

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 25 年 4 月 3、4 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013 年 4 月 3 日 (14:00～16:33)
4 月 4 日 (8:59～13:35)

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	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 (3 日)
	山口俊一	財務副大臣 (4 日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官 (3 日)
	甘利 明	経済財政政策担当大臣 (4 日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	梅森 徹 (3 日 15:07～16:33、 4 日 10:23～13:35)
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	菅野浩之 (3 日 15:07～16:33、 4 日 10:23～13:35)
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	小牧義弘

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2013年3月6、7日）で決定された方針^(注)のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.05%台後半から0.08%台後半の間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、短期金融市場における資金余剰感が強いもとで、期間の短い資金供給を行うことにより札割れの回避に努めたが、札割れが頻発した。短期国債買入れの落札決定レートは、0.04%台で推移しているが、長期国債買入れの同レートは、直近実施分では0.06%近くまで上昇している。

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、低位で安定的に推移している。GCレポレートは、総じて0.1%程度で推移しているが、弱含む場面もみられた。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを含め、横ばい圏内で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利についてみると、2年債および5年債利回りは、非常に低い水準で横ばい圏内の動きとなっていたが、足もと幾分強含んでいる。10年債および20年債の利回りは、投資家需要が強まる中、金融緩和期待もあって、2003年央以来の水準まで低下する場面もみられた。株価（日経平均株価）は、底堅く推移する中、足もとでは調整の動きもみられた。REIT価格は、値動きの大きい展開ながらも、大幅に上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、引き続き投資家の底堅い需要を背景に、総じて低位横ばい圏内で推移しており、業績悪化懸念からスプレッドが拡大した状態にある先の一部では、スプレッド縮小の動きがみられる。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、振れを伴いながら幾分上昇している。円の対ユーロ相場は、キプロス支援などを巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、ユーロ安方向の動きとなっている。

(注) 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。」

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、緩やかな回復基調が続いており、企業活動にも改善の動きが拡がりつつある。輸出は徐々に底入れしつつある。ひと頃慎重化していた企業マインドは改善してきており、設備投資も持ち直しつつある。個人消費は、社会保障税減税打ち切りの影響がみられているものの、雇用情勢が改善傾向を辿るもとの、基調としては、緩やかに増加している。住宅投資も、低水準ながら着実に持ち直している。こうしたもとの、生産は増加基調に復している。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比プラス転化を主因に、プラス幅が拡大している。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済は、緩やかな後退を続けている。輸出は底入れしつつあり、企業や家計のマインドも、国ごとのばらつきはあるものの、全体として一段の悪化には歯止めがかかりつつある。もっとも、緊縮財政が継続していることなどから、民間設備投資、個人消費ともに減少を続けている。こうしたもとの、生産は引き続き減少している。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、消費者物価の前年比は、総合ベース、コアベースとも若干低下している。この間、英国経済は、停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定化してきている。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資は、インフラ投資や不動産投資の増加から、底堅い伸びとなっている。また、輸出も、米国向けを中心に、持ち直しに向かっている。こうした内外需要のもとで、生産も安定化してきている。N I E s、A S E A N経済は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出は徐々に持ち直しに向かっており、生産にも安定化の兆しがみられている。もっとも、企業マインドが依然として慎重なもとの、設備投資はN I E sを中心に伸び悩んでいる。この間、個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、消費者心理の改善基調が続くA S E A Nを中心に、底堅く推移している。物価面をみると、地域毎に差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は横ばい圏内で推移している。この間、インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、イタリアの政治情勢やキプロス支援を巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、欧州を中心にやや神経質な動きがみられたが、総じてみれば、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムといった各種の安全弁が整備されるなど、欧州債務問題への取り組みに一定の前進がみられてきたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にある。欧州の株価は、キプロス支援策の中で大口預金者に負担を求めたことなどから、銀行株を中心に軟化している。欧州系金融機関の資金調達環境は、全体として落ち着いた状態にあるが、やや神経質な動きもみられている。すなわち、ユーロのターム物金利の対OISスプレッドは低水準で横ばいの動きが続いているが、金融債の信用スプレッドは拡大しており、発行額も低調となっている。一方、欧州周縁国の国債利回りは、キプロスやギリシャでは上昇しているが、その他の国では横ばい圏内で推移しており、キプロス支援問題の波及は現在までのところ限定的である。ドイツやフランスの金利は低下している。この間、米国の株価は、米国景気に対する回復期待の強まりなどから、緩やかに上昇しており、最高値を更新する動きとなっている。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは、総じて横ばい圏内で推移しているほか、ハイ・イールド債の発行も引き続きしっかりしている。新興国・資源国の金融市場をみると、投資ファンド等を通じた資金流入が継続しつつも縮小しているもと、株価や通貨はなお高値圏にあるが、総じて下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、下げ止まっている。実質輸出は、10～12月まで2四半期連続で減少したあと、1～2月の10～12月対比は小幅の増加となった。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、持ち直していくと考えられる。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、10～12月まで4四半期連続で増加したあと、1月の10～12月対比も増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額は、昨年4～6月に大幅に増加したあとは、月々の振れは大きいですが、均してみれば横ばい圏内の動きを続けている。先行きの公共投資は、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられる。ただし、建設業の人手不足など供給サイドのボトルネックの影響を受けて、実際の執行ペースは緩やかなものにとどまる可能性が

ある。

企業の業況感は、再び改善の動きがみられている。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、既往の輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業で減少しており、全体として弱めとなっている。機械受注は、10～12月に一旦前期比で増加したが、1月の10～12月対比は再び大きく減少しており、はっきりとした下げ止まりはなお確認できない。建築着工床面積は、10～12月まで4四半期連続で増加を続けたあと、1～2月の10～12月対比も増加した。設備投資の先行きについては、当面一部に弱さが残るものの、その後は、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、労働需給面で、再び改善に向かう動きがみられている。

個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、底堅さを増しつつある。軽自動車を含む乗用車の新車登録台数は、10月にかけて大きく落ち込んだあと、11月以降は持ち直し傾向を続けており、1～3月は10～12月対比増加した。また、全国百貨店売上高は、10～12月に増加したあと、高額商品の売上げ増もあって、1～2月も増加した。先行きの個人消費は、次第に底堅さを増していくと考えられる。ただし、当面は、所得の弱さが抑制要因として残る可能性がある。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きも、引き続き持ち直し傾向を辿ると考えられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくもとの、内外需要の動向を反映して、持ち直していくと考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、1～3月の鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとみられる。4～6月については、国内向けが底堅く推移する中、海外経済の緩やかな回復などを受けて、持ち直していくとの感触である。

物価面をみると、国際商品市況は、足もと幾分弱めの動きもみられるが、総じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価を3か月前比で見ると、為替相場の動きを反映して上昇している。先行きは、当面、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっている。先行きは、当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連についても前年の動きの反動が予想されるため、マイナスを続けたあと、

再びゼロ%近傍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。

コールレートが極めて低い水準で推移する中、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・社債市場の発行環境は、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。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、プラス幅が幾分拡大している。CP・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば改善した状態にある。マネーストックの前年比は、2%台後半のプラスとなっている。この間、市場参加者の中長期的な予想物価上昇率は、幾分上昇している。

II. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正について

1. 執行部からの説明

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、今4月末に受付期限を迎える。今後も復興関連需要が続くとみられる中、復興に向けた被災地金融機関の取り組みを引き続き支援する観点から、同オペレーションについては、現行1兆円の貸付枠のもとで、貸付の受付期限を2014年4月末まで1年延長することが適当と考えられる。併せて、被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置についても、その適用期限を2015年4月末まで1年間延長することが適当と考えられる。

2. 採決

上記を内容とする「『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基本要領』等の一部改正に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、イタリアの政治情勢やキプロス支援問題などを巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、一部にやや神経質な動きもみられるが、総じてみれば、欧州債務問題への取り組みに一定の前進がみられてきたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にあるとの認識で一致した。キプロス支援問題について、何人かの委員は、現在までのところ他の周縁国への影響は限定的であるが、銀行処理に当たり大口預金者やシニア債保有者にも負担を求めた結果、ユーロ圏当局の政策対応に疑心暗鬼が生まれており、今後の動きを注視していきたいと述べた。

海外経済について、委員は、欧州経済は引き続き緩やかに後退しているが、米国や中国経済を中心に、全体としてみれば昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するもとの、成長率が次第に高まっていくとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、家計部門が底堅く推移している中、緩やかな回復基調を続けており、企業部門にも改善の動きが拡がりつつあるとの認識を共有した。ある委員は、自律回復のメカニズムが働き始めている可能性を指摘した。先行きについて、委員は、緩やかな金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。複数の委員は、足もとの住宅価格の上昇による資産効果が、今後の個人消費ひいては米国経済をしっかりと支えるのではないかとの見方を示した。一方、何人かの委員は、雇用回復力が力強さを欠くことや財政に関する不確実性などから、景気回復が後ずれするリスクを指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、欧州債務問題が長期化する中、緩やかな後退を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、当面、周縁国を中心に緊縮的な財政運営が続くことから、全体として景気の緩やかな後退が続く可能性が高いとの見方を共有した。ある委員は、長引く周縁国の内需の弱さを受けて、ドイツの企業部門の景況感に腰折れの兆しがみられており、ドイツを起点とする景気回復を後ずれさせる可能性があるとの見方を示した。別のある委員は、現在は欧州中央銀行による国債買入れスキームで時間を買っている状況であり、その間に、各種同盟や構造改革を着実に進展させること

が重要であるとの認識を示した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定化してきているとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、製造業PMIが50をやや上回る水準にとどまっていること、電力消費量の伸びが頭打ちになっていることなどを指摘し、未だ本格的な回復には至っていないとの見方を示した。先行きについて、委員は、成長テンポはかつてに比べ緩やかになる可能性が高いが、内需が堅調に推移するもとで輸出も次第に持ち直し、回復が鮮明になっていくとの見方を共有した。ある委員は、緩やかな景気回復の初期段階にもかかわらず、物価や労働市場などに需給逼迫の兆しがみられており、中国の潜在成長率が低下している可能性があるとして指摘した。別のある委員は、住宅市況の高騰とそれに伴う当局の規制強化の影響を、先行きのリスクとして注視していると述べた。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、全体として持ち直しているが、企業部門ではなお緩やかな動きにとどまっているとの認識で一致した。先行きについて、底堅い個人消費が下支えするもとで、輸出が次第に持ち直していくにつれて、徐々に回復ペースは増していくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、全体として下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられているとの認識を共有した。複数の委員は、1～3月の鉱工業生産が実勢では横ばいにとどまるとみられるなど、鉱工業生産の判断は、持ち直しに向かう動きがみられるとまでは言えないのではないかと指摘し、このうち一人の委員は、現時点では、わが国の景気は「下げ止まっている」という前月の判断から大きくは変わっていないとコメントした。最近の特徴点として、何人かの委員は、円安・株高を背景に、企業や家計のマインドが改善しており、内需の底堅さに繋がっていると指摘した。また、多くの委員は、海外経済の持ち直しや円安進行など外部環境の改善に比べ、輸出が弱い動きにとどまっていると指摘した。さらに、雇用・所得環境について、複数の委員は、大企業の正規社員の一部で賃上げの動きがみられているが、中小企業や非正規雇用も含めた全体の賃金が上昇するまでには、なお時間が必要であるとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、国内需要が各種経済対策の効果も

あって底堅く推移し、米国・中国などを中心に海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。ある委員は、予想インフレ率の上昇など期待が大きく変化していること、イールドカーブがフラット化していること、これにより予想実質金利が低下していることから、今後これらが設備投資や消費など実体経済に影響を与え、景気持ち直しの動きがさらに強まっていくとの見方を示した。一方、何人かの委員は、現在のマインド改善は期待先行の面があり、今後、企業収益、雇用や賃金といった実体経済がバランス良く改善していくか、注視していきたいとの見解を示した。複数の委員は、先行きの設備投資について、1月の機械受注が減少したほか、3月短観の2013年度設備投資計画が製造業を中心に慎重なものにとどまっていると指摘したうえで、今後の動きを注視していきたいとの考えを示した。これに対し、ある委員は、3月短観では2013年度の企業の想定為替レートは85円と実勢比円高になっており、これが実勢に合わせて修正されれば改善が見込めると述べた。また、複数の委員は、株価など資産価格の上昇が設備投資を増加させるルートにも注目すべきとの見解を示した。

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、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっており、当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連での前年の動きの反動からマイナスを続けたあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。物価の先行きについて、委員は、GDPギャップの縮小や円安に伴うエネルギー価格の上昇もあって、徐々にプラスに転じていくとの見方で一致した。多くの委員は、物価連動国債から算出される予想インフレ率や各種アンケート調査をみると、足もと、市場や家計の予想物価上昇率が上昇していると指摘した。ただし、このうち一人の委員は、これらの指標から基調的な変化を識別するのは容易ではないため、その解釈には注意を要するとの見方を示した。何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するには、予想物価上昇率の高まりによってフィリップスカーブが上方シフトするとともに、その勾配がスティープ化することで、需要の変化に対する物価の反応度が高まることが重要であるとの見方を示した。そのうちの複数の委員は、フィリップスカーブのスティープ化には、家計や企業の成長やインフレ予想を高め、企業が需要や賃金に見合った価格設定を行えるようになることや、賃金上昇を中心とする所得環境の改善がみられることが重要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、フィリ

ップスカーブのフラット化は強固なデフレ予想が原因であり、インフレ予想に転換するにつれて、フラット化は修正されていくとの見方を示した。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開、米国の財政問題の帰趨や経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの見解で一致した。何人かの委員は、わが国企業の製品競争力の低下や海外進出企業の現地調達の進展により、海外経済の好転や為替円安化に応じて輸出が増加する度合いが小さくなっている可能性を指摘した。ある委員は、中長期的な予想インフレ率の上昇ペースが遅れるリスクには、引き続き注意が必要であると指摘した。

2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。一人の委員は、1%の「当面の物価安定の目途」から2%の「物価安定の目標」に変更した分、テイラー・ルールからみた政策金利水準は相対的に金融の緩和度合いが後退していると指摘した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していることなどを背景に、極めて安定しており、短国レートはやや弱含んでいるとの見方で一致した。委員は、金融機関の貸出金利は低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りなどに関する指標は改善した状態が続いているとの認識を共有した。CP・社債市場の発行環境について、委員は、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

基本的な考え方として、委員は、日本銀行は、1月の会合で決定した消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、できるだけ早期に実現するのが使命であるとの認識を改めて共有した。多くの委員は、前回までの会合でも議論してきたように、「包括的な金融緩和政策」の下で、オペの札割れが頻発しているほか、さらに追求できる政策効果にも限界がみられることから、政策の枠組み全体を見直す

必要があるとの見解を示した。このうちのある委員は、従来の政策では、国民から「物価安定の目標」の達成にはなお不十分とみられていると述べた。そのうえで、委員は、これまでも「包括的な金融緩和政策」の下で相当規模の金融緩和を実施してきたが、なおデフレ脱却に至っていないことから、「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成するためには、量と質の両面で、これまでとは次元の違う金融緩和を行う必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、実体経済や金融市場に前向きな動きが表れ始めた現在は絶好の機会であり、これを活かす必要があると述べた。多くの委員は、「物価安定の目標」の具体的な達成期間として、2年程度を念頭に置いて対応を進めることが考えられるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、2年程度という達成期間を示すのは、目標達成への不確実性などを踏まえるとリスクが高いと述べた。また、委員は、これまでの漸進的アプローチから転換し、戦力の逐次投入はしないという考え方で一致した。これに関連し、何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現に必要な政策は全て決定したと市場に受け取られるように、インパクトのある規模の政策とすることが重要であるとの考えを示した。さらに、委員は、分かりやすい情報発信が重要であるとの認識で一致した。これに関して、一人の委員は、従来の金融政策の枠組みが複雑で分かりにくかったことに加え、情報発信が必ずしも効果的でなかったことが、政策効果を削いでいた面があると指摘した。この間、大規模な金融緩和の副作用について、ある委員は、過度な金利低下のもとで、①金融機関の貸出意欲がかえって減退すること、②金融機関が収益確保のために保有債券のデュレーションを延長し、その結果として、金融システムが金利上昇に対して脆弱になること、③生保・年金基金等の機関投資家の運用が圧迫されること、などの可能性に注意する必要があると指摘した。また、別のある委員は、①財政ファイナンスの観測を高める可能性、②市場機能が大きく損なわれる可能性、③金融市場で大規模な資産購入の実現可能性に疑問が持たれ、政策効果が減じる可能性について、十分認識する必要があると述べた。

以上の議論を踏まえ、委員は、具体的な金融緩和の内容について、①金融市場調節方針の操作目標、②操作目標と長期国債買入れの増額規模、③その際の資産買入れ等の基金や「銀行券ルール」の扱い、④リスク性資産の買入れ、⑤今回の金融緩和措置の継続期間、という論点などについて議論を行った。この間、委員の質問に対応して、執行部からは、オペレーション上の対応可能性とリスク量、マネタリーベ

ースと長期国債保有残高との計数上の対応関係、政策効果についての定量的な分析などについて補足説明を行った。

金融市場調節方針の操作目標について、委員は、量的な金融緩和を推進する観点から、現在の無担保コールレート（オーバーナイト物）に代え、何らかの量的な指標に変更することが適当との見解で一致した。ある委員は、基金の規模拡大が事実上の金融緩和手段となる中、従来の金利目標が形骸化している面があると指摘したうえで、操作目標を金利から量的な指標に変更することで、新しい枠組みに変わったというメッセージを発信することができるとの考えを示した。そのうえで、委員は、具体的な操作目標としては、「日本銀行のバランスシート規模」や「日銀当座預金残高」も考えられるが、日本銀行が直接供給する通貨の量を示す「マネタリーベース」が、日本銀行の政策姿勢を市場や国民に分かりやすく伝える観点などから、適当であるとの認識を共有した。

次に委員は、「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するために必要となるマネタリーベースと長期国債買入れの増額規模について議論した。委員は、そのためには、長期金利や資産価格に働きかけることを通じて需要を喚起するほか、市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換させることが必要であり、従来の延長線上ではないような相当な規模とすべきとの認識で一致した。複数の委員は、少なくとも、包括緩和のもとで既に決まっている長期国債買入れ額やマネタリーベースの残高見通しを大きく上回る規模とする必要があるとの認識を示した。別の一人の委員は、マーケットに対して最大限のインパクトを与える規模として、例えば長期国債の保有残高を年間50兆円程度増やす必要があるとの見解を示した。また、別のある委員は、包括緩和における長期国債の買入れの効果や、非伝統的政策下での当座預金残高と物価の関係についての定量的な関係などを参考にすべきと述べた。別のある委員は、既存の定量的な分析結果によると、資産買入れがインフレ期待を引き上げる効果には不確実性が大きいと指摘した。こうした議論を踏まえ、委員は、分析手法による差異も大きく、かなりの幅を持って判断すべきであるが、消費者物価に相応の影響を与えるためには数十兆円規模が必要になるとの認識を共有した。ある委員は、マネタリーベースと期待インフレ率の中長期的な関係やマッカラムルールからみたマネタリーベースの伸び率について見解を述べた。次に、委員は、オペレーション上の対応可能性も踏まえる必要があるとの認識に立って、長期国債の

買入れ対象を全銘柄に拡げることを前提にすれば、月7兆円程度の買入れが可能であるとの見解で一致した。以上のような、①市場や経済主体の期待への働きかけ、②定量的な効果についての分析、③オペレーション上の対応可能性などを踏まえた判断として、委員は、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加させること、また、長期国債の保有残高を年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れることが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、これらを実施した場合、マネタリーベースと長期国債の保有残高は、それぞれ2年間で2倍になるとの見通しを共有した。

長期国債買入れの対象年限について、委員は、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債とすることが適当との見解で一致した。複数の委員は、幅広い年限の国債を買入れることによって、買入れを円滑に進めることも期待できるとの見方を示した。そのうえで、委員は、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長することが考えられるとの見解で一致した。何人かの委員は、買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と幅をもってみることが必要であるとの考えを示した。別の何人かの委員は、超長期ゾーンの国債は年金や生保などがALM上の目的で購入しているため、買入れに当たっては配慮が必要であると指摘した。このうち複数の委員は、こうした配慮の結果、買入れの平均残存期間は7年より短く、6～7年になることも許容するとの考えを示した。

この間、委員は、大規模な国債買入れを円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせないとしたうえで、市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換の場を設ける必要があるとの認識を共有した。複数の委員は、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度（SLF）の要件を緩和してはどうかとの考えを示した。また、大方の委員は、補完当座預金制度の付利金利については、現状を維持するのが適当であるとの認識を示した。

資産買入等の基金の扱いについて、委員は、分かりやすく市場関係者や経済主体に情報発信するとの観点から、長期国債の買入れを拡大するに当たっては、資産買入等の基金を廃止し、そのうえで、既存の残高は、「金融調節上の必要から行う国債の買入れ（いわゆる輪番オペ）」とともに、今回の長期国債の買入れに吸収することが適当であ

るとの認識を共有した。ある委員は、今回の長期国債買入れの下で、成長通貨の供給という輪番オペの目的と、デフレ脱却という資産買入等の基金の目的を同時に追求するという整理が可能であれば、外部からも分かりやすくなるのではないかと述べた。「銀行券ルール」の扱いについて、委員は、輪番オペと資産買入れ等の基金による長期国債保有額の合計は既に銀行券発行残高を超えており、今後大規模に国債を買入れていくうえで遵守することは難しいという認識で一致した。そのうえで、委員は、中央銀行にとって「銀行券ルール」の基本的な考え方自体は維持すべきものであり、ルールを廃止するのではなく、今回導入する政策を実施するに際して、運用を一時停止することを明確にするのが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、海外でも平時には銀行券ルールに類する考え方を取っている国があるが、大規模な金融緩和の際は運用を一時停止していると述べた。多くの委員は、長期国債の買入れは日本銀行自らの判断で金融政策として行うものであり、「銀行券ルール」の一時停止が日本銀行による財政ファイナンスとの観測を高めないよう、対外的に丁寧に説明していく必要があるとの見解を示した。そのうちの一人の委員は、銀行券ルールに代わるより適切な措置を見出す努力を続ける必要があると述べた。

リスク性資産の買入れについて、委員は、E T Fは、新規組成が可能であり、市場規模による制約を考える必要はないが、J - R E I Tは、買入れ余地に制約があるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、資産価格のリスクプレミアムに働きかける観点から、日本銀行のE T Fの保有残高が年間約1兆円、J - R E I Tが年間約300億円で相当するペースで増加するよう買入れることが適当との見解で一致した。この間、C P、社債の買入れについて、委員は、信用スプレッドが低位で安定的に推移していることを踏まえると、本年末までは予め示している残高目標を目指して積み上げ、その後はその残高を維持することが適当であるとの認識で一致した。

委員は、国債やリスク資産を大量に買入れるに当たっては、日本銀行の財務の健全性維持が重要であるとの認識を共有した。一人の委員は、政府との間での損失補填ルールについても検討に値するのではないかと述べた。

今回の金融緩和措置の継続期間について、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継続することが適当であるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、相応にリスクの高い前例のない規模の資産買入れを行

うことになるので、2年間程度を集中対応期間と位置付けてその後の政策の柔軟性を確保したうえで、今回の金融緩和措置を導入するのが適当であるとの見解を示した。一方、ある委員は、事前に2年間と期間を区切ると、金融市場での期待形成がスムーズに行われないと指摘した。また、別のある委員は、フォワード・ガイダンス政策の観点からは、具体的な期間を定めない方が効果が高いと述べた。こうした議論を踏まえて、大方の委員は、日本銀行として、2年程度の期間を念頭に置いて2%の物価安定の目標を実現する決意であるが、金融緩和の継続期間としては、最初から2年と限定するのではなく、「物価安定の目標」との関係で定めることが適当であるとの認識で一致した。この間、委員は、こうした金融緩和を行っていくに当たっては、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うことが適当との認識を共有した。ある委員は、リスクの点検については、これまで以上に入念にする必要があるとの認識を示した。

以上の議論を経て、委員は、今回の金融緩和は、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量と質の両面でこれまでとは全く次元の違う極めて大胆な金融緩和であり、これを「量的・質的金融緩和」と呼ぶことが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、「量的・質的金融緩和」は、できるだけ早期に2%の物価安定目標を実現するという、日本銀行の決意を裏打ちする政策であるとの認識を共有した。すなわち、「量的・質的金融緩和」は、①長めの金利や資産価格のプレミアムを低下させる効果、②これまで長期国債の運用を行っていた金融機関や投資家が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしたりするといった、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果、③市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換する効果が期待でき、これらの効果を通じて、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させることによって、日本経済を15年近く続いたデフレからの脱却に導くものであるとの認識を共有した。

V. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- この度、就任された黒田総裁、岩田副総裁、中曽副総裁におかれ

ては、デフレ脱却に向けた確固たる決意と多様なご経験・ご業績を活かしてリーダーシップを発揮し、内外の期待に応えて頂きたい。

- わが国の景気は、一部に弱さが残るが、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きは、当面、一部に弱さが残るが、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果等を背景に、次第に景気回復へ向かうことが期待される。物価は緩やかなデフレ状況が続いているが、最近では家計の先行きの物価予想の上昇が続き、また企業の先行きの業況判断が改善に向かい、春闘では報酬引上げの動きもみられる。
- 政府は、先月末、経済財政諮問会議で緊急経済対策の進捗状況を確認した。補正予算成立から約1か月でほぼ全ての事業が着手され、40件超の事業が既に契約され実際に動き始めた。まさに「三本の矢」のうち機動的な財政政策が快調に軌道に乗りつつある。この効果を一日も早く発現させるため、今後も各府省を督励する。また、この度、交渉参加を決断したTPPは、成長戦略の大きな柱であり、わが国が世界経済の成長を取り込むうえで重要である。交渉力を駆使し、国益に適う最善の道を追及する。なお、政府・日本銀行の共同声明のとおり、政府は財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進する。
- 日本銀行には、共同声明のとおり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するように大胆な金融緩和を強く期待する。目標の達成への道筋をしっかりと描き、経済財政諮問会議等で説明責任を果たしてほしい。あらゆる機会を活用した政府と日本銀行の連携強化が重要である。日本銀行が新体制の下で、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に大いに貢献することを期待する。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、デフレ脱却に向け金融政策の果たすべき役割は極めて大きく、共同声明にあるとおり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを目指し、日本銀行が大胆な金融緩和を推進して頂くことが重要と考えている。新執行部には強力なリーダーシップを発揮して頂けるものと期待する。
- 政府としても、共同声明にあるように機動的な財政政策や成長力強化等の取組みを進めていく。まずは先般、平成25年度税制改正法案が成立した。引き続き、平成25年度予算の成立に向け全力で取り組む。さらに、年央を目途に成長戦略を取り纏める。また、大

胆な金融政策を推進するに当たり、財政に対する信認を確固たるものにするのが重要であるため、財政健全化目標を実現すべく、中期財政計画を年央を目途に策定する。こうした政策対応により、日本経済再生と財政健全化の双方を実現すべく、全力で取り組む。

- 大胆な金融政策は、デフレ不況からの脱却に向けた「3本の矢」の中でも特に重要だが、目標達成に向けた道筋はいまだ描けていない。こうした状況のもと、「量的・質的金融緩和」が提案されたことは、2%の物価安定目標の早期実現に向け、新体制として大きな一歩を踏み出されたものと政府としても歓迎する。日本銀行の財務基盤の健全性確保のあり方については、日本銀行の考えもよく伺っていききたい。
- 今後とも、物価安定目標の実現に向け積極・果断な金融政策運営を行うとともに、目標達成に向けた道筋についての説明責任を内外に対してきちんと果たして頂くようお願いする。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、金融市場調節方針を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更したうえで、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ことが適当である、との見解で一致した。

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）

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none">1. 金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更すること。2. 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。3. 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

2. 長期国債買入れの拡大および年限長期化に関する件

議長から、委員の見解を取りまとめる形で、長期国債の保有残高が年間約 50 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、長期国債の買入れ対象を 40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

3. E T F および J - R E I T の買入れの拡大に関する件

議長から、委員の見解を取りまとめる形で、E T F および J - R E I T の保有残高が、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とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

4. 「量的・質的金融緩和」の継続に関する件

議長から、委員の大勢意見を取りまとめる形で、「『量的・質的金融緩和』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。」ことを公表する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、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

5. 「量的・質的金融緩和」の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する件

議長から、「量的・質的金融緩和」の導入に伴う関連基本要領の制

定および廃止等に関する議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、適宜の方法で公表されることとされた。

VII. 対外公表文（『量的・質的金融緩和』の導入について）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員は、① 2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて達成するには、大きな不確実性がある、② そうした中、「量的・質的金融緩和」が長期間にわたって続くという期待が高まれば、金融面での不均衡形成などにつながる懸念があるとしたうえで、「量的・質的金融緩和」の継続期間は2年程度に限定し、その時点で柔軟に見直すとの考えを明らかにすべきとの見解を示し、議案を提出したいと述べた。この結果、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、①「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除、② その次に「2年間程度を集中対応期間と位置づけて、『量的・質的金融緩和』を導入する」との一文を追加、③「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除するとの議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、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』の導入について）〈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（3月6、7日開催分）が全員一致で承認され、4月9日に公表することとされた。

以 上

2013年4月4日

日本銀行

「量的・質的金融緩和」の導入について

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、以下の決定を行った。

(1) 「量的・質的金融緩和」の導入

日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する^(注1)。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

① マネタリーベース・コントロールの採用（全員一致）

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を以下のとおりとする。

「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。」¹

② 長期国債買入れの拡大と年限長期化（全員一致）

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う²。

また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱³から国債発行残高の平均並みの7年程度⁴に延長する。

¹ この方針のもとで、マネタリーベース（2012年末実績138兆円）は、2013年末200兆円、2014年末270兆円となる見込み（別紙）。

² 毎月の長期国債のグロスの買入れ額は7兆円強となる見込み。

³ 「資産買入等の基金による長期国債の買入れ」と「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を合わせた全体の平均。

⁴ 長期国債買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と、幅をもってみる必要がある。

③ETF、J-REITの買入れの拡大（全員一致）

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、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⁵。

④「量的・質的金融緩和」の継続^(注1)（賛成8反対1）^(注2)

「量的・質的金融緩和」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）「量的・質的金融緩和」に伴う対応

①資産買入等の基金の廃止

資産買入等の基金は廃止する。「金融調節上の必要から行う国債買入れ」は、既存の残高を含め、上記の長期国債の買入れに吸収する。

②銀行券ルールの一時的適用停止

上記の長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。また、政府は、1月の「共同声明」において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」としている。これらを踏まえ、いわゆる「銀行券ルール」⁶を、「量的・質的金融緩和」の実施に際し、一時停止する。

③市場参加者との対話の強化

上記のような巨額の国債買入れと極めて大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせない。市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設ける。また、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度（SLF）の要件を緩和する。

⁵ CP等、社債等については、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。なお、CP等、社債等、ETFおよびJ-REITの銘柄別の買入れ限度については、従来通りとする。

⁶ 「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を通じて日本銀行が保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とするという考え方（2001年3月19日決定）。

(3) 被災地金融機関支援資金供給の延長

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を1年延長する。

2. わが国経済は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きは、堅調な国内需要と海外経済の成長率の高まりを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は足もと小幅のマイナスとなっているが、予想物価上昇率の上昇を示唆する指標がみられる。また、ここ数か月、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の後退や国内の政策期待によって、金融資本市場の状況は好転している。

日本銀行は、1月の「共同声明」において、「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束した。今回決定した「量的・質的金融緩和」は、これを裏打ちする施策として、長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる。これらは、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

(注1) 木内委員より、①「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除、②その次に「2年間程度を集中対応期間と位置づけて、『量的・質的金融緩和』を導入する」との一文を追加、③「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除するとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

(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。

マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

(単位：兆円)

	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
マネタリーベース	138	200	270

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	89	140	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	13	18
その他とも資産計	158	220	290
銀行券	87	88	90
当座預金	47	107	175
その他とも負債・純資産計	158	220	290

(25年4月26日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年4月26日(9:02～13:30)

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	山口俊一	財務副大臣
内閣府	松山健士	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

(事務局)

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

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（4月3日、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140～156兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準で推移している。GCレポレートは、0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを含め、幾分上昇し、足もとでは0.1%程度で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、ごく小幅に低下している。

長期金利についてみると、2年債および5年債利回りは、補完当座預金制度の適用金利引下げ観測が後退したことなどから、上昇している。10年債および20年債の利回りも上昇している。やや詳しくみると、前回会合直後は大きく低下したが、その後、ボラティリティ上昇を受けた市場参加者の投資姿勢の慎重化などから、上昇した。足もとにかけては、入札が徐々に無難な結果となっていったことに加え、日本銀行による長期国債買入れの運営方針変更も好感されて、ボラティリティが低下していることから、低下に転じている。株価（日経平均株価）は、前回会合での政策決定や、これを受けた為替の円安進行などが好感されて、上昇基調を続けている。REIT価格は、上昇しているが、昨年秋以降の急速な上昇には一服感がみられている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、業況悪化懸念から拡大した状態が続いている先がみられているものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、低位横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、前回会合での政策決定を受けて大幅に円安が進行している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている。

^(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、緩やかな回復基調が続いており、企業活動にも改善の動きが拡がりつつある。輸出は底入れしつつある。ひと頃慎重化していた企業マインドは改善基調にあり、設備投資も持ち直しつつある。個人消費は、社会保障税減税打ち切りの影響がみられているものの、雇用情勢が改善傾向を辿るもとで、基調としては、緩やかに増加している。住宅投資も、なお低水準ながら、着実に持ち直している。こうした内外の需要動向を背景に、生産は増加基調に復している。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が幾分縮小している。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済は、緩やかな後退を続けている。輸出は底入れしつつあり、企業や家計のマインドも、国ごとのばらつきはあるものの、全体として一段の悪化に歯止めがかかりつつある。もっとも、緊縮財政が継続していることなどから、民間設備投資、個人消費ともに減少を続けている。こうしたもとで、生産は、内需の低迷を反映して、引き続き減少している。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、消費者物価の前年比は、総合ベース、コアベースとも若干低下している。この間、英国経済は、停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定化してきている。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資は、インフラ投資や不動産投資の増加を中心に、底堅い伸びとなっている。また、輸出も、持ち直しに向かっている。こうした内外需要のもとで、生産も安定化してきている。N I E s、A S E A N経済は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出は徐々に持ち直しに向かっており、生産にも安定化の兆しがみられている。もっとも、企業マインドが依然として慎重なもとで、設備投資はN I E sを中心に伸び悩んでいる。この間、個人消費は、雇用・所得環境が良好で消費者心理の改善基調が続くA S E A Nを中心に、底堅く推移している。物価面をみると、地域ごとに差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は横ばい圏内で推移している。この間、インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、経済指標の市場予想比下振れを受けた世界経済の回復テンポに関する楽観論の修正からセンチメントの慎重化が一部にみられた。欧州の株価は下落したほか、米国の株価は高値圏にあるものの上値の重い動きとなった。長期金利も、米国やド

イツでは低下した。もっとも、総じてみれば、各種のバックストップの整備などにより欧州債務問題が国際金融資本市場の動揺と世界経済の大きな下振れにつながるテイル・リスクは低減しており、投資家のリスク回避姿勢は引き続き後退した状態にある。イタリアやスロベニア情勢を巡る不透明感が燻る中でも、欧州周縁国の国債利回りは低下している。欧州系金融機関の資金調達環境をみると、前回会合の時点ではキプロスへの金融支援を巡る混乱から幾分タイト化する局面もみられたが、その後、落ち着きを取り戻している。すなわち、一時的に拡大した金融債の信用スプレッドが再び縮小に転じているほか、ユーロのターム物金利の対O I Sスプレッドは低水準で横ばいの動きが続いている。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは、総じて横ばい圏内で推移しているほか、ハイ・イールド債の発行も引き続きしっかりしている。この間、新興国・資源国の金融市場をみると、投資ファンド等を通じた資金流入が縮小するもとの、総じて株価が下落しているほか、資源国通貨は軟調に推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出について、実質輸出をみると、3月は前月比プラスとなり、1～3月の前期比も+1.5%と3四半期振りの増加となるなど、下げ止まりを確認させる内容であった。

公共投資について、工事の進捗を反映する公共工事出来高をみると、10～12月まで4四半期連続で増加した後、1～2月の10～12月対比も+0.4%と小幅ながら増加を続けている。発注の動きを示す公共工事請負金額は、昨年4～6月以降、高めの水準で横ばい圏内の動きを続けてきた後、足もとでは減少しているが、一時的な動きとみられる。

設備投資は、企業マインドの改善が明確となる中、資本財総供給に下げ止まりを窺わせる動きがみられており、1～3月の中小企業の設備投資実施企業割合も増加している。もっとも、機械受注が弱い動きを続けていることもあり、設備投資が全体として下げ止まっているかどうか、なお判断し難い状況が続いている。

個人消費は、株価上昇などを背景とした消費者マインドの改善に加え、気温上昇に伴う押し上げ寄与もあり、百貨店やチェーンストアの売上が増加するなど、底堅さを増しつつあることを示す指標が多くみられている。

住宅投資について、首都圏の新築マンション販売をみると、振れを均してみれば増加基調にあり、新規契約率も、好不調の目安とされる70%を概ね上回って推移している。

物価面をみると、国際商品市況は、足もとでは、弱めの動きとなっている。国内企業物価を3か月前比でみると、為替相場の動きを反映して、2月の+1.1%の後、3月も+0.8%となるなど、上昇を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、耐久消費財やエネルギー関連の前年の動きの反動から、小幅のマイナスとなっている。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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・社債市場の発行環境は、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に増加の動きがみられ、銀行貸出残高の前年比はプラス幅が幾分拡大している。企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にある。

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、各種のバックストップの整備などにより欧州債務問題が国際金融資本市場の動揺と世界経済の大きな下振れにつながるテイル・リスクは低減しており、投資家のリスク回避姿勢は引き続き後退した状態にあるとの認識を共有した。

海外経済について、委員は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するもとの、米国や中国などを中心に、緩やかながらも次第に成長率を高めていくとの認識を共有した。そのうえで、ある委員は、海外経済が持ち直し傾向を辿るという見方を変えるものではないものの、前回会合以降、米国や中国で経済指標の市場予想比下振れが相次いでいると指摘した。別の一人の委員は、今月公表されたIMFの世界経済見通しが1月時点に比べて下方修正されたことについて、成長率の高まる時期が後ずれするリスクに注意が必要だと述べた。これに対し、一人の委員は、最近の経済

指標の下振れを受けて海外経済の回復への懸念の声も聞かれるが、欧州でここ数年のような大きな混乱がみられないことや、米国で住宅市場の回復が本格化していることなどから、海外経済は次第に回復していくとの見方を示した。

米国経済について、委員は、家計部門が底堅く推移している中、緩やかな回復基調を続けており、企業部門にも改善の動きが拡がりつつあるとの認識を共有した。足もと小売売上高などで力強さを欠く経済指標がみられた点について、ある委員は、均してみれば雇用者数が着実に増加する中、景気回復のモメンタムは維持されていると述べた。別の一人の委員は、リーマン・ショック後、家計債務の調整に時間がかかり、労働需給の緩和状態が長期化する中で、個人の期待所得が低下した可能性があるとして指摘した。先行きについて、委員は、緩やかな金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな後退を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、当面、周縁国を中心に緊縮的な財政運営が続くことから、全体として景気の緩やかな後退が続く可能性が高いとの見方を共有した。ある委員は、世界経済が次第に回復する中、輸出の持ち直しを起点として、コア国を中心に徐々に後退局面を脱していくとみられるが、相応の時間が必要になるとの認識を示した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定化してきているとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、1～3月期の実質GDPの伸び率が鈍化したことや、鉄鋼など素材産業の生産調整が続いていることなどを指摘し、本格的な回復には至っていないとの見方を示した。別の一人の委員は、政府による不動産価格抑制策や質素節約奨励の影響から足もと改善の動きが幾分弱まっているが、緩やかな持ち直しの過程にあることに変わりはないと述べた。先行きについて、委員は、成長テンポはかつてに比べ緩やかになる可能性が高いが、内需が堅調に推移するもとの輸出も次第に持ち直し、回復が鮮明になっていくとの見方を共有した。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、全体として持ち直しているが、企業部門ではなお緩やかな動きにとどまっているとの認識で一致した。先行きについて、底堅い個人消費が下支えするもとの輸出が次第に持ち直していくにつれて、徐々に回復ペースは増し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。先行きについて、委員は、「量的・質的金融緩和」は長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、期待の転換を通じて予想物価上昇率を上昇させ、実質金利を低下させる効果が期待できるため、金融環境の緩和度合いは景気の改善につれて強まっていくとの考え方を共有した。

「量的・質的金融緩和」導入後の市場動向について、委員は、特に債券市場では、直後にやや振れが大きくなる局面があったが、日本銀行による長期国債買入れの運営方針変更などもあり、足もと落ち着きを取り戻しているとの認識で一致した。複数の委員は、当初、市場は、①金利の押し下げにつながる大規模な国債の買入れと、②金利の押し上げにつながる「物価安定の目標」の早期実現への強い姿勢とが相反するものと受け止めて動揺した可能性がある」と指摘した。このうちの一人の委員は、債券市場の不安定さは潜在的にはなお続いていると付け加えた。別の一人の委員は、日本銀行が大規模な国債の買入れを行う中での金利上昇は、予想物価上昇率の高まりとその背後にある実体経済の好転を示唆している可能性がある」と述べた。ある委員は、金融機関のポートフォリオ・リバランス行動は名目金利の動きに規定される側面が強いため、金利上昇によりリバランスが遅れることが懸念されると述べた。足もとの資産価格の上昇について、一人の委員は、バブルを懸念する声も聞かれるが、企業収益等のファンダメンタルズを反映したものであり、過大評価とはいえないとの見方を示した。この間、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」が効果を十分発揮するためには、政策意図の丁寧な説明や適切な金融市場調節などにより、市場の安定を確保する必要があるとの認識を示した。

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。輸出について、委員は、足もと下げ止まっており、先行きは、海外経済の緩やかな回復や為替相場の円安方向の動きに支えられ、持ち直していくとの見方を共有した。公共投資について、委員は、各種経済対策や復興関連予算の増額などから、当面、高水準で増加を続けるとの認識で一致した。個人消費について、何人かの委員は、株高等によるマインドの改善や資産効果で高額品の売上が増加するなど、底堅さを増しているとの見方を示した。そのうえで、複数の委員は、現在の個人消費は雇用・所得環境に比べより堅調であり、その持続性には注意が必要であると付け加えた。住宅投資について、ある委員は、マンション販売が増加基調にあ

るなど、活発化しているとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、景気は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられているとの認識で一致した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、小幅のマイナスとなっているとの認識で一致した。何人かの委員は、物価連動債から算出される予想インフレ率（BEI）や各種アンケート調査をみると、足もと、市場や家計の予想物価上昇率が上昇していると述べた。これに関し、ある委員は、こうした指標の動きは消費税率引き上げの蓋然性の高まりを織り込んでいる可能性もあり、直ちに予想物価上昇率が高まっているとは解釈できないと指摘した。一方、別の一人の委員は、昨年11月末以降BEIは上昇を続けており、「量的・質的金融緩和」の決定後はそのテンポが早まっていると指摘したうえで、これは消費税率引き上げ予想の高まりというよりも、金融政策のレジーム・チェンジに関する市場の見方を反映した動きであるとの見方を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

展望レポートの見通し期間について、多くの委員は、金融政策の効果が実体経済や物価に波及していくにはある程度のタイムラグがあることや、現状、多くの中央銀行が3年程度の見通しを作成・公表していることを踏まえると、見通し期間の延長を検討すべきではないかと問題提起した。何人かの委員は、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」を実現するための措置として「量的・質的金融緩和」を導入したこのタイミングで、政策効果を十分点検できるだけの見通し期間を確保することには意義があると述べた。複数の委員は、そうした意義を認めたいうえで、期間を伸ばした場合には見通しの不確実性が高まるため、必ずしも透明性の向上につながらない面もあると指摘した。以上の議論を経て、委員は、経済・物価の先行きに対する日本銀行の認識を分かりやすく示す観点から、2015年度までの見通しを従来より半年前倒しで公表し、見通し期間を3年程度にすることが適当であるとの認識で一致した。

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、①金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、本年央頃には緩やかな回復経路に復していく、②その後は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、生産・所得・支出の好循

環が維持されるもとで、基調的には潜在成長率を上回る成長を続ける、との見方を共有した。そのうえで、委員は、1月の中間評価時点と比べると、「量的・質的金融緩和」の導入、金融資本市場の状況の好転、公共投資の増額などにより、上振れて推移するとの見解で一致した。

2013年度の景気展開について、委員は、公共投資と輸出の増加を起点とした生産・所得・支出の好循環が働き始めるもとで、わが国経済は本年央頃には緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。2013年度の成長率について、委員は、年度下期には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で発生すると予想されることから、かなり高めになるとの見方で一致した。2014年度から2015年度にかけての経済情勢について、委員は、消費税率引き上げによる振れの影響を受けつつも、輸出の増加や金融緩和効果に支えられた国内民間需要の前向きな動きが続き、基調的には潜在成長率を上回る成長が見込まれるとの認識を共有した。

消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとの見方を示した。一人の委員は、中心的な道筋に沿って実際の経済・物価が改善していくことにより人々はその道筋を見通せるようになる、というプロセスの重要性を指摘し、そうした好循環のもとで、人々の短期的なインフレ予想、中長期的なインフレ率のアンカー、現実のインフレ率が、互いに強め合いながら上昇していくことになると述べた。消費税率の引き上げ前後の時期の物価動向について、ある委員は、消費に追加的な下押し圧力がかかることを懸念して、小売業者が需給バランスの改善分の価格の引き上げを先送りすることも考えられると指摘した。予想物価上昇率について、ある委員は、消費者物価の前年比がプラス幅を拡大していくにつれて企業や家計のデフレ期待が転換していくとの認識を示した。複数の委員は、長きにわたるデフレのもとでわが国に定着したデフレ期待を払拭するためには、日本銀行が「物価安定の目標」の達成に向けて強い姿勢を示すことが重要であると述べた。このうちの一人の委員は、この間の各種市場において海外投資家を中心に政策効果を織り込んだ動きとなっていることを踏まえると、今後、実体経済が改善していくにつれて、国内の経済主体も予想物価上昇率を高めていく可能性が高いと付け加えた。これらに対し、複数の委員は、予想物価上昇

率の変化が現実の物価上昇率の高まりにつながる点については、そのメカニズムも含めて不確実性が高いことなどから、見通し期間の後半にかけて2%程度に達するのは難しいと指摘した。このうちの一人の委員は、不確実性の高い見通しを示して仮にその見通しが下振れた場合、日本銀行の物価見通しや金融政策に対する信認を毀損する惧れが大きいと付け加えた。

委員は、こうした中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①国際金融資本市場の動向、②海外経済の動向に関する不確実性、③企業や家計の中長期的な成長期待、④消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の規模、⑤財政の中長期的な持続可能性、の5点を挙げた。海外経済の動向について、委員は、米国では、バランスシート調整の進捗や住宅市場等における金融緩和効果の強まり、新型エネルギーの好影響などを背景に景気が上振れる可能性もある一方、財政問題などから下振れる可能性もあるとの見方を共有した。ある委員は、中国では、過剰設備を抱える業種が多く、成長期待が低下する過程で本格的な資本ストック調整が生じる可能性があることなどから、安定成長への移行がスムーズに進まずに景気が下振れるリスクがあると指摘した。別の一人の委員は、海外経済の成長率が想定通り高まったとしても、世界的な設備投資の回復が遅れる場合には、わが国の強みである資本財・部品関係の輸出や生産、それに関連する設備投資の増加につながる可能性があるとの見方を示した。企業や家計の中長期的な成長期待について、一人の委員は、政府による規制・制度改革や企業による潜在需要の掘り起こしなどの取り組みが進まない場合には、中長期的な成長期待が高まらないリスクがあると指摘した。消費税率引き上げの影響について、ある委員は、極めて緩和的な金融環境のもとで、消費税率引き上げ分を含むインフレ率の上昇が国民の予想を大きく上回った場合、家計の実質所得減少の影響が想定以上になるリスクがあるとの見方を示したうえで、消費税率引き上げ分を含めた物価見通しについても、国民に認識を浸透させていくことが重要であると述べた。財政の中長期的な持続可能性について、委員は、財政再建の道筋が明らかになり、人々の将来不安が軽減されれば、経済の上振れにつながる可能性があるとの認識を共有した。

物価に固有の上振れ・下振れ要因について、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②マクロ的な需給バランスに対

する物価の感応度、③輸入物価の動向、の3点を指摘した。中長期的な予想物価上昇率について、委員は、企業や家計の予想物価上昇率が過去の緩やかな物価下落を反映するかたちで形成され、これがなかなか高まらない可能性がある一方、期待の転換により予想物価上昇率が比較的早期に上昇する可能性もあるとの見方を共有した。マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度について、委員は、厳しい競争環境が続く中、企業が需給バランスの引き締め度合いに応じて価格や賃金を引き上げていくかどうか不確実性があるとの認識で一致した。輸入物価の動向に関連して、ある委員は、今後、グローバルな金融緩和が続く中で世界経済が回復していくと、いわゆる「金融化」(financialization)の影響もあって国際商品市況の騰勢が強まり、輸入物価の上昇を通じて物価が上振れる可能性があるとの指摘した。

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

以上を踏まえ、委員は、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行った。

まず、第1の柱、すなわち、先行き2015年度までの経済・物価の中心的な見通しについて、大方の委員は、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高い、との見解を示した。これに対し、複数の委員は、見通し期間の後半にかけて2%程度の物価上昇率を実現することは難しいと述べた。

次に、第2の柱、すなわち、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、委員は、経済の中心的な見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしている、との認識を共有した。物価の中心的な見通しについて、大方の委員は、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしている、との見方を示した。これに対し、一人の委員は、リスクは下方に厚いと指摘した。続いて、委員は、より長期的な視点から金融面の不均衡について点検を行い、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されないものの、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は高水準である点には留意する必要があることを改めて

確認した。ある委員は、先進国の大規模な金融緩和のもとで各種資産価格の上昇がみられるが、リーマン・ショック時の経験を踏まえると、一旦どこかの資産市場に変調が生じた場合、それが広範囲に波及し、実体経済にも大きな影響が及ぶ可能性があるため、リスクを入念に点検していく必要があると述べた。以上のような2つの「柱」による点検の結果について、一人の委員は、「基本的見解」で記述する際には、国民への分かりやすさという観点から、独立した章を設けるのではなく、関連箇所に適宜織り込むべきであると指摘した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、2年程度の期間を念頭に置いて、2%の「物価安定の目標」の早期実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続すること、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。これに対し、ある委員は、「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つながる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その時点で柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であり、政策に対する市場の信認にもつながると述べた。また、別の一人の委員は、「物価安定の目標」について、あくまで柔軟な枠組みであり、ピンポイントで2%を実現することが究極の目標であるとの誤解を与えるべきでなく、賃金の動向などから先行き2%に達することがある程度見通せるという状況になれば達成したと評価できるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、「目標」として掲げた以上、2%の物価上昇率といえる状況を2年程度で実現するよう、金融政策を運営していく必要があると述べた。

長期国債の買入れについて、委員は、市場参加者の意見を踏まえて買入れ運営方針の変更などを適切に実施したことが市場の落ち着き

につながったことや、今後も大規模な買入れを円滑に行っていくためには、市場参加者と意見交換を密接に行いながらきめ細かく対応していくことが重要であることなどについて認識を共有した。国債市場やレポ市場の流動性への影響について、複数の委員は、国債補完供給制度（SLF）の要件緩和を既に実施したが、引き続き流動性の低下を防ぐための方策を検討していく必要があるとの見方を示した。大規模な買入れが財政ファイナンスにつながるとの懸念について、何人かの委員は、日本銀行による長期国債買入れはあくまで金融政策目的で行っていることを丁寧に説明するとともに、財政ファイナンスは行わないことを繰り返し情報発信することにより理解を得ていくことが重要との認識を示した。買入れの平均残存期間について、ある委員は、7年程度を無理に達成しようとする国債市場に過大な負担をかける可能性があるため、幅をもって運営することが適当であると述べた。

日本銀行の財務の健全性維持について、ある委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで大規模な資産の買入れを進める中、その重要性は一段と増しており、検討を重ねていく必要があるとの見方を示した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 長きに亘るデフレからの脱却は、現下の日本経済の最重要課題である。デフレ脱却に向けて金融政策の果たすべき役割は極めて大きく、日本銀行が、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを目指して「量的・質的金融緩和」を導入するなど、大胆な金融緩和の推進に強くコミットしていることを高く評価している。
- 本日晒される展望レポートについて、2%の物価安定目標の達成に向けた道筋を示す方向で議論されていることは、市場・国民に対する説明責任を果たすことに資するものと考え、日本銀行におかれては、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に物価安定目標を達成することを期待する。
- 政府としては、機動的な財政政策や成長力強化などの取組みをしっかりと進めていく。平成25年度予算の成立に向けて全力で取り組むとともに、年央を目途に、成長戦略を取り纏める。政府は、デフレ不況からの脱却に向け、切れ目のない政策対応に全力をあげ、国民生活に経済成長の恩恵が幅広く行き渡るようにしていく。

- 前回の決定会合で日本銀行が銀行券ルールを一時適用停止するにあたり、「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」との共同声明の記述に言及されたことを大変重く受止めている。財政健全化は、将来の課題ではなく、現在から着実に推進し実を挙げていかなければならない課題である。先般のG20でも、財務大臣から、本年の年央を目途に中期財政計画を策定していくこと、経済環境を整備して予定通り消費税を引き上げる決意であることを説明した。政府は、経済の再生と同時に、国際公約としてコミットした財政健全化目標を達成するための中期財政計画を、年央を目途に策定するなど、財政健全化に向けて全力で取り組む。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、一部に弱さが残るものの、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きは、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果などを背景に、マインドの改善にも支えられ、次第に景気回復へ向かうことが期待される。物価は緩やかなデフレ状況が続いているが、最近では家計の先行きの物価予想の上昇が続き、企業の販売価格判断にも改善の動きがみられる。春闘では、現時点で、ボーナスの増額、ベースアップ実施率の上昇、パートタイム労働者の時給の増加など、所得の増加を伴う経済成長に向けた動きもみられる。
- 政府は、4月22日の経済財政諮問会議で緊急経済対策の進捗状況を確認した。民間企業との契約締結等が行われて実際に仕事が動き始める段階にある事業は、地方公共団体分を除き、先月調査の約15%から進捗し約61%となり、今後6月までに約93%となる見込みである。引き続きしっかりと進捗管理を行い、一日も早い効果発現に努める。また、経済再生と財政健全化の双方を実現する道筋について、先般の経済財政諮問会議で議論した。今後、骨太方針の取り纏めに向け、財政健全化の大枠の方向性について検討を進めていく。さらに、現在新たな成長戦略の議論を進めており、年央を目途に纏める予定である。成長戦略の柱であるTPPについては、先般、TPP閣僚会合が開催され、今後各国で必要な国内手続きを完了した後、わが国は正式に交渉参加国として認められることとなった。
- 日本銀行が、2%の物価安定目標のできるだけ早期の実現を目指し、「量的・質的金融緩和」の決定など大胆な金融緩和を推進していることを高く評価する。本日の展望レポートの見通しはこの2%に近づく姿となり、目標の早期実現を期待する。今次金融緩和の効果や物価見通しを経済財政諮問会議等の場で十分説明してほしい。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

2. 「経済・物価情勢の展望」の決定

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、多数意見が形成された。

これに対し、佐藤委員からは、①見通し期間後半にかけての物価見通しについて「2%程度に達する可能性が高い」から「2%を見通せるようになる」に変更する、②中心的な見通しについて「2%程度の物価上昇率が実現し」から「2%程度の物価上昇率を目指し」に変更する、③物価見通しのリスクについて「上下に概ねバランスしている」から「上下やや非対称である」に変更する、を内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：佐藤委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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見通し期間後半にかけての物価見通しについて「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみているから「上昇幅を緩やかに拡大させていくことが見込まれる」に変更する、②先行きの金融政策運営について「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」から「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする」に変更する、などを内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

白井委員からは、①分かりやすさの観点をより重視した2つの「柱」による点検結果の記述方法の改善と②リスク要因の記述の明確化、具体的には、①として、第1の柱については「1. わが国の経済・物価の中心的な見通し」の最後に、第2の柱については「2. 上振れ要因・下振れ要因」の最後にそれぞれまとめる形で記述する、②として、経済情勢に関する上振れ要因・下振れ要因のうち消費税率引き上げの影響について、家計の実質所得減少のリスクをより明確に記述する、などを内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：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

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、4月27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、
白井委員、石田委員

反対：佐藤委員、木内委員

佐藤委員と木内委員は、自身の物価見通しが「基本的見解」の記述に比べて慎重であることなどから、反対した。白井委員は、分かりやすさやリスク要因の記述の明確化の観点から議案を提出したが、「基本的見解」の内容自体には異論がないことから、賛成した。

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（4月3、4日開催分）が全員一致で承認され、5月2日に公表することとされた。

以 上

別 添

2013年4月26日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

以 上

(25年5月21、22日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年5月21日(14:00～16:26)
5月22日(9:00～12:02)

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	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 (21日)
	山口俊一	財務副大臣 (22日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	川本卓司

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（4月26日）で決定された方針^{（注1）}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148～156兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。G Cレポレートは、0.1%程度で概ね横ばいとなっている。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利についてみると、10年債利回りは、5月初にかけて米欧長期金利が低下した局面では、堅調な国債入札結果もあって、一旦0.5%台半ばまで低下した。もっとも、その後は、米国経済指標の予想比上振れ等を受けた米欧長期金利の上昇や為替の円安進行、わが国株価の上昇などを背景に、ボラティリティの高まりを伴いつつ、0.8%台まで上昇している。5年債や20年債の利回りも10年債と概ね同様の動きとなっているほか、2年債利回りもごく小幅ながら上昇している。株価（日経平均株価）は、米欧株価の上昇や為替の円安進行等を受けた企業収益の改善期待などを背景に、上昇基調が続いている。R E I T価格は、昨秋以降の上昇基調に一服感がみられる中、大型の新規上場案件の公表等を受けた需給悪化懸念の台頭もあって、下落している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、業況悪化から拡大した状態が続いている先がみられているものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、低位横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国経済指標の予想比上振れに伴う米金融政策を巡る思惑に加え、本邦投資家による外債投資の拡大観測などもあって円安が進行し、足もとでは102円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かって

^{（注1）} 「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。」

いる。

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。政府支出は国防関連を中心に減少している。個人消費は、社会保障税減税打ち切りの影響がみられているものの、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調が続いている。住宅投資についても、低金利の後押しなどもあって、着実に持ち直している。輸出も頭打ちの状況から脱しつつある。こうした内外の需要動向を背景に、生産は増加基調に復しており、設備投資も持ち直しつつある。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が幾分縮小している。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済は、緩やかな後退を続けている。輸出は底入れしつつあり、企業や家計のマインドも、国ごとのばらつきはあるものの、全体として一段の悪化に歯止めがかかりつつある。もっとも、民間設備投資、個人消費は、欧州債務問題が長期化する中、緊縮財政が継続していることなどもあって、ともに減少を続けている。生産は内需の低迷を反映して、引き続き減少している。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、消費者物価の前年比は、総合ベース、コアベースとも低下している。この間、英国経済は、停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定化してきている。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資は、インフラ投資や不動産投資の増加を中心に、底堅い伸びとなっている。また、輸出は、振れを伴いつつも、持ち直しに向かっている。こうした内外需要のもとで、生産も安定化してきている。NIEs・ASEAN経済は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出は振れを伴いつつも持ち直しに向かっており、生産にも安定化の兆しがみられている。もっとも、企業マインドが依然として慎重なもとで、設備投資はNIEsを中心に伸び悩んでいる。この間、個人消費は、雇用・所得環境が良好で消費者心理の改善基調が続くASEANを中心に、底堅く推移している。物価面をみると、地域ごとに差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は横ばい圏内で推移している。この間、インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国経済指標の予想比上振れやECBによる追加金融緩和、イタリアの新政権発足等を受けた欧州情勢の不透明感の後退などを背景に、投資家のリスクテイク姿勢はやや強まっている。こうした中、株価は、米欧、新興国ともに上昇している。債券市場では、米国やドイツ、フランスの国債利回りは上昇する一方、ユーロ圏周縁国の国債利回りは低下しており、新興国債券の対米国債スプレッドも縮小している。世界的な投資資金の流出入状況を見ると、このところ縮小していた新興国への資金流入超幅が拡大に転じているほか、米欧のハイ・イールド債への資金流入も回復し、利回りは一時、既往最低水準まで低下した。この間、国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみれば軟調な地合いが続いているが、足もとでは総じて強含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、下げ止まっている。実質輸出は、7～9月に前期比で大幅に減少したあと、10～12月も同様の減少を続けたが、1～3月は3四半期振りの増加となった。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、持ち直していくと考えられる。

公共投資は、増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、10～12月まで4四半期連続で増加したあと、1～3月も前期比で若干の増加となった。発注の動きを示す公共工事請負金額は、昨年4～6月以降、月々の振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内の動きを続けたあと、1～3月には一旦小幅の減少となったが、新年度入り後の4月は、はっきりとした増加となった。先行きの公共投資は、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられる。

設備投資は、非製造業が引き続き底堅く推移する中、これまで海外経済の弱さの影響から減少していた製造業を含めて、全体としても下げ止まりつつある。機械投資の一致指標である資本財総供給をみると、10～12月まで2四半期連続で減少したあと、1～3月は前期比で増加した。機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、10～12月まで3四半期連続で減少したあと、1～3月はほぼ横ばいとなった。建設投資の先行指標である建築着工床面積(民間非居住用)は、1～3月まで5四半期連続で増加を続けた。設備投資の先行きについては、企業収益が改善に向かう中で、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、労働需給面では再び改善しつつある。

個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、底堅さを増している。GDP統計ベースの実質個人消費（一次速報値）は、10～12月に前期比+0.4%の増加となったあと、1～3月も+0.9%と高い伸びとなった。小売業販売額（実質）は、10～12月まで、多少の振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きを続けたあと、1～3月は前期比で増加した。全国百貨店売上高は、10～12月に気温低下の影響から冬物衣料品を中心に増加したあと、1～3月も、高額商品の売上げ増などからはっきりと増加した。先行きの個人消費は、引き続き底堅く推移すると考えられる。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きも、引き続き持ち直し傾向を辿ると考えられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある。四半期で見ると、昨年4～6月以降、10～12月まで3四半期連続で減少したあと、1～3月の前期比は、公表ベースでは増加し、調整ベースではほぼ横ばいとなった^(注2)。出荷・在庫バランスの面では、前期比でみて1～3月の出荷が増加に転じるもとの在庫は減少を続けるなど、生産が増加しやすいバランスとなってきた。先行きの鉱工業生産は、内外需要の動向などを反映して、持ち直していくと考えられる。企業からの聞き取り調査でも、4～6月の生産は、はっきりとした増加が見込まれている。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、為替相場の動きを反映して上昇しており、先行きも、当面、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっている。先行きは、当面、マイナス幅を縮小したあと、次第にプラスに転じていくとみられる。この間、予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる。

(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

(注2) 調整ベースとは、リーマン・ショック後の大幅な経済変動を異常値として、検出・処理するといった調整を行った季節調整値（日本銀行調査統計局による試算値）。

幅に増加しており、前年比は2割台前半の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、足もと、長期金利の上昇を受けて一部企業で社債の起債を一旦見送る動きがみられているが、総じてみれば、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、都銀等を中心に、プラス幅が幾分拡大している。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台前半の伸びとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、欧州情勢の不透明感の後退、先進国・新興国双方における金融緩和などを背景に、投資家のリスクテイク姿勢はやや強まっており、リスク性資産への資金流入が世界的にみられているとの認識を共有した。ある委員は、米国FRBによる資産買入れの早期縮小観測が台頭したことを受けて、このところ米国の長期金利が幾分上昇しているが、こうした基軸通貨国における金融緩和の巻き戻しの動きが広がっていった場合に、国際金融資本市場の動向、ひいてはわが国を含め世界経済にどのような影響が及ぶか、注視していきたいと述べた。

海外経済について、委員は、ユーロエリアやアジア経済で幾分弱めの動きがみられるものの、全体としてみれば、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっており、先行きも、米国などを中心に次第に成長率を高めていくとの見方で一致した。そのうえで、何人かの委員は、軟調な国際商品市況や長引くマクロ的な供給超過などを背景に、世界的にデysinフレ傾向が続いており、こうした動きが中長期的な予想物価上昇率の低下や実質金利の上昇を通じて経済に悪影響を及ぼすことはないか、注意してみていく必要があるとの見解を示した。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、

個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識を共有した。ある委員は、米国の経済指標は、ここ3年ほど、年初から春先まで堅調に推移したあと、夏場にかけて弱含むパターンを繰り返してきたが、4月の米雇用統計など最近の経済指標をみる限り、今年はそうしたパターンを回避できているのではないかとコメントした。先行きについて、委員は、財政面からの下押し圧力が続くものの、緩和的な金融環境や新型エネルギーの好影響などを背景に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。複数の委員は、2013会計年度の財政赤字が大幅に縮小する見通しとなったことを受けて、米国財政問題が下振れリスクとして顕在化する蓋然性はやや低下しているとの見方を提示した。このうち一人の委員は、米国の財政赤字の縮小は、財政面からの下押し圧力の強さの表れとも言えるが、その割には米国経済が基調として底堅さを維持していることに注目していると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな後退が続いているとの認識を共有した。景気後退が長期化している背景について、ある委員は、雇用環境や不動産市場の悪化から、銀行が中小企業や家計向けの貸出について慎重姿勢を維持しており、これがさらに雇用環境や不動産市場を悪化させるという、家計部門と銀行部門の負の相乗作用が発生している点を指摘した。別の一人の委員は、周縁国が独自の金融政策を採用できないことが、景気回復の大きな阻害要因となっていると述べた。この点に関し、別のある委員は、ユーロ圏内で為替相場の調整を行えない以上、競争力格差を是正する観点から、競争力の低い国においてディスインフレ圧力が生じるのはやむを得ない面もあるとコメントした。こうした議論を経て、委員は、欧州経済の先行きについて、当面、緩やかな景気後退が続く可能性が高いとの見方で一致した。そのうえで、複数の委員は、最近みられている緊縮財政路線を修正する動きは、市場のネガティブな反応を惹起するリスクはあるが、当面は、景気を下支えしてくれると期待しても良いのではないかと述べた。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定化してきているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、インフラ投資など内需が引き続き堅調に推移するもとの、成長率は緩やかながらも高まっていくとの見方を共有した。そのうえで、多くの委員は、中国経済の回復力は想定よりもやや弱めとなっているとの認識を示し、その背景として、製造業部門における過剰設備の存在と長引く在庫調整、

政府の高成長よりも構造調整を重視した政策スタンスなどを指摘した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、全体として持ち直しているが、韓国・台湾の輸出が弱めとなるなど企業部門では持ち直しの動きが緩やかな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、A S E A N 中心に底堅い個人消費が下支えするもとの、輸出が次第に持ち直していくにつれて、徐々に回復ペースは増していくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、個人消費、設備投資、鉱工業生産などにおいてこのところ明るい動きが増えているなど、持ち直しつつあるとの見方で一致した。個人消費について、委員は、株価が上昇傾向を辿り消費者マインドが改善するもとの、底堅さを増しているとの認識を共有した。そのうえで、複数の委員は、個人消費や住宅投資などの家計支出が雇用・所得環境に比べて堅調に推移している背景について見解を述べた。これらの委員は、資産効果や消費者マインドの改善に加え、①為替円安に伴う価格先高感を受けた高額品購入や、②消費税率引き上げを見据えた住宅購入など、将来需要の前倒しも影響しており、その持続性には注意が必要であると指摘した。ある委員は、個人消費が持続的に増加していくためには、恒常所得の増加につながる所定内給与の改善が必要であるが、そうした動きはまだ確認できないと述べた。設備投資について、委員は、非製造業が引き続き底堅く推移する中、これまで海外経済の弱さの影響から減少していた製造業を含めて、全体としても下げ止まりつつあるとの見方で一致した。鉱工業生産について、委員は、輸出の下げ止まりや底堅い国内需要を反映して、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きが明確になりつつあるとの認識で一致した。

景気の先行きについて、委員は、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、本年央頃には緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。大方の委員は、わが国経済の回復モメンタムが強まっていくかどうかについて、設備投資の動向が鍵を握るとの見方を示した。この点に関し、多くの委員は、①海外経済の成長率が高まるもとの、輸出や鉱工業生産の持ち直しが明確となれば、設備投資にも波

及していくと考えられること、②2013年度の企業収益は、為替円安による押し上げ寄与もあって、大幅な増益が見込まれていること、③サーベイ調査等においても、昨年末頃から設備投資意欲のはっきりとした改善が確認されること、などを前向きな動きとして指摘した。これに対し、複数の委員は、①為替円安が進行する中でも、製造業の業況感には幾分慎重さが残っていることや、②製造業の設備の稼働率は依然として低水準にとどまっていることなどを指摘し、製造業部門の先行きについてやや慎重な見方を示した。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識で一致した。ある委員は、世界的な設備投資の回復の遅れが、わが国輸出の回復のタイミングを遅らせることはないか、注意する必要があると述べた。別の一人の委員は、上振れリスクとして、最近の政府による成長戦略への取り組みが企業や家計の成長期待を比較的早期に高める可能性があるとの指摘した。

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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっているとの認識で一致した。予想物価上昇率について、委員は、消費税率引き上げが影響を及ぼしていることには注意が必要であるものの、家計や市場参加者に対する調査、マーケットの指標などにおいて、上昇を示唆する指標がみられるとの見方を共有した。物価の先行きについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、前年の反動の影響が剥落するにつれてマイナス幅を縮小したあと、マクロ的な需給バランスの改善もあって次第にプラスに転じていくとの見方を共有した。そのうえで、一人の委員は、消費者物価について、除く生鮮食品だけでなく、刈込平均値や除く食料・エネルギーなどでも、基調的にプラスとなっていくかどうかを見極める必要があると述べた。最近の為替円安に伴う輸入原材料価格の上昇について、何人かの委員は、小売段階で厳しい競争環境が続く中でも、販売価格に転嫁されていくかどうか、その過程で中小企業の収益が圧縮される可能性はないかどうか、十分注意してみていく必要があると述べた。この点に関し、ある委員は、2007～2008年頃と異なり、足もと国際商品市況が落ち着いて推移しているため、交易利得への悪影響は当時に比べ抑制されているとの見方を示した。多くの委員は、賃金の上昇を伴いながら物価上昇率も徐々に高まっていくという好循環を実現していくことが、持続的な経済成長の観点から重要であるとの認識を示

した。そのうえで、何人かの委員は、時間当たりで見れば一般労働者、パート労働者ともに賃金は上昇傾向にあるが、最近の労働需給の改善の動きが、年度後半以降、本格的に賃金上昇につながっていくかどうか、注視していると述べた。この間、ある委員は、消費税率引き上げの影響を織り込んだ経済・物価見通しについて、丁寧に説明していく必要があるとコメントした。

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認識を共有した。委員は、CP・社債市場では、足もと、長期金利の上昇を受けて一部企業で社債の起債を一旦見送る動きがみられているものの、投資家の需要は引き続き底堅く、総じてみれば、良好な発行環境が維持されているとの見方で一致した。また、銀行貸出残高の前年比はプラス幅を幾分拡大するなど、資金需要は緩やかに増加しているとの認識を共有した。

最近の株価の上昇傾向について、多くの委員は、15年近く続いたデフレのもとでリスク回避的となっていた投資家の期待が、転換しつつあることの現れではないか、との認識を示した。そのうえで、一人の委員は、日本株の売買動向について、これまでのところ、海外投資家の買いと日本の個人投資家の売りというやや一方向的な構図となっているが、今後は、わが国経済の成長期待が高まる中で、本邦株式市場を支える投資家層の厚みが増していくことが望ましいと付け加えた。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの

見方で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-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、③CP 等、社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続すること、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。これに対し、ある委員は、「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つながる懸念があるため、継続期間を 2 年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。これに対し、複数の委員は、現在の枠組みでも、必要な調整の可能性は排除されておらず、柔軟性は十分に確保されているとの見解を示した。このうち一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の継続期間を 2 年程度に限定することは、「物価安定の目標」の達成との関係で分かりにくいと付け加えた。

「量的・質的金融緩和」の効果波及経路について、一人の委員は、①資産効果による消費の押し上げ、②予想実質資本コストの低下を通じた設備投資の後押し、③為替円安を通じた輸出の増加を指摘したうえで、これらの動きは既に現れ始めており、次第に労働需給の改善を通じて賃金・物価の上昇にもつながっていくとの見解を示した。

続いて、委員は、債券市場の動向について、議論を行った。委員は、足もとの長期金利の上昇には、米欧長期金利の上昇や本邦株価の上昇、為替の円安進行といった要因が影響しているとの見方で一致した。複数の委員は、FRBの資産買入れの早期縮小観測を受けて、米国の長期金利は、経済指標への反応度合いを強めており、そうした動きがわが国長期金利に及ぼす影響に注意していく必要があると述べた。そのうえで、委員は、日本銀行による巨額の国債買入れは、景況感の改善や予想物価上昇率の高まりなどに伴って生じる金利上昇圧力を、リスク・プレミアムの圧縮によって抑制しているとの認識を共有した。何

人かの委員は、今後も、日本銀行の国債買入れが進むにつれてリスク・プレミアムの圧縮効果は強まっていくと考えられるため、当面、長期金利が跳ね上がるとは予想し難いと付け加えた。この間、多くの委員は、債券市場のボラティリティの高い状態が続くと、銀行等の金融機関の抱える金利リスク量の増大を通じて、国債売却の動きが一段と増幅される惧れがあると指摘した。そのうえで、これらの委員は、ボラティリティの上昇や過度な金利上昇を抑制し、長期金利の安定的な形成を促す観点から、オペ運営面で様々な工夫を講じていくことが適当であるとの見方を示した。このうち何人かの委員は、もともと4月4日の「量的・質的金融緩和」の決定では、国債買入れの平均残存期間について、「6～8年程度」と幅を持たせるなど、弾力的なオペ運営が可能な枠組みとなっていると付け加えた。こうした議論を経て、委員は、長期国債の買入れについて、引き続き、債券市場の動きを丹念に点検し、市場参加者と密接な意見交換を行いつつ、必要に応じて、買入れ頻度や買入れペース、ゾーン別の買入れ額を調整するなど、政策効果の浸透を促すため、弾力的なオペ運営を行っていくことが重要であるとの認識を共有した。

財政と長期金利の関係について、一人の委員は、債券市場の安定確保の観点からは、財政規律がしっかりと維持されることが必要不可欠であると指摘した。この点に関し、別のある委員は、日本銀行による長期国債の買入れは財政ファイナンス目的ではないことを、繰り返し丁寧に説明していくことも重要であると述べた。

この間、最近の長期金利上昇の一因として、何人かの委員は、株高・円安が進行し経済・物価情勢にも前向きな動きがみられるもとの、短期金利が実質的なゼロ金利に維持されると予想される期間がやや短期化している可能性を指摘した。ある委員は、時期尚早な時間軸の短期化は望ましくないと付け加えた。この委員を含む複数の委員は、日本銀行は、長期国債の買入れに加え、様々な短期資金供給オペを通じて、大規模なマネタリーベースの供給を行っていることを丁寧に情報発信することにより、短期金利をしっかりと低位にアンカーしていくことが重要であるとの見方を示した。別の一人の委員は、「物価安定の目標」の達成時期や「量的・質的金融緩和」の継続期間に関する情報発信が、債券市場の予想を不安定にさせ、ボラティリティを高めている面もあるのではないかと述べ、「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は、債券市場の安定回復に資すると指摘した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 長きに亘るデフレからの脱却は、日本経済の最重要課題である。政府としては、デフレ脱却に向けて金融政策の果たすべき役割は極めて大きいと考えており、日本銀行が引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待している。
- 政府としては、機動的な財政政策や成長力強化などの取り組みをしっかりと進めていく。先般、日本経済の活性化や国民生活の安心につながる施策に重点化した平成25年度予算が成立した。また、年央を目途に規制・制度改革を含む野心的な成長戦略を取り纏めることにしている。切れ目のない政策対応に全力を挙げて、政府として国民生活に経済成長の恩恵が幅広く行き渡るようにしていく。
- 足もと、長期金利が上昇している。長期金利が景気回復に見合う水準を超えて大きく上昇するようなことがあれば、企業の資金調達に悪影響を及ぼすほか、家計の住宅ローンの負担増など、経済・国民生活に大きな影響がある。「量的・質的金融緩和」のもと、日本銀行が多額の国債買入れを行うことにより、債券市場に影響が生じ得ることは確かである。その影響を市場が消化するには、ある程度の時間を要するものと考えているが、日本銀行としても、引き続き、「市場との対話」をしっかりと行うなど、適切に対応されることを期待している。
- 政府としても、財政の持続可能性に対する信認が失われ、長期金利が急激に上昇することにならないよう、経済再生に向けた取り組みと併せ、財政健全化目標を達成するための中期財政計画を、年央を目途にしっかりと策定するなど、財政健全化に全力を挙げて取り組んでいきたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに持ち直している。先般公表された1～3月のGDP速報(1次QE)では、実質成長率が前期比年率3.5%と、2四半期連続のプラスとなった。個人消費の増加を中心に、安倍内閣の経済政策の効果が現れ始めているものと考えている。先行きは、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果などを背景に、

マインドの改善にも支えられ、次第に景気回復へ向かうことが期待される。物価の動向を総合してみると、わが国経済はなお緩やかなデフレ状況にあるものの、このところ一部に変化の兆しもみられる。

- 政府は、5月20日の経済財政諮問会議で「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の進捗状況を確認した。4月の調査では、民間企業との契約締結等が行われて実際に仕事が動き始める「実施」段階にある事業は、件数ベースで地方公共団体分を除き全体の約61%であったが、今回さらに進捗し約79%となった。引き続きしっかりと進捗管理を行い、効果発現に努める。また、5月15日に成立した平成25年度予算を着実に執行する。さらには、経済財政諮問会議や産業競争力会議、規制改革会議等で精力的に議論し、6月中旬を目途に骨太方針、成長戦略、及び規制改革実施計画を策定する。
- 日本銀行には、引き続き2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「量的・質的金融緩和」の着実な推進を期待する。その際、国債利回りの変動への適切な対応が重要である。
- 5月7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で、政府の経済再生に向けた政策の進捗を確認し、また、黒田総裁から2%の目標実現への道筋が示された。今後も経済財政諮問会議の集中審議を通じて、2%に向けた歩みを確実にしたい。その際、国民生活の向上につながる好循環が拡大しているか点検していく。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペース

で増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）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（4月26日開催分）が全員一致で承認され、5月27日に公表することとされた。

以 上

2013年5月22日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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

② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

③ CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、持ち直しつつある。輸出は、海外経済が昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かうもとで、下げ止まっている。設備投資は、非製造業が引き続き底堅く推移するなか、全体としても下げ止まりつつある。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、消費者マインドが改善するもとで、底堅さを増している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある。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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる。

4. 先行きのわが国経済については、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、マイナス幅を縮小したあと、次第にプラスに転じていくとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

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

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

以 上

^(注) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

(25年6月10、11日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年6月10日(13:59～15:54)
6月11日(9:00～11:43)

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	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 (10日)
	山口俊一	財務副大臣 (11日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	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（5月21日、22日）で決定された方針^{（注1）}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155～159兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、概ね0.1%程度で推移しているが、弱含む場面もみられている。ターム物金利をみると、短国レートは、幾分弱含んでおり、いずれのタームも0.1%をやや下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利についてみると、10年債利回りは、米国金融政策を巡る思惑等を背景にした米国長期金利の上昇を受けて一時1.0%まで上昇した後、本邦株価の下落を受けて低下するなど、振れを伴う展開となったが、足もとでは0.8%台半ばで推移している。5年債の利回りは、国債買入れオペの運営の変更による「1年超5年以下」のゾーンの買入れウエイト引き上げ等が好感されたこともあって、低下している。株価（日経平均株価）は、このところの上昇ペースが急であったこともあって、投資家による利益確定売りがみられたこと等から大幅に下落している。REIT価格は、大型の新規上場案件を控えた需給悪化懸念などが売り材料視される中、下落している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、業況悪化懸念から拡大した状態が続いている先がみられているものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、低位横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国金融政策を巡る思惑から円安方向の動きとなる場面がみられたが、その後は本邦株価の大幅下落を受けて円を買い戻す動きが広がったこともあって、円高方向での動きとなり、足もとでは98円台で推移している。

^{（注1）} 「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。」

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。個人消費は、社会保障税減税打ち切りの影響がみられているものの、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとの、緩やかな増加基調が続いている。住宅投資についても、低金利の後押しなどもあって、着実に持ち直している。輸出も頭打ちの状況から脱しつつある。一方、政府支出は国防関連を中心に減少している。その影響から、関連企業を中心に企業マインドは一部慎重化しており、生産や設備投資の持ち直しに向けた動きも緩慢になっている。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が縮小している。また、コアベースの消費者物価の前年比も、プラス幅が幾分縮小している。

欧州経済は、緩やかな後退を続けている。輸出は底入れしており、企業や家計のマインドも、全体として一段の悪化に歯止めがかかっている。もっとも、民間設備投資、個人消費は、欧州債務問題が長期化する中、緊縮財政が継続していることなどもあって、ともになお減少を続けている。生産は内需の低迷を反映して、引き続き減少している。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、消費者物価の前年比は、総合ベース、コアベースとも低下している。この間、英国経済は、停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定化してきている。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資は、インフラ投資や不動産投資の増加を中心に、底堅い伸びとなっている。また、輸出は、振れを伴いつつも、持ち直しに向かっている。こうした内外需要のもとで、生産も安定化してきている。物価は、基調として安定している。N I E s ・ A S E A N 経済は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出は、一部の地域で弱めの動きがみられているが、全体として持ち直しに向かっており、生産にも安定化の兆しがみられている。もっとも、企業マインドが依然として慎重なもとで、設備投資はN I E s を中心に伸び悩んでいる。この間、個人消費は、雇用・所得環境が良好で消費者心理の改善基調が続く A S E A N を中心に、底堅く推移している。物価面をみると、地域ごとに

差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は低下している。この間、インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国の金融政策を巡り、投資家の間で、FRBによる資産買入れの早期縮小観測がやや強まった。こうしたもとで、債券市場では、世界的に国債利回りが上昇し、新興国国債の対米国債スプレッドもやや拡大している。米欧の社債市場をみると、既往ボトム水準まで低下していたハイ・イールド債の利回りが上昇している。世界的なボラティリティの高まりも、債券への投資意欲を弱める方向に作用している。株価は、米欧、新興国ともに総じて弱含んでいる。世界的な投資資金の流出入状況をみると、新興国の債券、株式、米欧のハイ・イールド債から資金が流出している。この間、国際商品市況をみると、中国の経済指標の下振れなどを背景に、総じて弱含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直しつつある。実質輸出は、7～9月に前期比で大幅に減少したあと、10～12月も減少を続けたが、1～3月は3四半期振りの増加となり、4月も1～3月対比で増加した。自動車関連は、為替相場動向の影響もあって、米国やその他地域向けが堅調に推移する中、大幅に落ち込んでいた中国向けも持ち直している。情報関連は、スマートフォンの新商品向け部品の需要下振れの影響が徐々に和らぐもとで、全体では下げ止まりに向かっているとみられる。先行きについては、海外経済の成長率が緩やかながらも次第に高まっていくことなどを背景に、持ち直していくと考えられる。

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

設備投資は、非製造業が引き続き底堅く推移する中、全体としても下げ止まりつつある。法人企業統計の設備投資（名目ベース）を前期比でみると、昨年1～3月以降、7～9月まで減少を続けたあと、10～12月には前期比で増加したが、1～3月は小幅の減少となった。機械投資の一致指標である資本財総供給をみると、1～3月に前期比増加に転じたあと、4月の1～3月対比も増加している。設備投資の先行きについては、企業収益が改善に向かう中で、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、労働需給面では緩やかに改善している。

個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。家計調査の消費水準指数（二人以上の世帯、実質）を、GDPの推計に利用される品目に近付けた「除く住居等」のベースで見ると、1～3月は、自動車やサービス（教養娯楽）の強さなどから、大幅な増加となったあと、4月は1～3月対比で概ね横ばいとなった。全国百貨店売上高は、1～3月に気温上昇もあって増加したあと、4月は反動減となったが、基調としては、輸入品や高額品を中心に底堅く推移している。先行きの個人消費は、雇用環境の改善にも支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きも、引き続き持ち直し傾向を辿ると考えられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は持ち直している。四半期で見ると、昨年4～6月以降3四半期連続で減少したあと、1～3月の前期比は、公表ベースで増加、調整ベースではほぼ横ばいとなり、4月の1～3月対比は、公表ベース、調整ベースともはっきりとした増加となった^(注2)。先行きの鉱工業生産は、内外需要の動向などを反映して、緩やかに増加していくと考えられる。企業からの聞き取り調査でも、4～6月の生産は、はっきりとした増加が見込まれているほか、7～9月も、なお不確実性は大きい、増加を続けるとの感触である。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、為替相場の動きを反映して上昇しており、先行きも、当面、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっている。先行きは、次第にプラスに転じていくとみられる。この間、予想物価上昇率については、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、家計やエコノミストに対する調査など全体としては上昇を示唆する指標がみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

(注2) 調整ベースとは、リーマン・ショック後の大幅な経済変動を異常値として、検出・処理するといった調整を行った季節調整値（日本銀行調査統計局による試算値）。

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割程度の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、総じてみれば、良好な発行環境が続いている。5月半ばにかけて、長期金利の上昇を受けて一部企業で社債の起債を一旦見送る動きがみられたものの、その後、こうした動きに拮抗りはみられていない。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%程度のプラスで推移している。CP・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台前半の伸びとなっている。

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

6月7日に実行した「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分については、3,099億円の新規貸付となった。今回の貸付実行後の残高は32,620億円と引き続き3兆円を超えた。ABL等特則分の残高は1,158億円、小口特則分の残高は66.89億円となった。米ドル特則分については、15.18億米ドルの新規貸付を実行し、残高は49.80億米ドルとなった。貸付を受けた金融機関による投融資の内訳をみると、海外向け投融資が中心となっている。

また、6月20日に実行予定の「貸出増加を支援するための資金供給」は、31,519億円の新規貸付となる見込み。貸付先別にみると、大手行に対して25,400億円、地域金融機関等に対して6,119億円となっている。貸付期間別にみると、大半が3年となっている。

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

海外経済について、委員は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱まり、企業マインドが改善していくにつれて、次第に持

ち直していくとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、世界的にディスインフレ傾向が続いているとの見解を示した。このうち一人の委員は、こうした動きは、中国やNIEsの経済において、製造業部門の弱さもあって、これまでみていたよりも勢いを欠くところがみられるなど、海外経済の体温が全体的に上がってこない状況を反映している面があるとの認識を示した。ある委員は、ディスインフレの背景には潜在成長率の低下といった構造的な要因が影響している面も相応にあるのではないかと述べた。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識を共有した。もっとも、委員は、政府支出の減少の影響などから製造業の企業マインドが一部慎重化しており、生産や設備投資の持ち直しに向けた動きも緩慢になっているとの見方を共有した。この点に関し、何人かの委員が、5月のISM製造業景況指数が50を下回ったことを指摘した。このうち一人の委員は、5月の雇用統計をみる限り製造業において特段の基調変化が見受けられないこと、個人消費、住宅投資、輸出といった需要コンポーネントが堅調であることなどを総合して考えれば、米国経済の緩やかな回復基調に変調はないとの見方を示した。先行きについて、委員は、当面、財政面からの下押し圧力がかかるものの、緩和的な金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。ある委員は、このところの歳入の上振れ等から、債務上限問題が秋以降に先送りとなる可能性が高まっている点は、当面のテイル・リスクを減じる要素であると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな後退を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、目先、景気の緩やかな後退がなお続くものの、財政面からの追加的な下押し圧力が弱まるもとで、輸出の持ち直しを起点に、景気は次第に底入れを探っていくとの見方で一致した。そのうえで、ある委員は、ディスインフレ傾向が続いており、景気後退が長引くリスクが高まっているように思うとの見方を示した。別の一人の委員は、域内貿易に持ち直しの兆しが窺われ、緊縮財政路線を修正する動きもあるが、周縁国中心に景気後退に伴う賃金引き下げが進み、ディスインフレ傾向が目立ち始めているもとで、緩やかな景気後退という基調は当面続くともみられると述べた。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定化してきているとの認識で一致した。多くの委員は、製造業部門に幾分弱さがみ

られるなど、改善の動きが想定よりもやや鈍いとの見方を示した。先行きについて、委員は、良好な雇用・所得環境などを背景に、内需は引き続き堅調に推移するとの見方を共有した。もっとも、当面は外需に力強さを欠くほか、「質」を重視しバランスのとれた成長を志向する政府の方針などを考慮すると、かつてのような高い成長に復していく公算は小さいとの見方で一致した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、全体として持ち直しているが、韓国・台湾の輸出が弱めとなるなど企業部門では持ち直しの動きが緩やかな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、A S E A N 中心に底堅い個人消費が下支えするもとの、輸出が緩やかに持ち直していくにつれて、次第に回復ペースは増していくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、国内需要が引き続き底堅く推移する中で、輸出や鉱工業生産で改善の動きが続いているなど、持ち直しているとの見方で一致した。ある委員は、わが国においては景気持ち直しのテンポが速まっているとの認識を示した。輸出について、委員は、為替相場の動きも下支えとなって、持ち直しつつあるとの認識を共有した。ある委員は、輸出の持ち直しは、これまでのところ自動車主導だが、米国向けの資本財・部品の輸出など、一部には拡がりも見られていると指摘した。設備投資について、委員は、非製造業が引き続き底堅く推移する中、全体としても下げ止まりつつあるとの見方を共有した。複数の委員は、機械投資の一致指標である資本財総供給に持ち直しの兆しが窺われる点を指摘した。この間、一人の委員は、海外経済の持ち直しや、昨年秋以降の円安方向の動きなどが、製造業の設備投資を今後どの程度後押しするか注視したいと述べた。個人消費について、委員は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。この点に関し、何人かの委員は、足もとの株価下落が消費者マインドを通じて個人消費にどのような影響を与えるかについては注意してみていく必要があるとの認識を示した。鉱工業生産について、委員は、国内需要が底堅く推移するもとの、輸出が持ち直しつつあることを反映して、持ち直しているとの認識で一致した。

景気の先行きについて、委員は、金融緩和や各種経済対策の効果も

あって国内需要が底堅さを増し、海外経済の成長率が緩やかながらも次第に高まっていくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。設備投資について、ある委員は、各種アンケート調査をみると、今後の設備投資意欲は旺盛であり、相応のペントアップ需要も示唆されていることから、先行き期待できるとの見方を示した。何人かの委員は、わが国経済について、公共投資と輸出の増加を起点とした生産・所得・支出の好循環が働き始めるもとで、回復モメンタムはしっかりしており、緩やかな回復経路に復していくシナリオの蓋然性が高まっていると述べた。この点に関して、複数の委員は、輸出や鉱工業生産における改善の動きが、今後、所得面に波及していくかが重要なポイントであり、注視していきたいと述べた。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識で一致した。ある委員は、海外経済の不確実性は依然として大きく、その回復が遅れた場合には、わが国輸出の回復も後ずれするリスクを意識しておく必要があると指摘した。

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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっているとの認識で一致した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、家計やエコノミストに対する調査など全体としては上昇を示唆する指標がみられるとの見方を共有した。複数の委員は、実際の物価指標の上昇基調がはっきりとしてくれば、予想物価上昇率も上昇していくとの見方を示した。物価の先行きについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、5月の東京の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をプラス転化させた要因が全国でも押し上げに働く可能性が高いことから、5月には概ねゼロ%まで明確に改善し、その後についても、マクロ的な需給バランスの改善の影響も加わり、緩やかにプラス幅を拡大していくと考えられるとの見方を共有した。そのうえで、一人の委員は、世界的なデフレーション傾向の中で、わが国の物価が、わが国独自の要因でプラス幅を拡大していくか注視していると述べた。別の委員は、消費者物価の前年比プラス幅は、夏頃までは、前年のエネルギー価格下落の反動などから大きめに拡大するが、その後、拡大ペースが緩やかになる可能性があるとの見方を示した。5月の東京の消費者物価で、テレビの前年比がプラスに転じたことに関連して、ある

委員は、海外における賃金上昇や、昨年秋以降の円安方向の動きを受けて、企業の価格設定行動について変化が生じつつあるのではないかとこの点に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認識を共有した。委員は、CP・社債市場では、投資家の需要は引き続き底堅く、総じてみれば、良好な発行環境が維持されているとの見方で一致した。また、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスで推移しているなど、資金需要は緩やかに増加しているとの認識を共有した。

足もとの株価下落、円高について、何人かの委員は、国際金融資本市場における投資家のリスク回避姿勢の強まりを背景に、昨年秋以降の大幅な株価上昇、円安方向の動きに対して調整が入ったものであるとの見方を示した。ある委員は、足もとの株価下落、円高については、日本経済のファンダメンタルズに関する期待が変化したために生じたとは考えていないと述べた。足もとのわが国金融市場の不安定な動きの背景にある国際金融資本市場の動向について、委員は、米国FRBによる資産買入れの早期縮小の思惑が高まったことを受けて、投資家のリスク回避姿勢がやや強まった結果、米欧を中心に世界的に国債利回りが上昇し、株価は、米欧、新興国ともに総じて弱含んだとの認識を共有した。この点について、ある委員は、先行き米国経済が回復基調を辿るもとの、経済指標次第では、今回みられたように、FRBによる資産買入れの縮小時期についての思惑が、株価や金利、為替に変動を引き起こすという事態が繰り返される可能性があるとして指摘した。また、別の委員は、こうした動きは、海外経済およびわが国経済に影響を及ぼす可能性があるため、引き続きその動向を注視したいと述べた。さらに、一人の委員は、FRBによる資産買入れ縮小の思惑が世界的に資金の流れを巻き戻し、欧州や新興国での資金調達に悪影響を及ぼす可能性を指摘した。そのうえで、大方の委員は、足もとのわが国金融市場における不安定な動きに関しては、日本経済は順調に回復への道筋を辿っており、金融市場もそうした実体経済の前向きな動きを反映して、次第に落ち着きを取り戻していくとの認識を共有した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの見方で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。なお、ある委員は、2001～2006年の量的緩和政策は実体経済に対して相応の効果があったとの最近の実証分析の結果を紹介し、現在の政策の効果に対する期待を示した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続すること、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。これに対し、ある委員は、「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つながる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。この委員は、そうすることは、債券市場の安定回復にも資すると述べた。ある委員は、これに対し、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとしているにもかかわらず、明確な手段を示さずに中長期的に2%を目指すというのには分かりにくいと指摘した。さらに、この委員は、現在の枠組みでも、必要な調整の可能性は排除されておらず、柔軟性は十分に確保されているとの見方を示した。また、別の一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の継続期間を2年程度に限定すること

は、緩和効果を弱める可能性がある」と述べた。

債券市場の動向について、委員は、前回会合以降、米国長期金利やわが国の株価下落などを材料に、なお振れを伴う展開が続いているが、市場参加者との意見交換などを踏まえた国債買入れオペの運営変更は市場でも好感されており、金利の変動はひと頃に比べると落ち着いてきたとの見方で一致した。委員は、引き続き、弾力的なオペ運営によって、金利の安定的な形成を促していくことが重要との認識を共有した。また、委員は、日本銀行による巨額の国債買入れには、リスク・プレミアムの圧縮効果があり、その効果は、日本銀行の国債買入れが進捗するにつれて累積的に強まるとの認識で一致した。この間、何人かの委員は、予想物価上昇率の上昇による実質金利の低下を通じた実体経済へのプラスの効果が重要であり、実質金利の動向にも注意を払う必要があると付け加えた。

そのうえで、今後長期金利が大きく変動した場合の備えとして、共通担保オペの最長期間の延長についての議論が行われた。何人かの委員は、メリットとして、こうしたオペを適切なタイミングで実施すれば過度な金利変動の抑制に相応の効果を発揮しうること、また、そうしたオペが準備されていれば、その存在自体が市場の安心感につながり、過度な金利変動を抑制する効果が期待できることを指摘した。一方で、何人かの委員は、調節手段の拡充という面を超えて、金融政策の枠組みの修正や時間軸に関するメッセージを有する措置として市場で誤解される可能性があることを指摘した。また、別の何人かの委員は、1年を超える期間の共通担保オペは、「貸出増加を支援するための資金供給」と代替関係にある面があり、共通担保オペの最長期間を延長する場合には、両者の関係を整理する必要があると述べた。この間、何人かの委員は、現在、国債買入れオペについては柔軟な運営余地を執行部に与えていること、共通担保オペについても最長1年までの資金供給を行うことが可能であることから、当面は、現在の枠組みのもとで弾力的なオペ運営を行うことにより、金利の安定的な形成を促していくことが可能であるとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、①日本銀行による巨額の国債買入れによるリスク・プレミアムの圧縮効果は、今後着実に強まっていくこと、②これまでのところ、弾力的なオペ運営が債券市場の安定に効果を発揮していることなどを踏まえると、現時点では、共通担保オペの最長期間を延長する必要はないとの見解で一致した。

この間、最近の長期金利変動の一因として、複数の委員は、短期金

利の見通しについて市場の見方がばらついている可能性を指摘した。この点について、複数の委員は、こうしたばらつきを抑え、金利の安定化を図るためには、日本銀行が、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「量的・質的金融緩和」を継続する、というコミットメントをしていることを繰り返し情報発信することで、短期金利をしっかりと低位にアンカーすることが重要であるとの見方を示した。

「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、ある委員は、本則分および米ドル特則分を中心に着実に実績が増加しており、特に米ドル特則分については、貸付先数が増加するなど、取り組みの厚みが増していると指摘した。

「貸出増加を支援するための資金供給」について、ある委員は、6月20日に予定されている第1回目の新規貸付額が3兆円を超える見込みであるとの点に関して、現在の金利環境もあって、金融機関が本制度を積極的に活用し、貸出の増加を図ろうとしていると評価した。別のある委員は、一部大手行では、本制度を活用して住宅ローン金利を引き下げる動きもみられており、今後も貸出増加に向けた金融機関の前向きな取り組みが広がっていくことが期待されると述べた。また、複数の委員は、本制度について、貸出の増加を促すという本来の目的に加えて、副次的な作用として金融機関の金利リスク削減に一定の効果をもたらすとの見方を示した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 長きに亘るデフレからの脱却は、日本経済の最重要課題である。政府としては、デフレ脱却に向けて金融政策の果たすべき役割は極めて大きいと考えており、日本銀行が引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待している。
- 「共同声明」は、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けた政府と日本銀行の役割を明らかにしたものであり、政府としても、責任をもってその役割を果たしていく。先般、民間の力を最大限に引き出す「成長戦略」や「骨太方針」の素案を公表したところであるが、今週中にもこれらを閣議決定するとともに、迅速かつ着実に

実行に移していきたい。

- このところ、金融資本市場においてボラティリティの高まりがみられており、その経済への影響を注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、こうした状況を受け、市場参加者の意見を踏まえ、国債買入れオペの運営方法を見直すなど積極的な対応をとられてきたものと承知している。引き続き、「市場との対話」をしっかりと行い、市場動向を踏まえた弾力的なオペ運営に努めるとともに、そうした姿勢をしっかりと内外に示すようお願いしたい。
- 政府としても、引き続き市場動向を注視するとともに、財政の持続可能性に対する信認が失われ、長期金利が急激に上昇することにならないよう、経済再生に向けた取り組みと併せ、財政健全化目標を達成するための中期財政計画を、年央を目途にしっかりと策定するなど、財政健全化に全力を挙げて取り組んでいく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに持ち直している。先行きについては、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果などを背景に、マインドの改善にも支えられ、次第に景気回復へ向かうことが期待される。物価の動向を総合してみると、わが国経済はなお緩やかなデフレ状況にあるものの、このところ一部に変化の兆しもみられる。なお、最近の金融資本市場の動向とその影響に関しては、政府としても注視しているが、わが国の景気は着実に持ち直してきており、冷静に対応していくことが重要である。
- 政府は、6月6日の経済財政諮問会議で「再生の10年」に向けた今後の経済財政運営の基本方針として、いわゆる骨太方針の素案について議論をした。この中では、中長期のマクロ経済の姿として、実質GDP成長率については2%程度、名目GDP成長率は、消費者物価上昇率2%の「物価安定の目標」が実現されていく中で、平均で3%程度の実現を目指すこととしている。また、財政健全化については、「財政健全化への取組方針」や「主な歳出分野における重点化・効率化の考え方」などを示している。さらに、6月5日の産業競争力会議では、成長戦略の素案について議論し、規制改革会議においては、答申が取り纏められた。これらについては、さらに精力的に議論を進め、今週中を目途に骨太方針、成長戦略および規制改革実施計画として閣議決定する予定である。

- 日本銀行には、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを期待する。このところの市場のボラティリティの高まりに対して、日本銀行は、市場参加者の意見を踏まえた対応をとるなど努力してきたところであるが、引き続き「市場との対話」を通じて、適切に対応していくようお願いする。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙1＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（5月21、22日開催分）が全員一致で承認され、6月14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、2013年7月～2014年6月の金融政策決定会合の開催予定日が、別紙2のとおり全員一致で承認され、即日公表することとされた。

以 上

2013年6月11日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、持ち直している。海外経済は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとの、輸出は持ち直しつつある。設備投資は、非製造業が引き続き底堅く推移するなか、全体としても下げ止まりつつある。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は持ち直している。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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる。

4. 先行きのわが国経済については、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅さを増し、海外経済の成長率が緩やかながらも次第に高まっていくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、次第にプラスに転じていくとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

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

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

以 上

^(注) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

2013年6月11日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程（2013年7月～2014年6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
2013年7月	10日<水>・11日<木>	8月13日<火>	—	12日<金>
8月	7日<水>・8日<木>	9月10日<火>	—	9日<金>
9月	4日<水>・5日<木>	10月9日<水>	—	6日<金>
10月	3日<木>・4日<金> 31日<木>	11月6日<水> 11月26日<火>	— 31日<木>	7日<月> —
11月	20日<水>・21日<木>	12月26日<木>	—	22日<金>
12月	19日<木>・20日<金>	1月27日<月>	—	24日<火>
2014年1月	21日<火>・22日<水>	2月21日<金>	—	23日<木>
2月	17日<月>・18日<火>	3月14日<金>	—	19日<水>
3月	10日<月>・11日<火>	4月11日<金>	—	12日<水>
4月	7日<月>・8日<火> 30日<水>	5月7日<水> 5月26日<月>	— 30日<水>	9日<水> —
5月	20日<火>・21日<水>	6月18日<水>	—	22日<木>
6月	12日<木>・13日<金>	未定	—	16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

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)

(25年7月10、11日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年7月10日(13:59～16:45)
7月11日(8:59～11:42)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	(〃)
	宮尾龍蔵	(審議委員)
	森本宜久	(〃)
	白井さゆり	(〃)
	石田浩二	(〃)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(10日)
	山際大志郎	内閣府大臣政務官(11日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

(事務局)

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

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月10、11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157～173兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。G Cレポレートは、0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームも0.1%をやや下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利についてみると、10年債利回りは、米国金融政策を巡る思惑を受けた米国長期金利の大幅な上昇につれて幾分上昇する場面もみられたが、本行による弾力的な国債買入れオペの運営のもとで、概ね横ばい圏内の推移となっている。株価（日経平均株価）は、米国金融政策を巡る思惑を受けた米国株価の下落や中国経済指標の予想比下振れ等を背景に一旦は大きく下落したが、その後は円安進行も好感されて、期間を通じてみれば上昇している。R E I T価格は上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部に拡大した状態が続いている先がみられているものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、低位横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、本邦株価の大幅下落等を眺めて一時93円台まで円高が進行する場面もみられたものの、その後は米国金融政策を巡る思惑から再び円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、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。個人消費は、社会保障税減

（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。」

税打ち切りの影響がなおみられるものの、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調が続いている。住宅投資も、引き続き持ち直している。輸出は、頭打ちの状況から脱しつつある。一方、政府支出は国防関連を中心に減少している。その影響から、関連企業を中心に企業マインドは一部慎重化しており、生産や設備投資の持ち直しに向けた動きも緩慢になっている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比がやや低めの水準で横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落幅縮小を主因に、プラス幅が幾分拡大している。

欧州経済は、緩やかな後退がなお続いている。輸出は底入れしており、生産も下げ止まりに向かっている。企業や家計のマインドも、一段の悪化に歯止めがかかっており、改善に向けた動きもみられつつある。もっとも、民間設備投資、個人消費は、緊縮財政が継続していることなどもあって、ともになお減少を続けている。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、コアベースの消費者物価の前年比は基調として低下している。もっとも、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比がプラスに転化したことを受け、幾分上昇している。この間、英国経済は、持ち直しに向かっている。

アジア経済をみると、中国経済は、政府が各種の改革に取り組む中で、ひと頃に比べ低めながら、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資は、インフラ投資や不動産投資の増加を中心に、底堅い伸びとなっている。また、輸出は、やや弱めの動きもみられるが、基調として持ち直しに向かっている。生産は、鉄鋼など素材業種での在庫調整の影響もみられるが、堅調な内需に支えられ、安定した伸びが続いている。物価は、基調として安定している。N I E s ・ A S E A N 経済は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。個人消費は、良好な雇用・所得環境が続く A S E A N を中心に、底堅く推移している。もっとも、輸出は引き続き一部の地域で弱めの動きがみられており、生産ともども持ち直しに向けた動きが一服している。設備投資は、N I E s を中心に企業マインドが依然として慎重なもとで、伸び悩んでいる。物価面をみると、地域ごとに差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は低下している。この間、インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国の金融政策を巡り、投資家の間で、FRBによる資産買入れの早期縮小観測が一段と強まった。こうしたもとで、債券市場では、米国の国債利回りが大きく上昇したほか、これが幅広い地域に波及して、世界的に長めの金利が上昇した。これまで資金流入が続いていたハイ・イールド債市場やREIT市場からも、資金が流出した。新興国市場では、力強い景気拡大への期待の後退も加わって資金の流出がみられており、株、債券、為替のトリプル安の展開となっている。世界的なボラティリティの高まりも、短めの金融資産以外への投資を一旦回避させる方向に作用している。この間、国際商品市況をみると、中国の景気見通しの下振れなどを背景に、貴金属や非鉄金属を中心に下落している。

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、7～9月および10～12月は減少を続けたが、1～3月に増加に転じ、4～5月も1～3月対比で増加した。自動車関連は、為替相場動向の影響もあって、米国やその他地域向けが堅調に推移する中、大幅に落ち込んでいた中国向けも持ち直しているため、増加基調に復している。資本財・部品も、足もとでは、船舶の振れを除いてみれば、米国や東アジア向けに増加の動きがみられており、全体としても下げ止まってきている。情報関連は、スマートフォン向けの部品について、昨年末以降にみられていた最終製品向けの需要下振れの影響が和らぐもとで、全体として下げ止まりに向かっているとみられる。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

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

設備投資は、企業収益が改善する中で下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。この間、企業の業況感は改善しており、6月短観の業況判断DI（全産業全規模）は「悪い」超幅が明確に縮小し、5年半振りの高い水準となった。先行きの設備投資については、企業収益が改善を続ける中で、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。6月短観で2013年度の設備投資計画（ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、全産業全規模では、3月短観と比べて上方修正され、前年比+2.0%となった。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、労働需給面では緩やかに改善している。

個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。全国百貨店売上高は、1～3月にかけて増加したあと、4～5月の1～3月比は概ね横ばいとなっており、輸入品や高額品を中心に堅調に推移している。また、外食産業売上高は、全体として底堅く推移する中、足もとでは幾分強めの動きがみられている。先行きの個人消費は、雇用環境の改善にも支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直しが明確になっている。先行きについては、増加していくとみられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。四半期でみると、昨年4～6月以降3四半期連続で減少したあと、1～3月には小幅ながら増加に転じ、4～5月は1～3月対比で伸びを高めた。先行きの鉱工業生産は、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査でも、4～6月の生産は、はっきりとした増加が見込まれているほか、7～9月も、なお不確実性はあるが、増加を続ける見通しである。

物価面では、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、上昇幅が縮小している。先行きについては、当面、緩やかに上昇するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとではゼロ%となっており、先行きは、プラスに転じていくとみられる。この間、予想物価上昇率については、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、6月短観の販売価格判断をはじめ企業や家計、エコノミストに対する調査なども踏まえると、全体としては上昇を示唆している。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債の発行環境は、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加して

いる。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスで推移している。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台後半の伸びとなっている。

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、米国FRBによる資産買入れの早期縮小観測が一段と強まったことを受けて、米欧を中心とする世界的な長めの金利の上昇や新興国からの資金の流出がみられたとの認識を共有した。何人かの委員は、資産買入れの縮小は経済情勢次第であるというFRBの意図が、市場に十分に浸透していない可能性があり、今後も、米国金融政策を巡る思惑が国際金融資本市場に影響を与える可能性があるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、FRBは高水準の買入残高が維持されることを強調しているが、市場はフローの買入額が減少することに反応していると指摘した。新興国市場からの資金の流出について、何人かの委員は、新興国において資金流出が経済に影響を及ぼした過去の事例を踏まえると、今後も資金の流れとその影響を注視する必要があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、メインシナリオとしては、FRBの意図が浸透していく中で、市場は次第に落ち着きを取り戻していくとみてしていると述べた。また、ある委員は、アジアを中心に新興国において自国通貨建て債券市場が発達してきているため、資金流出の影響は、過去の事例ほどには大きくならないとの見方を示した。この間、複数の委員は、資産買入れの縮小は米国経済の順調な回復が前提となっており、それ自体は新興国を含む世界経済にとってプラスであると述べた。

海外経済について、委員は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。ある委員は、欧州や新興国にやや弱さが目立っており、海外経済の持ち直しの動きが足もと弱まっている可能性に注意が必要と付け加えた。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱まり、企業マインドが改善していくにつれて、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、

個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。ある委員は、雇用、可処分所得、貯蓄率などもしっかりと改善する中で、総じて自律回復のメカニズムは強まっているように窺われると述べた。先行きについて、委員は、当面、財政面からの下押し圧力がかかるものの、緩和的な金融環境にも支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。ただし、何人かの委員は、足もとの長期金利上昇が住宅投資などに与える影響に注意が必要であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、予想物価上昇率がアンカーされているもとの金利上昇は実質金利を引き上げるため、それに見合うほど投資収益率が上昇しているかどうか、今後の米国経済の回復ペースをみるうえでポイントになると付け加えた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな後退がなお続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、目先、景気の緩やかな後退がなお続くものの、財政面からの追加的な下押し圧力が弱まるもとの、経済主体のマインドの改善や輸出の持ち直しを起点に、次第に底入れを探っていくとの見方で一致した。複数の委員は、足もとでは域外輸出が底入れしているほか、企業や消費者のマインドにも改善の兆しがみられているとの見方を示した。一人の委員は、ECBによるフォワードガイダンスの導入について、意図せざる金利上昇や金融市場の不安定化を防ぎ、景気下振れリスクを抑制することが期待されると述べた。

中国経済について、委員は、政府が各種の改革に取り組む中で、ひと頃に比べ低めながら、安定した成長が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、良好な雇用・所得環境などを背景に、内需は引き続き堅調に推移するとの見方を共有した。もともと、委員は、「質」を重視しバランスのとれた成長を志向する政府の方針などを考慮すると、かつてのような高い成長に復していく公算は小さいとの認識で一致した。複数の委員は、当面は外需が弱いほか、在庫調整圧力も残るとの見方を示した。多くの委員は、中国の政策当局は、いわゆるシャドバンキングへの対応も含め、速すぎる信用拡大を是正する方針を明確にしてきていると指摘した。このうちの複数の委員は、6月末にかけての短期金利上昇も、こうした文脈で捉えることができるとの見方を示した。

NIEs・ASEAN経済について、委員は、全体として持ち直しているが、韓国・台湾の輸出が弱めとなるなど、企業部門では持ち直しの動きが緩やかな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、ASEANを中心に底堅い個人消費が下支えする中で、先進国向け輸出が徐々に持ち直していくにつれて、回復テンポは次第に増していくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、大方の委員は、国内需要の底堅さに輸出の持ち直しも加わって経済活動の水準が緩やかに高まる中で、企業部門において所得から支出へという前向きの循環メカニズムが次第に働き始めているとみられることから、緩やかに回復しつつあるとの認識を示した。これに対し、ある委員は、経済情勢に関するこのような認識を概ね共有しつつも、海外経済を巡る不透明感や、足もと改善を示す経済指標にはDIや計画値が多いことなどを踏まえると、「回復」という文言を用いるにはもう少し時間をかけて見極めた方が良いのではないかと述べた。一方、複数の委員は、各種経済指標の水準が相応に高く、前向きの循環がみられつつあるため、緩やかに回復しつつあるという景気判断を示すことが適当との見方を述べた。別の一人の委員は、短観や需給ギャップの改善状況などをみると、現在の経済活動の水準は過去の景気回復局面並みまで高まっているとの認識を示した。こうした議論を経て、委員は、わが国の景気は緩やかに回復しつつあるとの判断を共有した。

項目別には、輸出について、委員は、米国経済が緩やかに回復する中、為替相場の動きも下支えとなって、持ち直しているとの認識を共有した。設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられているとの見方で一致した。ある委員は、一致指標をみる限り、これまで出遅れていた設備投資も、4～6月から持ち直しに転じた可能性があるとの認識を示した。個人消費について、委員は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。一人の委員は、個人消費が堅調に推移している主因として、株高などによる資産効果を指摘した。別のある委員は、商業販売統計をみると、多くの業態で売上高が前年比プラスに転じていると述べた。この間、ある委員は、4～5月の家計調査は年初来の増勢一巡を示唆しているほか、自動車販売も足もと減速しており、今後の個人消費の持続性には注意が必要であるとの見方を示した。住宅投資について、委員は、持ち直しが明確になっているとの認識で一致した。鉱工業生産について、委員は、国内需要が底堅く推移するもとの、輸出が持ち直していることを反映して、

緩やかに増加しているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくとの見方を共有した。この点、多くの委員は、6月短観をみると、企業の業況感は、業種の裾野の拡がりを伴いつつ、明確に改善していると指摘した。そのうえで、これらの委員は、2013年度の事業計画についても、売上や収益見通しが改善するもとの設備投資をしっかりと増加させていく計画となっており、マインドや収益の改善が実際の支出活動に結び付き始めているとの認識を示した。これに対し、ある委員は、設備投資計画をみると、大企業製造業の前年比伸び率や修正率には力強さが感じられないとの見方を述べ、企業は引き続き国内よりも海外での設備投資を重視していると指摘した。先行きの景気回復の持続性をみるうえでのポイントとして、多くの委員は、所得面への波及が重要であると指摘した。この点に関し、ある委員は、足もと、一人当たり賃金が下げ止まる中で雇用者数が増加しているため、雇用者所得は増加に転じているとの認識を示した。複数の委員は、夏季賞与などには良い兆しがみられ始めていると述べた。もっとも、このうちの一人の委員は、こうした動きはまだ大企業の一部に限られており、中小企業も含めた全体に拡がるかはなお不透明であると付け加えた。

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、足もとではゼロ%となっており、先行きはプラスに転じていくとの見方で一致した。ある委員は、流通の各段階で値上げの動きが徐々に増えてきていると指摘した。別の一人の委員は、外食産業の一部で高価格商品を投入する動きもみられるなど、企業の価格設定行動に変化の兆しが窺われるとの見方を示した。この間、複数の委員は、消費者物価の前年比プラス幅は、夏頃までは前年のエネルギー価格下落の反動などから拡大するが、その後、拡大が一服する可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、世界的なディスインフレ傾向の中で、わが国の物価が、わが国独自の要因でプラス幅を拡大していくか引き続き注視していると述べた。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、6月短観の販売価格判断をはじめ企業や家計、エコノミストに対する調査なども踏まえると、全体としては上昇を示唆しているとの認識を共有した。一人の委員は、消費税率引き上げの蓋然性に対する認識の影響を識別することは引き続き難しいとの見方を示した。別のある委員は、「生活意識に関するアンケート調査」では、1年後の物価が「上がる」と

の回答が約8割まで増加していると指摘した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP・社債市場の発行環境は総じてみれば良好な状態が続いているとの認識で一致した。資金需要について、委員は、銀行貸出残高の前年比は2%程度のプラスで推移しているほか、CP・社債の発行残高が前年比プラスとなっているなど、緩やかに増加しているとの見方で一致した。

3. 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、先行きの経済の中心的な見通しについて、委員は、国内需要はやや強め、海外需要はやや弱めと内外需のバランスは若干変化しているものの、成長率が基調的に潜在成長率を上回るといふ、4月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って推移するとの見方で一致した。海外需要が想定対比弱めとなっている背景として、何人かの委員は、中国や新興国・資源国を中心とする海外経済の下振れを指摘した。一人の委員は、足もとの新興国市場の動揺と、当面の景気減速を容認しても信用拡大を抑えようとする中国当局の政策姿勢を踏まえると、海外経済の持ち直しの時期が後ずれする可能性が高まっているとの認識を示した。これに対し、ある委員は、米国において4～5月の実質輸入が1～3月対比で高めの伸びを示していることを踏まえると、今後も、米国向け輸出がその他地域向けを補って外需を支えていくと述べた。

先行きの物価の中心的な見通しについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね4月の展望レポートの見通しに沿って推移するとの認識を共有した。大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとの見方を示した。ある委員は、人々の期待を変え、フィリップスカーブを上方にシフトさせるという観点からは、定例給与の上昇が重要であるとの認識を示した。一方、複数の委員は、4月の展望レポート時と同様に、予想物価

上昇率の変化が現実の物価上昇率の高まりにつながる点について不確実性が高いと考えられることなどから、自身の物価見通しは中心的な見通しに比べて慎重であるとの見方を示した。これらの委員は、先行きの物価をみるうえでは所定内賃金の動向が鍵となるが、これまでのところ弱めの動きが続いていると付け加えた。さらに、ある委員は、消費税率の引き上げによる上昇分を加味すると来年度の物価上昇率は2%の物価目標を大きく上回ることが想定されるため、この分が短期物価上昇予想に十分織り込まれていくのか注視していると述べた。

先行きのリスク要因について、委員は、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識を共有した。欧州債務問題の今後の展開について、ある委員は、最近のポルトガルやギリシャにみられるような政治情勢の混乱をリスク要因として指摘した。新興国・資源国経済の動向について、何人かの委員は、米国金融政策を巡る思惑からの国際的な資金の流れの巻き戻しや、政策当局の姿勢変化を受けた中国経済の減速の可能性などに注意が必要と述べた。このうちの複数の委員は、中国経済について、成長の「質」を優先する政策当局の姿勢は、長い目でみれば世界経済の安定に寄与すると考えられるものの、短期的には経済の下振れリスクになると付け加えた。米国経済の回復ペースについて、一人の委員は、フィスカル・ドラッグの影響や資金の巻き戻しを受けて新興国経済が減速した場合の米国経済への影響など、下振れの可能性がこれまでよりも大きくなっているとの見方を示した。一方、別のある委員は、米国では、景況感が改善する中で、今後、異例の低金利維持による緩和効果が一段と強まる可能性があるなどと指摘した。

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。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの

見方で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-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、③CP 等、社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続すること、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。これに対し、ある委員は、「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つながる懸念があるため、継続期間を 2 年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。これに対し、複数の委員は、そうした表現への変更により、かえって緩和効果を弱める可能性があるとして述べた。このうちの一人の委員は、まずは緩和効果を着実に積み上げることで市場の信認を得ていくことが重要であると付け加えた。また、この委員は、2%の「物価安定の目標」を安定的に維持するまで「量的・質的金融緩和」を継続するとのコミットメントに対する理解が一段と浸透するよう、コミュニケーションを行っていくべきと述べた。ある委員は、金融面での不均衡蓄積などのリスク要因については、「量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、これを点検して必要な調整を行っていくという方針を明確に示していると指摘した。

量的・質的金融緩和の効果について、委員は、効果はしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。委員は、こうしたもとで、実体経済や金融市場には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転しているとの見方で一致した。ある委員は、アンケート調査などをみると、先行きの実体経済の改善が見通されるもとで、予想物価上昇率が徐々に高まってきており、経済・物価が着実に改善していく姿が展望できると述べた。

長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、6月中旬以降の

世界的な金利上昇局面においてわが国の長期金利が安定的に推移したことを指摘した。そのうえで、これらの委員は、日本銀行による巨額の国債買入れが、海外金利上昇や景況感改善などに伴って生じる長期金利の上昇圧力を、リスク・プレミアムの圧縮によって強力に抑制していると述べた。複数の委員は、債券市場の流動性に関して、長国先物の値幅・出来高比率がなお高めであると指摘した。このうちの一人の委員は、これが流動性プレミアムとして金利に上乘せされている可能性もあると付け加えた。ある委員は、債券市場の不安定さは潜在的にはなお残されており、今後の国内物価や米国金利の動向が及ぼす影響に注意が必要と述べた。多くの委員は、今後も、市場との緊密な対話や弾力的なオペ運営によって、金利の安定的な形成を促していくことが重要との認識を示した。これに関連して、何人かの委員は、金利の安定を確保するためには財政運営に対する信認が維持されることも重要であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。この間、ある委員は、日本銀行の国債買入れにより金利の低位安定が保たれるとの期待が過度に強まると、日本市場で調達した資金を用いた新興国向け投資の拡大などによる国際的な金融面での不均衡蓄積や、財政健全化に向けた政府の取り組み姿勢の後退につながる可能性があるとの指摘した。

経済主体の期待の転換を通じた効果について、多くの委員は、名目金利が安定的に推移するもとの、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの見方を示した。先行きについて、このうちの一人の委員は、予想物価上昇率は2%に向けて上昇している過程にあるため、予想物価上昇率の上昇とそれに伴う実質金利の低下は、今後さらに進むと付け加えた。

企業・家計の資金調達行動について、多くの委員は、4～6月の社債発行額がリーマン・ショック以降のピークとなったことや、銀行貸出の前年比プラス幅拡大、エクイティファイナンスの増加など、緩和的な金融環境を活かした前向きの動きが広がっていると指摘した。このうちの一人の委員は、大手銀行の貸出姿勢が積極化してきているとの認識を示した。別のある委員は、先行き、企業・家計の資金調達がさらに活発化することが期待されると付け加えた。多くの委員は、こうした動きのもとで、足もとマネーストックが3%台後半まで伸びを高めていると指摘した。このうちの一人の委員は、マネーストックの増加は実際の物価上昇率を引き上げ、それが予想物価上昇率の上昇につながるとの見方を示した。ある委員は、「量的・質的金融緩和」が

進み、当座預金残高が一段と積み上がっていく中で、ポートフォリオ・リバランス効果は今後次第に広がっていくとの見方を示した。この間、複数の委員は、金融機関については、各種規制やリスク管理上の制約もあり、大量に保有している国債からのリバランスにはある程度時間がかかると指摘した。このうちの一人の委員は、予想物価上昇率や成長期待が高まることで幅広い経済主体のリスクテイクが促されるという、広い意味でのポートフォリオ・リバランス効果は一部で現れつつあり、これが本格化するためには、政府による規制・制度改革や成長力強化などの取り組みが重要になると付け加えた。

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。

- 長きに亘るデフレからの脱却は、日本経済の最重要課題である。政府としては、デフレ脱却に向けて金融政策の果たすべき役割は極めて大きいと考えている。本日の展望レポートの中間評価のご議論については、日本経済が、2%の物価安定目標の達成に向けて着実に前進していることを確認する内容と受け止めている。日本銀行が引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成することを期待している。
- 「共同声明」は、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けた政府と日本銀行の役割を明らかにしたものであり、政府としても、責任をもってその役割を果たしていく。先般、民間の力を最大限に引き出す「日本再興戦略」や経済再生と財政健全化の好循環を目的とした「骨太方針」を閣議決定したところであるが、これらを迅速かつ着実に実行に移していく。
- 長期金利の乱高下はこのところみられていないが、国債市場の流動性が低下している中で、依然として、小さなショックでボラティリティが高まる惧れがある。日本銀行におかれては、こうした状況下において、市場参加者の意見を踏まえ、国債の買入方法を柔軟に見直すなど積極的な対応をとられてきたものと承知している。引き続き、市場動向を踏まえた弾力的なオペ運営に努めるとともに、そうした姿勢をしっかりと内外に示すようお願いしたい。
- 政府としても、引き続き市場動向を注視するとともに、財政の持続可能性に対する信認が失われ、長期金利が急激に上昇することに

ならないよう、経済再生に向けた取組みと併せ、「骨太方針」を踏まえた、財政健全化目標を達成するための中期財政計画を、年央を目途に策定するなど、財政健全化に全力を挙げて取り組んでいく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、着実に持ち直している。先行きは、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、企業収益の改善が家計所得や投資の増加に繋がり、景気回復へ向かうことが期待される。物価の動向を総合してみると、わが国経済はなお緩やかなデフレ状況にあるが、物価上昇を予想する家計や販売価格の上昇を予想する企業の割合が増加するなど、このところ一部に変化の兆しもみられる。
- 政府は、6月13日の経済財政諮問会議で、緊急経済対策の進捗状況を確認し、実施段階にある事業は、国・地方合わせて件数ベースで約81%となった。6月14日には、「経済財政運営と改革の基本方針」、「日本再興戦略」及び「規制改革実施計画」を閣議決定した。基本方針では、国・地方のプライマリーバランスについて、2015年度までに2010年度に比べ赤字対GDP比を半減、2020年度までに黒字化、その後の債務残高対GDP比の安定的な引き下げを目指すとの目標を掲げている。その実現に向け、社会保障、社会資本整備、地方財政といった主な歳出分野の重点化・効率化の考え方などを示した。来月には、「中期財政計画」を策定する。また、「日本再興戦略」に基づき、民間活力を引き出し、新たな市場フロンティアを創出する政策を実行し、日本経済を揺るぎない成長軌道に乗せる。さらに、エネルギー・環境、保育、健康・医療、雇用、創業等を五つの重点分野とした「規制改革実施計画」を着実に実施する。
- 日本銀行には、本日の展望レポートの中間評価に沿って、物価安定目標の2%を実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き経済財政諮問会議等で十分説明してほしい。一時みられた市場のボラティリティの高まりに対し、日本銀行は市場との対話を通じて適切に対応されたと考えている。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の金融市場調節方針を維持

することが適当であるとの考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

2. 議長案

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

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（6月10、11日開催分）が全員一致で承認され、7月17日に公表することとされた。

以 上

2013年7月11日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。海外経済は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとで、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直しが明確になっている。個人消費は、消費者マインドが改善するもとで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。企業の業況感は改善している。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、足もとではゼロ%となっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる。

4. 先行きのわが国経済については、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、プラスに転じていくとみられる。

5. 4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。
6. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。
7. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注)。
- このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

^(注) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

(参考 1)

▽2013～2015 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013 年度	+2.5～+3.0 <+2.8>	+0.5～+0.8 <+0.6>	/
4月時点の見通し	+2.4～+3.0 <+2.9>	+0.4～+0.8 <+0.7>	
2014 年度	+0.8～+1.5 <+1.3>	+2.7～+3.6 <+3.3>	+0.7～+1.6 <+1.3>
4月時点の見通し	+1.0～+1.5 <+1.4>	+2.7～+3.6 <+3.4>	+0.7～+1.6 <+1.4>
2015 年度	+1.3～+1.9 <+1.5>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+1.9>
4月時点の見通し	+1.4～+1.9 <+1.6>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+1.9>

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

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

(注 3) 今回の見通しでは、消費税率が 2014 年 4 月に 8%、2015 年 10 月に 10%に引き上げられることを織り込んでいるが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。

(注 4) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む 2014 年度と 2015 年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(2014 年度：+2.0%ポイント、2015 年度：+0.7%ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

(注 5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

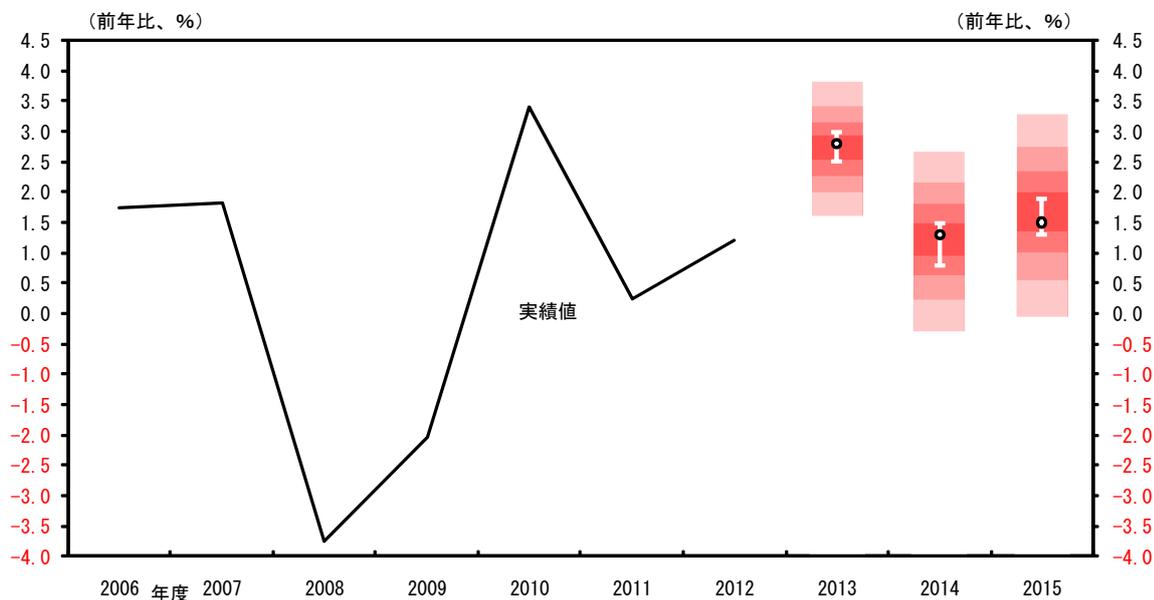
——対前年度比、%。

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013 年度	+2.3～+3.0	+0.4～+1.0	/
4月時点の見通し	+2.1～+3.1	+0.4～+1.0	
2014 年度	+0.4～+1.5	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
4月時点の見通し	+0.6～+1.7	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
2015 年度	+1.2～+2.1	+1.4～+3.0	+0.7～+2.3
4月時点の見通し	+1.3～+2.1	+1.5～+3.0	+0.8～+2.3

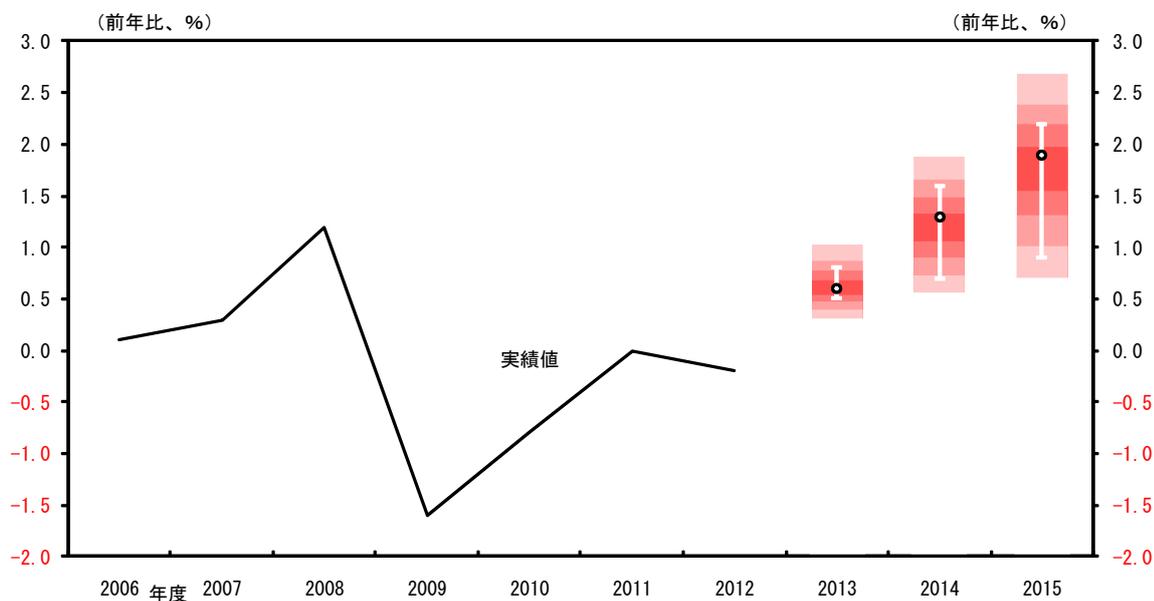
(参考2)

▽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。

(25年8月7、8日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年8月7日(14:00～16:24)
8月8日(9:01～11:54)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	(〃)
	宮尾龍蔵	(審議委員)
	森本宜久	(〃)
	白井さゆり	(〃)
	石田浩二	(〃)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官(7日)
	山口俊一	財務副大臣(8日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(7日)
	西村康稔	内閣府副大臣(8日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	須合智広
企画局企画役	東 将人

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月10、11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167～173兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、総じて0.1%程度で推移しているが、幾分弱含む場面もみられている。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームも0.1%をやや下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利についてみると、米国金融政策を巡る思惑が一服したことなどから米国長期金利が低下した場面では、幾分低下する動きもみられたが、期間を通じてみれば、概ね横ばい圏内の推移となっている。株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇などに下支えされる中、本邦企業の決算内容などを受けて上下に振れる展開となっており、期間を通じてみると、下落している。REIT価格は横ばい圏内の推移となっている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国金融政策を巡る思惑を受けた影響の一服や本邦株価の動向などを受けて、期間を通じてみると円高ドル安方向の動きとなっており、足もとでは96円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

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

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。個人消費は、社会保障税減

^{（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。」

税打ち切りの影響がなおみられるものの、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調が続いている。住宅投資も、引き続き持ち直している。輸出は、頭打ちの状況から脱しつつある。一方、政府支出は国防関連を中心に引き続き減少しており、その影響は、関連企業に及んでいる。このため、生産や設備投資の持ち直しに向けた動きはなお緩慢となっているが、企業マインドは改善してきている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比がやや低めの水準で横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の上昇を主因に、プラス幅が幾分拡大している。

欧州経済は、緩やかな後退がなお続いている。民間設備投資は引き続き減少している一方で、輸出は底入れしている。個人消費も、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドが徐々に改善するもとで、下げ止まりに向かっている。こうした需要動向を受けて、生産は下げ止まりつつある。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、コアベースの消費者物価の前年比は基調として低下している。もっとも、総合ベースの消費者物価の前年比は、食料品価格の上昇から、横ばいとなっている。この間、英国経済は、持ち直しつつある。

アジア経済をみると、中国経済は、政府が各種の改革に取り組む中で、ひと頃に比べ低めながら、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資をみると、製造業の投資は幾分伸びが鈍化しているが、インフラ投資や不動産投資の増加を中心に、底堅い伸びとなっている。輸出は、緩やかな持ち直しに向かっているが、このところやや弱めの動きがみられている。生産は、輸出面の影響が加わる中で、素材業種での在庫調整も継続していることから、ひと頃に比べ伸びが鈍化している。物価面をみると、消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。N I E s ・ A S E A N 経済は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門を中心に、なお緩やかな状態が続いている。個人消費は、自動車販売における政策効果の反動などがみられているものの、良好な雇用・所得環境が続く A S E A N を中心に、底堅く推移している。もっとも、輸出は引き続き弱めの動きがみられており、生産ともども持ち直しに向けた動きが一服している。設備投資は、企業マインドが依然として慎重なもとで、機械投資を中心に伸び悩んでいる。物価面をみると、

地域ごとに差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国金融政策を巡る思惑が一服したことから、落ち着きを取り戻しつつある。こうした中、株価は、米欧、新興国ともに反発して上昇しているが、新興国の戻りは弱い。債券市場では、米国の国債利回りは、良好な経済指標などを受けて、ごく足もとにおいて幾分上昇している。ユーロエリア主要国、英国の長めの金利は、ともに若干切り上がった水準で横ばい圏内の動きとなっている。新興国国債の対米国債スプレッドは幾分縮小している。株式への資金流入をみると、先進国向けには顕著に資金が戻ってきている一方で、新興国市場では流出超に歯止めがかかった程度であり、投資家の新興国に対する成長期待が、ひと頃に比べて慎重化していることが現れている。この間、国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いているが、足もとでは総じて横ばい圏内で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出は、1～3月に前期比で増加に転じたあと、4～6月は伸び率を高めた。自動車関連は、為替相場動向の影響もあって、米国やその他地域向けが堅調に推移する中、大幅に落ち込んでいた中国向けも持ち直しているため、増加基調に復している。資本財・部品も、足もとでは、船舶の振れを除いてみれば、米国や東アジア向けに増加するなど、持ち直しに向かっている。情報関連は、スマートフォン向けの部品を中心に、全体として下げ止まっている。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

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

設備投資は、企業収益が改善する中で下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。機械投資の一致指標である資本財総供給をみると、1～3月に前期比で増加に転じたあと、4～6月も増加を続けた。建設投資の先行指標である建築着工床面積(民間非居住用)は、均してみれば増加傾向を続けている。設備投資の先行きについては、企業収益が改善を続ける中で、防災・エネルギー関連の投資もあ

って、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境をみると、厳しさを残しつつも、労働需給の緩やかな改善が続く中、雇用者所得も持ち直しに向かう兆しがみられる。

個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、横ばい圏内の動きを続けたあと、1～3月、4～6月ともに前期比で増加した。全国百貨店売上高は、10～12月以降、3四半期連続で増加するなど、輸入品や高額品を中心に堅調に推移しており、とりわけ6月は気温上昇やセール前倒しの影響もあって大幅に増加した。コンビニエンスストア売上高は、緩やかな増加傾向を続けており、足もとでは伸びを幾分高めている。また、外食産業売上高は、全体として底堅く推移しており、足もとでは幾分強めの動きがみられている。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直しが明確になっている。先行きについては、増加していくとみられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。四半期でみると、昨年4～6月以降3四半期連続で減少したあと、1～3月には小幅ながら増加に転じ、4～6月は前期比で伸びを幾分高めた。先行きの鉱工業生産は、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査でも、7～9月の生産は増加を続けることが見込まれている。

物価面では、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、上昇幅が縮小している。先行きについては、当面、緩やかに上昇するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じており、先行きは、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。この間、予想物価上昇率については、マーケットの指標に加えて、企業や家計、エコノミストに対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は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市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台後半の伸びとなっている。

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、米国金融政策を巡る思惑が一服したことから、落ち着きを取り戻しつつあるとの認識を共有した。一人の委員は、FRBの政策意図が市場に徐々に浸透していると述べた。一方で、ある委員は、米国金融政策の動向や、市場参加者の見方が分かれることで、中長期の金利の変動が大きくなる可能性を指摘した。別のある委員は、円の対米ドル為替相場や本邦株価のボラティリティの高まりにも、米国金融政策を巡る思惑が影響しているが、日米の金融政策の方向性の違いを市場参加者が認識することで、日本市場のボラティリティはいずれ低下していくとの見方を示した。何人かの委員は、新興国における資金流出が経済に及ぼす影響について、引き続き注意が必要であると述べた。このうち一人の委員は、新興国の中でも経常黒字国から資金流出はみられない一方で、経常赤字国は資金流出が続いていると指摘した。この間、ある委員は、FRBによる資産買入れの早期縮小観測の背景に、ハイ・イールド債など相対的にリスクの高い金融商品への資金流入にみられるような、金融市場の一部の過熱をFRBが意識しているとの見方があることを指摘した。

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱まっていくことから、先進国を中心に、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。一人の委員は、海外経済の下方リスクは徐々に抑制されてきていると述べた。もっとも、多くの委員は、地域や業種ごとに景気の改善ペースにばらつきがあるなど、様々な不確実性が

あることに注意していかなければならないとの見方を示した。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。ある委員は、個人消費や住宅投資に加えて、企業の景況感も力強く改善する中、設備投資なども改善していることから、総じて自律回復のメカニズムが強まっているように窺われると述べた。先行きについて、委員は、財政面からの下押し圧力も次第に和らいでいくもと、緩和的な金融環境が続くと見込まれ、景気の回復ペースは緩やかながらも次第に高まっていくとの見方で一致した。この間、何人かの委員は、足もとの長期金利上昇が住宅投資などに与える影響に注意が必要であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、住宅価格の上昇や、差し押さえ物件も含めた潜在的な住宅在庫の減少は、住宅市場の回復基調の底堅さも示していると付け加えた。別のある委員は、ディスインフレ傾向のもと、短期的な予想物価上昇率の低下が、今はアンカーされている中長期的な予想物価上昇率の低下につながるのか、今後注意が必要であると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな後退がなお続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、財政面からの追加的な下押し圧力が弱まるもとで、経済主体のマインドの改善や輸出の持ち直しを起点に、次第に底入れを探っていくとの見方で一致した。もともと、ある委員は、ギリシャが来年にかけて再び資金不足に陥る懸念があるとの見方を国際機関が指摘していることにも言及しつつ、依然として欧州経済の下方リスクは大きいと述べた。一方で、一人の委員は、実体経済に底打ちの兆しがみられる中、欧州経済を巡るリスクは依然として下方に厚いものの、徐々に縮小してきていると指摘した。そのうえで、委員は、欧州債務問題の今後の展開に関する不確実性は依然として大きいという認識を共有した。

中国経済について、委員は、政府が各種の改革に取り組む中で、ひと頃に比べると低めながら、安定した成長が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、良好な雇用・所得環境などを背景に、内需は引き続き堅調に推移するとの見方を共有した。何人かの委員は、中国政府は今年の成長率目標が 7.5%であることを再確認し、景気の下振れに対しては必要な対応を行うと表明しており、景気が大幅に下振れするリスクは大きくないと指摘した。このうちの一人の委員は、そのリスクは以前よりもやや縮小したと付け加えた。その他の複数の委員は、背景として、財政発動の余地が残っていることを挙げ

た。一方で、ある委員は、中国政府による構造改革と景気の安定の両立は難しさが伴うと指摘した。別のある委員は、製造業の景況感を示す指標の中には昨年の減速局面時に近い水準となっているものがあり、先行きについて注意が必要であると述べた。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門を中心に、なお緩やかな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、A S E A N を中心に底堅い個人消費が下支えする中で、先進国向け輸出が徐々に持ち直していくにつれて、回復ペースは次第に高まっていくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、国内需要の底堅さに輸出の持ち直しも加わって経済活動の水準が緩やかに高まる中で、所得から支出へという前向きの循環メカニズムが次第に働き始めているとみられることから、緩やかに回復しつつあるとの見方で一致した。

項目別には、輸出について、委員は、米国経済が緩やかに回復する中、為替相場の動きも下支えとなって、持ち直しているとの認識を共有した。設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられているとの見方で一致した。個人消費について、委員は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、個人消費は株高による資産効果を背景に増加してきたが、最近では雇用・所得環境の改善も加わって底堅さを増していると述べた。このうちの一人の委員は、恒常的な所得に対する見方が改善していることが消費改善の基調的な要因として考えられ、今後も消費の好調さは続く可能性があるとの指摘した。この間、別のある委員は、4～6月の家計調査は年初来の増勢が鈍化しており、株高による資産効果が減衰している可能性があることから、今後の個人消費の持続性には注意が必要であるとの見方を示した。住宅投資について、委員は、持ち直しが明確になっているとの認識で一致した。鉱工業生産について、委員は、国内需要が底堅く推移するもとの、輸出が持ち直していることを反映して、緩やかに増加しているとの見方を共有した。何人かの委員は、6月は低下したが、生産予測指数は7月の増加を見込んでおり、月々の振れを伴いつつも、緩やかに増加していると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくとの見方を共有した。そのうえで、委員は、次第に働き始めている所得から支出への前向きな循環メカニズムの持続性をみるため、設備投資や雇用者所得などの実績を確認したいとの考えを共有した。この点、設備投資に関し、何人かの委員は、6月短観に加えて日本政策投資銀行の調査でも今年度の設備投資計画が高めであることが確認されたが、法人季報や基準改定後の資本財総供給などの実績データを確認したいと述べた。これに対し、ある委員は、輸出の鈍い改善ペースの背景が競争力の低下などの構造的な要因である場合には、設備投資の伸びが抑えられる可能性に注意が必要との見方を示した。また、雇用者所得に関し、多くの委員は、6月の特別給与が3年振りに増加となったが、所得環境の改善については、残りの夏季賞与を含めた実績のデータで今後確認したいと述べた。これに対し一人の委員は、特別給与の引き上げがみられても、所定内給与の引き上げには中小企業を中心に慎重であり、所得環境のさらなる改善には雇用環境の一段の改善が必要であると指摘した。別のある委員は、所定内給与を評価する際には、パート比率の趨勢的な上昇を考慮して評価する必要があると述べた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとではプラスに転じており、先行きはプラス幅を次第に拡大していくとの見方で一致した。多くの委員は、6月にプラスに転じたことは、エネルギー関連の押し上げだけでなく、幅広い品目に改善の動きがみられたことが影響しているとの見方を示した。ある委員は、個人消費の好調さが続けば、非製造業などの売り上げが幅広く増加し、物価にプラスの影響を及ぼす可能性があるとして述べた。これに対し複数の委員は、消費者物価の前年比プラス幅は、夏頃までは前年のエネルギー価格下落の反動などから拡大するが、その後、拡大が一服する可能性があるとの認識を示した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標に加え、企業や家計、エコノミストに対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。一人の委員は、実績の消費者物価が上昇していることを認識することで、人々の予想物価上昇率がさらに上昇していくことが考えられると指摘した。別のある委員は、消費税率引き上げの蓋然性に対する認識の影響を識別することは、引き続き難しいとの見方を示した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP市場では、良好な発行環境が続いていることや、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識で一致した。資金需要について、委員は、銀行貸出残高の前年比は2%台前半のプラスで推移しているほか、CP・社債の発行残高が前年比プラスとなっているなど、緩やかに増加しているとの見方で一致した。何人かの委員は、例年の水準を大きく上回るエクイティファイナンスの増加など、緩和的な金融環境を活かした前向きの動きが広がっていると指摘した。また、これらの委員は、新規貸出約定平均金利が既往最低水準まで低下していることも指摘した。このうちの一人の委員は、このような良好な資金調達環境の背景には、長期金利の落ち着きが挙げられると述べた。複数の委員は、企業からみた金融機関の貸出態度について、大企業だけでなく中小・零細企業も含めて改善しているとの見方を示した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの見方で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続すること、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。このうちのある委員は、2%の「物価安定の目標」の達成には、人々の予想物価上昇率を2%前後にアンカーすることが不可欠であり、2%の「物価安定の目標」の達成が重要であることについての国民の理解が進むように努める必要があると指摘した。これらに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化につながる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。これに対し、ある委員は、金融面での不均衡蓄積などのリスク要因については、「量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、毎回の金融政策決定会合で点検を行い、必要な調整を行っていくという方針を明確に示していると指摘した。別のある委員は、現行の「量的・質的金融緩和」は2年間の時限措置ではなく、2%の「物価安定の目標」を安定的に維持するまで「量的・質的金融緩和」を継続するとのコミットメントに対する理解が一段と浸透するよう、コミュニケーションを行っていくべきであると述べた。この間、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」が、戦力の逐次投入をせずに、初めに大胆に政策を転換するものであることについての市場の理解が進んできたと述べた。

量的・質的金融緩和の効果について、委員は、効果はしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。委員は、こうしたもとの、実体経済や金融市場には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転しているとの見方で一致した。一人の委員は、個人や投資信託の株式投資が7月下旬に買い越しに転じたほか、不動産市況で広範な改善が認められるなど、資産市場の前向きな動きが広がっていると述べた。

長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、わが国の長期金利が安定的に推移しているとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、海外金利上昇や景況感改善などに伴って生じる長期金利の上昇圧力を、日本銀行による巨額の国債買入れが、強力に抑制している

と指摘した。ある委員は、債券市場の流動性に関して、長国先物の値幅・出来高比率がなお高めであると指摘した。別のある委員は、債券市場の不安定さは潜在的には引き続き残されており、今後の国内物価や米国金利の動向が及ぼす影響に注意が必要と述べた。これに関連して、多くの委員は、金利の安定を確保するためには財政運営に対する信認が維持されることも重要であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。このうちのある委員は、日本銀行の国債買入れにより金利の低位安定が保たれるとの期待が過度に強まることなどを背景に、財政健全化に向けた政府の取り組み姿勢の後退につながる場合は、市場の国債に対する信認低下から長期金利が上昇し、結果的に日本銀行の政策効果を減殺する可能性があるとの指摘した。

経済主体の期待の転換を通じた効果について、多くの委員は、名目金利が安定的に推移するもとの、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、金融政策が実体経済へ与える影響、特に設備投資への影響は、資産市場への影響からタイムラグがあることを指摘したが、予想物価上昇率は2%に向けて上昇している過程にあるため、予想物価上昇率の上昇とそれに伴う実質金利の低下は、今後さらに進むと付け加えた。この間、ある委員は、今後、企業部門の設備投資など資金需要が増加するのに伴って貸出が増えるなど、ポートフォリオ・リバランスが次第に広がっていくとの見方を示した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 足もとの物価を総合的にみると、デフレ状況は緩和しつつあると認識している。政府としては、デフレ脱却に向けて、金融政策の果たすべき役割は極めて大きいと考えている。日本銀行におかれては、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を実現することを期待している。
- 「共同声明」は、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けた政府と日本銀行の役割を明らかにしたものであり、政府としても、責任を持って、その役割を果たしていく。こうした観点から、「日本再興戦略」や「骨太方針」については、引き続き、迅速かつ着実に実行に移していく。

- さらに、政府は、本日、「中期財政計画」及び「平成 26 年度予算の概算要求基準」を策定した。「中期財政計画」では、「2015 年度までの基礎的財政収支の赤字半減目標」に向けて、国・地方を合わせた基礎的財政収支を 17 兆円程度改善する必要があり、国・地方の基礎的財政収支赤字の大宗を占める国の一般会計の基礎的財政収支を平成 26・27 年度の各年度で 4 兆円程度改善するなど、今後の道筋を具体的に示している。
- これを実現するための第一歩として、「平成 26 年度予算の概算要求基準」においては、本年 12 月に判明する平成 26 年度の税収見込みを踏まえて最終的な予算総額を決定する新しい方式を採ることとし、その中で、施策の優先順位を洗い直し、無駄を最大限縮減しつつ、予算の中身を大胆に重点化することとしている。こうした取組みにより、民需主導の経済成長と財政健全化の双方の実現に取り組んでいく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、着実に持ち直しており、自律的回復に向けた動きもみられる。物価を総合してみると、デフレ状況は緩和しつつある。今後は、三本の矢に一体的に取り組み、所得環境の改善を通じた着実な需要の発現と雇用の創出を、できるだけ早期に実現していく。現行法に沿って行った内閣府年央試算では、今年度の実質成長率は+2.8%程度、名目成長率は+2.6%程度、消費者物価上昇率は、日本銀行の「量的・質的金融緩和」の効果に加え、景気回復が進むことなどにより+0.5%程度と5年振りのプラスになると見込まれる。来年度の実質成長率が+1.0%程度になると見込まれる。
- 政府は、8月2日の経済財政諮問会議において、平成26年度予算の全体像を取りまとめるとともに、本日、「中期財政計画」を閣議了解した。この計画では、国・地方の基礎的財政収支対GDP比について、現状7%程度の赤字から、2015年度には3.3%に縮小することを目指している。このため、国・地方の基礎的財政収支を17兆円程度改善する必要があり、国の一般会計の基礎的財政収支を各年度4兆円程度改善する。来年度の予算編成はこれらを踏まえて進めていく。なお、消費税率引き上げに当たっての経済状況等の総合的な勘案に向けた必要な検討に際し、有識者・専門家から集中的に意見を聞く準備を進めていく。また、TPPは成長戦略の重要な柱である。7月23日からわが国は正式に交渉に参加し、各国か

らは歓迎の意が表明されており、積極的に取り組んでいく。

- 先月の経済財政諮問会議の集中審議で、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認し、黒田総裁から、デフレ脱却に向けた取り組みを着実に進めていることが示された。日本銀行には、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、引き続き取り組むことを期待する。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）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（7月10、11日開催分）が全員一致で承認され、8月13日に公表することとされた。

以 上

2013年8月8日
日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとで、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直しが明確になっている。個人消費は、消費者マインドが改善するもとで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。
6. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注)。
- このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

^(注) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

(25年9月4、5日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2013年9月4日(14:00～16:30)
9月5日(9:00～11:37)

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	佐藤慎一	大臣官房長(4日)
	山口俊一	財務副大臣(5日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	飯島浩太
企画局企画役	須合智広

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（8月7、8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169～177兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、総じて0.1%程度で推移しているが、幾分弱含む場面もみられている。ターム物金利をみると、短国レートは、いずれのタームも0.1%をやや下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利についてみると、米国金融政策を巡る思惑や米欧経済指標の市場予想比上振れを背景に米独長期金利が上昇しているものの、日本銀行による国債買入れや本邦株価が幾分下落していることもあって、概ね横ばい圏内の推移となっている。株価（日経平均株価）は、中東情勢を巡る不透明感などを背景に、米国やアジア新興国の株価が下落したことを受けて、幾分下落している。REIT価格は幾分下落している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部に拡大した銘柄がみられるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国経済指標が堅調に推移したことなどから円安方向の動きとなり、足もとでは99円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

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

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

（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。」

ている。住宅投資も、基調として持ち直しを続けている。輸出は、緩やかに増加している。一方、政府支出は国防関連を中心に引き続き減少しており、その影響は、関連企業に及んでいる。このため、生産や設備投資の持ち直しに向けた動きはなお緩慢となっているが、企業マインドは改善してきている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比がやや低めの水準で横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の上昇を主因に、プラス幅が幾分拡大している。

欧州経済は、全体として底入れしている。民間設備投資は引き続き減少している一方で、輸出は底入れしている。個人消費も、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドが引き続き改善するも、下げ止まっている。こうした需要動向を受けて、生産は底入れしている。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、コアベースの消費者物価の前年比は基調として低下している。もっとも、総合ベースの消費者物価の前年比は、食料品価格の上昇から、横ばいとなっている。この間、英国経済は、持ち直している。

アジア経済をみると、中国経済は、政府が各種の改革に取り組む中で、ひと頃に比べ低めながら、安定した成長が続いている。個人消費は、引き続き質素儉約令の影響が一部にみられているものの、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資をみると、製造業の投資は幾分伸びが鈍化しているが、インフラ投資や不動産投資の増加を中心に、底堅い伸びとなっている。輸出は、緩やかな持ち直しに向かっているが、なお弱めの動きが続いている。生産は、輸出面の影響もあって、ひと頃に比べ伸びが鈍化している。物価面をみると、消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。N I E s ・ A S E A N 経済は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっている。個人消費は、自動車販売における政策効果の反動や消費者マインドの慎重化などを背景に、減速している。また、輸出は弱めの動きが続いており、生産の持ち直しに向けた動きも一服している。設備投資も、引き続き企業マインドが慎重なもとで、機械投資を中心に伸び悩んでいる。物価面をみると、地域ごとに差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、減速感がやや強まっている。

海外の金融資本市場をみると、米国金融政策を巡る思惑や中東情勢の不透明感などを背景に、神経質な展開となっている。こうした中、

米欧の株価は下落している。米欧の国債利回りは、米国金融政策を巡る思惑や経済指標の市場予想比上振れもあって、上昇している。新興国の一部では、成長期待の低下や投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景に資金の流出が続いており、株、債券、通貨のトリプル安の展開となっている。新興国国債の対米国債スプレッドは再び拡大している。この間、国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いているが、足もとでは幾分持ち直している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出は、1～3月に前期比で3四半期振りの増加に転じ、4～6月も伸びを高めたあと、7月の4～6月対比は減少した。足もとの実質輸出の動きには、統計作成上の技術的な要因も含め、短期的な振れによる面が小さくないとみられる。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

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

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直しつつある。法人企業統計の設備投資（名目ベース）をみると、昨年10～12月、1～3月に前期比で僅かながらも増加となったあと、4～6月は伸びを高めた。機械投資の一致指標である資本財総供給をみると、1～3月に前期比で増加に転じたあと、4～6月も増加を続けた。機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月はほぼ横ばいとなったあと、4～6月は5四半期振りの増加に転じた。設備投資の先行きについては、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

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

個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、1～3月、4～6月と前期比で増加したあと、7月の4～6月対比は減少した。全国百貨店売上高は、昨年10～12月以降、3四半期連続で前期比増加となったあと、7月の4～6月対比は、6月に気温上昇やセール前倒しの

影響から増加したことの反動が出ていることなどから、減少した。コンビニエンスストア売上高は、緩やかな増加傾向を続けている。また、外食産業売上高は、全体として底堅く推移している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直しが明確になっている。先行きについては、増加していくとみられる。

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

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

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は4割台前半の伸びとなっている。

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

改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台後半の伸びとなっている。

(3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

9月6日に実行予定の「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分については、1,808億円の新規貸付となる見込み。今回の貸付実行後の残高は32,865億円と引き続き3兆円を超える。A B L等特則分の残高は1,113億円、小口特則分の残高は69.30億円となる。米ドル特則分については、16.36億米ドルの新規貸付を実行し、貸付残高は65.99億米ドルとなる見込み。貸付を受けた金融機関による投融資の内訳をみると、海外向け投融資が中心となっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、米国金融政策を巡る思惑や中東情勢の不透明感などを背景に、神経質な展開となっているとの認識を共有した。複数の委員は、FRBの政策意図は市場に浸透しているものの、資産買入れの縮小時期を巡る思惑や堅調な経済指標を背景に、米欧の長期金利は上昇していると指摘した。新興国市場について、多くの委員は、一部の新興国で資金流出がみられており、通貨や株価が下落していると指摘した。このうちの何人かの委員は、米国金融政策を巡る思惑を契機に、新興国の経済構造が意識される中で、経常赤字国を中心にこうした動きが顕著になっていると付け加えた。こうした新興国市場の状況について、ある委員は、過大な成長期待に基づき、長期間にわたって形成された不均衡調整の一端という面もあると指摘した。これらの議論に対して、複数の委員は、新興国の多くが豊富な外貨準備を保有していることや外貨資金の融通を行う通貨スワップ取極などのバックストップが整備されていることから、新興国全体としてみれば、資金流出に対する頑健性は維持されていると述べた。このうちの一人の委員は、アジア通貨危機がソルベンシー危機であったのに対し、現在の新興国市場の状況は、市場のボラティリティ拡大というマーケット・リスクの領域の問題であると指摘した。

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱ま

っていくことから、先進国を中心に、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。多くの委員は、地域や業種ごとに景気の改善ペースにばらつきがあるなど、様々な不確実性があることに注意していかなければならないとの見方を示した。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。ある委員は、個人消費に加えて、企業の景況感も改善する中、企業や家計の資金需要も堅調であることから、総じて自律回復のメカニズムはしっかりと作動しているように窺われると述べた。先行きについて、委員は、財政面からの下押し圧力も次第に和らぎ、緩和的な金融環境が続くと見込まれることから、景気の回復ペースは緩やかながらも次第に高まっていくとの見方で一致した。住宅投資について、多くの委員は、足もと弱めの指標がみられており、住宅ローン金利上昇の影響も含め、先行きの動向には注意が必要であると指摘した。何人かの委員は、債務上限問題の帰趨についても注視したいと述べた。ある委員は、デフインフレ傾向のもと、短期的な予想物価上昇率の低下が、今はアンカーされている中長期的な予想物価上昇率の低下につながるのか、今後注意が必要であると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、全体として底入れしているとの認識を共有した。多くの委員は、4～6月の実質GDPが7四半期振りのプラス成長となったほか、足もとでは、マインド指標やPMIだけでなくハードデータでも良好な指標が確認できると述べた。ある委員は、英国についても、内外需とも力強い改善の動きが続いていると付け加えた。先行きについて、委員は、経済主体のマインドの改善や輸出の持ち直しを起点として、次第に持ち直しに転じていくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、欧州債務問題の今後の展開に関する不確実性は依然として大きいという認識を共有した。

中国経済について、委員は、政府が各種の改革に取り組む中で、ひと頃に比べると低めながら、安定した成長が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、外需に力強さを欠く一方で、良好な雇用・所得環境などを背景に、内需は引き続き堅調に推移するとみられるため、現状程度の安定した成長が続くとの見方を共有した。何人かの委員は、景気下支えのために中国政府が講じている対策の効果が足もとの経済指標にも顕現化しつつあり、景気の下振れ懸念は幾分後退していると指摘した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっているとの認識で一致した。一人の委員は、国によるばらつきはあるものの、全体として持ち直しに向かうとの見方は維持できると述べた。先行きについて、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済が持ち直していく中で、金融資本市場が落ち着くことを前提に、成長ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。何人かの委員は、一部の新興国市場でみられている不安定な状態が長引き、金融環境のタイト化や株価下落による逆資産効果が、新興国経済全体の成長力低下に作用することがないか注視していく必要があると指摘した。

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

わが国の景気について、委員は、企業部門において収益の改善が設備投資にプラスに作用しており、家計部門においても雇用・所得環境の改善の動きが個人消費を支える要因となるなど、企業・家計の両部門で所得から支出へという前向きの循環メカニズムが次第にしっかりと働いてきていると述べた。こうした認識を踏まえ、委員は、先月の「緩やかに回復しつつある」から「緩やかに回復している」へと判断を前進させることが適当であるとの見方で一致した。何人かの委員は、前回会合以降公表された経済指標は、総じて良好であり、経済全般にわたり上向きのモメンタムがみられているなど、生産・所得・支出の好循環メカニズムが着実に機能していると述べた。ある委員は、輸出の回復力の弱さや製造業の活動水準が低めであることはやや気がかりとしつつも、2 四半期連続で高い成長率となる可能性が高いことから、景気判断を進めることに同意した。景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けていくとの見方を共有した。

輸出について、委員は、米国経済が緩やかに回復する中、為替相場の動きも下支えとなつて、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。また、先行きについては、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくとの認識で一致した。7月の実質輸出が減少したことについて、何人かの委員は、統計作成上の技術的な要因などに加え、自動車の船待ち在庫の積み上がりが見られたことや、7月および先行きの鉱工業生産の動向を踏まえると、輸出は持ち直し傾向を続けていると述べた。何人かの委員は、輸出の増加ペースが想定よりも鈍いとの見方を示した。その背景として、複数の委員は、輸出企業の競争力

の低下や生産拠点の海外への移管など構造的な要因があるのではないかと指摘した。ある委員は、最終財の二大消費地である米欧における需要の回復ペースが鈍いことも一因であると指摘したうえで、これらの国・地域において内需が持ち直していくかどうか注視する必要があると述べた。複数の委員は、国内PMIの輸出受注指数が足もと弱めで推移していることや新興国市場が不安定化していることを踏まえると、今後、アジア向け輸出を中心に下振れる可能性には注意が必要との見方を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しつつあるとの見方で一致した。多くの委員は、法人企業統計で4～6月の設備投資が伸びを高めており、企業部門での前向きな動きが確認できたと述べた。これを受けて、4～6月の実質GDPについて、多くの委員は、2次速報値では1次速報値から上方改定される可能性が高いとの見方を示した。ある委員は、4～6月の機械受注は製造業・非製造業ともに堅調であることから、設備投資は次第に増加基調を辿るとの見方を示した。何人かの委員は、非製造業の設備投資は堅調である一方、製造業は引き続き弱いと指摘した。製造業の設備投資が弱い背景として、複数の委員は、直近のピークと比較すると生産水準が低く、設備の稼働率が低位で推移していることを挙げた。一方、複数の委員は、製造業の既存設備のヴィンテージが高まっていることや、資本ストック循環をみると過去に比べて設備投資が抑制的であったこと、また研究開発費も抑制的であったことから、維持・更新投資や研究開発投資など潜在的な需要は相応にあると指摘した。そのうえで、これらの委員は、今後、製造業の設備投資は徐々に増加していく可能性が高いと述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給の緩やかな改善が続き、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられているとの認識を共有した。何人かの委員は、6～7月の特別給与は明確に増加しており、一人当たり名目賃金も下げ止まりつつあると指摘したうえで、家計部門でも所得から支出へという前向きな循環メカニズムが働いてきていると述べた。個人消費について、委員は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。ある委員は、完全失業率が低下するもとの、労働市場における需給バランスが改善していることに加え、企業収益も増加していることから、雇用・所得の改善は当面持続すると期待できると述べた。そのうえで、こうした動きは、恒常的な所得見通しの改善というファンダメンタル

ズ要因から、堅調な個人消費を支えていくとみられると付け加えた。別の委員は、個人消費はこれまで株高による資産効果を背景に増加してきたが、最近ではこうした効果が低下しており、回復の持続性について注視する必要があると指摘した。住宅投資について、委員は、持ち直しが明確になっているとの認識で一致した。鉱工業生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

こうした議論を踏まえ、何人かの委員は、今次局面での景気回復パターンは、従来の輸出を主導とした製造業中心の回復とは異なり、個人消費を主導とした非製造業中心の回復であると述べた。このうちの一人の委員は、「緩やかに回復している」と過去に判断していた複数の局面と比べ、鉱工業生産指数の水準は低いものの、第3次産業活動指数の水準はかなり高いと付け加えた。そのうえで、委員は、景気回復のパターンは異なっているとしても、2四半期連続で潜在成長率を上回る高い経済成長が続く見込みであることを踏まえると、需給ギャップは着実に縮小しているとの認識を共有した。この間、何人かの委員は、先行きの生産・所得・支出の好循環がさらにしっかりとしたものになるためには、輸出や設備投資を主導とした製造業の回復を伴うことが重要になると述べた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、先行きはプラス幅を次第に拡大していくとの見方で一致した。多くの委員は、足もとの消費者物価の動きには、エネルギー関連の押し上げだけでなく、幅広い品目に改善の動きがみられたことが影響しているとの見方を示した。複数の委員は、個人消費の底堅さを背景に、企業が高付加価値品を投入する動きや積極的な価格設定行動がみられるなど、物価にプラスの影響が出ていると述べた。これに対しある委員は、消費者物価の前年比プラス幅は、前年のエネルギー価格下落の反動などが剥落するため、今後、拡大が一服する可能性があるとの認識を示した。一人の委員は、雇用者所得の伸びは消費者物価上昇率を上回っていることから、物価が上昇するもとでも、実質所得は増加していると指摘した。別の一人の委員は、先行きの物価動向を判断する際には、所定内給与の動きが重要であると指摘したうえで、来年の春闘の状況について注視したいと述べた。ある委員は、世界的なディスインフレ傾向に改善の兆しがみられない中で、日本の物価が国内独自の要因で伸び率を高めていくかどうか注視しているとの見方を示した。予想物価上昇率について、委員は、家計や

エコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。ある委員は、予想物価上昇率が緩やかに上昇していくもとの、企業が販売価格を引き上げる環境が整いつつあるかという点が重要であると述べた。予想物価上昇率の解釈について、別のある委員は、消費税率引き上げの蓋然性に対する認識の影響を識別することは難しいことに留意する必要があるとの見方を示した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識で一致した。資金需要について、委員は、銀行貸出残高の前年比は2%台前半のプラスで推移しているほか、CP・社債の発行残高が前年比プラスとなっているなど、緩やかに増加しているとの見方で一致した。ある委員は、中小企業の資金繰りに関する多くの指標が、直近のピークである2006年頃の水準まで改善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。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの見方で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペース

で増加するよう買入れを行うこと、③CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続すること、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。このうちのある委員は、2%の「物価安定の目標」の達成には、人々の予想物価上昇率を2%前後にアンカーすることが不可欠であり、2%の「物価安定の目標」の達成が重要であることについての国民の理解が進むように努める必要があると指摘した。別のある委員は、「量的・質的金融緩和」が、戦力の逐次投入をせずに、初めに大胆に政策を転換するものであることについての市場の理解が進んできたと述べた。一人の委員は、上下双方向のリスク要因を点検しながら必要な調整を躊躇なく行っていくという方針は、金融政策運営の信認を高めるうえで重要であると指摘した。これらに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化につながる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。

量的・質的金融緩和の効果について、委員は、効果はしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。委員は、こうしたもとで、実体経済や金融市場には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転しているとの見方で一致した。

長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、わが国の長期金利が安定的に推移しているとの見方を示した。これらの委員は、海外金利上昇や景況感改善などに伴って生じる長期金利の上昇圧力を、日本銀行による巨額の国債買入れが、強力に抑制していると指摘した。一方、ある委員は、最近の米国での動向を踏まえると、先行きの期待が変化すれば、国債買入れを進めていても長期金利の安定状況は変化しうると述べた。国債買入れを継続していくうえで、複数の委員は、国債市場の動向について、利回り以外にも市場流動性や各取引主体の売買動向など、様々な指標を注視していく必要があると述べた。この

うちの一人の委員は、債券市場の流動性に関して、長国先物の値幅・出来高比率がなお高めであり、市場が大きく変動するリスクがあると述べた。国債市場の動向に関連して、何人かの委員は、金融市場の安定を確保し、「量的・質的金融緩和」の効果を発揮していくためには財政運営に対する信認が維持されることが不可欠であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。

経済主体の期待の転換を通じた効果について、多くの委員は、名目金利が安定的に推移するもとの、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、金融政策が実体経済へ与える影響、特に設備投資への影響は、資産市場への影響からタイムラグがあることを指摘し、予想物価上昇率は2%に向けて上昇している過程にあるため、予想物価上昇率の上昇とそれに伴う実質金利の低下は、今後さらに進むと付け加えた。この間、ある委員は、今後、企業部門の設備投資など資金需要が増加するのに伴って貸出が増えるなど、ポートフォリオ・リバランスが次第に広がっていくとの見方を示した。

「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、一人の委員は、これまで資金使途の中心であった「医療・介護事業」や「環境・エネルギー事業」に加えて、「観光事業」など従来ウエイトが低かった分野にまで裾野が広がっており、民間金融機関の取り組みが着実に浸透してきていると指摘した。米ドル特則について、別の一人の委員は、着実に実績が増加しつつ取り組みの厚みも増しており、企業のグローバル化への対応を後押しし成長につなげていく、という所期の効果を発揮していると述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 足もとの物価の状況を総合的にみると、国内企業物価は緩やかに上昇しているほか、消費者物価も基調としては横ばいとなるなど、デフレ状況ではなくなりつつあると認識している。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」を達成して頂くことを期待している。

- 政府としても、本年1月の「共同声明」に沿って、その役割を果たしていくという観点から、民需主導の経済成長と財政健全化の双方の実現に向けた取り組みを進めている。歳出面では、先般策定した「平成26年度予算の概算要求基準」に沿って、各府省から要求が提出され、その取りまとめ結果を公表したところである。今後、年末にかけて、「中期財政計画」も踏まえつつ、これらの要求内容を精査し、予算の中身を大胆に重点化していくことで、メリハリのついた予算編成に努めていく。歳入面では、消費税率引き上げに係る経済状況等の総合的勘案の参考とするため、幅広く国民各層の有識者・専門家から意見を伺う観点から、「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」を開催し、黒田総裁にも参加頂いた。消費税率引き上げについては、種々の経済指標を確認し、経済状況等を総合的に勘案して、内閣として適切な判断をしていく。
- また、本日からロシア・サンクトペテルブルクにてG20サミットが開催され、安倍総理、麻生副総理が出席する。首脳会合の場でアベノミクスについて説明し、日本経済の再生を通じた世界経済の成長に貢献する決意を示すとともに、先日策定した「中期財政計画」を説明し、経済再生と財政健全化に向けたわが国の取り組みに対する国際社会からの信認を確かなものとしていく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、着実に持ち直しており、自律的回復に向けた動きもみられる。先行きについては、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、企業収益の改善が家計所得や投資の増加に繋がり、景気回復へ向かうことが期待される。消費者物価は、生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合の基調が横ばいとなるなど、物価の動向を総合してみると、デフレ状況ではなくなりつつある。
- 政府においては、8月26～31日に、黒田総裁にも出席頂き、「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」を開催した。消費税率引き上げに係る経済状況等の総合的勘案の参考とするため、今後の経済財政運営にどのような留意点があり対応が求められるか、有識者・専門家から意見を伺った。大変有意義な意見を頂き、充実した会合であった。消費税率引き上げに当たっての経済状況等の総合的な勘案に向けた検討を行うこととなるが、今回の集中点検会合における議論は、総理が最終判断される際の材料の一つになるものと

考えている。また、秋の成長戦略実行国会に先立ち、「日本再興戦略」の実行を加速し強化するため、産業競争力強化法案の策定や国家戦略特区の具体化など成長戦略関連施策の当面の実行方針を纏める。

- わが国経済は、デフレ状況ではなくなりつつあるが、物価の基調が上昇に転じ、そうした状況の持続が見込まれるという意味でのデフレ脱却は道半ばであり、物価や景気の動向について、十分注視していく必要がある。日本銀行には、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、引き続き取り組むことを期待する。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」に変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、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（8月7、8日開催分）が全員一致で承認され、9月10日に公表することとされた。

以 上

2013年9月5日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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

② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

③ CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

3. わが国の景気は、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとで、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直しつつある。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直しが明確になっている。個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。

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

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

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

以 上

^(注) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

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

- (図表 22) ブルームバーグ社
- (図表 23) ブルームバーグ社
- (図表 24) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 25) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (図表 26) 日本相互証券
- (図表 27) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 28) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 29) 東京証券取引所
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 国際決済銀行
- (図表 32) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 33) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子CP）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 36) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 37) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種別発行償還状況」、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」