

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 26 年 10 月 6、7 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014 年 10 月 6 日 (14:00～16:18)
10 月 7 日 (9:00～9:54、11:22～13:49)^(注)

(注) 会合は、黒田委員の参議院予算委員会出席のため、
7 日 9:54～11:22 の間、中断した。

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	迫田英典	大臣官房総括審議官 (6 日)
	宮下一郎	財務副大臣 (7 日)
内閣府	前川 守	政策統括官 (経済財政運営担当) (6 日)
	西村康稔	内閣府副大臣 (7 日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一 (6 日、7 日 11:22～13:49)
企画局審議役	高口博英 (7 日 9:00～9:08)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司 (7 日 9:00～9:08)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	飯島浩太
金融市場局市場調節課長	鈴木公一郎 (7 日 9:00～9:08)

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241～253兆円台で推移した。

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）、GCレポレートとも、0.1%を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短期レートは、幾分弱含みで推移しており、小幅のマイナスとなる場面がみられている。銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利（10年債利回り）は、米国長期金利が上昇する局面では小幅に上昇する場面もみられたが、最近では前回会合と概ね同水準の0.5%台前半で推移している。株価（日経平均株価）は、為替の円安方向の動きなどを受けて上昇したが、その後は反落し、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、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかな縮小傾向が続いている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米の金融政策の方向性の違いが意識される中、円安ドル高方向の動きとなり、最近では109円台で推移している。ユーロの対ドル相場は、ユーロ安ドル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、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。個人消費は、資産価格が上昇を続け、雇用がしっかりと拡大するもとで、引き続き堅調に推移している。住宅投資は、緩やかな持ち直し基調をたどっている。輸出は、増加が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムは引き続きしっかりとしており、このところ設備投資は拡がりを伴いながら回復している。物価面をみると、消費者物価の前年比上昇率は、コアベース、総

^{（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。」

合ベースともに縮小した。

欧州経済は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化している。個人消費は、厳しい雇用環境が続いているものの、所得が底堅く推移するもとで緩やかな回復基調を続けている。設備投資は、ドイツを中心に持ち直しに向けた動きが続いている。他方、輸出は、米国・中国向けが堅調な一方で、新興国向けが減少しているため、このところ伸び悩んでいる。こうした需要動向や地政学的リスクの高まりを受けて、製造業のモメンタムは鈍化が続いている。一方で、サービス業のマインドや事業活動はしっかりしている。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物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに低い伸び率が続いている。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、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、外需の改善や景気下支え策もあって、安定成長を続けている。輸出は、欧米やアジア向けを中心に増加を続けている。また、個人消費は、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。一方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産を中心に伸び率が鈍化している。生産は、輸出向けが好調な機械類は堅調であるが、素材や電力などの弱さを背景に、全体として伸び率が鈍化している。N I E s は国毎のばらつきが残っているものの、米国向け輸出の増加を背景にやや上向いている。他方、A S E A N をみると、輸出や個人消費で改善の動きが続いているが、全体としてみれば、成長のモメンタムが鈍化した状態がなお続いている。インド経済は、輸出や個人消費の持ち直しを背景に底入れしている。

新興国の物価面をみると、国・地域毎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、N I E s、タイ、中東欧では基調として低水準で推移している。一方、ブラジル、ロシア、南アフリカ、トルコでは、既往の通貨安の影響や食料品価格の値上がりなどから、再びインフレ率が上昇している。マレーシアやフィリピンでも、堅調な内需を背景に物価は強含んでいる。

海外の金融資本市場をみると、米国の金融政策の先行きを巡る思惑などから、米欧では株価が弱めとなり、ハイ・イールド債のスプレッドも拡大するなど、幾分リスクオフ方向の動きとなった。こうしたもとで、多くの新興国市場でも、株価や通貨が下落した。国際商品市況をみると、需給の緩和などを背景に、幅広い品目で下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、弱めの動きとなっている。実質輸出は、1～3月、4～6月と2四半期連続で前期比小幅のマイナスとなった後、7月は増加したが、8月は再び小幅の減少となった。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについても、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。この間、企業の業況感は、消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持している。9月短観をみると、業況判断DI（全産業全規模）は、6月から小幅悪化したが、「良い」超を維持している。先行きの設備投資についても、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみられる。9月短観で2014年度の設備投資計画（全規模全産業、ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、高水準の収益計画が維持されるもとで、6月短観から上方修正され、前年比+4.2%と増加計画となっている。

雇用・所得環境についてみると、失業率が緩やかな改善傾向をたどるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与も持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比上昇率は緩やかに高まっている。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている。小売業販売額（実質）は、1～3月に駆け込み需要から伸びを大きく高めたあと、4～6月はその反動から大幅な減少となったが、7～8月は4～6月対比で増加した。百貨店やスーパーの売上高は5月以降、持ち直し傾向にある。一方、乗用車の新車登録台数は、4～6月に大幅に減少したあと、7～9月もほぼ横ばいとなった。家電販売額（実質）についても、4～6月に大きく減少したあと、7～8月は小幅の増加にとどまった。より最近の企業からの聞き取り調査によると、小売関連業界全体としてみれば、耐久財以外の分野を中心に反動減の影響は徐々に和らいできており、足もとでは天候不順の影響も減衰してきている模

様である。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いている。先行きについては、当面、駆け込み需要の反動の影響が残るものの、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくとみられる。

鉱工業生産は、耐久消費財や建設財などにおける在庫調整の動きもあって、このところ弱めの動きとなっている。生産は、1～3月に高めの伸びとなったあと、その反動から4～6月にはっきりと減少し、7～8月の4～6月対比も引き続き減少した。先行きについては、当面弱めの動きとなったあと、駆け込み需要の反動の影響が次第に和らぐ中で、緩やかな増加に復していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、横ばい圏内の動きとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、国内企業物価は、当面、横ばい圏内の動き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3割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。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%程度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」の新

規貸付は 25,865 億円となり、今回の貸付実行後の残高は 159,037 億円となった。

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

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、对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、米国の金融政策の先行きを巡る思惑などから、米欧で株価が弱めとなったほか、多くの新興国市場でも株価や通貨が下落するなど、幾分リスクオフ方向の動きがみられたとの認識を共有した。そのうえで、委員は、国際情勢を巡る今後の帰趨や先進国の金融政策の変化、それが国際金融資本市場やグローバル経済に与える影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。このところ国際商品市況が下落していることについて、何人かの委員は、世界経済の回復のもたつきが影響しているとの認識を示した。このうち複数の委員は、需要要因に加え、供給能力の増大という構造的変化も影響している面があると付け加えた。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続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、雇用の改善を背景に個人消費が堅調に推移する中、その前向きな動きが企業部門に波及し、設備投資の回復も明確化するなど、民間需要を中心とした緩やかな景気回復が確かなものになってきているとの認識で一致した。委員は、先行きについても、民間需要を中心に着実な回復を続け、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。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに回復しているが、足もとでは製造業を中心に改善の動きに一服感がみられるとの見方で一致した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで回復が続くとみられるが、過剰債務などの構造問題を踏まえると、回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの認識を共有した。委員は、緩やかなデフレーション基調の継続に引き続き留意が必要であるとの認識で一致した。また、委員は、ロシア・ウクライナ問題がユーロエリア経済に及ぼす影響への懸念を共有した。多くの委員は、最近の追加金融緩和を含めたECBの政策対応やその効果について、注視していきたいと述べた。このうち一人の委員は、ECBの追加緩和にもかかわらず、中長期的な予想物価上昇率が徐々に低下するなど、デフレーション懸念を払拭するには至っていないとの認識を示した。

中国経済について、委員は、足もとでは、製造業部門における過剰設備問題や不動産市場の調整が下押し圧力となり、成長の勢いが鈍化しているが、基調として安定成長が続いているとの認識で一致した。先行きについても、委員は、概ね現状程度の安定成長が続くとの見方を共有した。この間、ある委員は、最近の中国経済の成長の勢い鈍化が世界経済や国際商品市況に及ぼす影響について、注意が必要であると述べた。

NIEs・ASEANを含む新興国経済については、米国などの景気回復の好影響が波及するもとで持ち直している国・地域が徐々に増えているものの、全体としては成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識で一致した。そのうえで、委員は、先行きについては、先進国の景気回復傾向が続くことが見込まれるため、徐々に新興国の成長ペースも高まっていくとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと働いており、基調的には緩やかな回復が続いているとの見方で一致した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいくとの認識を共有した。

輸出について、委員は、弱めの動き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、海外生産移管など構造的な要因を考慮

しても、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくとの見方を共有した。複数の委員は、9月短観で大企業製造業の海外での製商品需給判断D Iが先行き改善していることも、こうした見方を裏付けていると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益の改善が続いていることなどを背景に緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調をたどるとの見方を共有した。委員は、9月短観をみると、企業の業況感は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持しているとの認識で一致した。企業収益について、複数の委員は、過去最高益となった2013年度に続き、2014年度も最高益を更新する可能性が高いと述べた。委員は、こうした業況感や収益動向を背景に、9月短観における2014年度の設備投資計画は上方修正され、しっかりとした増加になっているとの認識で一致した。何人かの委員は、こうした良好な企業マインドや堅調な事業計画は、企業がこのところの景気の弱さを一時的なものとして捉え、前向きな姿勢を維持している証左であるとの認識を示した。ある委員は、こうした前向きな判断の背景として、海外子会社の良好な業績を受けて連結利益が好調であることも指摘できると述べた。別の一人の委員は、人手不足で賃金が上昇する環境下では、企業は省力化のための設備投資等を通じて生産性を高める必要があり、中長期的にはこれが経済全体の生産性を高めていくと考えられると述べた。

雇用・所得環境について、大方の委員は、労働需給が着実な改善を続けるもと、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、消費税率引き上げ後の反動にもかかわらず、企業の積極的な雇用スタンスが維持されていることを指摘し、人手不足感の強まりや好調な企業業績を踏まえると、先行き雇用・所得環境の改善が続く可能性が高いとの見方を示した。この点に関し、一人の委員は、冬のボーナスや、来春にかけての賃金交渉に対する期待を示した。この間、別の委員は、失業率は引き続き低下傾向にあるが、新規求人は減少しており、経済活動が幾分減速していることを反映しているとして述べた。さらに別の委員は、ここ数か月の一人当たり名目賃金の上昇は、ベースアップやこれに伴う調整的な一時金などで高めとなっているが、景気のもたつきが長引く場合には、先行き上昇ペースが鈍化す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・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできているとの認識で一致し

た。委員は、家計支出のうち自動車などの耐久財消費や住宅投資については、駆け込み需要が大きかった分、反動減の影響が長引いているが、百貨店やスーパーの売上高は持ち直し傾向にあり、天候不順の影響も減衰してき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・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、実質所得の低下が個人消費に与える影響の大きさと、それがどの程度の期間にわたって続くかについては不確実性が大きく、予断を持つことなく点検していく必要があるとの見方を示した。このうち一人の委員は、9月の「生活意識に関するアンケート調査」において、家計の景況感や暮らし向き、収入DIが悪化している点を指摘し、実質所得低下の影響は非正規雇用者や低所得者に強く現われている可能性があるとの述べた。

鉱工業生産について、委員は、自動車などの耐久消費財や建設財を中心とした在庫調整の動きもあって、このところ弱めの動きとなっているとの見方で一致した。何人かの委員は、在庫調整の影響が自動車以外の関連業種にも及んでいることを指摘した。先行きについて、大方の委員は、当面、在庫調整の影響などから弱めの動きとなるものの、短観における売上・収益計画が下方修正されていないことを踏まえると、駆け込み需要の反動の影響が次第に和らぐ中で、緩やかな増加に復していくとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、先行きの回復ペースには不確実性があり、しっかりとした回復の時期は後ずれする可能性があるとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、足もと幾分プラス幅が縮小していることを指摘したうえで、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。委員は、最近の前年比プラス幅の縮小は、エネルギー関連品目の押し上げ寄与の低下が主因であるとの認識で一致した。この点について、大方の委員は、消費税率引き上げ後の反動にもかかわらず、企業の価格設定スタンスに特段の変化はみられないとの見方を共有した。もっとも、複数の委員は、いわゆるコアコア指数の上昇に一服感がみられることを指摘し、個人消費のもたつきが影響を及ぼしている可能性もあるとの述べた。先行きについて、何人かの委員は、エネルギー価格の動向によっては、一時的に消費者物価の前年比は1%を割る可能性もあるとの述べた。ただし、大方の委員は、マクロ的な需給バランスが着実に改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も上昇していくもとで、消費者物価は再び上昇傾向をたど

るとの見方を共有した。

予想物価上昇率について、大方の委員は、全体として上昇しているとの認識を共有した。これに対し、一人の委員は、基本的な認識に差異はないものの、消費税率引き上げの影響を除いたブレイク・オープン・インフレ率など中長期の予想物価上昇率を示す指標は8月頃から横ばいないし低下しているため、「足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」と表現すべきであるとの認識を示した。別のある委員は、他の経済指標と異なり予想物価上昇率は直接観察できないため、これまでも様々な指標をやや長い目で評価してきていると述べた。また、複数の委員は、予想物価上昇率の評価にあたっては、アンケートや市場の指標だけでなく、実際に人々の経済行動が予想物価上昇率の高まりを前提にしたものに変化してきているかどうかという点が重要であることを指摘した。

この間、円安のわが国経済への影響について、大方の委員は、現時点では、全体としてみるとプラス方向に働いているとの認識を共有した。委員は、円安は株高や対外資産の増加に伴う資産効果を通じて個人消費を押し上げるほか、製造業の収益増加を通じて設備投資や賃金を増加させるとの見方を共有した。複数の委員は、円安が定着すれば、製造業の海外生産移転のペースを抑制し、国内での設備投資が促されるとの見方を示した。また、何人かの委員は、円安に伴う訪日客の増加により、旅行収支も改善していると指摘した。一方、委員は、円安には輸入価格上昇による交易条件の悪化や、それに伴う実質所得の減少といったマイナス面があるとの認識を共有した。複数の委員は、こうしたマイナス面は、中小企業や非製造業、地方経済に現われやすい点に注意が必要であると述べた。この間、複数の委員は、最近の国際商品市況安を踏まえると、今次円安による交易条件の悪化は、2008年にかけての円安局面に比べ限定的であるとの見方を示した。一人の委員は、円安のネットの経済効果は明らかではないが、貿易構造の変化などから、円安のプラス効果は従来よりも低下してい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

関の貸出態度が改善傾向を続けているほか、C P・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

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、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、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、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、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。複数の委員は、金融政策の前提となる経済・物価情勢について、月々の変動に注目が集まりがちであるが、重要なのは基調的な動きであり、それを情報発信の際に意識する必要が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の見方を示した。

「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。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の、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、こうした「量的・質的金融緩和」の効果は、資産買入れを進めるにつれて、累積的に強まっていくとの認識を共有した。短国レートがマイナスを付けたことについて、何人かの委員は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」のもとで強力な金融緩和を行っていることの現われであると述べた。複数の委員は、期末要因が剥落した後も短国レートはマイナスとなっており、市場機能などへの影響を注視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。

- 9月8日に公表された平成26年4～6月期の実質GDP成長率（2次QE）は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動などにより、前期比年率で-7.1%となり、1次QEから下方改定され、2四半期振りのマイナス成長となった。しかし、駆け込み需要と反動減の影響を除き、経済の趨勢をみるため、1～3月期と4～6月期の実質GDPを平均してみると、前年同期を1.3%上回り、直近の昨年10～12月期を0.5%上回っている。このように、総じてみれば、足もとの景気は、天候不順などの影響もあり、一部に弱さもみられるものの、緩やかな回復基調が続いているものと認識している。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」を達成することを期待している。
- 9月20、21日に、オーストラリア・ケアンズにて開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において、麻生財務大臣から、財政政策について、昨年度補正予算、今年度当初予算の早期実施に努めているとともに、2015年度のプライマリーバランス赤字半減目標に向けて取り組む必要があること、この関連で、8%から10%への消費税率引き上げについては、経済状況などを総合的に勘案して、本年中に適切に判断していくこと、2015年度予算の策定後には、2020年度の基礎的財政収支の黒字化を達成するための新たな

計画を準備する必要があること、など、財政健全化に向けたわが国の取り組みを説明した。こうした取り組みにより、民需主導の経済成長と財政健全化目標の双方の達成を目指していく。

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、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。消費は持ち直しの動きが続いているものの、このところ足踏みがみられる。この夏の天候不順は、個人消費の押し下げを通じ、7～9月期のGDP成長率を前期比0.2～0.6%低下させるとの暫定試算を10月1日の経済財政諮問会議で報告した。先行きは、当面一部に弱さが残るが、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあり緩やかな回復が期待される。駆け込み需要の反動の長期化や海外景気の下振れリスク、円安やエネルギーコストの上昇が中小企業や地域経済に与える影響にも注視する。
- 政府は、9月29日に、好循環実現に向けた政労使会議を再開した。賃金上昇に向けた取り組みなどのフォローアップを行うとともに、労働生産性の向上を通じた経済の好循環の維持・拡大に向けた諸課題について議論していく。成長戦略については、コーポレートガバナンス強化のための会社法改正、ビザ発給要件の一層の緩和、外国人旅行者向け消費税免税制度の対象拡大などを実施してきた。また、「実現する成長戦略」として、実行実現点検会合において、KPIの進捗状況及び施策の実行状況の点検を進めている。さらに、「進化する成長戦略」として、ワーキンググループで検討を深めていく。国家戦略特区については、兵庫県養父市、福岡市及び関西圏の区域計画が認定された。10月1日には、東京圏の第1回区域会議が開催された。また、9月12日に第1回まち・ひと・しごと創生本部会合を開催し、基本方針を決定した。豊かで明るく元気な地方の創生に向けて、次元の異なる大胆な政策を実施していく。
- 日本銀行には、2%の「物価安定の目標」に向けて引き続き取り組むことを期待している。

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、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。

白井委員は、多数意見の対外公表文案における予想物価上昇率の記述について、「足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」との表現にすべきとの反対意見を表明した。

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(9月3、4日開催分)が全員一致で承認され、10月10日に公表することとされた。

以 上

2014年10月7日

日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。輸出は弱め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、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いている。鉱工業生産は、在庫調整の動きもあって、このところ弱めの動きとなっている。企業の業況感は、消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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^{（注1）}。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいくとみられる。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。

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。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注2)。

以 上

^(注1) 白井委員は、予想物価上昇率の記述について、足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている、との表現にすべきであるとして反対した。

^(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）。

(26年10月31日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年10月31日(9:00～13:39)

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	宮下一郎	財務副大臣
内閣府	前川 守	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	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	加藤 涼

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6、7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251～260兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレポレートとも、0.1%を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、本行の買入れオペが高水準となるもとで、投資家が年末のデュレーション調整を目的とした短期国債の購入を前倒しで行ったことなどを受けて、マイナス幅がやや拡大した。

長期金利（10年債利回り）をみると、米欧の経済指標の予想比下振れなどを受けたリスクオフの流れのなかで、0.4%台半ばまで低下したが、海外金利と比べると低下幅は限定的なものとなった。株価（日経平均株価）は、海外株価が下落するなかで、為替相場が円高ドル安方向の動きとなったことも相まって、いったんは14千円台半ばまでやや大きく下落した。その後は、堅調な米国企業決算などを背景に海外株価が持ち直すなかで本邦株価も値を戻し、最近では15千円台後半で推移している。REIT価格は、本邦株価下落等を受けて、幾分下落したが、その後値を戻し、最近では前回会合時点と概ね同じ水準となっている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、リスクオフの流れのなかで、日米金利差が縮小したことなどを受け、いったんは105円台まで円高ドル安方向に進んだが、その後は、リスクオフの流れがやや一服したことで、円安ドル高方向の動きとなり、期間を通じてみれば横ばい圏内の動きとなった。この間、ユーロの対ドル相場は、概ね横ばい圏内の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

^{（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。」

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。個人消費は、堅調な雇用増加が続いているもとの、引き続き堅調に推移している。住宅投資は、緩やかな持ち直し基調が続いている。輸出は、増加が続いている。こうした内外需の増加を背景に、生産活動も、しっかりとした増加基調が続いている。物価面をみると、引き続き落ち着いて推移している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化している。個人消費は、緩やかな回復基調を続けている。設備投資は、ドイツを中心に持ち直しに向けた動きが続いている。他方、輸出は、このところ伸び悩んでいる。こうした需要の鈍化やマインドの慎重化を背景に、生産活動の回復ペースが鈍化している。物価面をみると、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにECBの目標（2%未満で2%近傍）をはっきり下回る低い伸び率が続いている。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、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、外需の改善や景気下支え策もあって、安定成長を続けている。輸出は、欧米やアジア向けを中心に増加を続けている。また、個人消費は、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。一方、固定資産投資は、公共投資が引き続き堅調に推移しているものの、不動産投資の伸びが鈍化しており、全体としては緩やかな増勢鈍化が続いている。生産は、このところ伸びを僅かに鈍化させている。この間、NIEsをみると、国毎のばらつきが残っているものの、米国向け輸出の増加を背景にやや上向いている。一方、ASEANは、輸出や個人消費で改善の動きが続いているが、全体としてみれば、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、輸出や個人消費の持ち直しを背景に底入れしている。

新興国の物価面をみると、国・地域毎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、フィリピン、マレーシア、インドネシアでは、このところ低下している。韓国、台湾、タイでは基調として低水準で推移している。一方、ブラジル、ロシアでは、食料品価格の値上がりなどから、インフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、不安定な動きが一時強まり、足もとの持ち直しの動きの中でもユーロ圏や新興国のリスク性資産の買い戻しは緩慢で、神経質な地合いが残っている。国際商品市況をみると、原油は需要・供給双方の要因から、下落基調が続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、振れを均せば横ばい圏内の動きとなっている。9月の実質輸出は前月比プラスとなり、7～9月の前期比も+1.6%と小幅ながら3四半期振りの増加に転じた。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについても、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。この間、企業の業況感を月次で見ると、やや慎重な動きもみられているが、総じて良好な水準が維持されている。機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、7～8月の4～6月対比は+3.8%と増加した。先行きの設備投資についても、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみられる。日本政策金融公庫による中小製造業設備投資動向調査（9月）で、中小製造業の2014年度の設備投資の修正計画をみると、4月の当初調査からはっきりと上方修正され、2013年度に続いて増加が見込まれている。

雇用・所得環境についてみると、失業率が緩やかな改善傾向をたどるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与も持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比上昇率は緩やかに高まっている。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている。小売業販売額（実質）をみると、4～6月は大幅な減少となったが、7～9月は前期比で+3.0%増加した。月次でも8月、9月と2か月連続で前月比増加となるなど、夏場の天候不順の影響剥落もあって、耐久財以外の分野を中心に駆け込み需要の反動減の影響は和らいできている。大型小売店の売上高（名目）をみても、夏場の天候不順の影響は8月下旬から9月にかけて減衰し、反動減の影響も耐久財以外の分野を中心に和らいできている。この間、耐久財についてみると、家電販売額（実質）については、4～6月に大きく減少したあと、7～9月は増加したが、前期の落ち込み幅と比べると小幅にとどまった。旅行などのサービス消費は、基調としては底堅い動きを続けている。先行きの個

人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとみられる。

住宅投資は、首都圏の新築マンション販売で弱めの動きが続いているなど、駆け込み需要の反動減が続いている。先行きについては、当面、駆け込み需要の反動の影響が残るものの、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくとみられる。

鉱工業生産は、耐久消費財や建設財などにおける在庫調整の動きもあって、1～3月に高めの伸びとなったあと、その反動から4～6月にはっきりと減少し、7～9月の4～6月対比も引き続き減少した。先行きについては、駆け込み需要の反動の影響が次第に和らぐ中で、緩やかな増加に復していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、横ばい圏内の動きとなっている。9月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1.0%となった。先行きについて、国内企業物価は、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。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%程度の伸びとなっている。市場の指標などから算出される予想物価上昇率は、やや長い目でみれば上昇してきているが、夏場頃からは多くの指標で横ばいとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

国際金融資本市場について、委員は、一頃みられたリスク回避姿勢の強まりは幾分後退しているものの、依然神経質な地合いが残っているとの見方で一致した。国際商品市況について、大方の委員が、このところ原油価格が下落していることを指摘した。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続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、雇用の改善を背景に個人消費が堅調に推移する中、民間需要を中心とした緩やかな景気回復が続いているとの認識で一致した。委員は、先行きについても、家計支出を起点とする前向きな循環に支えられながら、徐々に成長率を高めていくとの見方を共有した。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、債務問題に伴う調整圧力が残り、物価上昇率の低下傾向もみられるものの、個人消費の底堅さや輸出の増加などに支えられ、緩やかな回復が続けるとの見方を共有した。また、委員は、緩やかなデイスインフレ基調の継続に引き続き留意が必要であるとの認識で一致した。

中国経済について、委員は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、堅調な輸出や景気下支え策もあって、安定成長を続けているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、幾分成長ペースを鈍化させながらも、概ね安定した成長を続けるとの見方を共有した。この間、複数の委員は、最近の中国経済の成長の勢い鈍化が世界経済や国際商品市況に及ぼす影響について、注意が必要であると述べた。

新興国経済については、委員は、N I E s については、国毎のばらつきが残っているものの、米国向け輸出の増加を背景にやや上向いているとの見方を共有した。一方、A S E A N については、輸出や個人消費で改善の動きが続いているが、全体としてみれば成長モメンタムの鈍化した状態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、国・地域毎に差は残るものの、先進国の景気回復の波及と、緩和的な金融環境を受けた内需の持ち直しから、成長率を緩やかに高めていくとの見方を共有した。

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が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと働いており、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方で一致した。

輸出について、委員は、振れを均せば横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。設備投資について、委員は、企業収益の改善が続いていることなどを背景に緩やかに増加しているとの見方を共有した。雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しているとの見方を共有した。個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできているとの認識で一致した。その一方で、多くの委員が、消費税率引き上げが個人消費を下押しする影響は、駆け込みの大きかった耐久財や住宅を中心に長引いているとの見方を示した。

鉱工業生産について、委員は、足もとの前月比はプラスとなった一方、自動車などの耐久消費財や建設財を中心とした在庫調整の動きはなお続いているとの見方で一致した。

物価面について、大方の委員は、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、このところ物価の下押し要因として働いていると指摘した。多くの委員は、原油価格の下落の影響などから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、+1%前後で推移するとの見方を示した。多くの委員は、現状程度の原油価格を前提とした場合、前年比でみた物価上昇率への下押し圧力は、来年度前半

頃まで継続することとなるため、物価見通しは7月の中間評価と比べて下振れるとの見方を示した。このうち何人かの委員は、こうした物価面での下押し圧力が、予想物価上昇率に与えるマイナスの影響について懸念を表明した。現状の予想物価上昇率について、何人かの委員は、全体として上昇しているとの認識を示した。別の一人の委員は、やや長い目でみれば上昇傾向は続いているものの、消費税率引き上げの影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率など中長期の予想物価上昇率を示す指標は8月頃から横ばいないし低下していると指摘した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

多くの委員は、原油価格の下落は長い目でみて日本経済にとってプラスであるものの、このところの大幅な下落は、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きと合わせて、短期的には物価の下押し要因として働いていると指摘した。そのうえで、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクが大きいと述べた。これらの委員は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、このタイミングで追加的な金融緩和を行うべきであると述べた。このうち何人かの委員は、わが国では、長年にわたってデフレが続いたため、予想物価上昇率の形成は、実際の物価上昇率の動きに大きな影響を受ける傾向があり、ここで物価上昇の足踏みが長引けば、影響が懸念されると述べた。このうち一人の委員は、このことは、年末から来年にかけて、企業が事業計画を策定したり、賃金交渉を行う重要な時期であることを踏まえると、特に重要であると付け加えた。

また、何人かの委員は、日本銀行は、昨年4月に「量的・質的金融緩和」を導入した際、「2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期に」「物価安定の目標」を実現するとのコミットメントを行っているが、追加緩和を実施するに当たっては、デフレ脱却に向けた揺るぎない決意を示すために、こうした考え方にいささかも変わりがないことをしっかりと説明していく必要があると述べた。このうち一人の委員は、日本銀行は、これまで、何らかのリスク要因によって見通しに変化が生じ、2%の「物価安定の目標」を実現するために必要であれば、躊躇なく調整を行うとの方針を繰り返し述べており、ここで政策対応を

行わなければ、そうしたコミットメントを反故にするものであると理解され、日本銀行に対する信認が大きく損なわれる可能性もあると述べた。この間、別の一人の委員は、今回、追加的な金融緩和を実施することによって、2015年度下期には、2%の「物価安定の目標」の安定的な達成が十分視野に入ると考えられ、そうであれば、その時期には、出口戦略の議論を開始できる状況になる可能性もあると述べた。また、一人の委員は、今回提案された追加緩和措置は、景気の前向きな循環メカニズムが維持される中で、回復を後押しするものであり、企業収益や雇用・賃金などに対してこれまで以上にしっかりとした効果を発揮していくことが期待できると付け加えた。

この間、複数の委員は、もともと「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」を安定的に持続するために必要な時点まで継続するものであり、オープンエンドの措置であることをしっかりと説明していくべきであると述べた。

具体的な追加緩和の内容について、何人かの委員は、今回の措置が人々のマインドに働きかけるものであることを踏まえると、戦力の逐次投入と受け取られないよう、リスク量や副作用も勘案のうえ、可能な限り大きな規模を目指すべきであると述べた。そのうえで、複数の委員は、①マネタリーベースの増加ペースを年間約60~70兆円から約80兆円に拡大するとともに、②長期国債の買入れ額についても、年間約50兆円から約80兆円に拡大することが望ましいと述べた。このうち一人の委員は、このところ短中期金利が大きく低下する一方で、やや長めのゾーンは相対的に高めであることを指摘したうえで、イーールドカーブ全体の金利低下を促すという「量的・質的金融緩和」の基本的な狙いを実現するためには、短期国債買入れとのバランスや、長期国債の買入れ平均残存期間などもあわせて検討すべきであると付け加えた。この点に関し、何人かの委員は、資産買入れ方針は、金融市場調節部署が金融市場の動向を踏まえてある程度柔軟に対応できるようにする必要があると述べた。また、複数の委員は、ETFおよびJ-REITといったリスク性資産の買入れについても、思い切って増加すべきであると述べた。この間、委員の質問に対応して、執行部からは、オペレーション面の対応可能性やリスク量などについて補足説明を行った。

一方、何人かの委員は、現時点で追加的な金融緩和を行うことに慎重な見方を示した。これらの委員は、先行きの物価見通しに対するリスクが大きくなっているとの見方は共有しつつも、経済・物価の基本的な前向きのメカニズムは維持されており、現行の金融市場調節方

針・資産買入れ方針を継続することが適当であると述べた。また、何人かの委員は、追加的な金融緩和による効果は、それに伴うコストや副作用に見合わないとして述べた。追加緩和の効果について、何人かの委員は、追加緩和によって金利は一段と低下すると見込まれるものの、名目金利は既に歴史的な低水準にあり、実質金利も大幅なマイナスとなっていることや、資産買入れの効果はその進捗とともに累積的に強まる性質のものであることを踏まえると、経済・物価に対する限界的な押し上げ効果は大きくないと述べた。また、期待への働きかけについて、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」は導入時には人々の期待を変化させる効果を持ったが、追加的にこれを拡大しても、その効果は導入時と比べてかなり限定的なものにとどまると述べた。このうち一人の委員は、効果の持続性についても疑問があると付け加えた。追加緩和のコスト・副作用について、複数の委員は、市場機能の一段の低下を指摘した。このうちの一人の委員は、MMFやMRFなどで運用難のリスクが高まる可能性があるとして述べた。さらに、複数の委員は、一段の金利の低下が金融機関の収益や仲介機能に与える影響について懸念を示した。この間、何人かの委員は、年間約80兆円の増加ペースで国債買入れを行うとなれば、フローでみた市中発行額の大半を買い入れることになるため、国債市場の流動性を著しく損なうだけでなく、実質的な財政ファイナンスであるとみなされるリスクが、より高くなると指摘した。また、一人の委員は、結果として円安が進めば、これまで景気回復を下支えしてきた内需型の中小企業への悪影響が懸念されると述べた。

この間、人々のインフレ予想について、ある委員は、人々の行動様式は、緩やかな物価上昇を前提としたものに着実に変わりつつあることを踏まえると、「量的・質的金融緩和」は、その役割を十分に果たしていると評価できるとしたうえで、月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきではないとして述べた。複数の委員は、帰属家賃を除いた消費者物価の前年比は1%台後半で推移しており、消費税率引き上げ分も考慮すると、物価は相応に上昇しているというのが家計の実感であると述べた。この間、別の複数の委員は、2%の「物価安定の目標」は、成長期待の高まりなどを踏まえて中長期的に達成すべきものであり、「2年程度の期間」に過度にこだわるべきではないとして述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う

との認識を共有した。

もっとも、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、①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、また、②物価安定目標の達成期間を見直すことが適当であるとの見方を示した。この委員は、現在の物価上昇率と予想物価上昇率は、需給ギャップがゼロのもとでの潜在成長力に見合った水準に近いとの見方を示した。よって、現状では、追加緩和よりも成長力を強化するための構造改革が、より重要な局面であると付け加えた。

IV. 政府からの出席者の発言

金融市場調節方針の変更等に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（12時31分中断、12時42分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本銀行による「量的・質的金融緩和」の導入から1年半余りが経過したが、この間、大胆な金融政策を含む「三本の矢」の効果もあり、日本経済はこのところ弱さがみられるものの、緩やかな回復基調が続いており、また近年にない賃上げの動きも広がっている。本日の提案は、経済の好循環をさらに後押しし、持続的な経済成長に繋げるための措置として、政府としても歓迎する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、当面弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって緩やかに回復していくことが期待される。ただし、駆け込み需要の反動の長期化や海外景気の下振れなど、わが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。
- 政府は、第2回政労使会議において、賃金上昇の成果が出つつあることを確認した。経済の好循環を拡大するため、賃金の水準と体

系の両方の改善が必要である。賃金体系は、個々の労使間で決定することが基本であるが、子育て世代や非正規労働者の処遇改善といった大きな方向性は、政労使で共通認識を醸成していきたい。また、女性の力が発揮され、社会が活性化するように、総理を本部長とする「すべての女性が輝く社会づくり本部」を設置した。第1回本部では政策パッケージを決定した。また、関連法案を今国会に提出した。地方創生についても、関連法の改正案を今国会に提出した。国家戦略特区については、追加の規制改革事項を盛り込んだ改正法案を今国会に提出する。沖縄県で第1回区域会議が開催され、指定した全6区域で区域会議が立ち上がった。TPPについては、先日シドニーにおいてTPP閣僚会合が開催され、物品等の市場アクセス交渉および知的財産等のルール分野の交渉をさらに進展させた。

- 本日の金融政策決定会合での議論については、時宜を得たものとする。本日の議論を踏まえて、日本銀行が、引き続き2%の物価安定目標の実現に向けて取り組まれることを期待する。また、金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分に説明して頂きたいと思う。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、白井委員

反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

2. 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、また、買入れの平均残存期間を、現状の 7 年程度から 7 年～10 年程度に延長すること、② E T F および J - R E I T の保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、また、J P X 日経 400 に連動する E T F を買入れの対象に加える旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、白井委員

反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

VI. 「経済・物価情勢の展望」に関する検討と決定

1. 経済・物価情勢の展望

以上の議論によって決定された金融市場調節方針および資産買入れ方針を前提としたうえで、「経済・物価情勢の展望」に関する議論を行った。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、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方で一致した。そのうえで、従来の見通しと比べると、成長率の見通しは、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから、2014 年度について幾分下振れるものの、2015 年度、2016 年度については、従来の見通し対比、概ね不変との見方を共有した。見通し期間の景気の展開について、委員は、2014 年度下期については、個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響がしばらくは残るものの次第に減衰し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、底堅く推移すると見込まれるとの見方で一致した。設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに働くもとで、長年の投資抑制による設備老朽化に対応した更新投資や、労働需給の引き締まりを受けた省力化投資、為替相場の動きも踏まえた国内拠点の再構築などの投資ニーズの高まりがみられることから、しっかりと増加するとの見方を共有した。輸出は、海外経済が回復するもとで、為替相場の動きも下支えとなり、緩やかな増加に向かっていくとの見方を共有した。2015

年度から 2016 年度にかけては、2 回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、①緩和的な金融環境と成長期待の高まりを受けた国内民間需要の堅調な増加と、②海外経済の成長による輸出の増加に支えられて、前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を上回る成長が続くと見込まれるとの見方で一致した。

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、多くの委員は、消費者物価の前年比は、①当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち 2015 年度を中心とする期間に 2 %程度に達する可能性が高い、また、②その後、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられるとの見方を共有した。一方、一人の委員は、見通し期間の「終盤までに」2 %程度に達する可能性が高いとの見方を示した。別の一人の委員は、見通し期間の中盤頃に 2 %程度を「見通せるようになる」可能性が高いとの見方を示した。さらに別の一人の委員は、消費者物価の前年比は、今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移する可能性が高いとみられるとの見方を示した。

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。

実体経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①輸出動向に関する不確実性、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の 4 点を挙げた。

物価に固有の上振れ・下振れ要因として、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、③物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、④輸入物価の動向の 4 点を挙げた。

2. 「経済・物価情勢の展望」の決定

以上の議論を踏まえ、「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。

白井委員からは、物価見通しについて、「見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である 2 %程度に達する可能性が高い」を「見通し期間の終盤までに 2 %程度に達する可能性が高い」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：白井委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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物価見通しについて、「次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する」から「見通し期間の中盤頃に2%程度を見通せるようになる」に変更すること、②第1の柱の中心的な見通しについて、「2%程度の物価上昇率を実現し」から「2%程度の物価上昇率を目指し」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：佐藤委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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、「中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく」から「中長期的な予想物価上昇率も安定的に推移する」に変更すること、②物価見通しについて、「当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する」から「今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移する」に変更すること、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」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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、中曽委員、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. 対外公表文（「量的・質的金融緩和」の拡大）の検討

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

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。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(「量的・質的金融緩和」の拡大)〈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6、7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

2014年10月31日

日本銀行

「量的・質的金融緩和」の拡大

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、以下の措置を決定した。

(1) マネタリーベース増加額の拡大（賛成5反対4）^(注1)

マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）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) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化（賛成5反対4）^(注2)

① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。

② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える¹。

2. わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎはじめているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断した。

¹ CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。

3. 今後も、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²(注3)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、白井委員。反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。反対した委員は、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当であるとした。

(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、白井委員。反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。反対した委員は、これまでの資産買入れ方針を維持することが適当であるとした。

(注3) 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)。

² 「量的・質的金融緩和」は、こうした方針のもとでオープンエンドで実施している。現在の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続した場合の本年末のバランスシートの見込みおよび今後の各項目の年間増加ペースは別紙のとおり。

(別紙)

日本銀行のバランスシートの見通し

(単位：兆円)

	13年末 (実績)	14年末 (見通し)	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	202	275	+約80兆円

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	142	200	+約80兆円
CP等	2.2	2.2	残高維持
社債等	3.2	3.2	残高維持
ETF	2.5	3.8	+約3兆円
J-REIT	0.14	0.18	+約900億円
その他とも資産計	224	297	
銀行券	90	93	
当座預金	107	177	
その他とも負債・純資産計	224	297	

(26年11月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年11月18日(14:00～16:05)
11月19日(9:00～12:19)

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	中川 真	大臣官房審議官(大臣官房担当)(18日)
	宮下一郎	財務副大臣(19日)
内閣府	中村昭裕	大臣官房審議官(経済財政運営担当)(18日)
	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(19日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田真一
企画局審議役	高口博英(19日 9:00～9:07)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司(19日 9:00～9:07)
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	飯島浩太

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（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255～261兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレポレートとも、概ね0.1%を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、若干の振れを伴いつつも総じてマイナス領域での動きとなっている。

債券市場では、前回会合以降、イールドカーブのフラット化が進んでいる。すなわち、金利をみると、中長期ゾーンは、本邦株価の大幅上昇や為替の円安方向の動きなどを受けて幾分上昇しているのに対して、超長期ゾーンは、日本銀行の長期国債買入れの増額決定などを受けて、やや大きめに低下している。株価（日経平均株価）は、米欧株価が総じて堅調に推移する中、日本銀行の金融緩和の拡大や為替の円安方向の動き、一部機関投資家による株式投資ウエイト引き上げの方針公表などを受けて大幅に上昇し、最近では17千円台前半で推移している。R E I T価格は、不動産ファンダメンタルズの改善見通しが維持される中、日本銀行のJ-R E I T買入れの増額決定もあって上昇している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、日米の金融政策の方向性の違いが強く意識されたことなどから、円安ドル高方向の動きとなっており、最近では117円台で推移している。この間、ユーロの対ドル相場は、幾分ユーロ安ドル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、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。個人消費は、雇用増加が続いているもとで、引き続き堅調に推移

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

している。住宅投資は、緩やかな持ち直し基調が続いている。輸出は、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムは引き続きしっかりとしており、設備投資も回復している。物価面をみると、引き続き落ち着いて推移している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化している。輸出は、このところ伸び悩んでいる。生産も横ばいとなっている。企業マインドが幾分慎重化しており、設備投資は持ち直しに向けた動きに一服感がみられる。もっとも、個人消費は、所得が底堅く推移するもとの、緩やかな回復基調を続けている。物価面をみると、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにECBの目標（2%未満で2%近傍）をはっきり下回る低い伸び率が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

新興国経済をみると、中国経済は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているものの、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。また、個人消費は、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。一方、固定資産投資は、公共投資が引き続き堅調に推移しているものの、不動産投資や製造業投資の伸びが鈍化しており、全体としては増加ペースが緩やかになってきている。生産も、緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、国毎のばらつきが残っているものの、米国向け輸出の増加や個人消費の持ち直しを背景に上向いている。一方、ASEANは、輸出や個人消費で改善の動きが続いているが、全体としてみれば、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、輸出や個人消費の持ち直しを背景に底入れしている。ブラジルやロシア経済は、停滞が続いている。

新興国の物価面をみると、エネルギー価格の下落などから、多くの国でインフレ率が低下してきている。一方、ブラジル、ロシアでは、通貨安の影響や食料品価格の値上がりなどから、インフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、一段とドル高が進行した。先進国市場では、米国の良好な経済指標や企業業績などを背景に株価は堅調に推移した。一方で、新興国市場では、FRBの金融政策の正常化に向けた動きが意識されていることもあって、株価や通貨は全体として軟調な展開となった。国際商品市況をみると、原油は、需給軟化懸念を背景に引き続き下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。9月の実質輸出は前月比プラスとなり、7～9月の前期比も+1.6%と小幅ながら3四半期振りの増加に転じた。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けたあと、次第に減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。この間、企業の業況感を月次で見ると、中小企業を中心にやや慎重な動きもみられているが、総じて良好な水準が維持されている。資本財総供給を「除く輸送機械」ベースで見ると、4～6月に1～3月の大幅増の反動減がみられたあと、7～9月は横ばい圏内の動きとなっているが、振れを均してみれば、緩やかな増加基調は維持されている。機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6月に1～3月の高めの伸びの反動で大きめの減少となったあと、7～9月は+5.6%の増加となった。先行きの設備投資についても、企業収益が改善傾向をたどる中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境についてみると、失業率が緩やかな改善傾向をたどるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与も持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比上昇率は緩やかに高まっている。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。販売統計の多くは、4～6月に大幅に減少したあと、7～9月は緩やかな増加に転じており、耐久財以外の分野では、駆け込み需要の反動の影響は和らいでいる。耐久財についても、乗用車の新車登録台数は、駆け込み需要の反動の影響から4～6月に大きく減少したあと、7～9月に続き10月も7～9月対比で小幅増加するなど、概ね下げ止まってきている。旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。消費者コンフィデンス関連指標をみると、消費者態度指数は、やや長い目でみた緩やかな改善傾向は維持されているが、足もとでは改善に一服感がみられる。先行きの個人

消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いているが、先行指標である新設住宅着工戸数が下げ止まりつつあるなど、足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられている。先行きについては、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。

鉱工業生産は、在庫調整が続くもとで、弱めの動きが残っている。生産は、1～3月に駆け込み需要への対応もあって高めの伸びとなったあと、4～6月はその反動からはっきりと減少し、7～9月も-1.9%の減少となった。もっとも、月次で見ると、9月は出荷が高い伸びとなる中で、生産は幅広い業種で持ち直し、全体でも前月比+2.9%の増加となっている。先行きについては、駆け込み需要の反動などの影響が次第に収束していくもとで、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、国内企業物価は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+1%程度となっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、当面現状程度のプラス幅で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。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%台前半の伸びとなっている。

Ⅱ．「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正について

1．執行部からの説明

J P X日経 400 に連動する E T F を資産買入れの対象に加え、また、買入れた J - R E I T について自己投資口取得に応じ得ることとするため、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正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、米国の堅調な経済指標や良好な企業決算などを背景に投資家のリスクセンチメントの改善が続き、総じて落ち着いた展開であったとの見方で一致した。何人かの委員は、国際的な金融規制が市場に与える影響について、F R B の金融政策が正常化に向かう過程でどのように現れてくるか注視する必要があると指摘した。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続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、民間需要を中心とした緩やかな景気回復が着実に続いているとの認識で一致した。委員は、雇用の改善を背景に個人消費が堅調に推移し、そのことが企業活動にも好影響をもたらしているとの見方を共有した。委員は、先行きについても景気は回復を続け、家計支出を起点とする前向きな循環に支えられながら、徐々に成長率を高めていくとの認識を共有した。何人かの委員は、ガソリン価格の下落に伴う実質購買力の増加や株高による資産効果が個人消費を押し上げることが期待できると指摘した。また、複数の委員は、雇用コスト指数でみると、賃金上昇率に上振れの兆候がみえ始めているとの見方を示した。このうち一人の委員は、先行き、人件費増加が企業収益の圧迫等を通じて経済を下押しするリスクに

留意したいと述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化しているとの見方を共有した。先行きについて、委員は、債務問題に伴う調整圧力が残り、物価上昇率の低下傾向もみられるものの、個人消費の底堅さや輸出の増加などに支えられ、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。同時に、委員は、低インフレが長引く可能性には留意が必要であるとの認識を共有した。一人の委員は、低インフレと低成長が共存する状況にあり、デフレリスクを解消しなければ、回復が長続きしない恐れがあるとの見方を示した。何人かの委員は、既往の金融緩和の効果を含め、ECBの政策対応の動向を注視したいと述べた。

中国経済について、委員は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、幾分成長ペースを鈍化させながらも、総じて安定した成長を続けるとの見方を共有した。この間、ある委員は、不動産市場の調整が長引く可能性や政府が構造調整を優先するもとで内需が減速するリスクについて注意が必要であると指摘した。

新興国経済について、委員は、米国を中心とする先進国向け輸出の増加を起点に景気が持ち直している国・地域が徐々に増えている一方で、ASEANの一部、ブラジル、ロシアなどでは依然弱めの動きが残っており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識で一致した。そのうえで、委員は、先行きについて、国・地域毎に差は残るものの、先進国の景気回復の波及と、緩和的な金融環境を受けた内需の持ち直しから、成長率を緩やかに高めていくとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方で一致した。多くの委員が、7～9月のGDP（1次速報値）について、4～6月の落ち込みからの反発力の弱さを示すものとの認識を示した。もっとも、委員は、①賃金が緩やかな上昇を続けるもとで、販売統計などをみると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は和らいでき

ていること、②在庫調整が進むもとの9月の生産は増加に転じていること、③機械受注（船舶・電力を除く民需）が4か月連続で増加していることなどを指摘しつつ、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムが依然として作用し続けているとの認識で一致した。こうしたもとの、景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に収束に向かっているとの見方を共有した。

輸出について、委員は、横ばい圏内の動きとなっており、先行きについては、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていると認識で一致した。複数の委員は、海外生産移管の影響が下押し要因として作用し続ける点に注意を促した。この点、ある委員は、やや長い目でみれば、現状程度の為替相場の水準が続けば、海外生産移管の動きも抑制されていくと考えられる点を強調した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあり、先行きも、緩やかな増加基調を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、7～9月のGDP（1次速報値）の設備投資が前期比小幅のマイナスとなった点について、資本財総供給など供給側の統計の弱さを反映したものであるが、企業収益は良好で、設備投資計画もしっかりしており、先行指標である機械受注が4か月連続で増加していることなどを踏まえると、先行きは増加が見込まれるとの認識を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとの、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。何人かの委員が、各種のアンケート調査などを踏まえると、今年の冬季賞与についても、前年比で明確な増加が期待できるとの見方を示した。一人の委員は、改善の勢いに一服感がみられた労働市場も、9月の求人者数や労働時間などの指標をみると再びモメンタムを取り戻しているとの見解を述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいるとの認識で一致した。委員は、販売統計の多くが増加に転じるなど、耐久消費財以外の分野では、駆け込み需要の反動の影響が和らいでおり、また、反動が長引いていた自動車などの耐久消費財についても、概ね下げ止まっているとの認識を共有した。委員は、先行きの個人消費について、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとの見方で一致した。複数の委員は、エネルギー価格の下落は、実質所得を

増加させる方向に作用するため、個人消費には好影響を及ぼすと指摘した。

何人かの委員は、今回、消費税率の2段階の引き上げが想定されていたもとで、耐久消費財を中心に、2回分の駆け込み需要とその反動が生じた可能性に言及した。ある委員は、消費税率引き上げ以外に、ソフトウェアのサポート期限切れや建設機械の排ガス規制の強化といった要因による駆け込みとその反動が重なったと述べた。別の一人の委員は、過去に比べて、消費税率引き上げによる実質所得低下の影響が低所得者層を中心に大きいことなどが影響している可能性を指摘した。また、何人かの委員は、夏場までは反動の大きさは概ね想定内との声が多かったことを踏まえると、それ以降の天候不順が反動の影響をやや長引かせる要因となった可能性があるとの見解を示した。

この間、多くの委員が、最近、消費者マインド関連などの指標が幾分慎重化方向の動きとなっている点を指摘した。この背景について、複数の委員は、天候要因に加え、円安のマイナス面や2回目の消費税率の引き上げが広く報じられたことが影響した可能性を指摘した。もっとも、別の複数の委員は、雇用・所得環境は着実に改善しており、冬季賞与についても増加が期待できることを踏まえると、今後、消費者マインド関連などの指標は改善に向かうとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いているが、足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられており、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの見方で一致した。住宅投資の反動減について、複数の委員が、人手不足や資材価格高騰の影響もあると指摘した。

鉱工業生産について、委員は、在庫調整が続くもとで、弱めの動きが残っているが、先行きは、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、9月の生産が前月比でプラスとなったことや、企業からの聞き取り調査によると、10～12月、来年1～3月は生産の緩やかな増加が続く見込みであることを指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%程度となっており、当面現状程度のプラス幅で推移するとの見方で一致した。多くの委員が、既往のエネルギー価格の下落が、今後しばらく、消費者物価の下押し圧力として働くとの見方を示した。このうち何人かの委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみた

消費者物価の前年比が、一時的に1%を割る可能性がある」と指摘した。この間、複数の委員は、為替相場の円安方向の動きなどを背景に仕入コストの上昇圧力が高まっていくもとで、企業がコストの上昇を販売価格に転嫁できるかどうか注目する必要があると述べた。予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの認識を共有した。

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が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

「量的・質的金融緩和」の拡大後の市場動向について、多くの委員が、国債市場においては、市場の反応は落ち着いており、長めのゾーンの金利が大きめに低下するかたちでイールドカーブがフラット化したこと、また、株価やJ-REIT価格が上昇したことなどを指摘しつつ、これまでのところ市場はポジティブに反応しているとの見解を明らかにした。ある委員は、この間の株価や為替相場の動きは、企業収益や米国経済などファンダメンタルズの改善を伴っているとの見方を示した。これに対し、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の拡大後も長期金利が低位で安定しているのは、国債市場において日本銀行が過大な存在となっていることが背景にあり、不均衡蓄積のリスクがあるなど、必ずしも歓迎すべきものではないと述べた。

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。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、前回の金融政策決定会合で拡大を決定したこともあって、引き続き所期の効果を発揮しているとの判断を共有した。すなわち、これらの委員は、わが国の長期金利は低位安定しており、やや長い目でみた予想物価上昇率の高まりともあいまって、実質金利は低下方向にあり、そのことが企業・家計の支出行動を支えているとの認識を示した。複数の委員が、「量的・質

的金融緩和」の拡大を決定した先月末以降、ブレイク・イーブン・インフレ率などのマーケットの予想物価上昇率の指標が上昇していることを指摘した。ある委員は、予想物価上昇率については、様々な指標をやや長い目で評価すべきものであるとしつつも、「量的・質的金融緩和」の拡大により、日本銀行の「物価安定の目標」実現に向けた強いコミットメントを改めて示したことで、企業の賃金交渉スタンスや価格設定行動などにも好影響を与えていくのではないかとの期待を明らかにした。別の一人の委員は、インフレ予想がアンカーされていない日本では、実際の物価上昇率の低下が予想物価上昇率に影響を及ぼすため、「量的・質的金融緩和」を拡大したことは、先手を打つ意味で必要な対応であったと強調した。

前回会合で「量的・質的金融緩和」の拡大に反対した委員のうち何人かは、直ちに拡大前の金融市場調節方針および資産買入れ方針に戻ると日本銀行の政策運営の信認が損なわれる惧れがあるなどとして、今回、拡大前の金融市場調節方針および資産買入れ方針に戻すことを求める考えはない、との立場を明らかにした。このうち一人の委員は、市場と適切なコミュニケーションを図りながら、市場の状況に応じた弾力的なオペレーションを行うなどの工夫によって、追加措置に伴うリスクを最小限にとどめるよう努力すべきであるとの見解を述べた。また、ある委員は、大量の国債買入れにより長期金利を押し下げること、金利による財政規律維持のメカニズムが損なわれるリスクについては、これまで以上に留意する必要があるとの見方を示した。

この結果、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見方を示した。資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は 7 年～10 年程度とすること、②ETF および J-R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、2%の「物

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。

別の一人の委員は、「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、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を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を主張した。

何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」の効果が幅広く行きわたるためには、大企業を中心に増加基調にある企業収益が、雇用・賃金の増加、国内での設備投資、下請企業等との取引価格の上昇といったかたちで、家計や地域経済、中小企業にしっかり波及していく必要があるとの認識を述べた。複数の委員は、物価の改善がベースアップを含む賃金増加や企業の価格設定スタンスの変化に繋がる前向きな動きを絶やさないようにするため、日本銀行としても様々な機会にその重要性について情報発信すべきである、との見解を示した。

この間、委員は、①財政運営への信認を確保することは極めて重要である、②そのためにも、政府には、「中期財政計画」に沿って持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に進めることを期待している、との認識を改めて共有した。

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。

- 11月17日に公表された本年7～9月のGDP（1次速報値）においては、実質で前期比-0.4%となっている。一方、4月の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減を均すため、1～9月期の平均をみれば、前年比+0.5%となっている。これは反動減からの回復過程での在庫調整が大きく影響したものと考えているが、個人消費については、消費者マインドの低下や夏の天候不順により、足踏みがみられている。他方、雇用および所得環境が着実に

改善している中、9月の様々な経済指標は持ち直しの動きをみせており、経済の好循環は続いていると考えている。

- こうした中、11月18日、総理より、消費税率の引き上げの延期の表明および経済対策の策定の指示があったところである。政府としては、消費税率引き上げに向けた環境を整え、2017年4月には、景気判断条項を付すことなく、確実に引き上げを実施するとともに、2020年度の財政健全化目標をしっかりと堅持し、来年の夏までに、その達成に向けた具体的な計画を策定することとしており、今後とも、経済再生と財政再建、この二つを同時に実現していく。
- 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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 11月17日に公表した7～9月のGDP（1次速報値）は、実質成長率が前期比年率-1.6%と2四半期連続のマイナスとなった。4月からの消費税率引き上げや制度変更に伴う駆け込み需要の反動減などが、消費だけでなく在庫投資や設備投資、住宅投資にも影響したことがマイナス成長の要因である。こうした状況のもと、経済の好循環を確かなものとし、地方にアベノミクスの成果が広く行き渡るようにするため、昨日、総理から経済対策取りまとめの指示があった。総理からは、①地域の消費喚起など景気の脆弱部分に的を絞った対応、②地方の活性化、③災害復旧・復興の加速化等に重点を置くとの方針が示された。年内を目途に速やかに取りまとめる。
- TPPについては、先日、北京で閣僚会合および首脳会合が開催され、交渉の早期妥結に向けた大きなモメンタムができた。11月4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。10月31日に、「量的・質的金融緩和」の拡大が決定されたところであり、日本銀行においては、引き続き2%の「物価安定の目標」実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。
- 総理が表明した消費税率引き上げの延期と財政健全化の関係については、昨日の記者会見で総理は、財政再建の旗を降ろすことは決してない、国際社会においてわが国への信頼を確保しなければならないと述べられている。そのため、2020年度の財政健全化目標もしっかりと堅持すること、来年夏までにその達成に向けた具体的な計画を策定することを明言されている。そのうえで、本日、多く

の委員から財政運営の信認確保の重要性についてご指摘があったことは重く受け止め、政府部内でも努力していきたいと考えている。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員
反対：木内委員

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。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（10月31日開催分）が全員一致で承認され、11月25日に公表することとされた。

以 上

2014年11月19日
日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^{（注1）}。

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

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

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。

- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。輸出は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、緩やかな増加基調にある。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いているが、足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられている。鉱工業生産は、在庫調整が続くもとの、弱めの動きが残っている。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、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、1%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に収束に向かっていくとみられる。消費者物価の前年比は、当面現状程度のプラス幅で推移するとみられる。
5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注3)。

以 上

^(注1) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の金融市場調節方針が適当であるとした。

^(注2) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の資産買入れ方針が適当であるとした。

^(注3) 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）。

(26年12月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年12月18日(14:00～16:28)
12月19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	迫田英典	大臣官房総括審議官(18日)
	宮下一郎	財務副大臣(19日)
内閣府	中村昭裕	大臣官房審議官(経済財政運営担当)(18日)
	西村康稔	内閣府副大臣(19日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	加藤 涼

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18、19日）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは256～268兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレボレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、引き続きマイナスの領域で推移しているが、最近ではマイナス幅が幾分縮小している。

債券市場では、前回会合以降、イールドカーブ全体が一段と低下している。すなわち、金利をみると、長期ゾーンは、原油価格の下落などを受けて海外金利が全般に低下するもとで緩やかな低下傾向を辿っており、最近では0.3%台半ばで推移している。こうした中、短めのゾーンは、短国レートのマイナスの領域での推移が徐々に波及するかたちで小幅にマイナスとなる場面がみられているほか、中期ゾーンも、0.1%を下回る低水準で推移している。株価（日経平均株価）は、為替の円安方向の動きなどを受けて一旦は上昇し、一時は18千円を超える場面もみられたが、最近では海外の株価下落などを受けて17千円前後まで下落している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、日米の金融政策の方向性の違いが引き続き意識されたことなどから円安ドル高方向の動きとなったが、その後は、海外の株価下落などを受けて幾分円高ドル安方向に戻している。この間、ユーロの対ドル相場は、概ね横ばいとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心に着実な回復を続けている。個人消費

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

は、雇用の拡大テンポが増すもとの堅調に増加している。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。輸出は、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムが強まってきており、設備投資も回復を続けている。物価面をみると、コアベースのインフレ率はわずかに上昇している一方で、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にやや低下している。

欧州経済は、このところ回復のモメンタムが弱まっている。個人消費は、雇用者報酬の改善基調を背景に、緩やかな回復を続けている。もっとも、輸出は伸び悩んでおり、生産も横ばいとなっている。企業マインドの慎重化は製造業から他業種にも広がってきており、設備投資の持ち直しに向けた動きも一服している。物価面をみると、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにECBの目標（2%未満で2%近傍）をはっきり下回る低い伸び率が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

新興国経済をみると、中国経済は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているものの、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。また、個人消費は、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。一方、固定資産投資は、公共投資が引き続き堅調に推移しているものの、不動産投資や製造業投資の伸びが鈍化しており、全体としては増加ペースの鈍化基調が続いている。生産も、緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。一方、ASEANは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きが緩慢な国もあり、全体としてみれば、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、マインドの改善やインフレ率の低下を背景に底入れしている。ロシア経済は、利上げや資本流出により金融環境がタイト化するもとの、内需を中心に停滞している。

新興国の物価面をみると、多くの国では、エネルギー価格の下落などからインフレ率は低下している。一方、アジアの幾つかの国では燃料補助金の削減の影響から、ブラジル、ロシアなどでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりなどから、それぞれインフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、景況感や金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、ドル高が進行した。こうしたもとの、新興国市場では、通貨が総じて軟調な展開となり、とくにロシアなど産油国・資

源国の通貨が大きく下落した。国際商品市況をみると、原油は、石油輸出国機構（OPEC）による減産見送りなどの影響もあって、大幅な下落が続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直しの動きがみられている。実質輸出は、7～9月に小幅のプラスに転じた後、10～11月の7～9月対比もはっきりと増加した。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けた後、次第に減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。この間、企業の業況感は、一部に慎重な動きもみられているが、総じて良好な水準が維持されている。12月短観をみると、業況判断DI（全産業全規模）は9月からわずかに改善し、引き続き小幅の「良い」超となった。ただし、業種別・規模別にみると区々の動きとなっているほか、先行きについてはやや慎重な見方となっている。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。12月短観で2014年度の設備投資計画（全産業全規模、ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、大幅増益となった昨年度並みの高水準を続ける収益計画のもとで9月から上方修正され、前年比+5.5%と、昨年12月時点の2013年度計画と比べても高めの伸びとなっている。

雇用・所得環境についてみると、失業率が緩やかな改善傾向を辿るなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与の増加が続き、所定内給与の持ち直しが明確となりつつある中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比上昇率は緩やかに高まっている。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。販売統計の多くは、4～6月の大幅な減少の後、7～9月に緩やかな増加に転じ、10月も2度の台風上陸の影響を除けば増加基調を維持している。耐久財についても、乗用車

の新車登録台数は概ね下げ止まっているほか、家電販売額も緩やかな持ち直しに転じている。また、旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。ただし、消費者コンフィデンス関連指標をみると、消費者態度指数は、昨年末頃から本年春頃にかけて慎重化した後、夏頃には一旦改善したが、その後は再び慎重化している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、1～3月以降、持家を中心に減少が続いてきたが、このところ概ね下げ止まっている。先行きの住宅投資については、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。

鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあって、下げ止まりつつある。生産は、4～6月に駆け込み需要の反動からはっきりと減少した後、7～9月も減少を続けたが、10月の7～9月対比は+1.8%と増加に転じた。先行きについては、最終需要の増加が続き、在庫調整も一段と進捗するもとで、緩やかな増加に復していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+1%程度となっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、当面現状程度のプラス幅で推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台後半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台

半ばの伸びとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。ブレーク・イーブン・インフレ率は、原油価格の下落が続いていることなどから、低下している。一方、家計、企業、エコノミストなどの物価見通しに大きな変化はない。

(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5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、本則分の新規貸付は11,530億円であり、今回の貸付実行後の残高は43,196億円となった。また、ABL等特則分の残高は1,156億円、小口特則分の残高は90.83億円となったほか、米ドル特則分については貸付残高の上限（120億米ドル）に達した。

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」の新規貸付は31,336億円となり、今回の貸付実行後の残高は189,773億円となった。

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、原油価格の大幅な下落が続いているほか、一部の新興国・資源国で通貨が大きく下落するなど、やや神経質な動きがみられているとの認識を共有した。とくに、ロシア情勢について、多くの委員は、国際金融資本市場や欧州を始めとする世界経済に対するリスクとして注視していく必要があると述べた。複数の委員は、米国の金融政策が転換に向かう中で、このところ非資源国にも下落が目立つ通貨があると指摘した。原油価格の下落について、何人かの委員は、世界経済全体で見れば先進国を中心にプラス面が大きいものの、資源国通貨の下落やエネルギー関連企業の信用力低下などを通じて金融市場の不安定化や経済への下押し圧力をもたらすリスクがあるとの認識を示した。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続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、民間需要を中心に着実な回復を続けているとの認識で一致した。委員は、雇用の改善やガソリン価格の下落を背景に個人消費が堅調に増加し、そのことが企業活動にも好影響をもたらしているとの見方を共有した。ある委員は、

景気回復が続くもとでアジアなど新興国からの輸入が増加しており、他地域にも好影響が及んでいると指摘した。先行きについて、委員は、家計部門の堅調さが企業部門に引き続き波及していくもとで、しっかりとした回復を続けるとの認識を共有した。複数の委員は、雇用環境の改善が急速に進んでいることなどを踏まえると、回復テンポが上振れる可能性もあると付け加えた。

ユーロエリア経済について、委員は、このところ回復のモメンタムが弱まっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、企業マインドの慎重化の拡がりなどから当面回復がもたつく可能性が高いものの、個人消費の底堅さや輸出の増加などに支えられ、基調的には緩やかながらも回復を続けるとの見方で一致した。同時に、委員は、低インフレが長引く可能性やロシア情勢の影響には注意が必要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、ギリシャにおける政局混乱がマイナスの影響を及ぼす可能性があるとして付け加えた。

中国経済について、委員は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、成長ペースを幾分鈍化させながらも、総じて安定した成長を続けるとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、先進国向け輸出の増加を起点に景気が持ち直している国・地域が徐々に増えている一方で、ASEANの一部、ブラジル、ロシアなどでは依然弱めの動きが残っており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識で一致した。ロシア経済について、多くの委員は、原油価格の下落を背景に通貨ルーブルの下落が加速し、これに対して利上げが実施され金融環境がタイト化するもとで、内需を中心に景気が停滞しているとの見方を示した。新興国経済の先行きについて、委員は、国・地域毎に差は残るものの、米国を中心とする先進国の景気回復の波及と、それを起点とした内需の持ち直しから、成長率を徐々に高めていくとの認識を共有した。

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、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいるとの見方

で一致した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとの認識を共有した。何人かの委員は、このところの原油価格下落は企業収益や家計の実質所得を通じて景気の押し上げ要因になると付け加えた。

輸出について、委員は、持ち直しの動きがみられており、先行きについても、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの認識で一致した。ある委員は、資本財を中心に為替円安の効果が始めている可能性があるとの見方を示した。複数の委員は、今後の自動車輸出について、燃費に優位性のある日本車にとってはガソリン価格の下落が逆風となる可能性もあると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあり、先行きも、緩やかな増加基調を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、12月短観をみると、一部に慎重な動きもみられているが業況感は総じて良好な水準を維持しているほか、事業計画をみても、収益見通しが上方修正されるもとの設備投資をしっかりと増加させていく姿となっているとの認識を述べた。ある委員は、短観で示された計画ほどには実際の投資は進捗していないと指摘したうえで、今年度上期の下方修正幅がやや大きめとなっており、計画の先送り傾向が強まっている可能性があるとの認識を示した。これに対し、複数の委員は、上期は景気回復のもたつきを眺めた設備投資の先送りもみられたが、資本財総供給の持ち直しなどを踏まえると、今後は増加基調を辿るとの見方を述べた。企業の収益計画について、ある委員は、調査時点の想定為替レートから円安が進んでおり、さらに上振れる可能性があるとの認識を示した。この間、何人かの委員は、各種調査の中には企業マインドの慎重化を示すものもみられており、今後の動向を注意してみていく必要があるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとの、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、冬季賞与も増加したとみられると述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいるとの認識で一致した。委員は、販売統計の多くが増加基調を維持しているほか、駆け込み需要の反動減が長引いていた耐久消費財についても、自動車販売が概ね下げ止まり、家電販売も緩やかな持ち直しに転じているとの見方を共有

した。委員は、先行きの個人消費について、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとの認識で一致した。この間、多くの委員が、このところ消費者マインド関連指標に弱めの動きがみられていると指摘した。この背景について、何人かの委員は、円安を受けた食料品等の価格上昇や消費税率引き上げによる実質所得の減少が影響した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、新年度以降、消費税率引き上げによる物価上昇の影響が剥落するため、実質賃金の前年比ははっきりとプラスに転じることが見込まれると付け加えた。今後の消費者マインドについて、何人かの委員は、雇用・所得環境は着実に改善しており、冬季賞与が増加しているとみられるほか、来年の賃金上昇へ向けた動きにも進展が期待できることも踏まえると、改善に向かうとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつあり、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、在庫調整の進捗もあって下げ止まりつつあり、先行きは、緩やかな増加に復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、予測指数や企業からの聞き取り調査では、生産が緩やかに増加する姿が示されていると指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%程度となっており、当面現状程度のプラス幅で推移するとの認識で一致した。多くの委員は、既往の原油価格の下落が、今後しばらく、物価の下押し圧力として働くとの見方を示した。このうちの何人かの委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみた消費者物価の前年比が、来年前半にかけて1%を下回って推移する可能性があるとの指摘した。ただし、多くの委員は、原油価格の下落は経済活動に対してプラスに作用するため、やや長い目でみれば、需給ギャップの改善を通じて基調的な物価の押し上げ要因になるとの認識を示した。予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの見方を共有した。

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

関の貸出態度が改善傾向を続けているほか、C P・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、10月末の金融政策決定会合で拡大を決定した後も、引き続き所期の効果を発揮しているとの判断を共有した。すなわち、これらの委員は、わが国の長期金利は緩やかに低下しており、やや長い目で見た予想物価上昇率の高まりともあいまって、実質金利は低下方向にあり、そのことが企業・家計の支出行動を支えているとの認識を示した。

原油価格の下落と金融政策運営の関係について、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」の拡大が原油価格の下落そのものへの対応と市場の一部では受け止められており、その後の原油価格下落を受けて追加緩和を予想する声も聞かれると指摘した。大方の委員は、「量的・質的金融緩和」の拡大は、原油価格の下落そのものに対応したのではなく、需要面の弱めの動きや原油価格の下落から物価上昇率が短期的に伸び悩む中で、デフレマインドの転換が遅延するリスクの顕現化を未然に防ぐために実施したものであるとの認識を示した。ある委員は、今後の金融政策運営を考えるうえで重要なのはあくまで物価の基調的な動きであり、広い意味での予想物価上昇率の動向がポイントになると述べた。

予想物価上昇率について、委員は、市場の指標やエコノミストなどの調査をみるだけではなく、企業や家計の物価観やそのもとでの行動の変化を捉えることが重要であるとの認識を示した。そのうえで、「量的・質的金融緩和」拡大後の予想物価上昇率の動向について、多くの委員は、原油価格が一段と下落し、物価上昇率が低下する中でも、デフレマインドの転換が着実に進んでいるとの見方を示した。何人かの委員は、来春の賃金交渉に向けて連合では2%以上のベースアップを要求する方針を示しているほか、先日公表された「経済の好循環の継続に向けた政労使の取組について」においても、「経済界は、賃金の引上げに向けた最大限の努力を凶る」方針が明記されるなど、企業や家計の行動に変化がみられ始めているとの認識を述べた。他方、ある

委員は、今年の実験も踏まえると、主要企業における賃金交渉の結果が先行きの物価に与える影響に強く期待すべきでないとした。ブレイク・イーブン・インフレ率などマーケットの指標について、複数の委員は、原油価格下落を受けた世界的な低下傾向の中でこのところ若干低下しているが、「量的・質的金融緩和」の拡大の効果もあり、欧米に比すれば低下幅は小さいとの見方を示した。何人かの委員は、家計や企業、エコノミストなどのサーベイ調査では、中長期的な予想物価上昇率は総じて維持されており、12月短観でも企業が引き続き物価上昇率の高まりを予想していることが示されたと述べた。

原油価格下落の物価に対する影響について、委員は、①短期的には押し下げ要因になる、②一方、やや長い目でみれば、経済活動に好影響を与え、基調的な押し上げ要因になる、③前年比でみた短期的な物価押し下げ要因はいずれ剥落する、との認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、デフレマインドの転換が続くのであれば、原油価格の下落はいずれ物価上昇率に対して押し上げ方向に作用するとの見方を述べた。以上のような考え方について、委員は、引き続き丁寧に情報発信していく必要があるとの認識を示した。

こうした議論を経て、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見方を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とすること、②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、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、金融政策運営に関して、原油価格の下落による下押し圧力が続くもとで月々の消費者物価指数の動きに注

目が集まる傾向があるが、需給ギャップや予想物価上昇率、賃金などの動向をよく点検しながら物価の基調を見極めていくことが重要であるとの認識で一致した。複数の委員は、幾つかの公的統計では賃金などを実質化する際に帰属家賃を除く消費者物価を用いていると指摘したうえで、物価情勢を判断する際には、このところ住宅市場を巡る環境変化などを背景に帰属家賃が消費者物価の押し下げに寄与している点に留意すべきとの見方を示した。

この間、ある委員は、「量的・質的金融緩和」のイールドカーブ全体に対する下押し圧力が一段と強まっており、リスク要因の点検にあたっては、金融機関経営や広義の決済システムへの影響などについて、これまで以上に注視していく必要があると述べた。

別の一人の委員は、「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、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を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を主張した。

日本国債格下げの影響について、何人かの委員は、これまでのところ国債市場では限定的との見方を述べた。ただし、これらの委員は、日本国債格下げに伴う本邦金融機関や事業法人の格下げにより、外貨調達や国際金融規制への対応に今後どういった影響が出てくるのか注意してみていく必要があると付け加えた。この間、何人かの委員は、財政運営に対する内外の信認を維持するためにも、政府には、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを引き続き着実に進めることを期待している、との認識を改めて示した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 12月8日に公表された本年7～9月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、前期比年率で-1.9%となり、1次速報値から下方改定された。他方、景気の現状については、雇用者数が増加し、雇用者報酬が増加しており、また、12月15日に公表された日銀短観

において、企業の設備投資計画が上方修正されるなど、前向きな動きが続いていることから、緩やかな回復基調が続いているものと認識している。

- 政府としては、賃金上昇を含む経済の好循環を継続する観点から、12月16日に政労使会議を開催し、昨年同様、政労使三者で共通認識を取りまとめた。この共通認識を踏まえ、デフレ脱却に向け、引き続き協調して取り組みを進めていく。また、財政健全化については、2015年度のプライマリーバランス赤字半減の目標達成に向け、予算編成過程において最大限努力していく。さらに、2020年度のプライマリーバランス黒字化達成の目標をしっかりと堅持し、来年の夏までに、その達成に向けた具体的な計画を策定することとしており、今後とも、経済再生と財政再建、この二つを同時に実現していく。
- 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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 12月8日公表の本年7～9月期のGDP（2次速報値）では、実質成長率が前期比年率-1.9%となり、2四半期連続のマイナスとなった。もっとも、景気の現状については、企業収益が高水準にある中で雇用者報酬が増加するなど前向きな動きが続いており、緩やかな回復基調に変わりはないと認識している。原油価格の低下は、貿易収支や交易条件の改善、GDPデフレーターへのプラス寄与にも繋がり、日本経済全体としてプラスに作用することが期待される。こうした点も含めて、今後の物価動向を注視していく必要がある。
- 消費税率の10%への引き上げを延期するとの判断がなされたが、2017年4月に確実に引き上げ、財政健全化の旗を降ろすことは決してない。来年度予算の編成過程において、2015年度のプライマリーバランス赤字半減目標を着実に達成するよう最大限努力するとともに、2020年度の黒字化目標をしっかりと堅持する。この目標の達成に向けた具体的な計画を来年の夏までに策定することで、経済再生と財政健全化の両立を実現する道筋を明らかにしていく。
- 政府は、引き続き経済最優先で、成長戦略を中心に経済政策をさらに強く大胆に実施していく。12月16日の政労使会議において、好循環の継続に向けた取り組みについて政労使間の合意が得られた。合意では、経済界が賃金引き上げに最大限努力するなどとして

いる。また、個人消費の梃子入れと地方経済の底上げ等のための経済対策について、総理からのご指示を受け、現在政府内で鋭意検討しており、年内に取りまとめる。前の臨時国会において、地方創生関連2法案が成立した。「長期ビジョン」と「総合戦略」について、年内に取りまとめを目指す。日本銀行には、引き続き2%の「物価安定の目標」実現に向けて着実に取り組むことを期待している。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆

円、約 3.2 兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。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18、19日開催分）が全員一致で承認され、12月25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、2015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

2014年12月19日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^{（注1）}。

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

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

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。そうしたもとで、輸出は持ち直しの動きがみられている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は下げ止まりつつある。企業の業況感は、一部に慎重な動きもみられているが、総じて良好な水準が維持されている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとみられる。消費者物価の前年比は、当面現状程度のプラス幅で推移するとみられる。
5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注3)。

以 上

^(注1) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の金融市場調節方針が適当であるとした。

^(注2) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の資産買入れ方針が適当であるとした。

^(注3) 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）。

2014年12月19日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程（2015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
2015年1月	20日<火>・21日<水>	2月23日<月>	—	22日<木>
2月	17日<火>・18日<水>	3月20日<金>	—	19日<木>
3月	16日<月>・17日<火>	4月13日<月>	—	18日<水>
4月	7日<火>・8日<水> 30日<木>	5月8日<金> 5月27日<水>	— 30日<木>	9日<木> —
5月	21日<木>・22日<金>	6月24日<水>	—	25日<月>
6月	18日<木>・19日<金>	7月21日<火>	—	22日<月>
7月	14日<火>・15日<水>	8月12日<水>	—	16日<木>
8月	6日<木>・7日<金>	9月18日<金>	—	10日<月>
9月	14日<月>・15日<火>	10月13日<火>	—	16日<水>
10月	6日<火>・7日<水> 30日<金>	11月5日<木> 11月25日<水>	— 30日<金>	8日<木> —
11月	18日<水>・19日<木>	12月24日<木>	—	20日<金>
12月	17日<木>・18日<金>	未定	—	21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(2015年10月)」の背景説明を含む全文は10月31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)

(27年1月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015年1月20日(14:00～15:57)
1月21日(9:00～12:24)

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	迫田英典	大臣官房総括審議官(20日)
	宮下一郎	財務副大臣(21日)
内閣府	前川 守	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	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田真一
企画局審議役	高口博英(21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	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司(21日)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	渡辺真吾

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（2014年12月18、19日）で決定された方針^(注)に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは272～276兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレボレートとも、概ね日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、プラス圏に上昇する場面もみられたが、最近では再びマイナスとなっている。

債券市場では、前回会合以降、世界的な長期金利の低下傾向が一段と顕著になっており、このなかで本邦のイールドカーブも全体に一段と低下している。すなわち、金利をみると、長期・超長期ゾーンは、原油価格の下落などを受けて米欧の金利が低下するもとで低下傾向を辿っており、10年債の利回りは最近では0.2%程度で推移している。また、短めのゾーンは、小幅のマイナスで推移しているほか、中期ゾーンも、ゼロ%前後まで低下している。株価（日経平均株価）は、海外の株価上昇を受けて、一時は17千円台後半まで上昇したが、その後は為替の円高方向の動きや原油安を受けた米国株の下落などを受けて反落し、最近では17千円台前半となっている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の堅調な経済指標などを受け、一時120円台まで円安ドル高が進んだが、その後は、米国株価の下落などを受けて円高ドル安方向の動きとなっている。ユーロの対ドル相場は、欧州中央銀行による追加緩和観測などを受けて、ユーロ安ドル高方向の動きとなっている。この間、スイス中銀によるスイスフランの対ユーロ相場の上限撤廃を受け、スイスフランは大幅に上昇している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

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

米国経済は、民間需要を中心に着実な回復を続けている。個人消費は、雇用の堅調な拡大に原油安の効果が加わるもとの、増加ペースが幾分速まっている。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。輸出は、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動は堅調となっており、設備投資も回復が続いている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている一方で、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にはっきりと低下している。

欧州経済は、このところ回復のモメンタムが弱まっている。個人消費は、雇用者報酬の改善基調を背景に、緩やかな回復を続けている。もっとも、輸出は伸び悩んでおり、生産も横ばいとなっている。企業マインドは総じて慎重化しており、設備投資の持ち直しに向けた動きも一服している。物価面をみると、消費者物価の前年比は、コアベースでは低水準ながら横ばいの動きが続いているが、総合ベースではエネルギー価格下落の影響からマイナスに転化している。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

新興国経済をみると、中国経済は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているものの、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。また、個人消費は、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。一方、固定資産投資は、公共投資が引き続き堅調に推移しているものの、不動産投資や製造業投資の伸びが鈍化しており、全体としては増加ペースの鈍化基調が続いている。生産も、緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景にマインドの改善基調が続くもとの、持ち直しつつある。一方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きが緩慢な国もあり、全体としてみれば、成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。また、ブラジルでは景気の後退が続いているほか、ロシア経済は、利上げや資本流出により金融環境がタイト化するもとの、内需を中心に停滞色を強めている。

新興国の物価面をみると、多くの国では、エネルギー価格の下落などからインフレ率は低下している。一方、アジアの幾つかの国では燃料補助金の削減の影響から、ブラジルやロシアなどでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりから、それぞれインフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、原油価格の大幅な下落などを受けて、株式市場ではボラティリティが高まり、先進国の長期金利は低下している。この間、為替市場では、景況感や金融政策の方向性の違いが意識されるもとので、ドル高が進行した。また、新興国通貨は、ロシアなど産油国・資源国通貨の下落が目立つなど、総じて軟調な展開となった。国際商品市況をみると、原油は、供給過剰感の高まりや米国での在庫増加などを背景に、大幅な下落が続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直しの動きがみられている。実質輸出は、昨年7～9月に小幅のプラスに転じた後、10～11月の7～9月対比もはっきりと増加した。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けた後、緩やかな減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、昨年7～9月に横ばい圏内の動きとなった後、10～11月の7～9月対比は増加に復しており、振れを均してみれば緩やかな増加基調にある。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、有効求人倍率が改善傾向を続けるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与が持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は緩やかに増加している。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとので、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。小売業販売額（実質）は、昨年4～6月に大幅減少となった後、7～9月に増加に転じ、10～11月の7～9月対比も増加を続けている。百貨店やスーパーの売上高は、天候要因による振れを均せば持ち直し傾向を続けている。また、駆け込み需要の反動減の影響が長引いていた耐久消費財についても、乗用車の新車登録台数が持ち直しに向けた動きとなっているほか、家電販売額も

緩やかな持ち直しを続けており、反動減の影響は和らぐ方向にある。このほか、旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。消費者コンフィデンス関連指標をみると、これまで慎重化の動きが続いていたが、冬季賞与の増加や石油製品価格の下落などを背景に、足もと小幅改善している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。先行きについては、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。

鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあって下げ止まっている。生産は、昨年4～6月に駆け込み需要の反動からはっきりと減少した後、7～9月も減少を続けたが、10～11月の7～9月対比は+1.6%と増加に転じている。先行きについては、最終需要の増加が続き、在庫調整も一段と進捗するもとの、緩やかな増加に復していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+0%台後半となっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台後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・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台後半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台半ばの伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、やや長い目で

みれば、全体として上昇しているとみられる。

II. 金融経済情勢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、原油価格の大幅下落やギリシャ政局の不透明感の高まりに加え、スイス中銀による為替目標の廃止などあって、神経質な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、米国での利上げ時期が近づいてくる中で、それが国際的な資金フローに与える影響について注意する必要があると述べた。

原油価格下落の影響について、委員は、世界経済全体で見れば先進国を中心にプラス面が大きいとの認識で一致した。何人かの委員は、原油価格の下落は、産油国から支出性向のより高い原油消費国への所得移転をもたらすため、世界経済全体としてはプラス効果が上回るとの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、資源国通貨の下落やエネルギー関連企業の信用力低下などを通じて金融市場が不安定化するリスクのほか、エネルギー関連企業の設備投資減少や雇用削減を通じて経済に下押し圧力をもたらすリスクに注意が必要であると指摘した。このうち一人の委員は、最近の原油価格の下落要因が需要サイドにある場合、原油価格下落や長期金利の低下が世界経済の回復見通しの変調を示唆している可能性もあると述べた。この間、別のある委員は、原油価格にごく足もと下げ止まりの兆しが窺われると述べたうえで、米州における原油供給見通しの引き下げが需給面に影響している可能性があるとの見方を示した。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、民間需要を中心に着実な回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、雇用の拡大やガソリン価格の下落を背景に個人消費の増加ペースが幾分速まっており、そのことが企業活動にも好影響をもたらしていると述べた。先行きについて、委員は、家計部門の堅調さが企業部門に引き続き波及していくもとので、しっかりとした回復を続けるとの見方で一致した。

ユーロエリア経済について、委員は、このところ回復のモメンタムが弱まっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、企業や家計マインドの慎重さが続いていることなどから、当面回復がもた

つく可能性が高いものの、個人消費の底堅さや輸出の緩やかな持ち直しなどに支えられ、基調的には緩やかながらも回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、エネルギー価格下落の影響から総合ベースのインフレ率がマイナスに転化したことを指摘し、低インフレが長引く可能性には注意が必要であるとの見方を示した。ある委員は、ギリシャの総選挙とその後の政策運営がユーロ圏に与える影響について、注視していきたいと述べた。

中国経済について、委員は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しているとの認識で一致した。複数の委員は、このところ不動産市況に持ち直しの兆しがみられることを指摘した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、成長ペースを幾分鈍化させながらも、総じて安定した成長を続けるとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方で、ブラジルやロシアなどでは景気停滞が続いており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、国・地域毎に差は残るものの、米国を中心とする先進国の景気回復の波及と、それを起点とした内需の持ち直しから、成長率を徐々に高めていくとの見方で一致した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいるとの認識を共有した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、持ち直しの動きがみられており、先行きについても、海外経済の回復や既往の為替円安などを背景に、緩やかに増加していくとの認識を共有した。ある委員は、為替円安やビザ発給要件の緩和などを背景に、訪日外国人やその日本国内での消費が増加していることを指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。先行きも、企業収益の改善や労働需

給のタイト化などを背景に、緩やかな増加基調を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、これまでの円高修正を背景に、製造業の国内への生産回帰の動きがみられ始めており、先行き設備投資や生産、輸出の増加など国内経済へのプラス寄与が期待できるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの認識を共有した。何人かの委員は、労働需給や企業収益の改善が続くもとで、今春の賃金改定交渉でもベースアップを含む賃上げが期待できるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいるとの認識で一致した。多くの委員は、販売統計の多くが増加基調を維持していることを指摘したうえで、駆け込み需要の反動減が長引いていた耐久消費財においても、自動車販売が持ち直しに向けた動きとなり、家電販売も緩やかな持ち直しを続けるなど、反動減の影響は和らぐ方向にあるとの見方を示した。何人かの委員は、消費者マインド関連指標は弱めの動きとなってきたが、このところ下げ止まりの兆しがみられると指摘した。委員は、先行きの個人消費について、雇用者所得の緩やかな増加が続くもとで引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとの見方で一致した。何人かの委員は、最近の原油価格の下落は、先行き家計の実質購買力の上昇を通じて個人消費を押し上げるものとみていると述べた。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつあり、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、在庫調整の進捗もあって下げ止まっており、先行きは、緩やかな増加に復していくとの見方で一致した。複数の委員は、予測指数や企業からの聞き取り調査では、生産が緩やかに増加する姿が示されていると指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台後半となっており、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小する可能性が高いとの見方で一致した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

3. 中間評価

以上のような認識を踏まえ、展望レポートの中間評価についての議論が行われた。委員は、このところ原油価格が大幅に変動しており、消費者物価の見通しは、先行きの原油価格の想定によって大きく影響を受けることを踏まえると、今回の中間評価では、前提となる原油価格を委員間で揃えることが適当であるとの認識で一致した。具体的には、最近の原油価格の推移や市場における先物価格などを参考に、原油価格（ドバイ）が1バレル55ドルを出発点として、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していくと想定した。また、大方の委員は、その場合におけるエネルギー価格の寄与度の試算を公表することが有用であるとしたうえで、消費者物価指数（除く生鮮食品）前年比におけるエネルギー価格の寄与度は、2015年度で $-0.7\sim -0.8\%$ ポイント程度、2016年度で $+0.1\sim +0.2\%$ ポイント程度になるとの認識を共有した。ある委員は、消費者物価（除く生鮮食品）からエネルギー価格の寄与度を差し引いた数値が、物価見通しのベンチマークと誤解されないよう、丁寧に説明していく必要があると述べた。

こうした原油価格を前提に、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、昨年10月の展望レポートでの見通しと比較して、2014年度は下振れているとの認識で一致し、その主な要因として、年度前半の個人消費が弱めの動きとなったことを挙げた。一方、委員は、2015年度、2016年度については、原油価格の下落、為替円安、政府の経済対策の効果、消費税率引き上げの延期などから上振れており、潜在成長率を明確に上回る成長になるとの見方を共有した。

また、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）の前年比は、原油価格の大幅下落の影響から、昨年10月の展望レポートでの見通しと比較して、2015年度にかけて下振れているとの認識で一致した。もっとも、多くの委員は、需給ギ

トップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調的な動きに変化は生じておらず、着実に高まっていくとの見方を示した。これらの委員は、原油価格下落の影響は前年比でみるといずれ剥落することを指摘したうえで、その影響が剥落するに伴って消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は伸び率を高めることになる」と述べた。「物価安定の目標」である2%程度に達する時期について、多くの委員は、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提に立てば、2015年度を中心とする期間に達する可能性が高いとの見方を示した。これらの委員は、先行きの原油価格については不確実性が高く、原油価格の動向次第では、その時期は多少前後する可能性がある」と付け加えた。さらに、これらの委員は、2016年度については、10月の展望レポートでの見通しから概ね変化していないと述べた。

これに対し、一人の委員は、円安にもかかわらず消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比プラス幅が足もとゼロ%台前半にとどまっていることを踏まえると、先行き2%を持続的に実現することは難しいとの認識を示したうえで、2016年度までの成長率および物価は政策委員の中央値を大きく下回るとの見通しを示した。別の一人の委員は、原油価格の下落、中長期的な予想物価上昇率の上昇モメンタムの弱まりなどから、2016年度までの見通し期間を通じて物価見通しは下振れており、消費者物価（除く生鮮食品）は見通し期間中に2%に近づくとどまるとの見方を示した。さらに別の一人の委員は、先行きの物価は委員の中央値よりも低いとみており、2015年度を中心とする期間に2%に達するのは難しいとの見方を示した。

なお、先行きのリスク要因について、委員は、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられるとの認識を共有した。

Ⅲ. 貸出支援基金等に関する執行部説明

貸出支援基金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、昨年2月に決定した制度拡充以降も、大手行を中心に引き続き積極的に利用されており、現在の資金供給残高は19兆円程度となっている。「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7兆円に対し4兆3千億円程度となっており、個別先毎にみると貸付上限の

1兆円近くまで使用している金融機関も存在している。この間、これらの資金供給制度の対象先となっていない系統金融機関から、利用希望が寄せられている。「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、約3,250億円が利用されている。

IV. 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

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、昨年10月末の金融政策決定会合で拡大を決定した後も、引き続き所期の効果を発揮しているとの判断を共有した。多くの委員は、10月末の決定は、デフレマイン드의転換が遅延するリスクに未然に対応したものであるが、その後、原油価格が一段と低下し、消費者物価指数の前年比伸び率が低下しているにもかかわらず、中長期的な予想物価上昇率はしっかりと維持されていると指摘した。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、①「物価安定の目標」は消費者物価の総合指数で定義している、②展望レポートにおける見通しでは、基調的な物価の動きを比較的良好に表す「消費者物価指数（除く生鮮食品）」を用いている、③今回は原油価格が大幅に変動していることを踏まえ、消費者物価におけるエネルギー価格の寄与度を示すことが適切であるとの考え方を共有した。また、多くの委員は、物価の基調の判断に当たっては、様々な物価指標を点検することが重要であり、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率、さらには背後にある経済の動きとも併せて総合的に評価していくとの考え方に変わりはないと述べた。さらに、これらの委員は、予想物価上昇率の動向を点検する際には、ブレイク・イーブン・インフレ率など市場の指標やエコノミスト、企業、家計などへのサーベイ調査の結果だけでなく、企業や家計の物価観やそのもとでの行動の変化、例えば価格設定行動や賃金交渉などを評価することが重要であると指摘した。

このところの予想物価上昇率の動向について、多くの委員は、原油価格が一段と下落し、物価上昇率が低下する中でも、デフレマインド

の転換は着実に進んでいるとの認識を示した。複数の委員は、今春の賃金交渉に向けて連合では2%以上のベースアップを要求する方針を決定したほか、経営者側も賃上げに前向きな姿勢を示していることなどを指摘し、企業や家計のデフレマインドの転換は着実に進んでいると述べた。また、何人かの委員は、中長期的な予想物価上昇率は、市場指標では低下する動きもみられるが、家計や企業、エコノミストなどのサーベイ調査では、総じて維持されていることを指摘した。この点に関し、このうち一人の委員は、中小企業を対象とするサーベイは、経営者自身の見方をもとに回答される場合が多いため、個々の企業の見方をより反映していると付け加えた。この間、ある委員は、今春の賃金交渉で賃上げが実現したとしても、それが経済・物価情勢に大きな影響を与えるとまでは期待すべきでないと述べた。

原油価格下落と金融政策運営の関係について、委員は、①原油価格の下落は、やや長い目でみれば、経済活動に好影響を与え、物価の押し上げに寄与するものであり、また、前年比のマイナス効果（いわゆるベース効果）はいずれ剥落する、②物価に対する短期的なマイナス効果が、予想物価上昇率の変化を通じて物価の基調に影響を与えるのでなければ、ベース効果の剥落に伴って物価上昇率は高まっていく、③金融政策運営上は、予想物価上昇率や需給ギャップなどに規定される物価の基調に変化がないかを見極めながら政策判断を行う、との考え方を共有した。この点に関し、複数の委員は、昨年10月の「量的・質的金融緩和」の拡大は、原油価格下落そのものに対応したものではなく、原油価格の下落等に伴う物価上昇率の低下が予想物価上昇率に及ぼす影響、すなわちデフレマインドの転換を遅らせるリスクを懸念して行ったものであるという点を、より丁寧に説明していく必要があると述べた。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見方を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とすること、②ETFおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約

3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。この間、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで、このところ金利が一段と低下していることについて、リスク要因の点検に当たっては、金融機関経営への影響や金融面の不均衡が蓄積するリスクなども、注視していく必要があると述べた。また、このうち複数の委員は、買入れを継続することは技術的には当分可能であるとみているが、先行きにおける持続可能性についても留意しておくことが必要であると述べた。

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、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を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を主張した。

2. 貸出支援基金等の取扱い

貸出支援基金等の取扱いについて、委員は、貸出増加支援や成長基盤強化支援資金供給は、昨年2月の制度拡充決定以降も積極的に利用されており、わが国経済の成長基盤強化や貸出増加に向けた民間金融機関の取り組みを促す観点から重要な役割を果たしているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、金融機関からのニーズなども踏まえ、貸出支援基金等の延長・拡充を行うことが適切であるとの見方で一致した。何人かの委員は、貸出支援基金の利用対象先を拡大するに当たっては、資金使途の確認などの体制整備が重要であると述べた。

こうした議論を踏まえ、委員は、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「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期限を1年間延長すること、②「成長基盤強化を支援するための資金供給」(本則)の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げること、③「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、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入することについて意見が一致した。本件については、対外公表文(「当面の金融政策運営について」)を通じて公表することとされた。

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。

- 1月12日に閣議了解した政府経済見通しでは、平成26年度の実質GDP成長率は-0.5%、27年度は+1.5%とされており、来年度については雇用・所得環境が引き続き改善し、好循環がさらに進展する中で、堅調な民需に支えられた景気回復を見込んでいる。
- 政府は、12月27日に「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」を閣議決定した。この経済対策は、経済再生と財政再建の両立を図る中で経済の好循環を確かなものとし、地方にアベノミクスの効果を広く行き渡らせることを目指すものである。この経済対策をもとに1月9日に約3.1兆円規模の平成26年度補正予算案を、14日には平成27年度予算案および税制改正大綱を閣議決定した。平成27年度予算案では、地方の創生、子育て支援などの社会保障の充実、公共事業の事前防災・減災対策や老朽化対策への重点化など、日本の諸課題への対応を強力に推進するとともに、社会保障の自然増を含め、歳出の徹底的な重点化・効率化を図っている。総額は96兆3,420億円であり、公債発行額は36兆8,630億円と前年度当初予算から4兆3,870億円減額している。この予算を前提にすれば、基礎的財政収支赤字の対GDP比の半減目標の達成を見込める。平成27年度税制改正は、成長志向に重点を置いた法人税改革などデフレ脱却・経済再生に向けた税制上の措置、地方創生に向けた税制上の措置、経済再生と財政健全化の両立に向けた消費税率の引き上げ時期の変更等のための税制上の措置等を行うこととしている。これらの施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していく。
- 日本銀行におかれては、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。

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、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。1月12日に閣議了解した政府経済見通しでは、平成27年度の世界経済は、各種政策の推進や政労使の取り組み等により、好循環がさらに進展する中で、堅調な民需に支えられた景気回復が見込まれる。この結果、平成27年度のGDP成長率は実質で+1.5%程度、名目で+2.7%程度と見込まれる。
- 物価は、原油価格低下の影響はあるが、「量的・質的金融緩和」の効果等もあり、平成27年度の消費者物価上昇率は+1.4%程度となり、GDPデフレーターも交易条件の改善もあり上昇が見込まれるなど、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれる。なお、原油価格の大幅な低下は消費者物価の総合、コアコアおよびGDPデフレーターに異なった影響をもたらすことから、物価動向の判断に当たっては、こうしたことも含め総合的にみていくことが重要と考えられる。
- 政府は、昨年12月27日に「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」、1月9日に平成26年度補正予算案を閣議決定した。本対策については、スピード感を持って具体化を図っていく。さらに、「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン」および「まち・ひと・しごと創生総合戦略」を閣議決定した。
- 昨日、経団連から今期の春闘に臨む経営側の基本方針を示す「経労委報告」が公表された。この報告では、賃金の引き上げを前向きに検討することが強く期待されるなどとしており、労使間の議論の結果、今年も賃上げがしっかりと実現することを強く期待している。
- 日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標の実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。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（2014年12月18、19日開催分）が全員一致で承認され、1月26日に公表することとされた。

以 上

2015年1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（賛成8反対1）^(注1)。

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

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

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. 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」（以下「貸出増加支援」）、「成長基盤強化を支援するための資金供給」（以下「成長基盤強化支援」）、「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、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）¹。

- ① 期限を1年間延長する。
- ② 「成長基盤強化支援」（本則）の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げる。
- ③ 「貸出増加支援」および「成長基盤強化支援」について、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入する。

¹ 基本要領等の所要の改正は次回以降の金融政策決定会合で行う。

4. わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。そうしたもとの、輸出は持ち直しの動きがみられている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとのでは下げ止まりつつある。以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は下げ止まっている。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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。
5. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる。
6. 10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、2014年度について下振れる一方、2015年度、2016年度はともに上振れるとみられる。消費者物価は、基調的な動きに変化はないが、原油価格の大幅下落の影響から、2015年度にかけて下振れると予想される。2016年度については概ね不変である²。
7. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
8. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注3)。

以 上

² 今回の中間評価では、原油価格が大幅に変動していることを踏まえ、政策委員は、見通し作成に当たって、原油価格の前提を次の通りとした。すなわち、原油価格（ドバイ）は、1バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価指数（除く生鮮食品）におけるエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.7~-0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1~+0.2%ポイント程度と試算される。

-
- (注1) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の金融市場調節方針が適当であるとした。
- (注2) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の資産買入れ方針が適当であるとした。
- (注3) 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)

▽2014～2016 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
2014 年度	-0.6～-0.4 <-0.5>	+2.9～+3.2 <+2.9>	+0.9～+1.2 <+0.9>
10月時点の見通し	+0.2～+0.7 <+0.5>	+3.1～+3.4 <+3.2>	+1.1～+1.4 <+1.2>
2015 年度	+1.8～+2.3 <+2.1>	+0.4～+1.3 <+1.0>	
10月時点の見通し	+1.2～+1.7 <+1.5>	+1.8～+2.6 <+2.4>	+1.1～+1.9 <+1.7>
2016 年度	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.5～+2.3 <+2.2>	
10月時点の見通し	+1.0～+1.4 <+1.2>	+1.9～+3.0 <+2.8>	+1.2～+2.3 <+2.1>

(注 1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を 1 個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注 2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注 3) 原油価格(ドバイ)については、1 バレル 55 ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて 70 ドル程度に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価指数(除く生鮮食品)におけるエネルギー価格の寄与度は、2015 年度で-0.7～-0.8%ポイント程度、2016 年度で+0.1～+0.2%ポイント程度と試算される。

(注 4) 今回の見通しでは、消費税率について、既に実施済みの 8%への引き上げに加え、2017 年 4 月に 10%に引き上げられることを前提としている。消費者物価の見通しについて、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計数を作成している。

(注 5) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む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)、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。10 月時点の見通しでは、既に実施済みの 8%への引き上げに加え、2015 年 10 月に 10%に引き上げられることを前提に、物価の押し上げ寄与を政策委員の見通しに足し上げていた(2014 年度: +2.0%ポイント、2015 年度: +0.7%ポイント、2016 年度: +0.7%ポイント)。

(注 6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

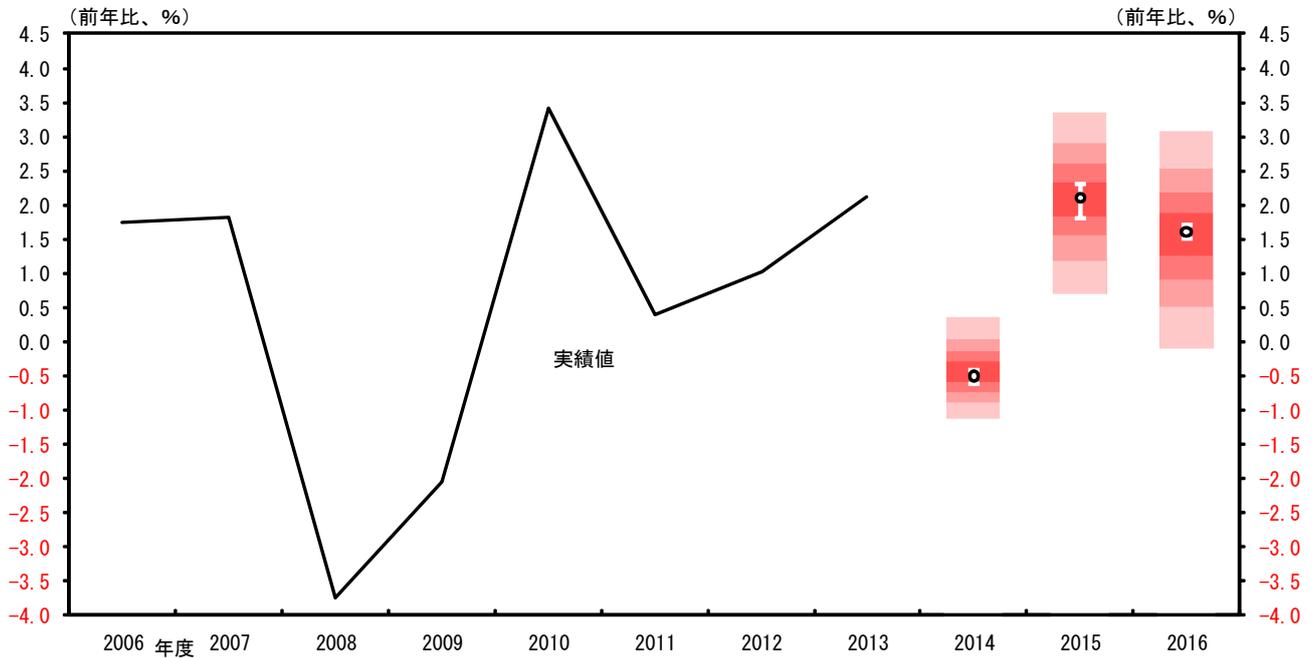
——対前年度比、%。

	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
2014 年度	-0.7～-0.3	+2.9～+3.3	+0.9～+1.3
10月時点の見通し	+0.1～+1.0	+3.0～+3.4	+1.0～+1.4
2015 年度	+1.3～+2.3	+0.3～+1.4	
10月時点の見通し	+0.8～+1.8	+1.6～+2.7	+0.9～+2.0
2016 年度	+0.7～+2.0	+0.9～+2.3	
10月時点の見通し	+0.6～+1.6	+1.6～+3.0	+0.9～+2.3

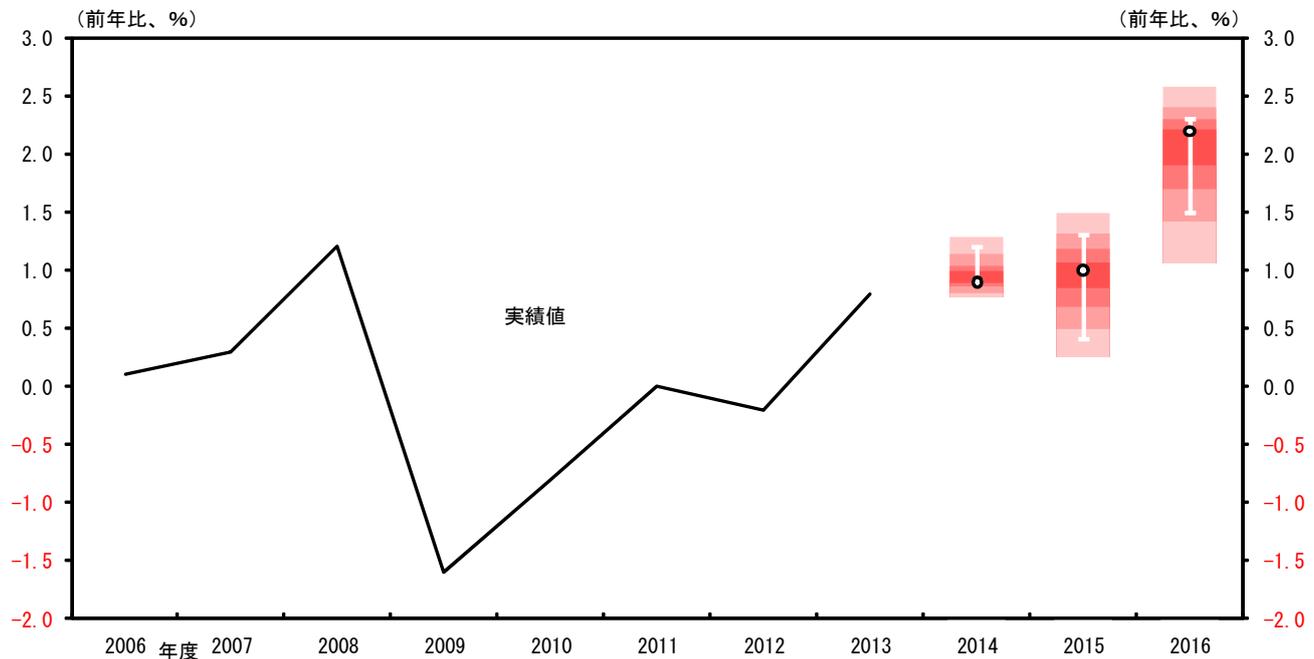
(参考2)

▽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。

(27年2月17、18日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015年2月17日(14:00～16:18)
2月18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	中川 真	大臣官房審議官(大臣官房担当)(17日)
	宮下一郎	財務副大臣(18日)
内閣府	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(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	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	飯島浩太

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（1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270～279兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G Cレボレートとも、概ね日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは概ねゼロ近傍で推移している。

長期金利（10年債利回り）は、堅調な経済指標や原油市況の反発を受けた米国長期金利の上昇などを受けて上昇しており、最近では0.4%近辺で推移している。株価（日経平均株価）は、企業決算への期待などを背景に上昇し、最近では18千円近辺となっている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の堅調な経済指標などを受けて幾分円安ドル高方向の動きとなった後、値を戻しており、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。ユーロの対ドル相場は、欧州中央銀行による追加緩和公表などを受けて、ユーロ安ドル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、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けている。個人消費は、雇用の力強い増加や原油安の効果为背景に、堅調に増加している。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。輸出は、幾分ペースを鈍化させつつも、増加を続けている。企業マインドや生産活動のモメンタムはしっかりしており、設備投資も回復が続いている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている一方で、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にはっ

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

きりと低下している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けており、モメンタムの鈍化にも歯止めがかかっている。個人消費は、雇用者報酬の改善基調や原油安の効果を受けて、緩やかながら着実な回復を続けている。輸出は、外需の改善やユーロ安の効果为背景に、持ち直しの動きがみられている。企業業績はユーロ安もあって改善しており、企業マインドにも持ち直しに向けた動きがみられている。一方、設備投資や生産は横ばい圏内の動きが続いている。物価面をみると、消費者物価の前年比は、総合ベースではエネルギー価格下落の影響などからマイナス幅を拡大しているほか、コアベースでも小幅ながら低下している。この間、英国経済は、内需を中心とする堅調な回復を続けているが、そのペースはやや鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に幾分成長モメンタムを鈍化させつつも、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びを続けている。一方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産市場の調整などを背景に伸びの鈍化が続いている。生産も緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景としたマインドの改善基調が続くもとで、持ち直している。一方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きがなお緩慢なものにとどまっており、成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。また、ブラジルでは景気の後退が続いているほか、ロシア経済は、既往の利上げや資本流出により金融環境がタイト化するもとで、内需を中心に停滞色を強めている。

新興国の物価面をみると、エネルギー価格の下落などからインフレ率は低下している。もっとも、ロシアでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりから、また、ブラジルでは公共料金の引き上げから、それぞれインフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、米国では、堅調な経済指標や原油市況の反発などを受けて、株価と長期金利がともに上昇した。欧州では、欧州中央銀行による追加緩和などを受けて長期金利が低下するもと、株価が上昇している。この間、為替市場では、金融政策の方向性の違いが意識されるもとで、ドル高が進行した。また、新興国通貨は、米

国の金融政策正常化が意識されるもとで、下落基調が続いた。国際商品市況をみると、原油価格は、米国における生産減少観測などを背景に反発している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出は、昨年7～9月に小幅のプラスに転じた後、10～12月ははっきりと増加した。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、昨年7～9月に横ばい圏内の動きとなった後、10～12月は増加に復しており、振れを均してみれば緩やかな増加基調にある。機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7～9月に製造業を中心に増加し、10～12月も微増となった。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、完全失業率が低下傾向を辿り、有効求人倍率が改善傾向を続けるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与が持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は緩やかに増加している。

個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、昨年4～6月に駆け込み需要の反動の影響から大幅な減少となった後、7～9月に増加に転じ、10～12月も増加を続けている。スーパーの売上高が、10～12月に小幅の減少となるなど、相対的に弱めの動きとなっている一方、百貨店の売上高は、訪日外国人向けの販売増にも支えられて、改善を続けている。駆け込み需要の反動減の影響が長引いていた耐久消費財についても、乗用車の新車登録台数が持ち直しに向けた動きとなっているほか、家電販売額も振れを伴いつつも緩やかな持ち直し傾向にある。このほか、旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。消費者コンフィデン

ス関連指標をみると、これまで慎重化の動きが続いていたが、石油製品価格の下落などを背景に、足もとでは下げ止まっている。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。先行きについては、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。

鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって、持ち直している。生産は、昨年4～6月に駆け込み需要の反動の影響からはっきりと減少した後、7～9月も減少を続けたが、10～12月は増加に転じている。先行きについては、内外需要を反映して、緩やかに増加していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+0%台半ばとなっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台後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・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台半ばの伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、堅調な経済指標などを背景に米国での利上げ時期に注目が集まる一方、他の多くの国でインフレ率の低下を背景とした金融緩和が行われており、金融政策の方向性の違いが大きくなっているとの見方を共有した。委員は、こうしたもとの、米国の金融政策に対する見方の変化などをきっかけに、国際的な資金フローに変調が生じる可能性に注意する必要があるとの認識を示した。また、ギリシャ支援協議への見方について、多くの委員は、これまでのところ市場は落ち着いていると指摘したうえで、協議が難航した場合の影響には留意しておく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けているとの見方で一致した。個人消費については、雇用の拡大やガソリン価格の下落を背景に、堅調に増加しているとの認識を共有した。何人かの委員は、そうしたもとの企業活動も依然しっかりとしていると述べた。先行きについて、委員は、家計部門の堅調さが企業部門に引き続き波及していくもとの、しっかりとした回復を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、名目賃金の伸びが依然として緩やかであり、今後の物価上昇の基調に影響を及ぼさないか、注視する必要があると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな回復を続けており、ユーロ安や原油安の効果もあってモメンタムの鈍化に歯止めがかかっているとの見方で一致した。個人消費が、原油安の効果などを背景に着実な回復を続けており、輸出もユーロ安の効果などを背景に持ち直しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、緩やかなながらも回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、エネルギー価格下落の影響から総合ベースのインフレ率がマイナスに転化していることを指摘したうえで、この間の欧州中央銀行による追加緩和の効果を見たいと述べた。ある委員は、インフレ率の低下は、原油価格下落の影響だけでなく、サービス価格の伸び率低下も反映していると指摘した。複数の委員は、ロシア・ウクライナ情勢の影響にも注意が必要であると述べた。

中国経済について、委員は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムを幾分鈍化させつつも、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しているとの認識で一致した。複数の委員は、当局が最近、金融面で下支え策を打ち出していることも、安定成長に寄与するとの見方を示した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、成長ペースを幾分鈍化させながらも、安定した成長を続けるとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方で、ブラジルやロシアなどでは景気停滞が続いており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、国・地域毎に差は残るものの、米国を中心とする先進国の景気回復の波及と、それを起点とした内需の持ち直しから、成長率を徐々に高めていくとの見方で一致した。何人かの委員は、金融緩和によって景気を刺激する動きがみられているが、これは原油価格下落に伴うインフレ率低下が背景となっていると指摘した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。多くの委員は、昨年10～12月のGDP（1次速報値）が輸出の増加などを背景にプラス成長に復したことについて、景気の緩やかな回復基調を示しているとの見方を述べた。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、持ち直しているとの見方で一致した。先行きについても、海外経済の回復や既往の為替円安などを背景に、緩やかに増加していくとの認識を共有した。何人かの委員は、米国向けの資本財輸出やアジア向けの情報関連財輸出が、輸出の持ち直しを牽引していると指摘した。ある委員は、為替円安を背景として契約通貨ベースの輸出物価は低下傾向にあり、国際競争力の高まりを示していると指摘した。一方、ある委員は、輸出の持ち直しが米国の需要に依存していることもあり、その持続性にはなお不確実性があると述べた。別の委員は、米国西海岸における港湾ストライキが長引いており、その影響を注視していると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。先行きも、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けるとの見方で一致した。ある委員は、昨年10～12月のGDPベースの実質設備投資は前期比ほぼ横ばいであったが、資本財総供給の動きなどを踏まえると設備投資は緩やかな増加基調にあるとみられ、2次速報値での改定状況や投資計画の実行状況を注視していると述べた。別のある委員は、緩和的な金融環境のもと、原油安による収益押し上げ効果もあって、中小企業の設備投資の増加も期待できるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの認識を共有した。多くの委員は、今春の賃金改定交渉では、好調な企業収益を背景に、大企業を中心として賃上げが期待できるとの見方を示した。このうち一人の委員は、アンケート調査によれば、人手不足感の強い中小企業でも賃上げに前向きになっていると述べた。

個人消費について、委員は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体として底堅く推移しているとの認識で一致した。委員は、駆け込み需要の反動減が長引いていた自動車や家電といった耐久消費財においても、販売が改善傾向にあるとの見方を共有した。委員は、先行きの個人消費について、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、消費者マインド関連指標について、なお慎重さが残るものの、改善の動きがみられつつあると述べた。また、何人かの委員は、先行きの個人消費をみていくうえでは、賃上げなどを通じ、名目所得が幅広く改善していくかどうかことが重要であるとの見方を示した。複数の委員は、最近の原油価格の下落が、先行き、家計の実質購買力の上昇を通じて個人消費を押し上げるとみていると述べた。一方、ある委員は、1月入り後の消費について、ヒアリング調査などによれば百貨店やスーパー、乗用車販売などでもたついている可能性があるとして述べた。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつあり、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、内外の需要動向のもと、在庫調整の進捗もあって持ち直しており、先行きは、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、為替円安を背景とした国内生産回

帰が輸出と生産を押し上げている部分があると述べた。

消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動について、委員は、個人消費や鉱工業生産の動きを踏まえると、それに起因する下押し圧力は収束しつつあるとの見方を共有した。もっとも、複数の委員は、消費税率引き上げに伴う実質所得減少の影響については引き続き注視する必要があると付け加えた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台半ばとなっており、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小する可能性が高いとの見方で一致した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。ある委員は、長期貸出の新規約定平均金利が既往最低水準で推移していることを指摘した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向を続けているほか、C P・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、昨年10月末の金融政策決定会合で拡大を決定した後も、引き続き所期の効果を発揮しているとの判断を共有した。これらの委員は、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調は改善傾向を辿るとの見方を共有した。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、物価の基調の判断に当たっては、様々な物価指標を点検するとともに、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率、さらに

は背後にある経済の動きとも併せて総合的に評価していくとの考え方を示した。この点、多くの委員は、景気が緩やかな回復基調を続けるもとの、需給ギャップは改善傾向を辿るとの見方を示した。予想物価上昇率についても、委員は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの見方を共有した。一人の委員は、サーベイ調査でみると、短期の予想物価上昇率は現実の物価上昇率の動きを受けて低下しているが、中長期の予想物価上昇率は維持されており、市場の指標であるブレイク・イーブン・インフレ率も原油市況の反発などから上昇に転じていると述べた。別の委員は、企業の価格設定スタンスが、価格引き下げから価格引き上げ方向に転換してきていると述べた。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提にたてば、原油価格下落の影響が剥落するに伴って消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は伸び率を高め、2015年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高いとの見方を示した。これらの委員は、先行きの原油価格については不確実性が高く、原油価格の動向次第では、その時期は多少前後する可能性があるとの付け加えた。また、別の一人の委員は、日本経済のファンダメンタルズがやや長い目でみてしっかりと改善し、賃金と物価を循環的に押し上げる力も高まっていることを踏まえると、2%の目標は十分に実現可能だと指摘した。何人かの委員は、消費者物価の前年比は、原油価格下落の影響から、目先ゼロ%近傍まで低下する可能性があるが、重要なのは物価の基調であり、この点では変化はないと指摘した。複数の委員は、こうした物価の見方について、しっかりと説明していく必要があると述べた。これに対して、一人の委員は、原油価格下落の影響を除いても物価上昇は緩やかであり、フィリップス曲線のシフトも観察されていないと指摘し、短期間のうちに消費者物価の前年比が安定的に2%に達するのは相当難しいと述べた。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見方を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とすること、

②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、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。何人かの委員は、この間の国債市場におけるボラティリティの高まりを指摘した。複数の委員は、金利低下方向へのやや行き過ぎていた見方の調整を映じていると指摘したうえで、イールドカーブは引き続き低水準に維持されており、「量的・質的金融緩和」の効果は引き続きしっかり発揮されているとの見方を示した。ある委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は、資産買入れの進捗とともに累積的に強まり、イールドカーブ全体へのアンカーになると考えられると述べた。また、別の委員は、このところの金利上昇には、米国金利上昇や原油価格の下げ止まりが影響しているとの見方を示した。一方、複数の委員は、市場参加者のリスク許容度の低下や市場機能の低下を映じている可能性があるとして指摘した。複数の委員は、国債の買入れを継続することは技術的には当分可能であるとみているが、先行きにおける持続可能性についても留意しておくことが必要であると述べた。また、ある委員は、消費者物価の前年比に対する原油価格下落のマイナス効果が剥落し、物価上昇率が高まる局面において、金融市場のボラティリティが高まる可能性について述べたうえで、適切な情報発信を進めていくことの重要性を指摘した。

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、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を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を主張した。

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。

- 一昨日公表された平成 26 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率で+2.2%と 3 四半期振りのプラスとなり、わが国経済が引き続き緩やかな回復基調にあることが確認された。
- 2 月 3 日には平成 26 年度補正予算が成立した。本補正予算を迅速かつ着実に実行し、経済の好循環を確かなものとするとともに地方にアベノミクスの成果を広く早く行き渡らせていく。また、12 日には、平成 27 年度予算を国会に提出した。先般、この予算を前提にすれば、基礎的財政収支赤字の対 GDP 比の半額目標の達成を見込むことができると申し上げたが、内閣府試算においても、2015 年度の国・地方の基礎的財政収支が対 GDP 比で-3.3%程度となっており、赤字半減目標を達成する姿が示されている。一方、2020 年度の国・地方の基礎的財政収支については、同試算において、名目 3%以上・実質 2%以上の成長率を想定した経済再生ケースにおいてさえ、-9.4 兆円、対 GDP 比-1.6%の赤字となる姿が示されている。政府としては、国と地方を合わせた基礎的財政収支を 2020 年度までに黒字化するという目標をしっかりと堅持し、その達成に向けた具体的な計画を本年夏までに策定することとしている。その策定に当たっては、安倍内閣のこれまでの取組みをさらに強化し、デフレ脱却・経済再生、歳出改革、歳入改革の 3 つの柱を軸に検討を進めていく。さらに、トルコ・イスタンブールにて開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁会議においても、財務大臣から、日本の経済状況と財政健全化に向けた取組みを説明し各国の理解を得た。引き続き、経済再生と財政健全化の両立を実現していく。
- 日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。昨年 10～12 月の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と 3 四半期振りにプラスとなった。また、GDP デフレーターは前年比+2.3%と前期よりプラス幅が拡大し、デフレ脱却に向けて好ましい状況となっている。物価動向の判断に当たっては、こうしたことも含め総合的にみていくことが重要と考えられる。

- 「中長期の経済財政に関する試算」では、2015年度の国・地方の基礎的財政収支の対GDP比は3.3%程度の赤字となり、2010年度に比べて半減するという目標を達成する見込みとなった。2020年度については、経済再生ケースにおいて-1.6%程度まで改善することが見込まれる。2020年度の財政健全化目標を堅持し、経済再生と財政健全化の両立を実現すべく、経済財政諮問会議で検討を進め、具体的な計画を本年夏までに策定していく。
- 平成26年度補正予算が成立したことを受け、総理から、緊急経済対策および補正予算の早期執行と進捗管理について指示があった。内閣府としては、対策の進捗状況の取りまとめを行っていく。
- 成長戦略の実行・実現に向けた改革内容を定めた「産業競争力強化に関する実行計画」改訂を閣議決定したところであり、各施策の確実な実行に取り組む。また、「成長戦略進化のための今後の検討方針」を産業競争力会議で決定した。国家戦略特区については、兵庫県養父市の区域計画について2回目の認定を行った。
- 1月30日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標の実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は 7 年～10 年程度とする、② E T F および J - R E I T の保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に 2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。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(1月20、21日開催分)が全員一致で承認され、2月23日に公表することとされた。

以 上

2015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（賛成8反対1）^{（注1）}。

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

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

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。

- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。そうしたもとの、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は持ち直している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる。
5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注3)。

以 上

(注1) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」(2014年10月31日決定)前の金融市場調節方針が適当であるとした。

(注2) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」(2014年10月31日決定)前の資産買入れ方針が適当であるとした。

(注3) 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)。

(27年3月16、17日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2015年3月16日(14:00～16:16)
3月17日(9:00～11:59)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	(〃)
	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	迫田英典	大臣官房総括審議官(16日)
	菅原一秀	財務副大臣(17日)
内閣府	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(16日)
	西村康稔	内閣府副大臣(17日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田真一
企画局審議役	高口博英(17日 9:00～9:15)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司(17日 9:00～9:15)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太

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（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272～278兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、G C レポレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（0.1%）を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは概ねゼロ%近傍で推移している。

長期金利（10年債利回り）は、米国長期金利の低下などを受けて一旦低下する場面もみられたが、その後は米国金利の上昇などを受けて再び上昇し、最近では前回会合と概ね同水準の0.4%近辺で推移している。株価（日経平均株価）は、堅調な企業決算や対米ドルでの為替円安などを背景に上昇し、最近では19千円台前半となっている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の堅調な経済指標などを受けて円安ドル高方向の動きとなっており、最近では121円台で推移している。この間、ユーロの対ドル相場は、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始などを受けて、一段とユーロ安ドル高が進行している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けている。個人消費は、雇用の力強い増加や原油安の効果を背景に、堅調に増加している。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。企業マインドや生産活動のモメンタムはしっかりしており、設備投資も回復が続いている。この間、輸出は、増加基調を続けているが、幾分ペースが鈍化している。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ば

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

い圏内の動きとなっている一方で、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にゼロ%近傍まで低下している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は、外需の改善やユーロ安を背景に、緩やかに持ち直している。個人消費は、雇用者報酬の改善基調に加え、原油安や株高の効果もあって、このところ回復ペースが高まっている。こうした中、生産や設備投資にも持ち直しに向けた動きがみられている。物価面をみると、消費者物価の前年比は、総合ベースではエネルギー価格下落の影響などからマイナスとなっているほか、コアベースでも低水準となっている。この間、英国経済は、内需を中心とする堅調な回復を続けているが、そのペースはやや鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に幾分成長モメンタムを鈍化させつつも、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びを続けている。一方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産市場の調整などを背景に伸びの鈍化が続いている。生産も緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景としたマインドの改善基調が続くもとで、持ち直している。一方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きがなお緩慢なものにとどまっており、成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。また、ブラジルでは景気の後退が続いているほか、ロシア経済は、既往の利上げや資本流出により金融環境がタイト化するもとで、内需を中心に停滞色を一段と強めている。

新興国の物価面をみると、エネルギー価格の下落などからインフレ率は低下している。もっとも、ロシアでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりから、また、ブラジルでは公共料金の引き上げから、それぞれインフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、米国では、堅調な経済指標を受けた先行きの利上げ観測などから、長期金利が上昇する一方、株価は小幅に下落している。欧州では、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始などを受けて長期金利が低下するもとで、株価は上昇している。この間、為替市場では、金融政策の方向性の違いが意識されるもとで、ドル高が進行した。また、新興国通貨は、米国の先行きの

利上げが意識される中で、対ドルで小幅に下落した。国際商品市況をみると、原油価格は、米国を中心とする在庫増加を背景に下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出は、昨年7～9月、10～12月と2四半期連続で増加した後、1月の10～12月対比は、東アジアにおける春節の影響もあって高い伸びとなった。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善し、企業マインドも総じて良好な水準が維持される中で、緩やかな増加基調にある。資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、昨年10～12月に増加に復した後、1月の10～12月対比も高めの伸びとなるなど、このところ増加基調が明確となりつつある。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、昨年7～9月、10～12月と2四半期連続で増加した後、1月の10～12月対比も増加しており、緩やかな増加基調にある。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、完全失業率が3%台半ばまで低下し、有効求人倍率が改善傾向を続けるなど、労働需給は着実な改善が続いている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与も持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は緩やかに増加している。

個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、昨年7～9月、10～12月と増加を続けた後、1月の10～12月対比は減少した。百貨店の売上高は、株高による資産効果に加え、訪日外国人向けの販売増にも支えられて、改善基調が続いている。駆け込み需要の反動減の影響が長引いていた耐久消費財についても、乗用車の新車登録台数で持ち直しに向けた動きがみられているほか、家電販売額は振れを伴いつつも緩やかな持ち直し傾向に

ある。このほか、旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。消費者コンフィデンス関連指標をみると、石油製品価格の下落などを背景に、足もとでは持ち直しの動きがみられる。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。先行きについては、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。

鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって、持ち直している。生産は、昨年4～6月に駆け込み需要の反動の影響からはっきりと減少した後、7～9月も減少を続けたが、10～12月は増加に転じ、1月の10～12月対比も増加した。先行きについては、内外需要を反映して、緩やかに増加していくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価は、これまでの国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+0%台前半となっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落幅を縮小していくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台半ばの伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

(3) 貸出支援基金の実行状況

3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、本則分の新規貸付は6,463億円となり、今回の貸付実行後の残高は45,518億円となった。このほか、ABL等特則分の残高は1,141億円、小口特則分の残高は94.35億円、米ドル特則分の残高は119.9億米ドルとなった。

また、3月18日に実行予定の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は44,000億円となり、今回の貸付実行後の残高は223,454億円となる。

II. 「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの説明

1月20、21日の金融政策決定会合で決定された貸出支援基金等の制度延長・拡充について、「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。その際、非取引先金融機関による貸出支援基金の利用については、制度の適切な運営の観点から、系統中央機関を通じて必要なチェック体制を確保することが適当であり、そのための特則を併せて制定することとしたい。

2. 採決

上記を内容とする「『系統中央機関の会員である金融機関による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の利用に関する特則』の制定等に関する件」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、堅調な経済指標などを背景に米国での利上げ時期に注目が集まる一方、欧州をはじめ他の多くの国でインフレ率の低下を背景とした金融緩和が行われており、金融政策の方向性の違いが大きくなっているとの認識を共有した。多くの委員は、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始を受けて、欧州では一段と金利が低下するとともに、ユーロ安や株高が進んでいることを指摘した。何人かの委員は、米国が実際に利上げを開始した

場合には、国際的な資金フローが巻き戻される可能性があり、その影響について注視する必要があると述べた。このうち複数の委員は、金融規制の影響もあって、マーケットメーカーのリスクテイク能力が低下している可能性があるとして指摘した。多くの委員は、ギリシャの債務問題について、現行支援プログラムが4か月間延長されたが、ギリシャの金利は依然として高止まりしており、先行きの協議の行方などには注意が必要であると指摘した。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けているとの認識で一致した。委員は、個人消費について、雇用の力強い拡大やガソリン価格の下落を背景に、堅調に増加しているとの見方を共有した。委員は、企業部門について、マインドや生産活動の回復モメンタムはしっかりとしており、設備投資も回復を続けているとの認識で一致した。米国経済の先行きについて、委員は、家計部門の堅調さが企業部門に引き続き波及していくもどで、しっかりとした回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、ドル高が企業収益や輸出に及ぼす影響には注意が必要であると述べた。一人の委員は、雇用の拡大に比べて名目賃金の伸びが依然として緩やかであり、今後の物価上昇の基調に影響を及ぼさないか、注視する必要があると指摘した。

欧州経済について、委員は、欧州中央銀行による追加緩和を受けたユーロ安や株高に加え、原油安の効果もあって、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、個人消費について、原油安や株高の効果などを背景に、このところ回復ペースが高まっており、輸出もユーロ安の効果などを背景に緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。欧州経済の先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、予想物価上昇率は下げ止まっているが低水準にあり、依然としてデフレリスクには注意を要すると述べた。一方、ある委員は、欧州中央銀行の追加緩和前と比べると、デフレに陥るリスクは後退しているとの見方を示した。別のある委員は、ロシア・ウクライナ情勢の影響にも注意が必要であると指摘した。

中国経済について、委員は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムを幾分鈍化させつつも、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組

んでいく中で、成長ペースを幾分鈍化させながらも、安定した成長を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、2015年の経済成長目標が7%前後に引き下げられたことを指摘したうえで、経済成長が鈍化する局面では政府の対応が期待できることから、最終的には目標を達成できる可能性が高いとの見方を示した。

新興国経済について、委員は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方で、ブラジルやロシアなどでは景気停滞が続いており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、国・地域毎に差は残るものの、米国を中心とする先進国の景気回復の波及と、金融緩和などによる内需の持ち直しから、成長率を徐々に高めていくとの見方で一致した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、昨年10～12月のGDP（2次速報値）は下方修正されたが、主因は在庫投資の減少であり、最終需要は下振れていないことから、景気循環の観点からは前向きに捉えられるとの認識を示した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、持ち直しているとの認識で一致した。何人かの委員は、1月の実質輸出が高い伸びになったことを指摘し、東アジアにおける春節の影響を考慮する必要はあるものの、改善が明確になってきていると述べた。先行きについても、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が昨年10～12月の法人企業統計で過去最高水準に達するなど改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。先行きについても、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、昨年10～12月のGDPベースの実質設備投資が前期比小幅のマイナスとなったことを指摘し、設備投資の回復の勢いが弱めであると述べた。何人かの委員は、資本財総供給など月次の指標では、増加基調が明確になりつつあるとの認識を示した。複数の委員は、中小企業も含めマインド指標が改善していることを指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続ける

もとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの認識を共有した。何人かの委員は、今春の賃金改定交渉では、ベースアップを含め昨年を上回る賃金上昇が期待できるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、ベースアップは予想物価上昇率にも大きな影響を与えるため、注目していると述べた。ある委員は、人々の働き方が多様化しているため、賃上げはベースアップだけでなく、賞与、各種手当など様々な形態を取ると指摘したうえで、相応の家計所得の増加が期待できるとの見方を示した。別のある委員は、中小企業においても、好調な企業収益や人手不足感の強まりから、賃上げを実施する環境が整ってきていると述べた。

個人消費について、委員は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体として底堅く推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、1月にかけて家計調査の実質消費支出が減少するなど、個人消費に弱めの動きがみられたと述べた。一方、別の複数の委員は、1月の個人消費は鈍かったが、ヒアリング調査によると、2月入り後は春節の影響を勘案しても、百貨店やスーパーをはじめ改善しているとの声が聞かれていると指摘した。多くの委員は、消費者マインド関連指標について、原油安や株高の効果もあって、持ち直しの動きがみられていると述べた。このうち一人の委員は、消費者態度指数のうち「収入の増え方」の改善幅が限定的であると指摘したうえで、年金生活者や低所得層では、マインドの慎重さが根強く残っていると付け加えた。委員は、先行きの個人消費について、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移するとの見方で一致した。ある委員は、原油価格下落による当面の物価上昇率の低下は、ベアを含めた名目賃金の上昇と相まって、実質賃金の増加をもたらすことから、個人消費のモメンタムを下支えするとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつあり、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、内外の需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって持ち直しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、昨年夏からの在庫調整はほぼ完了しており、先行きの生産は堅調な増加が期待できると述べた。一方、別のある委員は、企業からのヒアリングでは、4～6月に生産の増加ペースが鈍化するとの声も聞かれており、その動向を慎重にみていく必要があるとの認識を示し

た。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台前半となっており、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、エネルギー価格などの動向によっては、小幅のマイナスになる可能性があるとは指摘した。ある委員は、物価の持続的な上昇のためには、緩やかな物価上昇を意識した賃金設定とサービス価格の持続的な上昇が必要であるとの見方を示した。別のある委員は、物価の先行きをみていくうえで、改定頻度が少ないサービス価格が4月に引き上げられるか注目していると述べた。

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が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、昨年10月末の金融政策決定会合で拡大を決定した後も、引き続き所期の効果を発揮しているとの認識を共有した。これらの委員は、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調は、今後も改善傾向を辿るとの見方を共有した。ある委員は、「量的・質的金融緩和」を進めるもとの、資産価格を通じた経路も効果的に働いているほか、企業の前向きな行動を促すことで、資本ストックや生産性などの供給面にも好影響を及ぼすことが期待できるとの見方を示した。さらに、「量的・質的金融緩和」は、わが国経済のファンダメンタルズの着実な改善を伴うことで、より高い効果を発揮し得る状況にあり、こうした状況は金融不均衡などの副作用をある程度抑制するものであると付け加えた。別のある委員は、昨年10月の追加緩和がなければ、現在の経済情勢の

改善は実現できなかつたと述べたうえで、輸出や生産の増加、出荷・在庫バランスの改善などの効果が出てきたところであり、現在の規模の金融緩和を続けていく必要があるとの認識を示した。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。一人の委員は、当面、消費者物価前年比が0%程度で推移するとみられる中で、物価の基調的な動きを丁寧に対外説明していく必要があるが、その際には予想物価上昇率の動向が鍵になると述べた。予想物価上昇率の判断に当たって、ある委員は、ブレイク・イーブン・インフレ率などの市場指標は原油価格の影響を受けやすいため、各種のサーベイ調査、企業の価格設定行動など、幅広い情報を丁寧に点検していく必要があるとの認識を示した。別のある委員は、企業の価格設定面では、デフレ的な意識から着実に脱してきており、先行き消費が持ち直していけば、値上げ予備軍からの値上げ圧力が再び顕現化してくる可能性が高い一方で、賃金面では、ベースアップに躊躇する企業がみられるなど、デフレ的な意識が根強いとの見方を示した。もう一人の委員は、企業の価格設定スタンスについて、従来の低価格戦略から付加価値を高めて販売価格を引き上げる方向に変化する動きがみられていると指摘したうえで、賃金交渉でも物価動向に配慮する姿勢がみられており、こうした動きは予想物価上昇率が高まっている表れであるとの認識を示した。これらの議論を受けて、委員は、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、先行き、物価の基調を規定する需給ギャップは着実に改善し、予想物価上昇率も高まっていくことから、原油価格下落の影響が剥落するに伴って消費者物価は伸び率を高め、2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高いとの見方を共有した。一方、ある委員は、消費者物価（除く食料・エネルギー）のプラス幅は拡大してきておらず、先行きの物価上昇率はなかなか高まらないとの見方を示した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペー

スで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とすること、②ETFおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、を確認した。複数の委員は、国債の買入れを継続することは技術的には当分可能であるとみているが、先行きにおける持続可能性についても留意しておくことが必要であると述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。

一方、一人の委員は、「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、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を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を主張した。

この間、「量的・質的金融緩和」を進めるもとの国債市場の動向について、議論が行われた。3月9日に公表した初めての「債券市場サーベイ」の結果について、複数の委員は、国債市場の機能度や流動性について、やや否定的な評価が多くみられており、市場参加者は流動性プレミアムを相応に意識している可能性があるとして述べた。一方、別の複数の委員は、債券市場の機能度が3か月前に比べて低下しているとの回答が7割を占めたが、これには1月下旬以降、それまで低水準にあった国債金利のボラティリティがやや大きく上昇したことが影響しているとの見方を示した。このうち一人の委員は、意図した価格や取引金額で取引が出来ていないとする回答は多くなかったと指摘した。そのうえで、これらの委員は、各種の市場流動性指標などから判断すると、現時点で債券市場の流動性に大きな問題が生じている

訳ではないとの見方を示した。さらに、「量的・質的金融緩和」のもとでの国債買入れは、金利引き下げを目的としている以上、国債市場に相応の影響を与えることは想定範囲内であるとの認識を付け加えた。複数の委員は、今後、「量的・質的金融緩和」を進めていくうえでは、国債市場の価格形成メカニズムを丹念に点検し、効果と副作用を比較衡量していくことが重要であるとの見解を示した。こうした議論を受けて、何人かの委員は、今後も、市場関係者との対話を行いながら、債券市場の動向を注意深く点検していくことが重要であると述べた。このうち一人の委員は、その際、広範な市場流動性指標を併せてモニタリングしていくことが必要であると付け加えた。

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。

- 先般3月9日に公表された2014年10～12月期の実質GDP成長率（2次QE）は、民間在庫が下方改訂された影響等により、前期比年率で+1.5%と1次QEから下方改訂された。他方、月次の指標をみると、生産や輸出が高めの伸びとなっているほか、マインド指標にも持ち直しの兆しがみられる。こうしたことから、景気が緩やかな回復基調にあるという認識に変わりはないが、引き続き、経済の動向を注視していく。
- 政府の取組みとして、民需主導の持続的な経済成長を実現するためにも、また、日本銀行が現在取り組んでいる金融緩和を円滑に進めていくためにも、財政の持続可能性を維持することは必要不可欠である。このため、政府としては、現在、国と地方を合わせた基礎的財政収支を2020年度までに黒字化するという目標達成に向けた「財政健全化計画」について、経済財政諮問会議等において検討を進め、本年夏までに策定することとしている。また、先週13日には、平成27年度予算が衆議院を通過し、現在参議院で審議が行われている。2月3日に成立した平成26年度補正予算に続いて一日も早く成立させることにより、経済の好循環を確かなものとし、地方にアベノミクスの成果を広く早く行き渡らせることが必要である。厳しい日程の中であるが、政府としても、引き続き、速やかに年度内の成立を目指していく。
- 金融政策について、日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ2%の物価安定目標を実現することを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。3月9日に公表した2014年10～12月期のGDP速報（2次QE）では、民間設備投資や民間在庫投資が下方改訂されたことなどから、実質成長率は前期比年率+1.5%と下方改訂となったが、3四半期振りにプラスとなった。また、GDPデフレーターは前年比+2.4%の上昇と、前期よりもプラス幅が拡大し、デフレ脱却に向けて好ましい状況となっている。物価動向の判断に当たっては、これらも含め、総合的にみていくことが重要である。なお、次回のQEから推計手法の一層の透明化を図るため、民間在庫品および民間企業設備に関し、詳細な公表を行うこととした。
- 現在、昨年末に取りまとめた「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の早期執行に努めている。また、2020年度の財政健全化目標を堅持し、経済再生と財政健全化の両立を実現すべく、経済財政諮問会議において検討を進め、具体的な計画を本年夏までに策定していく。対日直接投資は拡大しつつあり、こうした動きを一層強化するため、本日夕方、対日直接投資推進会議において政策パッケージを取りまとめる。また、マイナンバーの利用事務を拡充するとともに、個人情報保護を図りつつ、パーソナルデータの利活用を促進することによる新産業・新サービスの創出を実現するため、個人情報保護法および番号利用法の一部を改正する法律案を、3月10日国会に提出した。国家戦略特区については、今国会ではさらに充実・強化した内容の法案を提出したい。今回提出する法案は、地方創生の視点から地方のニーズを十分踏まえたものにしていく。
- 日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。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（2月17、18日開催分）が全員一致で承認され、3月20日に公表することとされた。

以 上

2015年3月17日

日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^(注1)。

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

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

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。

- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。そうしたもとの、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は持ち直している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台前半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられる。
5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注3)。

以 上

^(注1) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の金融市場調節方針が適当であるとした。

^(注2) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014年10月31日決定）前の資産買入れ方針が適当であるとした。

^(注3) 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「商業動態統計」、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、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券
- (図表 25) 全銀協 TIBOR 運営機関、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 C P）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」