の今後の展開、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。新興国・資源国経済の動向について、多くの委員は、一部の国は経常収支赤字など構造的な課題を抱えており、国際金融資本市場の動向と併せて、引き続き注視していく必要があると述べた。欧州債務問題の今後の展開について、何人かの委員は、ディスインフレ傾向が実質的な債務負担を増加させるリスクがあるほか、金融システム健全化に向けた動きには依然として不確実性が残っていると指摘した。米国経済について、委員は、①米国議会において歳出規模などの合意が成立したことや、②FRBによる資産買入れ縮小開始決定によって、先行きの不確実性が低下したとの認識を共有した。こうした議論を経て、委員は、海外経済に関する下振れリスクは、欧米経済を中心として低下しているとの見方で一致した。この間、一人の委員は、これらの海外経済に関するリスクに加え、国内の雇用・所得環境の改善ペースも当面のリスク要因として挙げられるとの見方を示した。この点につき、何人かの委員は、雇用・所得環境に関する指標には、むしろ、このところ改善の動きがみられており、先行きも、企業業績の回復などを背景にこうした動きが続いていくとみられると述べた。

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。

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、委員は、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT 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こと、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こと、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、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。委員は、わが国の経済・物価が、概ね見通しに沿った動きとなっており、海外経済を中心にリスクもひと頃に比べて低下していることを踏まえれば、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、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、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、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が適当であると述べた。この委員は、このような変更を通じた情報発信により、各主体が金融政策に過度に依存する傾向を和らげることができると付け加えた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。この間、一人の委員は、資金循環統計や広義流動性で、家計の株式や投資信託などの保有が拡大していることを指摘し、家計を中心としたポートフォリオ・リバランスが着実に進んでいるとの見解を示した。

予想物価上昇率が上昇していくメカニズムについて、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」などにより人々の期待の転換が促されるというフォワード・ルッキングなメカニズムと、現実の物価上昇を受けて適応的に予想物価上昇率が上昇するというバックワード・ルッキングなメカニズムの双方が働くとの見方を示した。そのうえで、これ

らの委員は、今後、実際の物価上昇率が前年比＋1％台前半で推移するも、バックワード・ルッキングなメカニズムが強まるほか、2％の「物価安定の目標」に対する信認が高まり、フォワード・ルッキングな上昇メカニズムも強まってくるとの見方を示した。

対外的な情報発信について、多くの委員は、日本銀行は、①「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」と約束するとともに、②「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」との方針を明確にしているが、両者はともに重要なコミットメントであり、相互に補完的なものであるとの認識を述べた。「量的・質的金融緩和」の継続期間について、多くの委員は、2年という期間で厳密に区切っているという訳ではないということ、誤解のないように明確に説明していく必要があるとの認識を示した。同時に、何人かの委員は、そのことによって「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を弱めることがないように十分留意しなければならないと述べた。一人の委員は、上記の方針における「必要な時点まで」という文言は、先行きの見通しに基づいて判断するものであるとの認識を高めていく必要性を指摘した。これに関連して、ある委員は、金融政策の効果が実体経済や物価に波及していくには、ある程度のタイムラグがあることを考慮する必要があると付け加えた。何人かの委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要によって2014年1～3月に成長率が高まり、その反動によって4～6月に成長率が一旦落ち込むことは、委員の見通しの標準シナリオに織り込まれていることを、対外的により明確に説明する必要があると指摘した。

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。

- 政府と日本銀行の共同声明の発表から1年が経過したが、この間、大胆な金融緩和の効果もあり、日本経済は着実に上向いてきており、物価も底堅く推移している。政府は、昨年末閣議了解した政府経済見通しにおいて、2014年度の経済状況について、好循環が徐々に実現していく中で、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれるとの見通しを示した。本日の展望レポート中間評価の議論も、日本経済が物価安定目標の達成に向けて着実に前進していることを確認す

るものと受け止めている。引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に目標を達成することを期待している。

- 政府は昨年末、平成 26 年度の予算案及び税制改正大綱を閣議決定した。前者は、競争力強化に繋がる施策等に予算を重点化し、歳出効率化を図るとともに消費税増収分を活用し、社会保障の充実と安定化を図っており、こうした取組み等により、新規国債発行額の減額及び「中期財政計画」の目標を上回る一般会計の基礎的財政収支の改善を実現した。後者は、投資減税や所得拡大促進税制の拡充等に加え、復興特別法人税の 1 年前倒しでの廃止、民間投資・消費の拡大のための税制上の手当等などを講じている。平成 25 年度補正予算と併せ、これらの早期成立に取り組む。賃金上昇に向けた環境整備を進める観点からは、経済の好循環実現に向け一致協力して取り組むことにつき、政労使三者で共通認識を取り纏めた。また、「日本再興戦略」に基づく施策を迅速・確実に実行していくため、主要な施策の実施期限や担当大臣を明示した実行計画の策定を進め、成長戦略のさらなる進化に向け今後の検討方針を取り纏めた。こうした施策により、デフレ脱却・経済再生への道筋を確かなものとしつつ、社会保障制度の安定化・財政健全化を進めていく。

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、緩やかに回復している。政府経済見通しでは、2014 年度は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減には留意が必要だが、各種施策の推進等により、年度を通してみれば、堅調な内需に支えられた景気回復により、実質 GDP 成長率は 1.4% 程度と見込まれる。消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価上昇率は 1.2% 程度となるなど、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれる。政府の見方は日本銀行と同じと考えている。
- 1 月 20 日の経済財政諮問会議で「中長期の経済財政に関する試算」を示し、併せて「好循環実現に向けての経済財政の展望」を公表した。中長期試算では、「中期財政計画」を踏まえた収支改善努力等の前提で、国・地方の基礎的財政収支は 2015 年度までに 2010 年度に比べ赤字の対 GDP 比を半減する目標が達成される姿となる。ただし、2020 年度の黒字化目標は達成されない姿となり、さらなる収支改善努力が必要と認識している。目標達成に向け具体的な道筋が描けるよう、さらに検討を進める必要がある。経済財政諮問会議では、金融政策を含むマクロ経済政策の整合性の確保、ミク

口の成長戦略との連携等を重視し、具体的な改革に向けて取り組む。

- 成長戦略については、今後成長戦略関連の施策の実行を強化するための実行計画を策定した。また、産業競争力会議において年央の成長戦略改訂に向けた「成長戦略進化のための今後の検討方針」を取り纏めた。成長戦略のさらなる進化に大胆に取り組んでいく。
- 本日示された展望レポートの中間評価に沿って、物価安定目標の2%が実現することを期待している。金融政策運営の状況や物価の見通し等について、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分ご説明頂ければと思っている。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約60～70兆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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解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。

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60～70兆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、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

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。

なお、白井委員からは、多数意見の対外公表文案におけるリスク要因に関する記述について、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとの反対意見が表明された。この理由として、白井委員は、昨年10月の展望レポートでも指摘しているように、先行き国内需要が堅調さを維持していくためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きの循環が持続することが重要であり、当面のリスク要因としてもこの点に触れるべきであると述べた。

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。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2013年12月19、20日開催分）が全員一致で承認され、1月27日に公表することとされた。

以 上

2014年1月22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（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆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。

① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。

② ETFおよびJ-REIT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 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おり、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。そうしたもとで、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けている。雇用・所得環境が改善するもとで、引き続き住宅投資は増加し、個人消費は底堅く推移しており、これらの分野では消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。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、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的に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、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、暫くの

間、1%台前半で推移するとみられる。

5. 昨年10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。

6. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる^(注1)。

7. 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)。

このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

^(注1) 白井委員は、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとして、6. の記述に反対した。

^(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、「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)

▽2013～2015 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
2013 年度	+2.5～+2.9 <+2.7>	+0.7～+0.9 <+0.7>	/
10月時点の見通し	+2.6～+3.0 <+2.7>	+0.6～+1.0 <+0.7>	
2014 年度	+0.9～+1.5 <+1.4>	+2.9～+3.6 <+3.3>	+0.9～+1.6 <+1.3>
10月時点の見通し	+0.9～+1.5 <+1.5>	+2.8～+3.6 <+3.3>	+0.8～+1.6 <+1.3>
2015 年度	+1.2～+1.8 <+1.5>	+1.7～+2.9 <+2.6>	+1.0～+2.2 <+1.9>
10月時点の見通し	+1.3～+1.8 <+1.5>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+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) 今回の見通しでは、消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを織り込んでいるが、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。

(注4) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む2014年度と2015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(2014年度：+2.0%ポイント、2015年度：+0.7%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。

(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

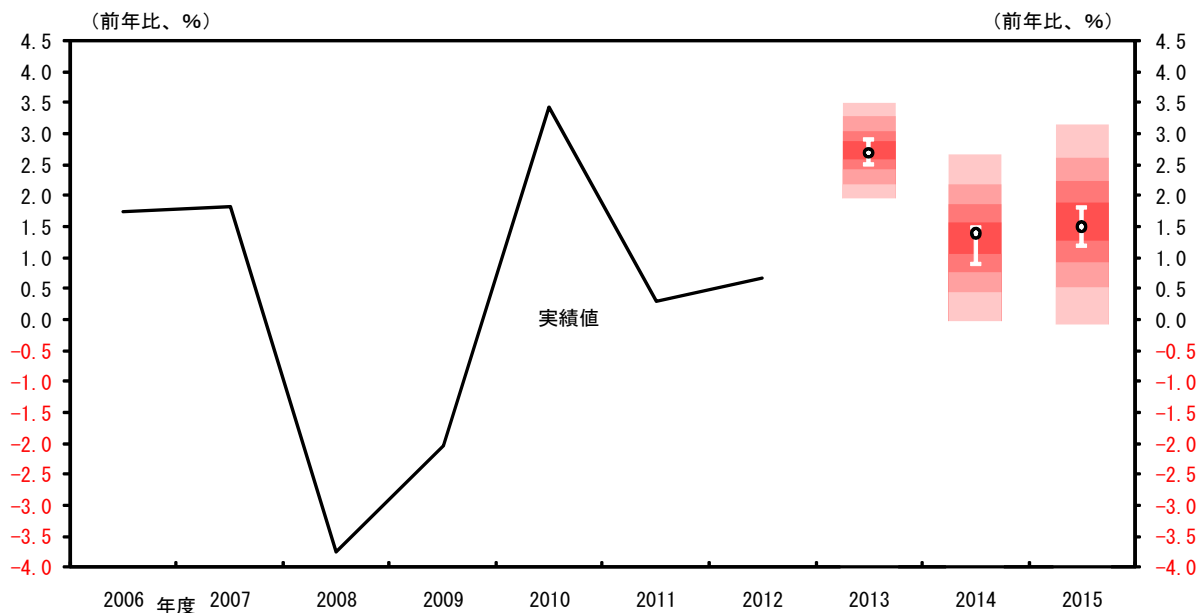
——対前年度比、%。

	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
2013 年度	+2.5～+3.0	+0.7～+0.9	/
10月時点の見通し	+2.6～+3.0	+0.6～+1.0	
2014 年度	+0.6～+1.6	+2.7～+3.7	+0.7～+1.7
10月時点の見通し	+0.5～+1.6	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
2015 年度	+1.2～+2.0	+1.5～+2.9	+0.8～+2.2
10月時点の見通し	+1.2～+2.0	+1.4～+2.9	+0.7～+2.2

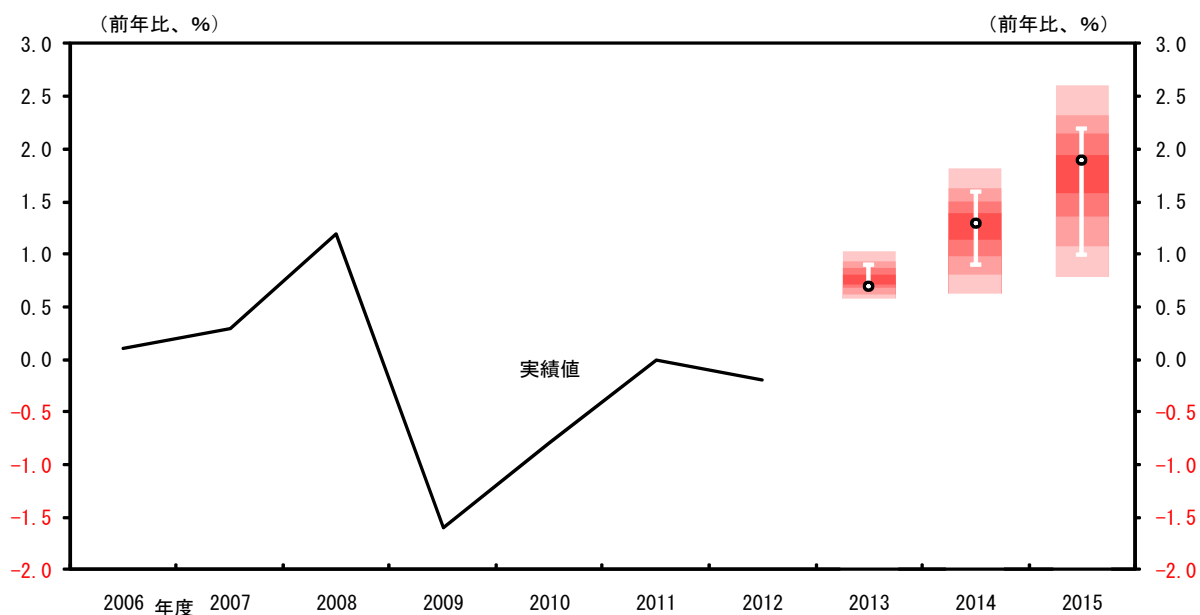
(参考2)

▽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、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。

(26年2月17、18日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年2月17日(14:00～16:11)
2月18日(9:00～12:23)

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	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官(17日)
	古川禎久	財務副大臣(18日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(17日)
	西村康稔	内閣府副大臣(18日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	野村 充 (18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	外山晴之

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司 (18日)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	川本卓司

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（1月21、22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196～205兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、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）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、足もとにかけて小幅低下している。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームも幾分弱含んでいる。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利（10年債利回り）をみると、米国長期金利の低下や本邦株価の下落などを受けて、幾分低下しており、足もとでは0.6%程度で推移している。株価（日経平均株価）は、新興国市場の神経質な動きなどを眺めて投資家のリスク回避姿勢が強まり米欧株価が下落する中、為替の円高方向の動きとも相まって一旦大幅に下落したが、その後はやや値を戻し、足もとでは14千円台前半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄では拡大した状態にあるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、投資家のリスク回避姿勢が強まった中での本邦株価の下落と相まって円高ドル安方向に動き、足もとでは102円程度で推移している。

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ているが、先進国を中心に回復しつつある。

米国経済は、寒波の影響もみられるが、引き続き緩やかに回復しており、その裾野には徐々に広がりが見られている。住宅投資は、テンポを緩めつつも、基調として持ち直しを続けている。個人消費は、資産効果に加え、雇用情勢が改善基調を続けていることを背景に、堅調

（注） 「マネタリーベースが、年間約60～70兆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。」

に推移している。輸出も、増加基調を続けている。こうした需要動向を受けて、企業マインドは改善基調を辿っており、生産が増加しているほか、設備投資も、緩やかながら持ち直している。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比プラス転化を主因に、幾分上昇している。

欧州経済は、持ち直している。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとの、緩やかに持ち直している。設備投資も、底入れしている。また、輸出にも持ち直しに向けた動きがみられている。こうした需要動向を受けて、生産は持ち直しつつある。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが引き続き物価押し下げ圧力として作用しており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに緩やかな低下基調を辿っている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、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。固定資産投資も、引き続き堅調に推移している。加えて、輸出も、欧米向けを中心に持ち直している。こうした需要動向のもとで、生産は自動車を含む機械類を中心に、高めの伸びが続いている。NIEs・ASEAN経済は、NIEsがやや上向きな一方で、ASEANでは成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域ごとに区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やNIEsでは基調として低めに推移している一方、インドネシアやインドでは統制価格の引き上げ等を背景に高めの状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、経常収支赤字などの構造問題を抱える新興国を中心に通貨や株価が下落するなど、神経質な動きとなっている。グローバルに投資家のリスク回避の動きが広がるもとの、米欧株価も大きく下落したものの、足もとでは持ち直している。国際商品市況をみると、新興国経済が成長に勢いを欠く中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いているが、前回会合以降をみると、米国の寒波の影響もあって原油等を中心に強含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出は、昨年1～3月に前期比で増加に転じ4～6月に伸びを高めたあと、7～9月は減少したが、10～12月は再び増加した。一方、輸入は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響もあって、増加を続けている。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、増加を続けている。先行きについては、当面、増加傾向を辿ったあと、高水準で横ばい圏内の動きとなっていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直している。昨年10～12月のGDPベースの設備投資は、前期比ではっきりと増加した。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、10～12月とも、月々の振れを伴いつつも増加を続けている。先行きの設備投資は、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が低下するなど、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はなお小幅のマイナスとなっているものの、所定外給与の前年比はプラス幅が拡大傾向にあるほか、冬季賞与の大部分を占める昨年11～12月の特別給与（速報値）も明確な増加となった。こうしたもとで、雇用者所得は、このところ前年比プラスが続くなど、緩やかに持ち直している。

個人消費は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。耐久財の消費動向をみると、乗用車の新車登録台数は、昨年夏頃から増加に転じ、足もとでは一段と増加しているほか、家電販売額も、振れを伴いつつも底堅く推移している。こうした耐久消費財の動きには、消費税率引き上げ前の駆け込みも相応に影響している可能性が高い。先行きの個人消費は、駆け込み需要とその反動の影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、増加を続けており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響もはっきりと現れている。先行きについては、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には底堅く推移するとみ

られる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。在庫は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要がみられる中で、輸送機械を中心に減少している。先行きの鉱工業生産は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調としては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きなどを背景に、緩やかに上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、国内企業物価は、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみられる。

(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5割程度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市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。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。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから4%台半ばの伸びとなっている。

II. 預金保険法の改正等に伴う「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正について

1. 執行部からの説明

改正された預金保険法のもとでは、金融機関等の破綻等により金融市場等に著しい混乱が生じるおそれがある場合、必要に応じて、預金

保険機構の子会社として「特定承継金融機関等」を設立することとなっている。特定承継金融機関等は、破綻金融機関等が行った重要な市場取引等を引き継ぎ、約定どおりに履行することを目的とするものであり、そのために必要となる流動性については、預金保険機構が支援することとなっている。こうした趣旨に鑑みれば、特定承継金融機関等を各金融調節手段の対象先から除くよう、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正を行うことが適当と考えられる。

また、LIBORの公表主体が、2014年2月1日付で「英国銀行協会」から「ICE Benchmark Administration Limited」に変更されたことに伴い、成長基盤強化支援資金供給・米ドル特則の貸付利率（米ドルの6か月物LIBOR）にかかる規程を一部改正することが適当と考えられる。

2. 採決

上記を内容とする「『共通担保資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件」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、経常収支赤字など構造的な問題を抱えている新興国を中心に株価や通貨が下落するなど神経質な動きがみられており、その影響が先進国にも及んでいるとの認識を共有した。複数の委員は、最近の世界的な株価の調整には、投資家のポジション調整の動きが影響しており、昨年末にかけての急激な上昇の反動という面も大きいと指摘した。また、ある委員は、新興国市場では、経常収支赤字国などの株や通貨が選別的に売られている状況にあると述べた。委員は、ごく最近では、ファンダメンタルズの良いアジアの国々を中心に、新興国市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつあるものの、米国FRBの資産買入れ縮小の影響を含め、引き続き市場の動向を注視していく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかに回復していくとの認識

を共有した。多くの委員は、新興国・資源国の動向等には引き続き注意する必要があるが、海外経済全体としてみれば、ひと頃に比べ下振れリスクは低下した状態にあるとの見方は変わらないと付け加えた。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、一部の経済指標に寒波の影響もみられるが、引き続き緩やかに回復しており、景気回復の裾野には徐々に広がりが見られているとの認識で一致した。雇用情勢について、多くの委員は、①最近の雇用者数の増加ペースは鈍化しているものの、振れを均して見る必要があるほか、②家計調査に基づく失業率は低下していることなどを踏まえると、総じてみれば改善基調を続けているとの見方を示した。この点に関し、複数の委員は、近年の失業率の低下には、労働参加率の長期低下傾向の寄与も小さくないことに留意すべきであると述べた。先行きについて、委員は、政府債務の上限問題が決着し、財政面の下押し圧力が弱まると見込まれることから、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。ある委員は、米国経済は寒波の影響から1～3月は弱めとなる一方、4～6月はその反動から成長モメンタムが強まる可能性があり、その場合、日本経済の消費税率引き上げに伴う落ち込みを相殺する方向に作用すると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、持ち直しているとの認識を共有した。複数の委員は、家計や企業のマインドが改善し、昨年10～12月の実質GDP成長率も3四半期連続のプラスとなるなど、持ち直しの動きが広がりつつあると指摘した。先行きについて、委員は、内需の持ち直しが続き、輸出も緩やかに回復していくと見込まれるため、持ち直しを続けるとの見方で一致した。ただし、複数の委員は、緩和的な労働需給環境のもとで賃金調整圧力が続き、デフレーション傾向が長期化する可能性や、デフレーションが債務問題を悪化させるリスクには注意が必要であると指摘した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、1～2月の経済指標は春節の影響を受けるため、基調が読み取りにくくなっているとコメントした。先行きについて、大方の委員は、当局が構造調整を進めつつも、同時に景気への配慮を続けていくとみられるほか、外需も引き続き緩やかに改善すると見込まれるため、現状程度の安定成長が続くとの見方を示した。多くの委員は、シャドーバンキング問題が金融システムに及ぼす影響については引き続き注意してみていく必要があると付け加えた。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、N I E s が持ち直している一方で、A S E A N では成長モメンタムが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、先進国経済の改善に伴って、韓国や台湾の輸出に持ち直しの動きがみられていることを指摘した。先行きのN I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、当面、A S E A N 中心に調整局面が続き、やや低めの成長にとどまるものの、その後は、先進国経済の成長ペースが次第に高まっていく中で、成長ペースは再び高まっていくとの認識を共有した。

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、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働く中で、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられているとの見方を共有した。昨年 10～12 月の実質 GDP について、何人かの委員は、輸入の高めの伸びを主因に純輸出が成長率を押し下げる方向に作用したと述べた。ただし、これらの委員は、国内需要の堅調さを背景に潜在成長率を上回る成長が続いていると指摘した。景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとの見方を共有した。複数の委員は、輸出と設備投資の増加が、消費税率引き上げ後の個人消費の反動減を補っていけるかどうか、今後の景気展開の鍵を握るとの見方を示した。このうち一人の委員は、家計や企業のマインドが悪化した場合に、消費・投資行動の委縮を通じて、自己実現的に景気の悪化を招くことがないか注視していく必要があると付け加えた。

輸出について、委員は、A S E A N など一部新興国向けに弱さが残り、引き続き勢いを欠いているが、海外経済が先進国を中心に回復しつつあるもとの、振れを伴いつつも、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。先行きについて、委員は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。何人かの委員は、既往の円安にもかかわらず、輸出が勢いに欠けている背景には、わが国製造業の現地調達拡大を伴う海外生産シフトといった構造的な要因が作用している可能性があるとして述べた。このうち一人の委員は、わが国製造業が海外での収益力を高めることは、所得収支の改善を通じて、国民全体の貯蓄や純資産を増加させるなどプラスに働く面もあると付け加えた。何人かの委員は、一部の分野において、堅調な国内需要を

受けて国内向け出荷を優先する一方で、輸出向け出荷を抑制する動きがみられており、消費税率引き上げ後の内需の反動減が見込まれる4～6月には、輸出の増勢が強まる可能性もあると指摘した。

輸入について、複数の委員は、駆け込み需要やパソコンの更新需要の影響を含め堅調な国内需要を反映して、このところ高めの伸びが続いていると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの見方で一致した。機械受注について、多くの委員は、昨年12月の大きな減少は、これまでの増加の反動という面が強く、月々の振れを均してみれば増加傾向にあると判断されると述べた。複数の委員は、機械受注の先行き1～3月の見通しが小幅の減少となっている点は、気がかりであるとコメントした。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復につれて、持ち直しがさらに明確になっていくとの見方で一致した。一人の委員は雇用者数の増加は続いているが、パート中心であることに留意すべきであると述べた。また、別のある委員は、正社員の有効求人倍率は、パートを含む全体に比べると低いため、正社員の賃金は上がりにくくなっていると指摘した。これに対し、一人の委員は、わが国の雇用慣行を踏まえると、新卒採用が行われる4月以降には正社員の増加も予想されると述べた。また、別のある委員は、労働需給のタイト化がパート中心であったとしても、賃金の上昇圧力は全体として高まっていくのではないかとコメントした。賃金の先行きについて、何人かの委員は、今春の賃金改定交渉の帰趨を注視したいと述べた。一人の委員は、公務員給与の減額措置が今年度末で終了することは、地方公務員の給与と連動する医療・福祉や教育関係者の賃金の引き上げなども含めて、先行きの賃金を押し上げる方向に作用するとの見方を示した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられているとの認識を共有した。委員は、自動車や家電などの耐久消費財の動きには、冬季賞与の増額など雇用・所得環境の改善とともに、消費税率引き上げ前の駆け込みも相応に影響している可能性が高い

との見方で一致した。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、消費者コンフィデンスが昨年10月以降弱めの動きとなっていると指摘したうえで、その背景には消費税率引き上げが意識されている可能性があり、今後の動きを注視していく必要があると述べた。この点に関し、ある委員は、消費者態度指数の内訳をみると、「収入の増え方」や「暮らし向き」の判断が最近悪化しているため、雇用・所得環境の改善ペースの鈍化を消費の下振れリスクとして意識しておく必要があるとの見方を示した。これに対し、一人の委員は、消費者態度指数のうち「雇用環境」は改善傾向を維持している点を指摘したうえで、雇用不安の後退は予備的貯蓄の抑制を通じて、消費・非製造業主導の自律回復メカニズムを支えているとの見解を示した。

鉱工業生産について、委員は、以上の内外需要を反映して、緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの認識で一致した。

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、+1%台前半となっており、先行きも、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、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。多くの委員は、昨年12月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が+0.7%まで上昇するなど、エネルギー関連だけでなく、幅広い品目において改善がみられていると述べた。多くの委員は、個人消費の底堅さとマクロ的な需給バランスの改善を背景に、企業がコストを販売価格へ転嫁しやすい状況が続いていると指摘した。この点に関し、ある委員は、最近の物価上昇率の高まりについて、円安によるコストプッシュ型と指摘される場合があるが、実際には、コストプッシュ型の物価上昇の際にみられるような生産の縮小は生じていないと付け加えた。この間、一人の委員は、為替円安が物価に与える影響がかつてに比べ大きくなっている可能性があるとして指摘した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。

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おり、銀行貸出残高は中小企業向けも含め緩やかに増加するもとの、マネーストックの前年比のプラス幅は拡大傾向にあるとの見方で一致した。

IV. 貸出増加支援資金供給等に関する執行部説明

貸出増加支援資金供給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、銀行貸出が前年比2%台半ばまで伸びを高める中で、大手行中心に積極的に利用されており、現在の資金供給残高は5兆円程度となっている。本資金供給は、金融機関に対して低利固定での長期の調達手段を提供するものであり、金融機関のALM運営の手段としても利用されている。「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の3兆5千億円に近い3兆2千億円程度となっており、個別先毎にみても貸付上限の1,500億円近くまで利用している金融機関も存在している。ABL特則と小口特則については、総枠5,000億円に対し、それぞれ約1,000億円、約70億円の利用となっている。金融機関では、本資金供給を原資とする融資ファンドを組成するなど、積極的な利用がみられている。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、4,000億円程度が利用されている。

V. 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

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、委員は、「マネタリーベースが、年間約60~70兆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解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程

度となるよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REIT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、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、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。委員は、わが国の経済・物価が、概ね見通しに沿った動きとなっており、海外経済を中心にリスクもひと頃に比べて低下していることを踏まえれば、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、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、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、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が適当であると述べた。この委員は、「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についての点検を怠ってはいけないと付け加えた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。

2. 貸出増加支援資金供給等の取扱い

「貸出増加を支援するための資金供給」等の期限が近く到来することを踏まえ、委員は、これらの制度を延長するかどうか、延長する場合にどのような内容・規模にするかについて議論を行った。

まず、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について、委員は、被災地の復興に向けた金融機関の取り組みを引き続

き支援する観点から、被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置と併せて、期限を1年間延長することが適当であるとの見解で一致した。

「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、多くの委員は、金融機関の貸出増加や成長力強化に向けた取り組みはデフレ脱却のため極めて重要であるとの認識のもと、ともに受付期限を1年間延長してはどうかとの意見を表明した。そのうえで、多くの委員は、金融機関の一段と積極的な行動や企業・家計の前向きな資金需要の増加を強力に促し、日本銀行としての「強い意志」を示す観点から、資金供給の規模と期間の面で、思い切った拡充を行ってはどうか、と述べた。具体的には、貸出増加支援資金供給の貸付限度額について、何人かの委員は、大手行中心に積極的に利用されている現状を踏まえると、金融機関の貸出増加額の2倍まで引き上げるにより、金融機関のインセンティブを強めることが考えられると述べた。成長基盤強化支援資金供給の規模について、何人かの委員は、金融機関が成長力強化に向けた取り組みを行っていくうえで、十分余裕のある金額とするのが適当であると述べた。貸付期間について、複数の委員は、0.1%の固定金利での資金供給期間を現在の1～3年から4年に延長することにより、金融機関の金利リスクテイク能力が高まる効果を期待できるとの見方を示した。このうち一人の委員は、貸付期間を4年へ延長すると同時に、1年毎に金融機関のオプションによる期日前返済を認めることにより、金融機関はバランスシート規模を柔軟に調整することができるのではないかと述べた。

こうした議論を経て、委員は、貸出増加支援資金供給と成長基盤強化支援資金供給について、①受付期限を1年間延長する、②資金供給の規模をこれまでの2倍とする、③0.1%の固定金利での資金供給の期間を、従来の1～3年から4年に延長する、といった見直しを行うことが適当であるとの認識を共有した。

貸出増加支援資金供給等の制度見直しの意義について、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」により供給している大量のマネタリベースが、金融機関の貸出増加や成長力強化の取り組みに利用されることは極めて重要であり、今回の見直しは、「量的・質的金融緩和」の効果波及メカニズムを強化するものであると指摘した。多くの委員は、「量的・質的金融緩和」に関して、従来から経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うこととしているが、わが国経済は2%の「物価安定の目標」に向けた道筋を順調

に辿っており、今回の見直しはこうした「調整」にはあたらないと述べた。一人の委員は、貸出増加支援資金供給等の受付期限の1年延長や4年間の固定金利での資金供給が、「量的・質的金融緩和」の継続期間と何らかの関係があるとの思惑を生じさせないように、対外的な情報発信には注意する必要があると述べた。さらに、この委員は、貸出競争を助長する可能性など将来の金融機関の財務体質に及ぼし得る影響にも注意する必要があると付け加えた。この間、ある委員は、貸出増加支援資金供給について、地域金融機関の利用が大手行対比で少なめとなっている現状を踏まえると、今回の見直しを契機に、同資金供給のメリットに関する対外的な発信を一段と強化してはどうかと述べた。

VI. 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、昨年10～12月期の実質GDP成長率が、前期比年率+1.0%と4四半期連続のプラス成長となるなど、着実に成長を続けており、物価も、昨年1年間の生鮮食品を除く消費者物価上昇率が前年比+0.4%と5年振りにプラスに転じるなど、底堅く推移している。しかし、デフレ脱却には未だ道半ばであり、日本銀行においては、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待する。
- 先般、平成25年度補正予算が成立した。消費税率引き上げに際し、景気を下振れさせることなく経済を成長軌道に早期に復帰させるため、本補正予算を含めた「好循環実現のための経済対策」の各施策が来年度前半に的確に効果を発揮するよう、公共工事の早期かつ円滑な実施に努めるなど、迅速・着実な実行を財務大臣からも各大臣に要請した。平成26年度税制改正については、昨年末閣議決定した税制改正大綱に沿って、投資減税や所得拡大促進税制の拡充等を盛り込んだ所得税法等の改正案や、地域間の税源の偏在性を是正する取り組みとしての地方法人税法案を国会に提出した。現在審議中の平成26年度予算と併せ、早期成立に向けて取り組んでいく。
- 社会保障制度改革を推進する観点からは、昨年成立した社会保障改革プログラム法に基づき、総理を含む関係閣僚からなる「社会保障制度改革推進本部」を立ち上げた。受益と負担の均衡がとれた持続可能な社会保障制度の確立に向けて、総理のリーダーシップのも

と、関係閣僚が一体となって改革を進めていく。

- 成長戦略の具体化に向けた取り組みを含め、こうした一連の施策により、デフレからの脱却、経済再生と社会保障制度の安定化、財政健全化の好循環を実現できるよう、全力で取り組んでいく。

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、緩やかに回復している。昨年10～12月期の実質GDP成長率は、4四半期連続のプラスとなった。先行きは、輸出が持ち直しに向かい各種政策の効果が下支えする中、家計所得や投資が増加し、景気回復基調が続くと期待される。最近の新興国を中心とした金融資本市場の動向とその影響に関しても注視する。
- 補正予算の成立を受け、総理から「好循環実現のための経済対策」の早期実行と進捗管理について指示があった。総務省による地方自治体に対する早期執行の要請、国土交通省による「公共事業の円滑な施工確保対策」や公共工事設計労務単価の引き上げ、内閣府による進捗状況の調査といった取り組みにより、各施策が、来年度前半に効果を発揮し経済の成長力の底上げに繋がるよう取り組む。
- デフレ脱却・経済再生に向けては、好転している企業収益を賃金の上昇に繋げていくことが重要である。具体的な賃金の水準は、個別労使間の交渉を通じて決定されるが、今年の春闘では労使間で真摯な議論が行われており、賃金上昇が実現することを期待している。
- 日本の産業競争力強化による、貿易収支の改善や所得収支の拡大により、経常収支を改善するため、成長戦略をさらに深化させる。3月には、国家戦略特区の地区指定など規制緩和を進めるとともに、建設分野の外国人労働者活用の方向性も決める予定である。ビジネス環境を整え、日本への投資を増やすため、法人実効税率のあり方について、与党及び政府税調とも連携しつつ検討を進めていく。
- わが国経済は、デフレ状況ではなくなっているが、デフレ脱却に向けては道半ばである。本日提案のあった貸出増加支援資金供給等の制度見直しは時宜を得たものと思う。日本銀行が、引き続き2%の「物価安定の目標」の実現に向け、取り組むことを期待する。

VII. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解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。

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 60～70 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、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

2. 「貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子」の公表に関する件

議長から、「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」の延長・拡充の内容を取りまとめた「貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子」（別紙の（別紙））を公表する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

3. 「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基本要領」等の一部改正に関する件

議長から、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年間延長する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

VIII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論の結果、①貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子、②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の延長を含めた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。

なお、白井委員からは、多数意見の対外公表文案におけるリスク要因に関する記述について、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとの反対意見が表明された。この理由として、白井委員は、先行き国内需要が堅調さを維持していくうえで雇用・所得環境の改善が持続することが重要であるが、足もとでは家計の所得見通しの悪化を示す指標も存在することを踏まえると、当面のリスク要因としてもこの点に触れるべきであると述べた。

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。

IX. 議事要旨の承認

議事要旨(1月21、22日開催分)が全員一致で承認され、2月21日に公表することとされた。

以 上

2014年2月18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（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆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。

① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。

② ETFおよびJ-REIT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 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」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、規模を2倍としたうえで、1年間延長することを決定した（全員一致）¹。

すなわち、「貸出増加を支援するための資金供給」については、金融機関が貸出を増加させた額の2倍まで、日本銀行から資金供給を受けられることとする。「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、本則の総枠を3兆5千億円から7兆円に倍増する。また、両資金供給について、固定金利0.1%で4年間（現在は1～3年間）の資金供給を受けられることとする。

日本銀行としては、こうした見直しは、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関の一段と積極的な行動や企業・家計の前向きな資金需要の増加を促すことを期待している。

4. 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

¹ 詳細は別紙のとおり。

かかる担保要件の緩和措置について、1年間延長することを決定した（全員一致）。

5. わが国の景気は、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。そうしたもとの、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けている。雇用・所得環境が改善するもとの、引き続き住宅投資は増加し、個人消費は底堅く推移しており、これらの分野では消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。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、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

6. 先行きのわが国経済については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的に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、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、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

7. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる^(注1)。

8. 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)。

このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

(注1) 白井委員は、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとして、7. の記述に反対した。

(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、「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）。

(別紙)

貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子^(注1)

1. 貸出増加を支援するための資金供給

- ① 受付期限を1年間延長する^(注2)。
- ② 貸付限度額は金融機関の貸出増加額の2倍相当額とする^(注3)。
- ③ 貸付金利は4年固定0.1%とする。ただし、1年毎に金融機関のオプションによる期日前返済を認める。

2. 成長基盤強化を支援するための資金供給

- ① 受付期限を1年間延長する(本則、ABL 特則、小口特則、ドル特則)^(注4)。
- ② 本則の総枠を3兆5千億円から7兆円に倍増する。対象金融機関毎の上限を1,500億円から1兆円に引き上げる。
- ③ 本則、ABL 特則、小口特則について、貸付金利は4年固定0.1%とする。ただし、1年毎に金融機関のオプションによる期日前返済を認める。

以 上

^(注1) 基本要領等の所要の改正は次回金融政策決定会合で行う。

^(注2) 現行制度に基づく貸付は3月実行分を最後とし、6月実行分から新制度(1. ②、③)に移行する。現行制度のもとでの貸付限度額の未利用枠は引き継がれない。新制度では、四半期毎の貸付限度額の未利用枠は次回以降に引き継がれない。

^(注3) 金融機関の貸出増加率と本制度の利用率が現状程度となるとの仮定で試算すると、本制度による最終的な貸付残高は30兆円程度となると見込まれる。

^(注4) 新制度(2. ②、③)は6月実行分から実施する。

(26年3月10、11日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年3月10日(14:00～16:21)
3月11日(9:00～11:55)

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	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官 (10日)
	古川禎久	財務副大臣 (11日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官 (10日)
	西村康稔	内閣府副大臣 (11日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳	
理事	木下信行	
理事	門間一夫	
企画局長	内田眞一	
企画局審議役	野村 充	(11日 9:00～9:18)
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	外山晴之	

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰	
政策委員会企画役	福永憲高	
企画局企画調整課長	上口洋司	(11日 9:00～9:18)
企画局企画役	服部良太	
企画局企画役	東 将人	

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（2月17、18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200～204兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、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）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、幾分強含む場面もみられたが、足もとにかけては小幅低下している。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームについてもやや弱含んでいる。長めのターム物の銀行間取引金利は、ごく僅かながら低下している。

長期金利（10年債利回り）をみると、米国長期金利が横ばい圏内で推移していることもあって、概ね横ばいの動きとなっている。株価（日経平均株価）は、前回会合における貸出増加支援資金供給等の延長・拡充の決定が好感されたことなどから上昇した後、ウクライナ情勢などの影響から振れを伴う展開となったが、最近では前回会合時点と比べると上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄では拡大した状態にあるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、ウクライナ情勢が意識されて幾分円高ドル安方向に動く場面もみられたが、期間を通じて狭いレンジ内での動きとなっており、最近では前回会合時点と概ね同じ水準となっている。

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ているが、先進国を中心に回復しつつある。

米国経済は、引き続き寒波の影響もみられているが、緩やかな回復を続けており、その裾野には徐々に広がりが見られている。住宅投資は、テンポを緩めつつも、基調として持ち直しを続けている。個人消

（注） 「マネタリーベースが、年間約60～70兆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。」

費は、資産効果に加え、雇用情勢が改善基調を続けていることを背景に、堅調に推移している。輸出も、増加基調を続けている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産は改善基調を辿っており、設備投資も、緩やかながら持ち直している。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比プラス幅の拡大を主因に、幾分上昇している。

欧州経済は、持ち直している。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとの、緩やかに持ち直している。設備投資も、底入れしている。また、輸出にも持ち直しに向けた動きがみられている。こうした需要動向を受けて、生産は持ち直しつつある。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが引き続き物価押し下げ圧力として作用しており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに緩やかな低下基調を辿っている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、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。固定資産投資も、引き続き堅調に推移している。加えて、輸出も、欧米向けを中心に持ち直している。こうした需要動向のもとで、生産は自動車を含む機械類を中心に、高めの伸びが続いている。N I E s・A S E A N経済は、N I E sが外需の回復を背景にやや上向きな一方で、A S E A Nでは内需を中心に成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域ごとに区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やN I E sでは基調として低めに推移している一方、インドネシアやインドでは統制価格の引き上げ等を背景に、高めの状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、新興国市場では、ウクライナ情勢を受けて同国およびロシア市場が不安定化したほか、経常収支赤字などの構造問題を抱える国の一部では引き続き、通貨や株価が下落するなど、神経質な動きがみられている。一方、構造問題への対応を進める国では落ち着きもみられてきている。先進国市場は、ウクライナ情勢の影響からやや神経質な動きがみられる局面もあったが、その後は落ち着いている。国際商品市況をみると、新興国経済が成長に勢いを欠

く中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いてきたが、最近は、米国の寒波や南米の旱魃、地政学リスクなどから反発している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。実質輸出は、昨年7～9月に前期比で減少したあと、10～12月は再び増加したが、1月は、米国の寒波や東アジアの春節の影響、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に伴う供給制約などの一時的な要因もあって、10～12月対比で大きめの減少となるなど、勢いに欠ける状況がやや長引いている。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。一方、輸入は、堅調な内需を背景に緩やかな増加を続けており、最近では、消費税率引き上げなどに伴う駆け込み需要の影響もみられている。

公共投資は、増加を続けている。先行きについては、当面、増加傾向を辿ったあと、高水準で横ばい圏内の動きとなっていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっている。法人企業統計の設備投資（名目ベース、除くソフトウェア）は、昨年7～9月に続き10～12月も前期比で小幅減少となったが、ソフトウェアを含むベースでは増加となった。GDPベースの設備投資をみると、10～12月まで3四半期連続で前期比増加を続けている。また、機械投資の一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）の1月は、10～12月対比で大幅な増加がみられたほか、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）や、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）は、月々の振れを伴いながらも、増加基調を続けている。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が低下傾向となるなど、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はなお小幅のマイナスとなっているものの、所定外給与の前年比ははっきりとしたプラスで推移しているほか、冬季賞与（11～1月の特別給与）は、夏季賞与に引き続き明確な増加となった。こうしたもとで、雇用者所得は、このところ前年比プラスが続くなど、緩やかに持ち直している。

個人消費は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。耐久

財の消費動向をみると、乗用車の新車登録台数は、昨年夏頃から増加に転じ、ここ数か月は振れを伴いつつも一段と増加しているほか、家電販売額も、振れを伴いつつも底堅く推移している。先行きの個人消費は、駆け込み需要とその反動の影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、増加を続けており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響もはっきりと現れている。先行きについては、振れを伴いつつも、基調的には底堅く推移するとみられる。

鉱工業生産は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響もあって、伸びが幾分高まっている。在庫は、駆け込み需要がみられる中で、減少している。先行きの鉱工業生産は、振れを伴いつつも、基調としては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。

物価面では、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きなどを背景に、緩やかに上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、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、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみられる。

(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5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。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから

4%程度の伸びとなっている。

(3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

3月7日に実行した「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分については、1,866億円の新規貸付となった。今回の貸付実行後の残高は31,419億円と引き続き3兆円を超えた。A B L等特則分の残高は808億円、小口特則分の残高は80.63億円、米ドル特則分の残高は87.77億米ドルとなった。

II. 貸出増加支援資金供給等の制度見直しについて

1. 執行部からの説明

2月17、18日の金融政策決定会合において決定された「貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子」に基づいて、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等、所要の措置を講じることとしたい。

また、成長基盤強化支援資金供給において、国内企業海外子会社等向けの投融資については、従来は、わが国経済の成長基盤強化に資する投融資のうち外貨建てのものに限り対象としてきたが、円建ての投融資についても対象となるよう、見直しを行いたい。

2. 採決

上記を内容とする「『貸出支援基金運営基本要領』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、経常収支赤字など構造的な問題を抱えている一部の新興国で、通貨や株価の下落など神経質な動きが引き続きみられたものの、最近では小康状態にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、構造的な問題を抱えている国の中でも、利上げなどの政策対応がとられた国では落ち着きを取り戻しつつあると付け加えた。もっとも、委員は、ウクライナ情勢を巡る地政学リスクも含めて、引き続き市場の動向を注視していく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかに回復していくとの認識を共有した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、一部の経済指標に寒波の影響がみられるが、緩やかな回復を続けており、景気回復の裾野には徐々に広がりが見られているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、財政面の下押し圧力が弱まると見込まれることから、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。何人かの委員は、家計の過剰債務の調整が進んでいることも、回復を下支えすると付け加えた。何人かの委員は、寒波の影響は生産活動、個人消費、住宅投資などで確認されるが、消費者マインドや受注関連指標などは改善基調を維持しており、寒波の影響が剥落すれば回復ペースは徐々に高まっていくと指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、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、内需の改善が続き、輸出も緩やかに回復していくと見込まれるため、持ち直しを続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。先行きについて、大方の委員は、中国政府が今年の成長率目標を昨年と同じ7.5%前後とするなど、当局が構造調整を進めつつも同時に景気への配慮を続けていく姿勢が再確認されたことや、外需も引き続き緩やかに改善すると見込まれることなどから、現状程度の安定成長が続くとの見方を示した。もともと、このうちの何人かの委員は、1～2月の経済指標は春節の影響から基調が読み取りにくくなっているため、今後の経済指標を、予断を持たずに点検していく必要があると付け加えた。何人かの委員は、シャドーバンキング問題を含めた金融面の動向や不動産市場の動向についても、引き続き注意してみていく必要があると指摘した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、N I E s が持ち直している一方で、A S E A N では成長モメンタムが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。先行きのN I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、当面、A S E A N 中心に調整局面が続き、やや低めの成長にとどまるものの、その後は、先進国経済の成長ペースが次第に高まっていく中で、成長ペースは再び高まっていくとの認識を共有し

た。何人かの委員は、新興国通貨の対主要国でみた減価が、先行きの輸出を下支えするプラスの面も見込まれると付け加えた。

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、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働く中で、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられているとの見方を共有した。何人かの委員は、昨年10～12月の実質GDP（2次速報値）は外需の影響を受けて前期比年率で+0.7%と、昨年前半に比べて低めの伸びとなったが、内需は底堅く推移しており、基調的には潜在成長率を上回るペースで回復を続けていると付け加えた。景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとの見方を共有した。何人かの委員は、駆け込み需要は住宅投資や耐久財消費で顕在化しているが、3月末にかけて非耐久財についても影響が出てくるとみられ、今後も駆け込み需要の規模とその反動については、注視していく必要があると述べた。

輸出について、委員は、ASEANなど一部新興国向けに弱さが残る中で、米国の寒波や東アジアの春節の影響、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に伴う国内出荷優先の動きなどの一時的な要因もあって、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、一時的な下押し要因の剥落や、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。もっとも、何人かの委員は、輸出が勢いに欠けている背景には、循環的な海外需要要因や、一時的な要因だけでなく、わが国製造業の現地調達拡大を伴う海外生産シフトといった構造的な要因の影響も大きいことから、先行きも弱さが残る可能性があるとして述べた。この間、一人の委員は、4月以降、輸出が一時的な下押し要因の剥落から増加すれば、駆け込み需要の反動による国内需要の落ち込みの影響を緩やかなものにするとの見方を示した。

輸入について、何人かの委員は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要やパソコンの更新需要などの影響を含めた堅調な国内需要を反映して、このところ高めの伸びが続いていると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの見方で一

致した。多くの委員は、GDPベースの設備投資が3四半期連続で増加していることや、機械投資の一致指標である資本財総供給が足もとのはっきりと増加したことを指摘した。このうちの何人かの委員は、先行指標である機械受注や建築着工床面積が、月々の振れはあるものの、増加傾向にあると付け加えた。一方、複数の委員は、法人企業統計など力強さが確認できない指標もあるため、先行きについて注視していく必要があると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復につれて、持ち直しがさらに明確になっていくとの見方で一致した。賃金の先行きについて、多くの委員が、今春の賃金改定交渉においてベースアップも含めた賃金上昇の動きが広がっていると指摘した。複数の委員は、ベースアップは直接的には正規社員の所定内給与の引き上げを指すが、過去の傾向からは、非正規社員も含めた労働者全体の時間当たり賃金とも高い相関がみられ、全体としての賃金増加に繋がる可能性が高いと述べた。このうちの一人の委員は、景気回復期には所定外労働時間やボーナスの支給月数も上昇するので、基準となる所定内給与の上昇は賃金全体への影響が大きいと付け加えた。何人かの委員は、消費の基調や人々の物価見通しに対しては、人々の恒常所得の見通しが重要であり、賃金上昇に向けた動きが持続的なものかどうかを引き続き点検することが重要であると述べた。一人の委員は、現状の良好な雇用環境が、恒常所得の見通しを押し上げている可能性が高いと付け加えた。この間、ある委員は、今春の賃金改定交渉後も、賃金上昇率が、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみた物価上昇率を下回る可能性があるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられているとの認識を共有した。委員は、自動車や家電などの耐久消費財の動きには、冬季賞与の増額など雇用・所得環境の改善とともに、消費税率引き上げ前の駆け込みも相応に影響しているとの見方で一致した。一人の委員は、耐久財消費は1年以上前から高い伸びを続けており、基調の強さが窺われると付け加えた。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、以上の内外需要を反映して、伸びが幾分高まっており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの認識で一致した。

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、+1%台前半となっており、先行きも、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、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。多くの委員は、1月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が+0.7%となるなど、エネルギー関連だけでなく、幅広い品目において改善がみられていると述べた。一人の委員は、昨年後半の成長率が、前半に比べて低下した一方で、物価上昇率は想定よりやや強めに推移しているが、この背景としては、①非製造業を中心とした景気回復のため労働需給がタイト化しやすいことや、②企業の価格設定行動の変化が影響している可能性が考えられると指摘した。この間、一人の委員は、為替円安が物価に与える影響がかつてに比べて大きくなっている可能性があるとの見方を示した。4月以降の物価の基調判断について、委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて評価することが適当であり、消費者物価については、課税品目すべてにフル転嫁された場合に見込まれる2.0%ポイント程度を差し引いたベースで評価することを確認した。ただし、4月に限っては、消費者物価統計の作成上の要因から、1.7%ポイント程度を差し引いたベースで評価することが適当であり、このことを対外的にも丁寧に説明していく必要があるとの認識を共有した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。

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おり、銀行貸出残高が中小企業向けも含めて緩やかに増加するもとの、マネーストックの前年比は4%程度の高めの伸びとなっているとの見方で一致した。

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。

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、委員は、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT 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、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、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。委員は、わが国の経済・物価が、概ね見通しに沿った動きとなっており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、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、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、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が適当であると述べた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。

貸出増加支援資金供給等について、何人かの委員は、前回会合で決

定した制度の延長・拡充を受けて、一部の金融機関が当制度に応じた貸出ファンドの増額を決めるなど、良好な反応がみられているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、貸出競争を助長する可能性など将来の金融機関の財務体質に及ぼし得る影響にも引き続き注意していく必要があると述べた。

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。

- 日本経済は、10～12月期の実質GDP成長率（2次速報値）が前期比年率で+0.7%と5四半期連続でプラス成長となるなど、緩やかに回復しており、物価についても緩やかに上昇している。日本銀行には、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成することを期待している。この観点から、前回会合で決定された貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給の延長・拡充は、「量的・質的金融緩和」の効果波及メカニズムを強化する適切な取組みと評価している。
- 政府は、来月の消費税率引き上げに際し、景気を下振れさせることなく、経済を成長軌道に早期に復帰させることが極めて重要と考えている。このため、平成25年度補正予算が来年度前半に的確に効果を発揮するよう、政府全体で同予算の7割程度を本年6月末まで、9割程度を9月末までに実施するという具体的目標を設定し、早期実施の取組みを強力に促すこととしている。加えて、平成26年度税制改正法案とともに平成26年度予算案についても早期成立に向けて引き続き取り組み、成立後は、予算の着実な執行に努めることで、来年度前半の景気下振れリスクに対して万全を期していく。
- 民需主導の持続的な経済成長を実現する観点からは、産業競争力の強化に関する実行計画と成長戦略進化のための今後の検討方針を踏まえ、成長戦略の迅速な実行・更なる構造改革に取り組んでいる。先般のG20では今後5年間でG20全体のGDP水準を2%以上引き上げることを目指すことが合意された。世界経済の成長に貢献する観点からも、成長戦略を通じてより高い成長を目指すことが重要である。デフレ脱却・経済再生はここからが正念場となるが、一連の施策により、経済の好循環実現に向け全力で取り組んでいく。

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、緩やかに回復している。10～12 月期の実質 GDP 成長率（2 次速報値）は、5 四半期連続プラスとなった。また、最近では個人消費などで一部に駆け込み需要がみられる。先行きも、景気の回復基調が続くと期待される。国際金融資本市場やその影響、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減には注視していく。
- 本日は、貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給の具体的な制度見直しが決定された。政府も平成 25 年度補正予算の早期執行や平成 26 年度予算の早期成立を図り、需要を創出していく。また、成長戦略をさらに加速させ、投資機会を創出していく。こうした取組みと相俟って、金融機関の一段と積極的な行動や企業・家計の前向きな資金需要の高まりが期待される。
- 年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）は、ポートフォリオの見直しなどの改革を進めている。対日直接投資については、2020 年に倍増する目標を掲げ、有識者懇談会で税制、規制改革、外国企業の誘致・支援策などの検討を深め、骨太方針の策定や日本再興戦略の改訂に反映していく。法人税改革は、政府税制調査会のディスカッショングループや経済財政諮問会議において検討を深めていく。T P P は、先般の閣僚会合で多くの進展があった。包括的でバランスの取れた合意を目指し各国とも最大限協力していく。
- 先般の経済財政諮問会議の集中審議で、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗を確認した。消費者物価は緩やかに上昇しているが、先行きは需給ギャップ改善が上昇に寄与していくことが期待される一方、今後の為替動向によっては輸入物価上昇による押し上げ効果の低減も見込まれるため、その動向を注視していく。日本銀行には 2% の物価安定目標に向けて、引き続き取り組むことを期待する。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約 60～70 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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解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。

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60～70兆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、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

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。

なお、白井委員からは、多数意見の対外公表文案におけるリスク要因に関する記述について、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとの反対意見が表明された。この理由として、白井委員は、先行き国内需要が堅調さを維持していくうえで雇用・所得環境の改善が持続することが重要であるが、足もとでは家計の所得見通しの悪化を示す指標も存在することなどを踏まえると、当面のリスク要因としてもこの点に触れるべきであると述べた。

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、中曽委員、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（2月17、18日開催分）が全員一致で承認され、3月14日に公表することとされた。

以 上

2014年3月11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（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆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。

① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。

② ETFおよびJ-REIT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 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おり、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。輸出は、このところ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なかで、持ち直しが明確になっている。公共投資は増加を続けている。雇用・所得環境が改善するもとで、引き続き住宅投資は増加し、個人消費は底堅く推移しており、これらの分野では消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は伸びが幾分高まっている。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、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的に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、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、暫くの

間、1%台前半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、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる^(注1)。

6. 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)。

このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

(注1) 白井委員は、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとして、5. の記述に反対した。

(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、「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）。

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 財務省・日本銀行「国際収支状況」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 7) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 8) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 9) 内閣府「国民経済計算」「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」、経済産業省「鉱工業総供給表」
- (図表 10) 国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 11) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 12) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 13) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「商業販売統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 14) 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 16) 日本銀行「企業物価指数」
- (図表 17) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 内閣府「消費動向調査」、ブルームバーグ社
- (図表 19) 国土交通省「地価公示」
- (図表 20) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) ブルームバーグ社
- (図表 23) ブルームバーグ社
- (図表 24) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 25) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (図表 26) 日本相互証券
- (図表 27) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 28) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 29) 東京証券取引所
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 国際決済銀行
- (図表 32) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 33) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子CP）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 36) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 37) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 38) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 39) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 40) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 41) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 44) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 45) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」