

## 2. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 26 年 4 月 7、8 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014 年 4 月 7 日 (14:00～16:08)  
4 月 8 日 ( 9:00～11:45)

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 (7 日)
	古川禎久	財務副大臣 (8 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	小牧義弘
企画局企画役	服部良太

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月10、11日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは200～221兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、年度末にはマイナスの水準まで低下したが、その後は戻している。ターム物金利をみると、短国レートは、幾分強含んでいる。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利（10年債利回り）をみると、本邦株価が下落した場面で小幅低下したものの、その後は戻しており、最近では前回会合時点と同じ0.6%台前半で推移している。株価（日経平均株価）は、ウクライナ情勢を巡る不透明感などが意識されて下落したが、その後は米国株価の上昇などを受けて反発し、最近では14千円台後半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄では拡大した状態にあるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、ウクライナ情勢を巡る不透明感などを背景に円高ドル安方向の動きとなった後、米国FRBの利上げ時期の前倒しが意識されたことなどから円安ドル高方向に動いており、最近では103円前後で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。

米国経済は、寒波の影響がなお残っているものの、緩やかな回復を続けており、その裾野には徐々に広がりが見られている。住宅投資は、テンポを緩めつつも、基調として持ち直しを続けている。個人消費は、

---

（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。」

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

欧州経済は、持ち直しが明確になってきている。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとの、緩やかな持ち直しが続いている。設備投資も、ドイツを中心に、持ち直しに向けた動きがみられる。また、輸出も持ち直しつつある。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかに持ち直している。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにディスインフレ基調が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。固定資産投資は、引き続き堅調に推移しているものの、やや伸びを低めているほか、生産は、素材関連を中心とする在庫調整の影響もあり、伸びが鈍化している。もっとも、輸出は、欧米向けを中心に持ち直しが続いている。また、個人消費も、良好な雇用・所得環境を背景に、安定した伸びが続いている。N I E s・A S E A N経済は、N I E sが外需の回復を背景にやや上向きな一方で、A S E A Nでは内需を中心に成長のモメンタムが鈍化した状態が続いている。インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やN I E s、タイでは基調として低めに推移している一方、インドネシアやインドでは統制価格の引き上げ等を背景に、高めの状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、ウクライナ情勢を巡る不透明感などからやや神経質な動きとなる局面もあったが、投資家のリスクテイク姿勢は、先進国を中心とする景気回復期待を背景に、緩やかに改善している。新興国市場も、経常収支赤字や高インフレの是正に向けて利上げなどの対応がとられてきたこともあり、一部の国では引き続き神経質な動きがみられているが、全体として落ち着きを取り戻している。

国際商品市況をみると、新興国経済が成長に勢いを欠く中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いており、このところ幾分弱含んでいる。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。本年入り後の実質輸出をみると、東アジア向けが春節の影響を受けることもあって、1月に減少した後、2月は反動増となるなど、月々の振れが大きい展開となっているが、均してみると、1～2月の10～12月対比は小幅のマイナスとなっている。これには、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に伴う供給制約や米国の寒波といった一時的な下押し要因も影響しているとみられる。先行きについては、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。一方、輸入は、消費税率引き上げに伴う個人消費の振れなどの影響を受けつつも、基調としては、堅調な国内需要を背景に緩やかな増加を続けており、先行きも緩やかに増加していくと予想される。

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

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっている。機械投資の一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）がしっかりとした動きを続けているほか、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）は、月々の振れを伴いながらも、基調として増加を続けている。企業の業況感は、引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられている。3月短観をみると、業況判断DI（全産業全規模）は5期連続で改善し、前回景気拡大局面のピーク時を上回った。先行きについては、駆け込み需要の反動減に対する見方などから悪化が見込まれているが、それでも小幅の「良い」超となるなど、総じてみれば良好な水準が維持されている。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。3月短観で2014年度の設備投資計画をみると、過去の平均的な動きとの対比でみて、やや強めとなっている。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が低下傾向となるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定内給与の前年比はなお小幅のマイナスとなっているものの、

所定外給与や特別給与は増加している。こうしたもとで、雇用者所得は、このところ前年比プラスが続くなど、緩やかに持ち直している。

個人消費は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。耐久財の消費動向をみると、乗用車の新車登録台数および家電販売額は、駆け込み需要の影響などから、強めの動きとなった。衣料品や雑貨などの耐久財以外の消費についても、企業からの聞き取り調査などを踏まえると、3月にかけて駆け込みが発生したとみられる。先行きの個人消費は、駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。先行きについては、駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

鉱工業生産は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を辿っている。在庫は、駆け込み需要の影響もあって、減少している。先行きの鉱工業生産は、駆け込み需要の反動減の影響を受けつつも、基調としては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。

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

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は5割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、

企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている。企業の資金繰りは、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから4%程度の伸びとなっている。

## 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、ウクライナ情勢などを背景に神経質な動きとなる場面もみられたものの、最近では幾分落ち着きを取り戻しているとの認識を共有した。複数の委員は、新興国市場は、各国による経済・構造問題への取り組みもあって、全体として落ち着いてきていると付け加えた。ウクライナ情勢について、ある委員は、今後の展開次第では、商品市場や金融経済面での結びつきの深い欧州経済を通じ、影響がグローバルに及ぶ可能性があるとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、地政学リスクも含めて、引き続き市場の動向を注視していく必要があるとの認識で一致した。

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

地域毎にみると、米国経済について、委員は、一部の経済指標になお寒波の影響がみられるが、緩やかな回復を続けており、景気回復の裾野には徐々に広がりが見られているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、財政面の下押し圧力が弱まると見込まれることから、家計から企業部門へと裾野を広げながら、景気回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。多くの委員は、最近の経済指標をみると、寒波の影響は徐々に剥落してきていると付け加えた。複数の委員は、非農業部門雇用者数が安定的に増加するなど、雇用環境の改善が続いていることが、今後の回復を支えていくとの見方を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、持ち直しが明確になってきて

いるとの認識を共有した。何人かの委員は、家計や企業のマインドが一段と改善するもとの、個人消費や企業の生産活動が緩やかに持ち直しているとの見方を示した。先行きについて、委員は、マインドの改善を背景とする内需の持ち直しが続き、輸出も改善すると見込まれるため、緩やかに回復していくとの認識で一致した。ただし、何人かの委員は、周縁国を中心にディスインフレ傾向が続いていることを指摘したうえで、これが長期化した場合、予想物価上昇率の低下や実質債務負担の増加などにより、経済に悪影響が及ぶリスクには注意が必要であると述べた。

中国経済について、委員は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。先行きについて、大方の委員は、中国当局が構造調整を進めつつも同時に景気への配慮を続ける方針にあり、最近も幾つかの具体策を含め景気下支えに動く構えを打ち出しているほか、外需の緩やかな改善も続くと見込まれることなどから、概ね現状程度の安定成長が続くとの見方を示した。やや長い目でみた中国経済の先行きについて、何人かの委員は、政府の景気刺激策に依存せずに現状程度の成長率を維持することが難しくなる可能性があるとの認識を示した。これに対し、ある委員は、現在進められている構造改革により国有企業の生産性を上昇させれば、安定した成長を続けていけるのではないかと指摘した。

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

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

わが国の景気について、委員は、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働く中で、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復が続い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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続け

ていくとの認識を共有した。委員は、駆け込み需要の反動の大きさについてリアルタイムで把握することは難しいが、企業からの聞き取り調査なども活用しながら、情勢の把握に努めていく必要があるとの見方で一致した。

輸出について、委員は、ASEANなど一部新興国向けに弱さが残る中で、米国の寒波の影響や消費税率引き上げ前の駆け込み需要への対応に伴う国内出荷優先の動きなどの一時的な要因もあって、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、一時的な下押し要因の剥落や、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、今後輸出が増加していけば、駆け込み需要の反動による国内需要の落ち込みの影響を緩和できると付け加えた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの見方で一致した。複数の委員は、資本財総供給が伸びを高めているほか、機械受注も増加を続けるなど、持ち直しの動きがはっきりしていると指摘した。3月短観の結果について、委員は、企業の業況感は幅広い業種で引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられているとの認識を共有した。委員は、先行きの業況判断DIの低下には、駆け込み需要の反動に対する企業の警戒感が示されているとの見方で一致した。もっとも、多くの委員は、それでも、先行きの業況判断DIの水準はなお高めであるほか、2014年度の設備投資計画が例年を幾分上回っており、企業の前向きな姿勢は維持されていると付け加えた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復につれて、持ち直しがさらに明確になっていくとの見方で一致した。何人かの委員は、失業率が3.6%まで低下していることや、短観の雇用人員判断DIの「不足」超幅が引き続き拡大していることなどを踏まえると、今後も労働需給のタイト化は続き、賃金上昇圧力が一段と強まっていくとの認識を示した。今春の賃金改定交渉について、何人かの委員は、労働需給のタイト化や企業業績の改善を背景に、ベースアップも含めた賃金上昇の動きが広がっていると指摘した。このうちのある委員は、これまでの連合の集計結果をみると、中小企業においても、賃金上昇の動きが広がることを期待できると付け加えた。別の一人の

委員は、ベースアップが復活したことにより、今後、物価上昇が賃金上昇に反映されやすくなる可能性がある」と指摘した。この間、ある委員は、企業の増益率が低下する可能性などを踏まえると、来春の賃金改定交渉では、むしろ賃金引き上げのモメンタムが低下する可能性があるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移しているとの認識を共有した。ある委員は、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、駆け込み需要は1997年の税率引き上げ時に比べて大きいとの見方を示したうえで、その背景として、税率の引き上げ幅が大きいことや、雇用・所得環境の改善から家計の購買意欲が強いことを指摘した。先行きの個人消費について、委員は、駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとの見方で一致した。ある委員は、4～6月も輸出の増加や公共投資の前倒し執行に経済全体が下支えされる姿が確認されれば、このところ弱めの動きとなっている消費者コンフィデンスも持ち直してくるとの認識を示した。別の委員は、消費の堅調が持続するためには中長期的な成長期待が高まることが重要だが、「生活意識に関するアンケート調査」の経済成長力DIはここ半年ほど改善しておらず、構造改革など今後の政府の取り組みに期待していると述べた。

鉱工業生産について、委員は、以上の内外需要を反映して、緩やかな増加基調を辿っており、先行きも、基調として緩やかな増加を続けるとの認識で一致した。複数の委員は、4月の生産予測指数は小幅の減少にとどまっていると指摘した。このうちの一人の委員は、3月短観で先行きの業況判断DIが大幅に低下した輸送用機械においても、4月の生産は小幅減との予測であり、輸出向けや在庫復元のための生産が国内向けの落ち込みを緩和させる方向に働く可能性があるとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっており、先行きも、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。多くの委員は、2月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が+0.8%となるなど、エネルギー関連だけでなく、幅広い品目において改善がみられていると述べた。ある委員は、消費税率引き上げを契機に過去のコスト上昇分を転嫁する可能性もある

ため、4月以降、消費税率引き上げの影響を除くベースの物価上昇率はむしろ高まる可能性もあるとの認識を示した。複数の委員は、短観の販売価格判断DIは、非製造業を中心に改善していると指摘した。この間、ある委員は、デジタル家電製品などを中心に輸入品の浸透度が上昇していることを背景に、かつてに比べて物価が為替相場の影響を受けやすくなっており、為替円安の一巡が物価に与える影響を注視する必要があるとの見方を示した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。3月短観における企業の物価全般の見通しについて、多くの委員は、初回調査でありその結果は幅を持って評価する必要があるものの、市場関係者やエコノミストの見通しに比べて高めとなっているほか、短期に比べて中長期の物価見通しが高くなっており、企業は先行きの物価上昇率が高まっていくとみているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、こうした傾向は、価格へのコスト転嫁が難しいといわれる中小企業において、むしろ強いという結果になっていると指摘した。この間、ある委員は、販売価格の見通しをみると、前年比伸び率が次第に低下しており、自社製品・サービスの販売価格については引き上げが難しいと判断している可能性があるとして述べた。

成長率と物価の関係について、委員は、1月時点の見通し対比で成長率が下振れる可能性が高まる一方、消費者物価が幾分強めとなっていることをどう考えるか、という観点から議論を行った。多くの委員は、今回の景気回復は雇用誘発効果の大きい非製造業が中心となっているため、労働需給がタイト化しやすく、労働市場の面からは物価が上がりやすくなっているとの見方を示した。このうちの何人かの委員は、成長率自体は下振れているが、労働や設備といった生産要素の稼働状況から需給ギャップを計測すると、最近ではゼロ近傍までギャップが縮小しており、成長率以上に賃金や物価に対する上昇圧力が強まっていると付け加えた。複数の委員は、わが国の産業構造は非製造業中心に変化しつつあり、賃金の動向が物価全体に及ぼす影響の度合いが強まる傾向にあるとの認識を示した。一方、ある委員は、供給制約による賃金や物価の上昇は、持続的でない可能性があるとして述べた。企業の価格設定行動について、多くの委員は、需給環境の改善や円安による競争緩和、予想物価上昇率の上昇などから、これまで抑制してきた価格引き上げに前向きになってきている可能性があるとの見方を示した。一人の委員は、労働需給がタイト化する中で、必要な人材を確

保するために企業が積極的に賃金を引き上げ、それに伴う労務コストの上昇をサービス価格に転嫁する動きが広がっていくと付け加えた。この間、ある委員は、ヘッドラインの成長率は下振れているが、これには内需堅調を反映した輸入の予想外の強さによる押し下げが大きく、その影響を除けば、2013 年後半も年率 3 % 程度の成長率が維持されていると指摘した。

## 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、3月短観をみても企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けており、銀行貸出残高が中小企業向けも含めて緩やかに増加するもとで、マネーストックも高めの伸びとなっているとの認識で一致した。

## 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、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢

について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。委員は、わが国の経済・物価が、概ね見通しに沿った動きとなっており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。ある委員は、現在、金融システムは健全で、企業の収益力や家計の雇用・所得環境などファンダメンタルズも大きく改善しているため、緩和効果が高まりやすい状況にあると述べた。

#### 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。

- 黒田総裁をはじめとする現執行部が発足して早々の昨年4月、「量的・質的金融緩和」を導入し、着実に推進してきたことは、政府として高く評価している。この1年間、日本銀行が大胆な金融緩和を着実に推進する中で、日本経済は、デフレ脱却・経済再生に向けて着実に前進してきていると認識している。日本銀行には、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成することを期待している。
- 消費税率の引き上げに当たり、景気の下振れリスクを回避し、足もとの景気回復を持続的な経済成長に繋げていくことが大切である。このため、先般成立した平成26年度予算について、本年度前半に適切に経済効果を発揮すべく、公共工事等及び早期の経済効果

の発揮に繋がる経費については、政府全体で、本年6月末までに4割以上、9月末までに6割以上を実施するという目標を設定した。平成25年度補正予算と併せて、早期実施に取り組み、景気下振れリスク等に適切に対応していく。

- 春闘の回答状況をみると、平均賃上げ額が過去10年の同時期の集計に比べて最高の水準になるなど、近年にはない規模の賃上げが実現しつつある。成長戦略については、今国会に30本以上の関連法案を提出することとしているが、既に多くの関連法案が国会に提出され、審議が進められている。さらに、成長戦略の改訂に向けて、「成長戦略進化のための今後の検討方針」を踏まえ、政府全体として、エネルギーコストの抑制や雇用・人材、医療・介護及び農業分野における改革等、さらなる構造改革に取り組んでいく。こうした一連の施策により、民需主導の自律的・持続的な経済成長と財政健全化の好循環を実現すべく、不断の取り組みを強力に進めていく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 「量的・質的金融緩和」の導入後1年が経つが、今年の今頃はマイナスであった消費者物価が、最近では幅広い品目で上向き、全体として緩やかに上昇するなど、着実な成果が上がっているものと認識している。こうした中、わが国の景気は、緩やかに回復している。
- 4月1日に消費税率が8%に引き上げられた。政府は、「好循環実現のための経済対策」を具体化する平成25年度補正予算、平成26年度予算について実施率目標を設定し、年度前半の早期執行に努め、景気下振れリスクに対応する。また、個人消費を中心に、週次データやヒアリング情報をもとに、丁寧に景気動向をみていく。
- 政府は、経済の好循環実現のため、思い切った税制措置を講ずるとともに、政労使会議の共通認識を取り纏めるなどの取り組みを進めてきた。こうした取り組みを踏まえ、労使が真摯な議論を重ねた結果、今年の春闘では近年にない賃上げの動きが力強く広がっている。
- このほか、国家戦略特区の指定区域を指定し、各区域の改革の方針を示した。今後それぞれの具体的な事業計画を、国・自治体・民間が一体となって纏めていく。また、経済財政諮問会議・産業競争力会議の合同会議を開催し、内なるグローバル化について議論を行った。外国人材の活用については、技能実習制度修了者が引き続き建設業務に従事できるよう、在留資格の付与が先日の閣僚会議で決

定された。対日直接投資残高の倍増に向けては、対日直接投資推進会議を立ち上げ、取組みを促進していく。さらに、デフレ脱却・経済再生と財政健全化に向けた取組みを着実に推進する。まずは、来年度のプライマリーバランス半減目標達成が重要であり、今後経済財政諮問会議で議論を進めていく。日本銀行には、引き続き、2%の物価安定目標の実現に向けて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、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

なお、白井委員からは、多数意見の対外公表文案におけるリスク要因に関する記述について、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとの反対意見が表明された。この理由として、白井委員は、先行き国内需要が堅調さを維持していくうえで雇用・所得環境の改善が持続することが重要であるが、実質所得の低下が長期化すると見込まれる中で、家計の将来の所得増加期待が高まるか不透明なため、当面のリスク要因としてもこの点に触れるべきであると述べた。

## 1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

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

## 2. 議長案

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

## VII. 議事要旨の承認

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

以 上

2014年4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、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直しが明確になっている。公共投資は増加を続けている。個人消費や住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで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な増加基調をたどっている。企業の業況感は、引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価

の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

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

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<sup>(注2)</sup>。

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

---

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

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

(26年4月30日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年4月30日(9:00～12:46)

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	小泉進次郎	内閣府大臣政務官

(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	川本卓司
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（4月7、8日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは220～225兆円台で推移した。

### 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、本年度入り後、幾分強含んでおり、最近では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、いずれのタームについても概ね横ばいで推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利（10年債利回り）は、小動きとなっており、最近では0.6%程度で推移している。株価（日経平均株価）は、米国株価の下落などを背景に下落したが、その後は米国株価の反発などを受けて幾分上昇し、最近では14千円台前半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄では拡大した状態にあるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国F R Bの早期利上げ観測の後退などから幾分円高ドル安方向の動きとなったあと、米国株価の反発などを眺めて値を戻し、最近では102円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。

米国経済は、民間需要を中心に、裾野を広げつつ、緩やかな回復を続けている。住宅投資は、持ち直し基調を続けているが、そのペースが緩やかとなっている。個人消費は、資産効果に加え、雇用情勢が改善を続けるもとで、堅調に推移している。輸出も、増加基調を続けて

---

（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。」

いる。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産は改善しており、設備投資も、緩やかながら持ち直している。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きを続ける中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比がプラスに転化したことを主因に、上昇している。

欧州経済は、持ち直しが明確になっている。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとの、緩やかな持ち直しが続いている。設備投資も、ドイツを中心に、持ち直しに向けた動きがみられる。また、輸出も持ち直している。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかに持ち直している。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにディスインフレ基調が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、安定した成長が続いている。固定資産投資は、引き続き堅調に推移しているものの、やや伸びを低めているほか、生産は、素材関連を中心とする在庫調整の影響もあり、伸びが幾分鈍化している。もっとも、輸出は、欧米向けを中心に持ち直しが続いている。また、個人消費も、良好な雇用・所得環境を背景に、安定した伸びが続いている。N I E s ・ A S E A N 経済は、N I E s が外需の回復を背景にやや上向きな一方で、A S E A N では内需を中心に成長のモメンタムが鈍化した状態が続いている。インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やN I E s、タイでは基調として低めに推移している一方、インドネシアやインドでは統制価格の引き上げ等を背景に、高めの状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、ウクライナ情勢などを巡る不透明感が払拭されない中で、引き続き投資家のリスクテイク姿勢には慎重な面も残っている。しかし、一頃進んだITやバイオ関連株を中心とする調整売りの動きは一服し、欧州周縁国や新興国資産への投資を再開する動きもみられるなど、全体としては落ち着いている。国際商品市況は、軟調な地合いが続いていたが、ウクライナ情勢を受けた地政学リスクの高まりや、堅調な米国経済指標などを背景に、このところ上昇している。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。本年入り後の実質輸出の動きをみると、1月に減少した後、2月ははっきりと増加し、3月は再び減少するなど、月々の振れが大きい展開となっているが、1～3月の10～12月対比は小幅のマイナスとなった。

公共投資は増加を続けている。公共工事出来高は、1～2月の10～12月対比は小幅の減少となったが、振れを伴いつつも増加を続けているとみられる。公共工事請負金額は、昨年4～6月に大幅に増加したあと、2四半期連続で減少したが、1～3月は再び増加している。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっている。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、月々の振れを均せば増加基調を続けている。企業の業況感は、全体としてみれば改善を続けており、4月入り後の調査でも良好な水準が維持されている。

雇用・所得環境については、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得は緩やかに持ち直している。

個人消費は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。百貨店やチェーンストアなど、3月分の売り上げが公表されている統計をみると、業態によって多少の濃淡はあるが、いずれも駆け込み需要の動きが明確にみられた。4月入り後は、小売関連企業からの聞き取り調査では、反動減がみられているが、概ね事前想定の範囲内の動きであり、消費の基調的な底堅さは維持されているとの見方が現時点では多い。

住宅投資関連では、昨年10月以降、駆け込み需要の反動減の動きが続いていた首都圏の新築マンション販売が、3月は6か月振りの前月比プラスに転じた。

鉱工業生産は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな増加基調をたどっている。在庫は、駆け込み需要の影響もあって減少していたが、3月は、自動車を中心に、大雪により生産が滞った前月分の挽回生産を受けて、前月比で増加している。

物価面では、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きなどを背景に、1月に+0.4%、2月も+0.3%と緩や

かに上昇したあと、3月は0.0%と横ばいとなった。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっている。この間、予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は5割台半ばの伸びとなっている。

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

## 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、ウクライナ情勢などを背景に神経質な動きもみられるが、全体としては落ち着いているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、ウクライナ情勢などの地政学リスクや経済に構造的な脆弱性を抱える新興国の通貨や株価の動向など、引き続き不透明感は払拭されていないため、今後も市場の状況を注視していく必要があるとの見方で一致した。

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの認識で一致した。先行きについても、委員は、先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及していく中で、海外経済は緩やかに成長率を高めていくとの見方を共有した。ある委員は、こうした見通しは、今月公表されたIMFの世界経済見通しにおいて、先進国が牽引するかたちで次第に成長率を高めていく姿が想定されていることと整合的であると述べた。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、寒波の影響は薄れてきており、民間需要を中心に、裾野を広げつつ、緩やかな回復を続け

ているとの認識で一致した。複数の委員は、最近の各種経済指標から確認できるように、米国経済は、寒波の影響から脱して、景気回復の流れを取り戻していると述べた。複数の委員は、住宅投資の持ち直しのペースが緩やかである点については、今後注意してみていく必要があると指摘した。そのうえで、先行きについて、委員は、財政面からの下押し圧力が和らぐとともに、雇用・所得環境の改善が明確となることから、景気回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。一人の委員は、米国の労働市場に関しては、多数の長期失業者の存在などを背景に賃金上昇圧力は低位にとどまっているとの見方が多いが、賃金・物価に対しては短期失業率が大きな影響を与えるとの見方もあり、現在、短期失業率が相応に低い水準まで低下していることを踏まえると、今後の賃金・物価動向は注意してみていく必要があると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、持ち直しが明確になってきているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、債務問題に伴う調整圧力は引き続き残るものの、家計や企業のマインド改善などに支えられ、持ち直しから緩やかな回復に転じていくとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。ある委員は、1～3月のGDPが市場予想を上回ったものの、製造業PMIが依然として精彩を欠いている点は気がかりであると述べた。先行きについて、委員は、中国当局が構造調整を推進しつつも、景気への配慮を続ける方針にあり、最近も、幾つかの具体策を含め、景気下支えに動く構えを打ち出していること、また、外需の緩やかな改善も続くことと見込まれることなどから、僅かに成長ペースを鈍化させながらも、安定した成長が続けるとの見方を共有した。一人の委員は、不動産市場の調整などから、成長率の鈍化傾向が年後半までずれ込む可能性には留意が必要であると述べた。

NIEs・ASEAN経済について、委員は、NIEsが外需の回復を背景にやや上向きな一方で、ASEANでは内需を中心に成長のモメンタムが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。先行きのNIEs・ASEAN経済について、委員は、当面、ASEAN中心に調整局面が続き、成長に勢いを欠く状態が続くものの、その後は、金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもと、先進国の景気回復の好影響が及ぶことから、徐々に成長ペースが高まっていくとの見方を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では、良好な発行環境が続いているとの見解で一致した。委員は、こうしたもとで、銀行貸出残高が中小企業向けも含めて緩やかに増加しており、マネーストックも高めの伸びとなっているとの認識を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方を共有した。委員は、輸出は弱めとなっているが、国内需要が堅調に推移するもとで、雇用・所得環境の改善を伴いながら、景気の前向きの循環メカニズムはしっかりと作用し続けているとの認識で一致した。消費税率引き上げの影響について、多くの委員は、駆け込み需要の反動の大きさは、ハードデータが出ていないため断定できないものの、各種のミクロ情報などを踏まえると、今のところ概ね想定の範囲内のような見方を示した。なお、このうち一人の委員は、自動車業界では、3月までに積み上がった受注残があるために4月は反動減が大きくないとの声もあり、5月以降も状況を注視する必要があると指摘した。

輸出について、委員は、ASEANなど一部新興国向けに弱さが残る中で、米国の寒波の影響や消費税率引き上げ前の駆け込み需要への対応に伴う国内出荷優先の動きなどの一時的な要因もあって、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、一時的な下押し要因の剥落や、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、既往の円の実質実効相場の低下もあわせて考えると、今後、輸出は堅調に持ち直すと考えていると述べた。公共投資について、委員は、増加を続けており、先行きは、経済対策の押し上げ効果から今年度上期にかけて高水準で推移したあと、次第に緩やかな減少傾向に転じていくとの見解で一致した。設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっており、先行きも、緩やかな増加基調をたどるとの見方で一致した。ある委員は、実質金利の低下やこれまで先送りされてきた更新投資、賃金上昇を受けた労働節約型投資の必要性などの

要因を考慮すると、今後、設備投資の増加ペースは高まるとの見方を示した。雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。今春の賃金改定交渉について、多くの委員が、ベースアップが相応に実現する方向での動きとなった点を指摘した。このうち、何人かの委員は、企業業績の改善を受けて、ベースアップを伴う賃金上昇の動きが中小企業も含めて広がっていることや、失業率が構造的失業率に近づくとともに労働需給がタイト化していることを考えると、今後、賃金上昇圧力は一層強まるとの見方を示した。個人消費について、委員は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移しており、先行きも底堅さが維持されるとの見方を共有した。複数の委員は、現在、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、雇用者所得の増加が家計支出を着実に下支えしていくことから、早晚、個人消費は底堅い動きへ戻っていくとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっており、先行きも、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。消費税率引き上げの物価への影響について、多くの委員は、東京の4月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみて+1.0%と3月から横ばいとなったことから、税率引き上げ分が概ね転嫁されたとの認識を示した。何人かの委員は、需要が底堅さを維持していることから、一部で懸念されていた実質値下げの動きは広がらなかったと述べた。さらに、一人の委員は、まだ増税分を転嫁していない企業も相応に存在しており、こうした先は、今後、消費が戻ってくる中で、徐々に増税分を転嫁していくと考えられるとの見方を示した。これに対し、ある委員は、4月の消費税率引き上げは、価格改定の絶好の機会であり、5月以降暫くは、価格改定の動きは落ち着いたものとなるのではないかと述べた。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。ある委員は、今月公表されたエコノミストサーベイで、中長期の予想物価上昇率が着実に上昇してきている点を指摘した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、①国内需要

が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続する、②このため、わが国経済は、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、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、2015年度までの成長率の見通しを1月の中間評価時点と比べると、輸出の回復の後ずれなどから、2014年度は幾分下振れるものの、2015年度は概ね不変であるとの見解で一致した。

2014年度の景気展開について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響から、4～6月の成長率はいったん落ち込むものの、雇用・所得環境の改善に支えられて、個人消費の基調的な底堅さは維持され、駆け込み需要の反動の影響も夏場以降、減衰していくとの見方を共有した。駆け込み需要の反動の影響が続く期間について、複数の委員は、さほど長くないとみている企業が多いようだと述べた。また、委員は、輸出が緩やかながら増加に転じていき、設備投資も、企業収益の改善や設備稼働率の上昇、金融緩和効果などにより緩やかな増加基調をたどることから、夏場以降、潜在成長率を上回る成長経路に復していくとの見方で一致した。2015年度から2016年度にかけては、委員は、2回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、①緩和的な金融環境と成長期待の高まりを受けた国内民間需要の堅調な増加と、②海外経済の改善による輸出の増加に支えられて、前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を超える成長が続くとの見解を共有した。

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、多くの委員は、消費者物価の前年比は、①暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い、また、②その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられるとの見方を示した。その背景として、委員は、①マクロ的な需給バランスが、労働面を中心に改善を続け、最近では過去の長期平均並みであるゼロ近傍に達しており、今後も改善を続けていくと見込まれること、また、②中長期的な予想物価上昇率が、実際の物価上昇率が1%を上回って上昇する中で、今後も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられることを挙げた。何人かの委員は、企業がこれまでのコスト上昇分を販売価格に転嫁する動きや、付加価値を高めて新たな需要を掘り起こしながら販

売価格を引き上げる動きがみられており、その傾向は今後も続くとの見方を示した。また、複数の委員は、今春の賃金改定交渉においてベースアップが復活したことは、来年度以降につながるメカニズムとして重要であると指摘した。このうち一人の委員は、企業の価格設定行動の変化やベースアップの復活は、需給バランスに対する物価上昇率の感応度を高め、人々の中長期的な予想物価上昇率を高めるとの見方を示した。これに対し、ある委員は、予想物価上昇率の上昇や企業の販売価格引き上げは緩やかに進むため、2%の実現は見通し期間の終盤になるとの認識を示した。そのうえで、物価の先行きの記述としては、「2%程度」という幅のある表現でなく、「物価安定の目標」である「2%」の実現時期に焦点を当てた書き振りとするべきであると指摘した。別の一人の委員は、2%に向かって予想物価上昇率が上昇することは不確実性が高いと述べた。別のある委員は、①今後円安の物価押し上げ効果が剥落する可能性が高い中で、労働需給タイト化などの要因が物価をどの程度押し上げるか不確実であり、②予想物価上昇率についても、「物価安定の目標」である2%に向かって上昇し、収斂していくのは難しいとの見方を示した。

そのうえで、委員は、1月の中間評価時点と比べて、成長率の見通しは2014年度について幾分下振れるものの、物価の見通しについては、①雇用誘発効果の大きい国内需要が堅調に推移するもとで、労働需給が引き締まっており、この傾向がさらに強まることや、②中長期的な予想物価上昇率の高まりが実際の賃金・物価形成に影響を与え始めているとみられることから、概ね不変であるとの見解で一致した。多くの委員は、今回の景気回復は雇用誘発効果の大きい非製造業が中心となっているため、労働需給がタイト化しやすく、労働市場の面から物価が上がりやすくなっているとの見方を示した。一方、ある委員は、供給制約による賃金や物価の上昇は、持続的でない可能性があるとして述べた。

委員は、予想物価上昇率の高まりが実際の賃金・価格形成に与える影響について議論した。委員は、このところ、労使間の交渉において、物価上昇率の高まりが意識されているほか、企業の間でも、従来の低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略へと切り替える動きがみられるようになってきているとの認識を共有した。ある委員は、実際の経済活動の主体である企業や家計の物価観が、これまでの「物価は下がるもの」から、「物価は緩やかに上がるもの」へと変わってきており、そのもとで、企業や家計の行動も変化していると

の見方を示した。企業の物価観について、別の一人の委員は、3月短観で、企業が高めの水準の物価見通しを示し、また、先行き物価上昇率が上昇していくことを予想したことは、一般的に企業は慎重な見方をしがちであることを踏まえると、非常に意味があり、こうした物価観は、今後の価格設定行動や賃金交渉で大きな要素になると指摘した。複数の委員は、企業や家計の物価観に変化が窺われるもとの、今春の賃金改定交渉においてベースアップが復活した意義は大きいと述べた。また、企業の価格設定行動について、何人かの委員は、景気の持続的改善が続くとの見通しが広がっていることもあり、これまでのコストの上昇を販売価格にストレートに転嫁する動きがみられ始めていると指摘した。この点について、複数の委員は、こうした動きが今後広がっていくかは、国内需要の堅調さが維持されるかにかかっているとの見方を示した。

委員は、マクロ的な需給バランス縮小の背景について議論を行った。何人かの委員は、マクロ的な需給バランスが、思いのほか速いペースでゼロ近傍に達していることは、今回の景気回復が労働集約的な非製造業中心であるということに加え、少子高齢化や、リーマン・ショック後の設備投資の先送りなどにより、やや長い目でみて、日本経済の供給の天井が低くなってきていることを示すものであると指摘した。そのうえで、これらの委員は、日本経済が持続的な成長を続けていくためには、成長戦略の実行などにより潜在成長率を引き上げていくことが重要であるとの見方を示した。ある委員は、そのためには、非製造業の生産性改善努力が必要であると述べた。別の一人の委員は、女性や高齢者が働きやすい環境を整えることで、労働参加を高めることも求められると指摘した。この点に関して、ある委員は、非製造業では、設備投資は堅調で、収益力も上昇していること、また、幅広い業種で様々な需要の掘り起こしが進んでいることを踏まえると、非製造業の生産性は上昇してきているとの見方を示した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの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輸出動向に関する不確実性、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性、の4点を挙げた。

輸出動向について、委員は、このところの輸出の弱さは、基本的に、わが国経済との結びつきが強いASEANなどの新興国経済のもた

つきの影響が大きい、わが国製造業の海外生産移管の拡大といった構造的な要因も相応に影響している可能性が高いとの見方で一致した。そのうえで、委員は、新興国経済の先行きや、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどの海外経済の動向やわが国企業の内外生産ウエイトの状況次第で、輸出は上下双方向に変動する可能性があるとの認識を共有した。

消費税率引き上げの影響について、委員は、実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼすものの、①政府による各種経済対策等が講じられていること、②税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来不安を和らげる効果も期待できることなどから、消費へのマイナスの影響をある程度減殺する力も働くとの見方で一致した。一人の委員は、これに関して、昨年後半頃からの消費者マインドの悪化を懸念していると述べた。ある委員は、先行き、雇用・所得環境の改善が、消費税率引き上げの影響をどれだけ吸収できるかがポイントになるとの見方を示した。

委員は、以上のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとの認識を共有した。そのうえで、それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因について、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、とくに労働需給の動向、③物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、④輸入物価の動向、の4点を指摘した。

企業や家計の中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく中で、予想物価上昇率がどのようなペースで上昇していくかについては不確実性があるとの見方を示した。さらに、委員は、消費税率引き上げに伴う幅広い品目の一斉の価格上昇が、人々のインフレ予想に与える影響についても注意してみていく必要があるとの認識で一致した。

労働需給の動向について、委員は、中心的な見通しでは、高齢者や女性の労働参加の高まりが、今後もある程度続くことを前提としているが、この点については不確実性があるとの見方を共有した。また、委員は、同じ成長率であっても、労働集約度の異なる製造業・非製造業間のバランス次第で、経済全体でみた人手不足感は変化する可能性があるとの見解で一致した。

マクロ的な需給バランスに対する物価上昇率の感応度について、委

員は、企業が財・サービスや労働の需給の引き締まりに応じて価格や賃金をどの程度引き上げていくかについて注意してみていく必要があるとの見方を共有した。ある委員は、競争環境が厳しいことなどを考えると、企業の価格引き上げは緩やかなものになるとの見方を示した。一方、複数の委員は、これまでの物価動向などから判断すると、企業は従来の低価格戦略を見直すようになってきたとみられ、そのもとで、マクロ的な需給バランスに対する物価上昇率の感応度は高まってきたとの見方を示した。

輸入物価の動向について、委員は、国際商品市況や為替相場の変動次第では、輸入物価を通じて国内物価が上下双方向に振れる可能性があるとの見方を共有した。

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、特に輸出の動向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2016年度までの経済・物価の中心的な見通しについて、多くの委員は、見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高い、との見解を示した。これに対し、何人かの委員は、物価の先行きの見通しについて、より慎重な見方を示した。

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、輸出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も、大方の委員は、中長期的な予想物価上昇率の動向など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、リスクは下方にテールが偏っていると指摘した。

### 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、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を 2 年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を 2 年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。別のある委員は、「物価安定の目標」は、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避けるべきであるとの認識を示した。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一

致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとの、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下を続けているとの認識を共有した。ある委員は、金融政策の効果は一定のタイムラグを伴って实体经济に及ぶことを考えると、「量的・質的金融緩和」の实体经济に対する効果は、今後一層強まるとの見方を示した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかな回復基調が続いているが、駆け込み需要の反動により、弱い動きもみられる。4月からの個人消費の状況について、旅行や外食の一部で引き続き底堅く推移し、小売でも多くの分野で前年比マイナス幅が縮小してきており、特に飲食料品関連でははっきりと持ち直しつつあるとの声も聞く。景気の弱い動きは一時的なものと考えており、緩やかな回復基調に変化はないと認識している。先行きについて、当面、駆け込み需要の反動により弱さが残るものの、次第にその影響は薄れ、各種政策の効果が発現する中で、緩やかに回復していくことが期待される。
- 政府では「好循環実現のための経済対策」の早期執行に努めているところ、4月28日に進捗状況の第1回調査結果を公表した。国が実施する事業のうち約6割が契約開始段階に達するなど、全体として順調に執行されている。4月16日の経済財政諮問会議において、経団連、日本商工会議所、連合より、春闘の状況の報告を受けた。経済の好循環実現に向けて、賃金上昇の動きがさらに広がることを期待する。4月25日に対日直接投資推進会議を立ち上げ、有識者懇談会の報告書を踏まえた取組方針等を確認した。日豪EPAについては、4月7日に大筋合意に至った。一方、TPPについては、先日の日米首脳会談などの結果、日米の懸案について前進していく道筋を確認し、TPP交渉全体にとってキー・マイルストーンとなる大きな成果を上げることができた。今後、日米がリーダーシップを発揮し、交渉が妥結していくよう参加国に働きかけていく。
- 日本銀行には、展望レポートに沿って物価安定目標の2%が実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分説明して頂きたい。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済はデフレ脱却と経済再生に向け着実に前進しており、日本の展望レポートはそのことを確認する内容と受け止めている。日本銀行には、「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。
- 消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が消費等にみられているが、想定範囲内であるとの声が多く聞かれており、景気の基盤は引き続きしっかりしている。政府としては、景気動向を注視するとともに、経済を成長軌道に早期に復帰させるため、平成25年度補正予算、平成26年度当初予算の早期実施に注力していく。
- 民需主導の持続的な成長を実現する観点からは、年央に予定されている成長戦略改訂に向け、女性の活躍推進等の働く人と企業にとって世界トップレベルの活動環境の実現、医療・介護・農業の新たな成長エンジン化、PPPやPFIの活用促進等の成長の果実の地域や中小企業等への波及といったテーマにつき、産業競争力会議等で検討を進めている。加えて、先日の経済財政諮問会議と産業競争力会議の合同会議では、企業の収益性向上や成長促進に向けた中長期の民間資金をリスクマネーとして供給する観点から、麻生財務大臣より、企業の思い切った選択と集中や海外の事業買収等を後押しするエクイティの活用、競争力強化、都市再開発等に必要リスクマネーとしてのメザンファイナンスの活用、インフラ整備に向けた中長期の民間融資の促進につき、提案を行った。
- 経済財政諮問会議等の場では、社会保障等、歳出の重点化・効率化についても精力的に議論しているところであり、さらなる構造改革と財政健全化に全力で取り組んでいくことで、民需主導の持続的な経済成長と財政健全化の好循環を実現していく所存である。

## 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. 「経済・物価情勢の展望」の決定

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

これに対し、白井委員からは、物価見通しについて、「見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向かって収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる」を「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」を継続するもとで、見通し期間の終盤にかけて2%に達している可能性が高い。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる」に変更することを内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：白井委員

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

佐藤委員からは、①物価見通しについて、「本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する」から「見通し期間の中盤頃に2%程度を見通せるようになる」に変更すること、②第1の柱の中心的な見通しについて、「2%程度の物価上昇率を実現し」から「2%程度の物価上昇率を目指し」に変更すること、③物価見通しのリスクについて、「上下に概ねバランスしている」から「下方にやや厚い」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：佐藤委員

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

木内委員からは、①予想物価上昇率の見通しについて、「中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく」から「中長期的な予想物価上昇率も安定的に推移する」に変更すること、②物価見通しについて、「暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する」から「今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移する」に変更すること、③先行きの金融政策運営について、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」から「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

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

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。採決の結果、賛成多数で決定され、即日公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、5月1日に公表することとされた。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、  
石田委員

反対：白井委員、佐藤委員、木内委員

白井委員、佐藤委員、木内委員は、上記の各議案で示した理由により、反対した。

#### VI. 議事要旨の承認

議事要旨（4月7、8日開催分）が全員一致で承認され、5月7日に公表することとされた。

以 上

別 添

2014年4月30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

(26年5月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年5月20日(14:00～16:10)  
5月21日(9:00～11:36)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官(20日)
	古川禎久	財務副大臣(21日)
内閣府	石井裕晶	内閣府政策統括官(経済財政運営担当)(20日)
	西村康稔	内閣府副大臣(21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
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	服部良太

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（4月30日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは219～228兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。GCレポレートは、足もとにかけて小幅低下している。ターム物金利をみると、短国レートは、短めのタームを中心に幾分弱含んでいる。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利（10年債利回り）は、小動きとなっており、最近では0.6%程度で推移している。株価（日経平均株価）は、幾分下落しており、最近では14千円台前半となっている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄では拡大した状態にあるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国経済指標やウクライナ情勢などを受けてやや振れる場面もみられたが、期間を通じて狭いレンジ内での動きとなっており、最近では101円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。

米国経済は、寒波の影響が剥落するもとで、民間需要を中心に、裾野を拡げつつ、緩やかな回復を続けている。住宅投資は、持ち直し基調を続けているが、そのペースが緩やかとなっている。個人消費は、資産効果に加え、雇用情勢が改善を続けるもとで、堅調に推移している。輸出も、増加基調を続けている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産は改善しており、設備投資も、緩やかながら持ち直している。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ば

---

（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。」

い圏内の動きを続ける中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比がプラスに転化したことを主因に、上昇している。

欧州経済は、緩やかに回復している。1～3月の実質GDPは、市場の事前予想を下回ったが、4四半期連続のプラス成長となった。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとで、緩やかな持ち直しが続いている。設備投資も、ドイツを中心に、持ち直しに向けた動きがみられる。また、輸出も持ち直している。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかに持ち直している。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにディスインフレ基調が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、安定した成長が続いている。固定資産投資は、引き続き堅調に推移しているものの、不動産を中心にやや伸びを低めているほか、生産は、素材関連を中心とする在庫調整の影響もあり、伸びが幾分鈍化している。もっとも、輸出は、欧米向けを中心に持ち直しが続いている。また、個人消費も、良好な雇用・所得環境を背景に、安定した伸びが続いている。NIEs・ASEAN経済は、NIEsが外需の回復を背景にやや上向きな一方で、ASEANでは、タイを中心に内需が緩慢な動きとなるなど、成長のモメンタムが鈍化した状態が続いている。インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やNIEs、タイでは基調として低水準で推移している。一方、インドネシアでは、統制価格の引き上げ等を背景に高めの状態が続いており、インドでは、食料品価格の値上がりを主因に再び高まっている。

海外の金融資本市場をみると、欧米市場では、株価が高値圏で推移する中、長期金利は、ウクライナ情勢を意識した安全資産需要や、緩和的な金融政策への期待などから、低下している。新興国市場は、ウクライナ情勢などから一部の国で神経質な動きがみられているが、経常収支赤字や高インフレの是正に向けて利上げなどの対応がとられてきたこともあり、全体としては落ち着いている。国際商品市況をみると、ウクライナ情勢を受けた地政学リスクの高まりが上昇要因として働く一方、穀物の供給増加見通しが下押し要因として働いており、全体としては横ばい圏内の動きとなっている。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。本年入り後の実質輸出の動きをみると、1月に減少した後、2月ははつきりと増加し、3月は再び減少するなど、月々の振れが大きい展開となっているが、1～3月の10～12月対比は小幅のマイナスとなった。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、既往の各種経済対策の押し上げ効果が減衰する一方、2013年度補正予算の効果が顕在化してくることから、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。GDPベースの実質設備投資をみると、1～3月は伸びをはつきりと高めつつ、4四半期連続の増加となった。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、月々の振れを伴いながらも、1～3月まで4四半期連続の増加となった。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調を辿るとみられる。この間、企業マインドは、消費税率引き上げに伴い反落しているが、なお高めの水準にある。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が低下傾向となるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定内給与の前年比はなお小幅のマイナスとなっているものの、所定外給与や特別給与は増加しており、一人当たり名目賃金は概ね下げ止まっている。こうしたもとの、雇用者所得は、このところ前年比プラスが続くなど、緩やかに持ち直している。

個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとの底堅く推移している。4月の全国百貨店売上高や小売関連企業からの聞き取り調査によると、4月入り後は反動減がみられているが、概ね事前想定範囲内の動きであり、消費の基調的な底堅さは維持されているとの見方が現時点では多い。ただし、4月の消費者コンフィデンス関連指標は慎重さに変化がみられておらず、個人消費の動向については、今後公表される指標も含めて丹念に点検していく必要がある。

住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとの底堅く推移している。先

行きについては、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

鉱工業生産は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を辿っている。先行きの鉱工業生産は、駆け込み需要の反動減の影響を受けつつも、基調としては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。

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

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は5割程度の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、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%台半ば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、新興国も含め全体としては落ち着いているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、ウクライナ

情勢などを背景に神経質な動きもみられており、地政学リスクには引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。最近の欧米での長期金利の低下について、何人かの委員は、緩和的な金融政策の長期化観測などが背景にあるとみられるが、市場参加者が中長期的な成長率見通しの下振れを意識している可能性も考えられるため、今後の長期金利の動向とその背景について、注意深くみていく必要があるとの認識を示した。

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

地域毎にみると、米国経済について、委員は、寒波の影響が薄れるもとの、雇用情勢の改善にも支えられて、民間需要を中心に、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、家計から企業部門へと裾野を拡げながら、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。何人かの委員は、住宅投資が弱めの動きとなっている点について、今後注意してみていく必要があると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、1～3月の実質GDP成長率が4四半期連続のプラスになるなど、緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、マインドの改善などに支えられて内需の回復が続き、輸出も改善すると見込まれるため、緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。何人かの委員は、周縁国を中心にデフインフレ傾向が続いている中での金融政策運営に注目していると述べた。

中国経済について、委員は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、中国当局が構造調整を進めつつも、景気への配慮を続ける方針にあり、外需の緩やかな改善も続くことなどから、概ね現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。一人の委員は、不動産市場の調整などから、成長率の鈍化傾向が年後半までずれ込む可能性には留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、N I E s が外需の回復を背景にやや上向きな一方で、A S E A N では成長のモメンタムが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。委員は、タイでは政

情不安が続いており、内需の弱さが目立っていると述べた。先行きの N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、当面、A S E A N を中心に調整局面が続き、成長に勢いを欠く状態が続くものの、その後は、先進国の景気回復の好影響が及ぶことから、徐々に成長ペースが高まっていくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働き続ける中で、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方を共有した。何人かの委員は、1～3月の実質 GDP（1次速報値）成長率は前期比年率+5.9%と、個人消費の駆け込み需要や設備投資でのソフトウェア更新に伴うパソコン需要など、一時的な需要増加を勘案しても、高めの伸びになったとの認識を示した。景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、A S E A N など一部新興国向けに弱さが残る中で、横ばい圏内の動きになっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、情報関連分野で高付加価値部品の受注に増加の動きがみられており、今後の輸出増加に期待ができるとの認識を示した。何人かの委員は、米国の寒波の影響や駆け込み需要への対応に伴う国内出荷優先の動きなどの一時的な下押し要因が解消した後、輸出が増加してくるかに注目していると述べた。複数の委員は、タイの政情不安が、わが国からの輸出に悪影響を与えることがないか、注視していきたいとの見方を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの見方を共有した。委員は、1～3月の GDP ベースの設備投資が前期比+4.9%と高い伸びとなったほか、機械受注も1～3月まで4四半期連続増加し、先行きも小幅増加見通しであることを踏まえると、ソフトウェア更新に伴うパソコン需要など一時的な需要増加を勘案しても、設備投資は緩やかな増加基調にあると判断できるとの認識で一致した。ある委員は、労働市場のタイト化を背景に、今後は労働力を代替するための設備投

資の増加も期待できると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。ある委員は、これまで上昇傾向にあったパート比率に頭打ち感が出てきているが、これは人材確保のためにパートや非正規社員を正規社員化する動きを反映している可能性があり、労働需給タイト化の一つの表れであるとの認識を示した。今春の賃金改定交渉について、何人かの委員は、労働需給のタイト化や企業業績の改善を背景に、ベースアップも含めた賃金上昇の動きが中小企業や非正規雇用にも広がってきていると指摘した。ある委員は、実際に賃金決定の際、予想物価上昇率の高まりが考慮されるようになってきていると述べた。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復につれて、持ち直しがさらに明確になっていくとの見方で一致した。何人かの委員は、先行き継続的に賃金が増加していくか、来年度のベアも含め、注視していく必要があるとの認識を示した。

個人消費について、委員は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移しているとの見方を共有した。委員は、4月の全国百貨店売上高、新車登録台数といったデータや企業からのヒアリング情報などを踏まえると、駆け込み需要の反動の影響は想定範囲内との見方が多いとの認識で一致した。ある委員は、駆け込み需要の反動の大きさについて、今後公表されるデータでさらに確認していく必要があると述べた。先行きの個人消費について、委員は、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとの見方で一致した。複数の委員は、景気ウォッチャー調査の先行き判断の大幅な改善は、消費税率引き上げの影響が一時的であることを示唆しているとの見方を示した。何人かの委員は、駆け込みとその反動といった短期的な振れに加えて、消費税率引き上げに伴う実質所得の減少が消費に与える影響について、やや長い目で注視していく必要があるとの認識を示した。このうちのある委員は、足もとでは名目所得の上昇がみられていることから、喫緊のリスク要因としての懸念は低減したと付け加えた。別の一人の委員は、消費者態度指数の悪化や実質雇用者報酬の伸び悩みを指摘したうえで、先行き個人消費の増勢が弱まる可能性があるとの見方を示した。

鉱工業生産について、委員は、以上の内外需要を反映して、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を辿っ

ており、先行きも、基調として緩やかな増加を続けるとの認識で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっており、先行きも、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。複数の委員は、1～3月のGDPデフレーターが前年同期比0.0%と、下げ止まってきたことを指摘した。複数の委員は、新たな付加価値を付けて販売価格を引き上げるといった動きがみられ始めており、企業の価格設定行動が変わり始めている可能性があるとの見方を示した。

委員は、「量的・質的金融緩和」などのもとで需要が増加した結果、人手不足など供給面の問題が顕現化してきたとの認識を共有した。多くの委員は、中長期的な観点から成長力を高める様々な取り組みが重要であるとの見方を示した。この点に関し、これらの委員は、「量的・質的金融緩和」によってデフレインドを早期に払拭することは、潜在成長率を高めていく上でも重要であるとの見解を述べた。すなわち、ある委員は、デフレインドを転換することによって、企業が積極的な投資や生産性上昇に取り組みやすい環境を作り出すことは、潜在成長率の引き上げにも寄与すると考えられるとの見方を示した。複数の委員は、長期失業者が存在したり、設備投資やイノベーションが停滞している場合、これを解消することによって潜在成長率を高める余地があり、金融政策は緩和的な金融環境を維持することによって、これを後押しすることができるとの認識を示した。ある委員は、実際、非製造業を中心に、設備投資は堅調であり、幅広い業種で様々な需要の掘り起こしが進んできていることなどを踏まえると、収益力や生産性は上昇してきているとの見方を示した。別のある委員は、労働需給のタイト化によって賃金上昇圧力が高まってくると、低い賃金コストを前提に安価な商品を提供するビジネスモデルは成立しなくなると述べたうえで、企業が付加価値の高いビジネスモデルへの転換を図れば、潜在成長率の引き上げにも繋がるとの認識を示した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機

関の貸出態度は改善傾向を続けており、銀行貸出残高が中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの認識で一致した。

### 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、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を 2 年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を 2 年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩

和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、1～3月期の実質GDP成長率が前期比年率で+5.9%と、6四半期連続のプラス成長となり、GDPデフレーターも18四半期振りにマイナスではなくなるなど、デフレ脱却・経済再生に向け、着実に前進している。日本銀行においては、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、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。
- 消費税率引き上げ以降、足もとの消費動向は、スーパーや百貨店では駆け込み需要の反動減から回復しつつあるとの声も聞かれ、旅行や外食は底堅く推移しているなど、景気の基盤は引き続きしっかりしていると考え。引き続き、平成25年度補正予算・平成26年度当初予算の早期実施に注力し、成長軌道への早期復帰を確かなものとしていきたい。
- 経済の好循環を確立し、民需主導の持続的な成長を実現する観点からは、企業の新陳代謝・事業の選択と集中を促して収益性・生産性を引き上げ、その成果を賃金上昇・投資リターン増進等の形で従業員や株主等に還元することが必要不可欠である。こうした観点から、先日の経済財政諮問会議・産業競争力会議の合同会議では、麻生大臣より、グローバル企業のコーポレート・ガバナンスの強化及びローカル経済圏の企業に対する地域金融機関による支援強化のための施策について、提言を行った。「金融・資本市場活性化有識者会合」でも、コーポレート・ガバナンスの強化や民間資金の活用等により企業の収益力向上を図るべき等の指摘があり、こうした施策を政府としても後押しすることで、企業の魅力を高め、内外からの投資拡大を促し、日本経済の成長力の底上げと競争力強化に繋げていく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1～3月期GDP速報では、実質成長率は前期比年率+5.9%と6四半期連続のプラスとなった。この結果、GDPギャップは昨年10～12月期から縮小し、1～3月期にはマイナス0%台前半から半ばとなる見込みである。また、GDPデフレーターは前年同期比で18四半期振りにマイナスではなくなり、デフレ脱却に向けて着実に前進している。駆け込み需要の反動減は今のところ想定内と考えているが、引き続き注視していく。
- 総理がOECD閣僚理事会で、経済再生、財政再建、社会保障改革の同時達成や成長戦略のさらなる強化について発言された。5月15日の経済財政諮問会議では、総理から、来年度予算編成に向けた歳出・歳入両面からのさらなる改革方針及び法人税を成長指向型の構造に変革するための方向性を「骨太方針」に示すよう御指示があった。今後、取り纏めに向けて検討を進める。
- 今般の景気回復の持続により、人手不足といった形で供給面の課題も現れている。このため、女性の活躍推進や外国人材の活用など既に検討を進めている。また、雇用制度改革、農業改革などについても議論を進めている。
- TPPについては、5月19～20日にシンガポールで閣僚会合が開催された。早期妥結に向け、引き続き最大限努力していく。また、日EU経済連携協定についても、包括的かつ高いレベルのEPAの早期締結を目指し、精力的に交渉を進めていく。
- 5月15日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行には、2%の物価安定目標の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。

## 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、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

### 1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

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

## 2. 議長案

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

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（4月30日開催分）が全員一致で承認され、5月26日に公表することとされた。

以 上

2014年5月21日

日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

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

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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

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

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

3. わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費や住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで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な増加基調をたどっている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、

1%台前半で推移するとみられる。

5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注)</sup>。

以 上

---

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

(26年6月12、13日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年6月12日(14:00～16:32)  
6月13日(9:00～11:36)

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(12日)
	古川禎久	財務副大臣(13日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(12日)
	西村康稔	内閣府副大臣(13日)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	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20、21日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは221～226兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

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

長期金利（10年債利回り）は、0.6%前後の狭い範囲内で推移している。株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇などを受けて上昇し、最近では14千円台後半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかに縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、幾分円安ドル高方向の動きとなったあと、値を戻しており、最近では101円台で推移している。ユーロの対ドル相場は、ECBの追加緩和を材料にユーロ安ドル高方向の動きとなっている。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。住宅投資の持ち直しペースは引き続き緩やかなものにとどまっているが、改善の兆しもみられている。個人消費は、資産価格が上昇を続け、雇用がしっかりと拡大するもとで、引き続き堅調に推移している。輸出も、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムは幾分増しており、設備投資も持ち直している。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比は家賃などを中心に幾分伸びを高めている。また、総合ベースの消費者

---

（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。」

物価の前年比も、エネルギー価格の前年比プラス幅が拡大したことを主因に、上昇している。

欧州経済は、緩やかに回復している。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとの、緩やかに回復している。設備投資も、持ち直しに向けた動きが続いている。また、輸出も持ち直している。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかに回復している。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにディスインフレ基調が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、安定した成長が続いている。年初来みられてきた成長モメンタムの鈍化には、ひとまず歯止めがかかっている。固定資産投資は、引き続き堅調に推移しているものの、不動産を中心にやや伸びを低めている。もともと、輸出は、欧米向けを中心に持ち直しが続いている。また、個人消費も、良好な雇用・所得環境を背景に、安定した伸びが続いている。そうしたもとの、生産は、政府の小型景気対策の効果もあって、伸びの鈍化に歯止めがかかっている。N I E s・A S E A N経済は、N I E sが外需の回復を背景にやや上向きな一方で、A S E A Nでは、一部に改善の動きもみられているが、全体としてみればタイを中心に成長のモメンタムの鈍化した状態が続いている。インド経済は、内需を中心になお減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やN I E s、タイでは基調として低水準で推移している。一方、インドネシアでは、既往の統制価格の引き上げ等を背景に高めの状態が続いており、インドでは、食料品価格の値上がりを主因に再び高まっている。

海外の金融資本市場をみると、欧米市場では、景気回復期待などを背景に株価が高値圏で推移する中、長期金利は、緩和的な金融政策への期待などから、緩やかな低下基調が続いている。新興国市場は、一部の国で神経質な動きがみられているものの、全体としては落ち着いた状態が続いている。国際商品市況をみると、ウクライナ情勢を巡る緊張がひと息ついていることや穀物の供給増加見通しが下押し要因として働く一方、米国経済指標の改善などが上昇要因として働いていることから、全体としては横ばい圏内の動きとなっている。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。実質輸出は、10～12月に増加したあと、1～3月は小幅の減少となった。その後、4月の1～3月対比は若干のプラスにとどまっている。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、既往の各種経済対策の押し上げ効果が減衰する一方、2013年度補正予算の効果が顕在化してくることから、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。法人企業統計の設備投資（名目ベース）をみると、昨年4～6月以降増加を続けており、1～3月は伸びを幾分高めた。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月まで4四半期連続の増加となったあと、4月も高水準で横ばいとなった。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調を辿るとみられる。この間、企業マインドは、4～5月は消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を示す調査が少なくないが、全体として概ね良好な水準が維持されている。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が緩やかな低下傾向を辿るなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定内給与の前年比はなお小幅のマイナスとなっているものの、所定外給与や特別給与は増加しており、一人当たり名目賃金は下げ止まっている。こうしたもとで、雇用者所得は、前年比上昇率を高めつつあるなど、緩やかに持ち直している。

個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、1～3月に大きく伸びを高めたあと、4月は駆け込み需要の反動から大幅な減少となった。新車登録台数は4月に大幅に減少したあと、5月はほぼ横ばいとなった。小売関連企業からの聞き取り調査によると、反動減の大きさは概ね事前想定範囲内との見方が多く聞かれており、5月以降は持ち直しの動きもみられる模様である。この間、5月の消費者コンフィデンス関連指標には改善の動きがみられている。

住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。先行きについては、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

鉱工業生産は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調としては緩やかな増加を続けている。先行きの鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、緩やかに上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、国内企業物価は、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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

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

6月6日に実行した「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分については、4,172億円の新規貸付となり、今回の貸付実行後の残高は33,189億円となった。また、ABL等特則分の残高は1,091億円、小口特則分の残高は93.02億円、米ドル特則分の残高

は 106.2 億米ドルとなった。

## Ⅱ．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1．経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の回復基調が明確化しているにもかかわらず、先進国の長期金利は低位で安定しており、そうしたもとで、株価は、ボラティリティの低下を伴いつつ上昇するなど、非常に堅調に推移しているとの認識で一致した。委員は、新興国の市場も全体として落ち着いているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、ウクライナやイラク情勢などを背景に神経質な動きもみられており、地政学リスクには引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。最近の世界的な長期金利の低下について、何人かの委員は、緩和的な金融政策の長期化観測などが背景にあるとみられるが、市場参加者が中長期的な成長率見通しの下振れを意識している可能性も考えられると指摘した。複数の委員は、グローバルな長期金利の低下が、投資家のリスクテイク姿勢に与える影響について留意する必要があると述べた。

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。委員は、米国景気の改善が明確となっており、中国経済の成長モメンタムの鈍化にも歯止めがかかっていることを踏まえると、海外経済は回復していると判断できるとの認識で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方を共有した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、民間需要を中心に、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、寒波の影響が和らいだ春先以降、雇用情勢の着実な改善が続くもとで、自動車販売を始め個人消費が堅調に推移するなど、景気の回復基調が明確となっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、家計から企業部門へと裾野を拡げながら、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。何人かの委員は、住宅投資の回復にやや緩慢さが残っている点について、今後注意してみていく必要があると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、金融資本市場が安定的に推移するもとで、企業や家計のマインドの改善が続いており、景気は緩や

かに回復しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、マインドの改善などに支えられて内需の回復が続き、輸出も改善すると見込まれるため、緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。多くの委員が、緩やかなデフインフレ基調が続いていることには注意が必要であると述べた。この間、多くの委員は、ECBが実施した追加緩和措置が、金融環境や実体経済にどのような効果や影響を及ぼすかについて、注意深くみていく必要があると述べた。

中国経済について、委員は、安定した成長が続いているとの見方で一致した。委員は、小型の景気対策の効果が現れているほか、外需が幾分上向いていることから、年初以降みられていた成長モメンタムの鈍化には歯止めがかかっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、中国当局が構造調整を進めつつも、景気への配慮を続ける方針にあり、外需の緩やかな改善も続く見込まれることなどから、概ね現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。何人かの委員は、輸入が弱めの動きを続けている点については、注意してみていく必要があると指摘した。一人の委員は、不動産市場の調整リスクには留意すべきであると述べた。

NIEs・ASEAN経済について、委員は、NIEsが外需の回復を背景にやや上向きな一方で、ASEANでは、一部に改善の動きもみられているが、全体としてみれば政情不安が続くタイを中心に成長モメンタムの鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。先行きのNIEs・ASEAN経済について、委員は、当面、ASEANはタイを中心に調整局面が続くとみられるため、NIEs・ASEAN経済は全体として成長に勢いを欠く状態が続くとの見方で一致した。そのうえで、委員は、NIEsに前向きなモメンタムがみられ始めているように、先進国の景気回復の好影響が及ぶ中で、NIEs・ASEAN経済全体の成長ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働き続ける中で、基調的には緩やかな回復を続け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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には

緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、横ばい圏内の動きになっているが、先行き、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。委員は、輸出が勢いを欠く背景について議論を行った。複数の委員は、わが国企業の競争力低下や海外への生産拠点の移管などの構造的な要因が思った以上に影響している可能性を指摘した。何人かの委員は、基本的には、わが国経済との結び付きが強いASEANなどの新興国経済のもたつきの影響が大きいことを強調した。この点に加え、複数の委員は、駆け込み需要への対応に伴う国内出荷優先の動きなどの一時的要因が、年度初の段階では減衰しつつもなお下押ししていることも影響しているとの見方を示した。海外への生産拠点の移管について、何人かの委員は、既往の為替円安を踏まえると、今後さらに加速するとは考え難く、実際、今年度の企業の設備投資計画は国内投資の比重を高める予定であるとの調査結果もみられていると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの見方を共有した。委員は、1～3月の法人企業統計で製造業大企業の設備投資が8四半期振りにプラスに転じたことについて、これまで出遅れていた製造業部門に動きがみられ始めているとの認識を共有した。複数の委員は、輸出が勢いを取り戻していない中で、ペント・アップ需要や省力化投資が設備投資を牽引しており、この点、今回の景気回復は、輸出が設備投資を誘発するこれまでのパターンとは異なる姿となる可能性があるとの見方を示した。一人の委員は、企業は、これまで蓄積してきた内部留保をどのように有効活用するかを市場に示す必要が強まっており、そうしたもとで、設備投資への取り組みが一層前向きになることが期待されると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、失業率がリーマン・ショック前のボトムの水準まで低下し、有効求人倍率が同時期のピークの水準に並ぶなど、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。ある委員は、今年度の賃金を引き上げた中小企業の割合が相応に高かったという調査の結果を紹介しながら、賃金上昇の動きが中小企業にも広がってきていると指摘した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復につれて、持ち直しがさらに明確になっていくとの見方で一致した。委員は、ベースアップの実施を決めた企業が増え、各種アンケー

ト調査によると今年の夏季賞与もはっきりと増加する見込みにあるなど、雇用・所得環境の見通しは明確に改善しているとの見方を共有した。

個人消費について、委員は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移しているとの見方を共有した。委員は、各種の統計や企業からの聞き取り調査などを踏まえると、駆け込み需要の反動減の大きさは概ね事前想定範囲内との見方が多く聞かれており、5月以降は持ち直しの動きもみられているとの認識で一致した。もっとも、駆け込み需要の反動の大きさについて、何人かの委員は、今後公表されるデータでさらに確認していく必要があると述べた。この間、多くの委員が、旅行や外食などのサービス消費が底堅く推移しており、消費者マインドも持ち直してきていることを指摘した。先行きの個人消費について、委員は、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとの見方で一致した。そのうえで、多くの委員は、駆け込みとその反動といった短期的な振れに加えて、消費税率引き上げに伴う実質所得の減少が、やや長い目でみて消費に与える影響について注視していく必要があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、今後、雇用者所得の前年比プラス幅はさらに拡大すると考えられることから、消費税率引き上げに伴う実質所得の減少分を相応に埋め合わせるとの見方を示した。

鉱工業生産について、委員は、以上の内外需要を反映して、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調としては緩やかな増加を続けており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの認識で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%台前半となっており、先行きも、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。委員は、全国の4月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみて+1.5%と3月から幾分上昇率を高めており、消費税率引き上げ以降も、物価の基調に変化はないことが確認されたとの認識を共有した。そのうえで、委員は、全国の4月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比はやや強めであり、東京の5月のプラス幅が縮小していることや、この先エネルギー関連の押し上げ効果が減衰することなどを踏まえると、今後は、プラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつ、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。ある委員は、先行き幾つかの

財・サービスで価格低下が見込まれるとの指摘に対して、個々の財・サービスの価格の変化は、相対価格の変化を表すものであり、中期的な物価動向を考える上では、需給ギャップや予想インフレ率といった、マクロ的な物価決定要因に注目すべきであると述べた。

複数の委員は、日本経済において、人手不足など供給面の問題が顕現化してきたもとで、中長期的な観点から成長力を高める様々な取り組みが重要である点を改めて強調した。このうち一人の委員は、非製造業に加え製造業でも設備投資の回復が明確になってきたこと、女性や高齢者の労働参加の高まりにはトレンド的な動きも含まれるとみられることから、供給力の改善は進んでいるとの見方を示した。

## 2. 金融面の動向

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

## 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、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、などを確認

した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

多くの委員は、こうした金融政策運営の考え方をしっかりと情報発信していくことの重要性を改めて指摘した。また、この点に関連して、何人かの委員は、各月の消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年の動きなどの影響を受けて変動するので、経済・物価の基調的な動きを総合的に判断して、これを丁寧に説明していく必要があると述べた。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。

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

「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、本年2月の本制度拡充決定以降、地域金融機関を含めて成長業種を対象とするファンドの総枠引き上げなどの動きがみられており、そうしたもとで、企業の投資活動が一層活発化することを期待していると述べた。

#### 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。

- 日本経済は、1～3月期の実質成長率が6四半期連続のプラスとなり、設備投資も大きく増加するなど、景気は緩やかな回復を続けている。日本銀行には、「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する。
- 4月の生鮮食品を除く消費者物価は前年同月比の上昇率が3.2%となっており、消費税率引き上げに伴う価格転嫁が相当程度進んでいることを反映していると考えられる。消費税の転嫁状況については引き続き注視し、政府一丸となって強力かつ実効性のある転嫁対策等を推進していく。
- 内閣府の中長期試算では、毎年3%を超える高い名目成長率が続いた場合でも2020年度のプライマリーバランスは約12兆円もの赤字が見込まれ、わが国財政は厳しい状況にある。こうした状況を踏まえ、財政制度等審議会の報告書では、2020年度のプライマリーバランス黒字化に向けた具体的な取り組みを早急に検討すべきであり、来年度予算編成においては中期財政計画の目標を上回る収支改善を図るべきとの提言がなされた。「骨太方針」の骨子においても、2020年度までのプライマリーバランス黒字化を目指し、具体的な道筋を早期に明らかにできるように検討を進めるとされているところであり、引き続き財政健全化に向けて取り組んでいく。
- 経済の好循環をさらに拡大し、民需主導の持続的な成長を実現する観点からは、「骨太方針」及び「改訂日本再興戦略」の骨子において、麻生大臣の提言も踏まえ、コーポレート・ガバナンスの強化や金融機関の目利き等により、企業の収益性を向上し、その成果を多様なステークホルダーに還元することが盛り込まれている。これらの施策を迅速かつ着実に実行し、さらなる構造改革に取り組む。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1～3月期GDP（2次速報値）では、実質成長率は+6.7%となった。その結果、GDPギャップは-0.2%となり、昨年10～12月期から縮小している。足もとの消費動向をみると、自動車は、受注の弱い動きが続いている。一方、天候要因もあり、家電で前年比プラスとなったほか、百貨店やスーパーでは回復傾向にあるとの声

も聞かれる。サービス分野は引き続き底堅く推移しているとみられる。消費者マインドについても持ち直しの動きがみられる。

- 経済産業省が公表した大手企業の賃上げ状況に関する調査の中間集計結果では、ベースアップを行った企業は、今年度はほぼ2社に1社に達した。経済の好循環が回り始めているものと考えている。
- 地域経済に関する懇談会の報告書を取りまとめた。各地での意見も踏まえてきめ細かな政策対応を行うとともに、地域の独自性を活かした取り組みも伸ばすことが必要であると感じた。
- 今回の「骨太方針」では、50年後に1億人程度の安定した人口構造の保持を目指し、抜本的な少子化対策などの制度・システム改革を進めていくことなどを盛り込む。また、GPIFの改革やコーポレート・ガバナンスの強化を通じた産業構造の改革については、主要なテーマの一つとして改訂成長戦略に反映させていく。
- デフレからの脱却を確実なものとし、持続的な成長を実現するため、予算、税制、規制改革などの環境整備に政府を挙げて取り組む。「骨太方針」では、法人税改革について、総理の指示も踏まえ、法人税を成長志向型の構造に変革していくための方向性を盛り込むとともに、経済再生と財政健全化の両立に向け、主要な歳出分野における重点化・効率化の考え方を示していく。日本銀行には、2%の物価安定目標の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。

## 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、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

#### 1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

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

#### 2. 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙1＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定さ

れ、会合終了後、直ちに公表することとされた。

#### VII. 議事要旨の承認

議事要旨（5月20、21日開催分）が全員一致で承認され、6月18日に公表することとされた。

#### VIII. 先行き1年間の金融政策決定会合の開催予定日の承認

最後に、2014年7月～2015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

2014年6月13日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

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

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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

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

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

3. わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費や住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調としては緩やかな増加を続けている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価

の前年比は、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注)</sup>。

以 上

---

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

2014年6月13日  
日本銀行

### 金融政策決定会合等の日程（2014年7月～2015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
2014年7月	14日<月>・15日<火>	8月13日<水>	—	16日<水>
8月	7日<木>・8日<金>	9月9日<火>	—	11日<月>
9月	3日<水>・4日<木>	10月10日<金>	—	5日<金>
10月	6日<月>・7日<火> 31日<金>	11月6日<木> 11月25日<火>	— 31日<金>	8日<水> —
11月	18日<火>・19日<水>	12月25日<木>	—	20日<木>
12月	18日<木>・19日<金>	1月26日<月>	—	22日<月>
2015年1月	20日<火>・21日<水>	2月23日<月>	—	22日<木>
2月	17日<火>・18日<水>	3月20日<金>	—	19日<木>
3月	16日<月>・17日<火>	4月13日<月>	—	18日<水>
4月	7日<火>・8日<水> 30日<木>	5月8日<金> 5月27日<水>	— 30日<木>	9日<木> —
5月	21日<木>・22日<金>	6月24日<水>	—	25日<月>
6月	18日<木>・19日<金>	未定	—	22日<月>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

議事要旨 : 8時50分

経済・物価情勢の展望(基本的見解) : 15時

経済・物価情勢の展望(背景説明を含む全文) : 翌営業日の14時

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

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

(26年7月14、15日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年7月14日(14:00～16:12)  
7月15日(9:00～11:53)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	迫田英典	大臣官房総括審議官(14日)
	古川禎久	財務副大臣(15日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(14日)
	西村康稔	内閣府副大臣(15日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	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	長井滋人

(事務局)

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

## 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12、13日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは228～245兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、GCレポレートとも、0.1%を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、極めて低い水準での動きとなっている。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（10年債利回り）は、米国長期金利が低水準で推移する中、欧州長期金利の低下もあって幾分低下しており、最近では0.5%台半ばで推移している。株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇などを受けて幾分上昇し、最近では15千円台前半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかに縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、横ばい圏内の動きとなっており、最近では101円台で推移している。ユーロの対ドル相場は、概ね横ばい圏内の動きとなっている。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。住宅投資は、緩やかな持ち直しの動きが続いている。個人消費は、資産価格が上昇を続け、雇用がしっかりと拡大するもとで、引き続き堅調に推移している。輸出も、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムは引き続きしっかりとしており、設備投資も持ち直している。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比は、医療関連や家賃などサービスを中心に幾分伸びを高めている。また、総合ベースの消費者物価の前年比は、

---

（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。」

エネルギーおよび食料品が強含んでいるため、コアベースよりも高くなっている。

欧州経済は、緩やかに回復している。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとの、緩やかに回復している。設備投資も、持ち直しに向けた動きが続いている。また、輸出も持ち直している。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかに回復している。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに低いインフレ率が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、安定した成長が続いている。年初来みられてきた成長モメンタムの鈍化には、歯止めがかかっている。固定資産投資は、引き続き堅調に推移しているものの、不動産を中心にやや伸びを低めている。一方、輸出は、欧米向けを中心に持ち直しが続いている。また、個人消費も、良好な雇用・所得環境を背景に、安定した伸びが続いている。そうしたもとの、生産は、政府の小型景気対策の効果もあって、伸びの鈍化に歯止めがかかっている。N I E s・ASEAN経済は、国・地域毎のばらつきが幾分目立ちつつも、N I E sは外需の回復を背景にやや上向きとなっている。一方、ASEANでは、輸出や個人消費に改善の動きが拡がりつつあるものの、全体としてみれば、タイを中心に成長のモメンタムの鈍化した状態がなお続いている。インド経済は、輸出に持ち直しの動きもみられるが、内需を中心になお減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やN I E s、タイでは基調として低水準で推移している。一方、インドネシアでは、既往の統制価格の引き上げ等を背景に高めの状態が続いており、インドでは、食料品価格の値上がりを主因に再び高まっている。

海外の金融資本市場をみると、欧米市場では、低いボラティリティのもとで、景気回復期待などを背景とする株高と緩和的な金融政策への期待などを背景とする長期金利の低位安定とが併存する状態が続いている。新興国市場は、一部の国で神経質な動きがみられているものの、総じて落ち着いた状態が維持されている。国際商品市況をみると、年初過ぎをボトムに持ち直し基調を続けているが、穀物の供給増加見通しが下押し要因として働いていることなどから、このところ若干弱含んでいる。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。実質輸出の動きをみると、4月は前月比で増加したが、5月は減少するなど、一進一退の動きを続けている。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、既往の各種経済対策の押し上げ効果が減衰する一方、2013年度補正予算の効果の顕在化や2014年度当初予算の早期執行が見込まれることから、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。この間、企業の業況感は、駆け込み需要の反動の影響がみられているが、総じて良好な水準を維持している。6月短観をみると、業況判断DI（全産業全規模）は、3月から悪化したのが、景気回復がはっきりしてきた昨年12月や前回景気拡大局面のピーク時と同程度の水準を維持している。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみられる。6月短観で2014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月短観と比べてはっきりと上方修正され、前年比+1.7%となった。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が緩やかな低下傾向をたどるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与もこのところ下げ止まりつつある中で、一人当たり名目賃金は持ち直しつつある。こうしたもとで、雇用者所得は、前年比上昇率を緩やかに高めている。

個人消費は、このところ消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、3月に駆け込み需要から大きく増加し、4月に大幅な反動減となったあと、5月は幾分持ち直している。一方、新車登録台数は、4月に大幅に減少したあと、5月、6月と2か月連続でほぼ横ばいとなった。家電販売額（実質）についても、5月は増加に転じているものの、4月の落ち込み幅と比べると、持ち直しの程度は限定的となっている。もっとも、耐久財も含めた小売関連企業からの聞き取り調査によると、反動減の大きさは概ね事前想定範囲内との見方が多く聞かれており、反動減の程度は

徐々に縮小する方向にあるとの声も聞かれている。この間、消費者コンフィデンス関連指標をみると、消費者態度指数は、5月、6月と2か月連続で改善している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとみられる。

住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。先行きについては、雇用・所得環境の改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとみられる。

鉱工業生産は、消費税率引き上げに伴う振れを伴いつつも、基調としては緩やかな増加を続けている。先行きについては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加基調をたどり、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、緩やかに上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、国内企業物価は、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみられる。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は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・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、一段と改善している。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度の伸びとなっている。

### (3) 「貸出増加を支援するための資金供給」について

本年2月の制度拡充決定以降、初めての実行となる「貸出増加を支援するための資金供給」（6月20日実施分）は、49,368億円の新規貸付となった。また、今回の貸付実行後の残高は、133,472億円となった。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、先進国では、低いボラティリティのもとでの株高と長期金利の低下という構図が続いているとの見方を共有した。新興国市場についても、委員は、全体として落ち着いているとの認識で一致した。最近の世界的なボラティリティや金利の低下について、何人かの委員は、緩和的な金融政策の長期化観測などが背景にあるとみられるが、そうした観測が巻き戻された場合には、金融市場だけでなく実体経済にも影響を及ぼしうるため、今後の動向を注視していきたいと述べた。イラク情勢などの地政学リスクについて、何人かの委員は、原油価格の変動などを通じて世界経済に大きな影響を及ぼすため、引き続き留意する必要があると指摘した。

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

地域毎にみると、米国経済について、委員は、民間需要を中心に、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、1～3月のGDP成長率は大幅なマイナスに下方改訂されたが、寒波の影響が剥落した後は、雇用情勢の着実な改善が続くもとで個人消費が堅調に推移するなど、経済活動はリバウンドしているとの見方を示した。何人かの委員は、やや弱めだった住宅関連でも、改善の兆しがみられると指摘した。先行きについて、委員は、財政面の下押し圧力が弱まり、緩和的な金融環境が維持されると見込まれるもとで、家計から企業部門へと裾野を拡げながら、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。

ユーロエリア経済について、委員は、金融資本市場が安定的に推移するもとで、企業や家計のマインドの改善が続いており、景気は緩や

かに回復しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、マインドの改善などに支えられて内需の回復が続き、輸出も改善すると見込まれるため、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、緩やかなディスインフレ基調が続いていることには留意が必要であるとの認識を示した。この間、多くの委員は、ECBが実施した追加緩和措置が、金融環境や実体経済にどのような効果や影響を及ぼすかについて、引き続き注視する必要があると述べた。

中国経済について、委員は、安定した成長が続いているとの見方で一致した。委員は、政府による景気下支え策の効果が現れているほか、外需も持ち直しているため、年初以降みられていた成長モメンタムの鈍化には歯止めがかかっているとの認識を共有した。何人かの委員は、6月の製造業PMIが改善したことは、こうした認識を裏付けていると付け加えた。先行きについて、委員は、中国当局が構造調整を進めつつも、景気への配慮を続ける方針にあり、外需の緩やかな改善も続くことなどから、概ね現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。ある委員は、不動産市場の調整リスクには留意すべきであると述べた。

NIEs・ASEAN経済について、委員は、NIEsが概して外需の回復を背景にやや上向きな一方で、ASEANでは、輸出や個人消費に改善の動きが拡がりつつあるものの、全体としてみればタイを中心に成長のモメンタムの鈍化した状態がなお続いているとの認識を共有した。先行きのNIEs・ASEAN経済について、委員は、当面、タイなどで調整局面が続くとみられるため、全体として成長に勢いを欠く状態が続くとの見方で一致した。そのうえで、委員は、先進国の景気回復を背景に今後も欧米向けを中心に輸出の持ち直しが見込まれることなどから、徐々に成長ペースが高まっていくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、雇用・所得環境の改善を伴いながら前向きの循環メカニズムがしっかりと働き続ける中で、基調的には緩やかな回復を続け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、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

輸出について、委員は、このところ横ばい圏内の動きとなっているが、先行きは、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。複数の委員は、海外への生産拠点の移管などの構造的な要因が今後も輸出の増加を抑制する可能性がある」と述べた。何人かの委員は、6月短観における海外での製商品需給判断D Iの改善や最近の外需向け機械受注の増加は、先行き輸出が増加していくことを示唆しているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、日本企業が比較優位を持つとみられる設備投資関連財の輸出について、先進国経済の回復を背景に今後増加が期待できるとの認識を述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調をたどるとの見方を共有した。委員は、6月短観をみると、企業の業況感は、駆け込み需要の反動の影響がみられているが、総じて良好な水準を維持しているとの認識で一致した。そのうえで、多くの委員は、5月の機械受注など一部に弱めの指標もみられるが、短観では2014年度に設備投資をしっかりと増加させる計画となっており、企業の前向きな姿勢は維持されているとの見方を示した。このうちの複数の委員は、企業収益の改善傾向が続く中で、労働市場のタイト化を背景とする省力化投資や、設備の老朽化を受けた更新投資が出てくることが期待できると付け加えた。別の複数の委員は、建設投資関連で弱めの指標がみられることには人手不足などの供給制約が影響している可能性があり、先行きの設備投資が計画対比で下振れるリスクには注意が必要であるとの認識を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復につれて、持ち直しがさらに明確になっていくとの見方で一致した。何人かの委員は、ベースアップの実施が所定内給与に反映されていくほか、夏季賞与の増加が見込まれることから、今後も所得環境は改善を続けるとの認識を示した。

個人消費について、委員は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移しているとの認識を共有した。駆け込み需要の反動減について、委員は、各種のデータや企業からの聞き取り調査には強弱様々なものがあるが、全体としてみれば概ね事前の想定範囲内となっているとの見方で一致した。多くの委員は、これまで公表されたデータは、反動

減が想定範囲内という企業の見方と総じて整合的であるとの認識を示した。何人かの委員は、旅行や外食などのサービス消費が底堅く推移しており、消費者マインドも改善してきていると付け加えた。この間、複数の委員は、企業からの聞き取り調査では想定範囲内との声が多く聞かれる一方、各種のデータには大きめの反動減を示すものもあるとの認識を示したうえで、これには聞き取り調査の対象が大企業中心であることが影響している可能性があるとして指摘した。ある委員は、消費動向調査などでみると消費の二極化が進んでいると指摘したうえで、基調判断にあたってはこうした点にも留意する必要があるとの認識を示した。先行きの個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善が続くもとで引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、消費税率引き上げに伴う振れを伴いつつも、基調としては緩やかな増加を続けているとの認識で一致した。先行きについても、委員は、緩やかな増加基調をたどり、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

物価面について、委員は、消費税率引き上げ以降も物価の基調に変化はなく、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、夏場にかけてプラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつも、暫くの間、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、需給ギャップの改善と予想物価上昇率の高まりという物価の基調を規定する2つの要因はしっかりと作用しており、物価上昇圧力は先行きさらに高まっていくと述べた。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。ある委員は、コスト転嫁が難しかったとみられる中小企業・非製造業でも販売価格判断DIが1991年調査以来の「上昇」超になるなど、企業の価格設定行動は付加価値を高めながら販売価格を引き上げる方向に変化し始めているとの見方を示した。ある委員は、各種アンケート調査における家計や市場参加者の予想物価上昇率をみると、分布の上方シフトがみられる一方、平均値は明確には上昇していないと指摘した。

## 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が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは一段と改善しているとの認識で一致した。資金需要について、委員は、銀行貸出残高が中小企業向けも含めて緩やかに増加しているなど、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

### 3. 中間評価

以上のような認識を踏まえ、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、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、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるという、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。何人かの委員は、輸出の回復時期が幾分後ずれているものの、総じてみれば見通しに沿った動きであるとの認識を示した。

消費税率引き上げの直接的な影響を除いた物価情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）は、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認識を共有した。多くの委員は、消費者物価の前年比は、①暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い、また、②その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられるとの見方を示した。これに対し、何人かの委員は、4月の展望レポート時と同様に、見通し期間の中盤頃に2%程度に達するとの見方には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述べた。

先行きのリスク要因について、委員は、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられるとの認識を共有した。

## III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、

「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの見解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

多くの委員は、こうした金融政策運営の考え方をしっかりと情報発信していくことの重要性を改めて指摘した。委員は、金融政策運営に関して月々の消費者物価の動きに注目が集まる傾向があるが、物価の基調を的確に把握することが重要であるとの認識を示した。何人かの委員は、物価の基調を規定する要因である需給ギャップと予想物価上昇率の動向をよくみていく必要があると付け加えた。何人かの委員は、物価情勢を総合的に判断するうえでは、生鮮食品を除く消費者物価だけでなく様々な指標を丹念に点検していくことが大切であると述べた。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を 2 年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を 2 年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であるとの見方を示した。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続き

しっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとの、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、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認識を共有した。

最近の債券市場の動向について、何人かの委員は、このところの長短金利の一段の低下には、海外金利の低下が影響しているとの認識を示した。何人かの委員は、市場参加者の経済・物価に関する見通しがここにきて変化しているわけではないことを踏まえると、日本銀行による巨額の国債買入れが進む中で、イールドカーブ全体の金利低下を促す効果が強まってきている可能性があるとの見方を示した。

「貸出増加を支援するための資金供給」について、複数の委員は、本年2月の制度拡充決定もあって、大手行や地域金融機関から積極的な利用がみられており、金融環境のさらなる緩和に寄与しているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、企業では設備投資の機運が高まっているため、本制度を利用する動きが着実に拡がり、経済の好循環に繋がっていくことを期待していると付け加えた。

#### 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。

- 日本経済は、政府・日本銀行が一体となり「三本の矢」を着実に推進する中で、6四半期連続のプラス成長となるなど力強さを取り戻しつつあり、物価動向もデフレ脱却に向けて着実に前進している。日本銀行には、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成することを期待する。
- 経済の好循環をさらに拡大し、民需主導の経済成長に繋げる観点からは、「骨太の方針」および「日本再興戦略改訂2014」において、日本の「稼ぐ力」を取り戻すためのコーポレートガバナンスの強化等を通じた企業の収益性向上、経済成長の担い手を生み出すための女性・外国人材の活躍促進、新産業育成のための農業・医療分野における岩盤規制改革、等の課題に取り組むことを明らかにした。
- 春闘の最終集計結果によると、月例賃金の引き上げ率が15年振りに2%を超え、中小企業に限っても、15年振りの賃上げ率の水

準が達成されるなど、賃上げの動きが力強く広がっている。今後とも賃金の上昇を伴う経済の好循環を実現していくため、昨年まとめられた共通認識に基づき、引き続き政労使での取組みを継続する。

- 財政健全化の観点からは、「骨太の方針」において、2015年度のプライマリーバランス赤字半減目標の着実な達成を目指すとともに、2020年度の黒字化に向けて具体的な道筋を早期に明らかにできるよう検討を進めるとしている。裁量的経費、義務的経費を通じて聖域なき見直しを行い、歳出の徹底した重点化・効率化を図っていく。歳入面においても、2020年度の黒字化目標との整合性を確保しつつ、成長志向に重点を置いた法人税改革に着手していく。こうした一連の施策を直ちに実行に移していくことで、デフレ脱却を確実なものとし、経済再生と財政健全化の両立を実現していく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の緩やかな回復基調が続いているが、駆け込み需要の反動減からこのところ弱い動きもみられる。税率引き上げから3か月が経過し、百貨店やスーパーで持ち直しの動きが出ており、出遅れていた自動車にも改善の兆しがみられる。ただし、全体としては、天候要因等から一進一退であり、引き続き慎重に見極めていく。
- 連合の春闘の最終結果で月例賃金の賃上げ率が2.07%と15年振りに2%を超えたほか、経団連の夏のボーナスの集計結果では、前年比8.8%の増加と過去30年で最高の数字となり、近年にない賃上げの動きが力強く広がっていると認識している。
- 6月24日に「骨太の方針」、「日本再興戦略改訂2014」、「規制改革実施計画」を閣議決定した。法人税改革、主要歳出分野における重点化・効率化の考え方、GPIF改革、女性の活躍促進、外国人が日本で活躍できる社会の実現、50年後に1億人程度の安定した人口構造を保持することを目指すこと等について盛り込んでいる。肝心なことは「実行とスピード」であり、今後安倍内閣の政策方針として直ちに実行に移していく。
- また、総理を本部長とした地方創生のための本部を設置し、臨時国会に関連の法案を提出することや、年明けに長期ビジョンと2020年までの総合戦略を取りまとめることも検討していく。
- 国家戦略特区については、関西圏、福岡市で区域会議が立ち上がり、計画策定等に向けて議論が進められている。また、さらなる規

制改革事項等の実現のため、検討を進めていく。

- 本日示された中間評価に沿って、物価安定目標の2%が実現することを期待している。金融政策運営の状況や物価の見通し等について、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分に説明して頂きたい。

## V. 採決

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

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

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

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

反対：なし

## VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

## 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12、13日開催分）が全員一致で承認され、7月18日に公表することとされた。

以 上

2014年7月15日  
日本銀行

### 当面の金融政策運営について

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

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

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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

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

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

3. わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費や住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。鉱工業生産は、振れを伴いつつも、基調としては緩やかな増加を続けている。企業の業況感も、駆け込み需要の反動の影響がみられているが、総じて良好な水準を維持している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

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

年比は、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

5. 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. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
7. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注)</sup>。

以 上

---

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

(参考1)

### ▽2014～2016年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	+0.6～+1.3 <+1.0>	+3.2～+3.5 <+3.3>	+1.2～+1.5 <+1.3>
4月時点の見通し	+0.8～+1.3 <+1.1>	+3.0～+3.5 <+3.3>	+1.0～+1.5 <+1.3>
2015年度	+1.2～+1.6 <+1.5>	+1.9～+2.8 <+2.6>	+1.2～+2.1 <+1.9>
4月時点の見通し	+1.2～+1.5 <+1.5>	+1.9～+2.8 <+2.6>	+1.2～+2.1 <+1.9>
2016年度	+1.0～+1.5 <+1.3>	+2.0～+3.0 <+2.8>	+1.3～+2.3 <+2.1>
4月時点の見通し	+1.0～+1.5 <+1.3>	+2.0～+3.0 <+2.8>	+1.3～+2.3 <+2.1>

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

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

(注3) 今回の見通しでは、消費税率について、既に実施済みの8%への引き上げに加え、2015年10月に10%に引き上げられることを前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。

(注4) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(2014年度：+2.0%ポイント、2015年度：+0.7%ポイント、2016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。

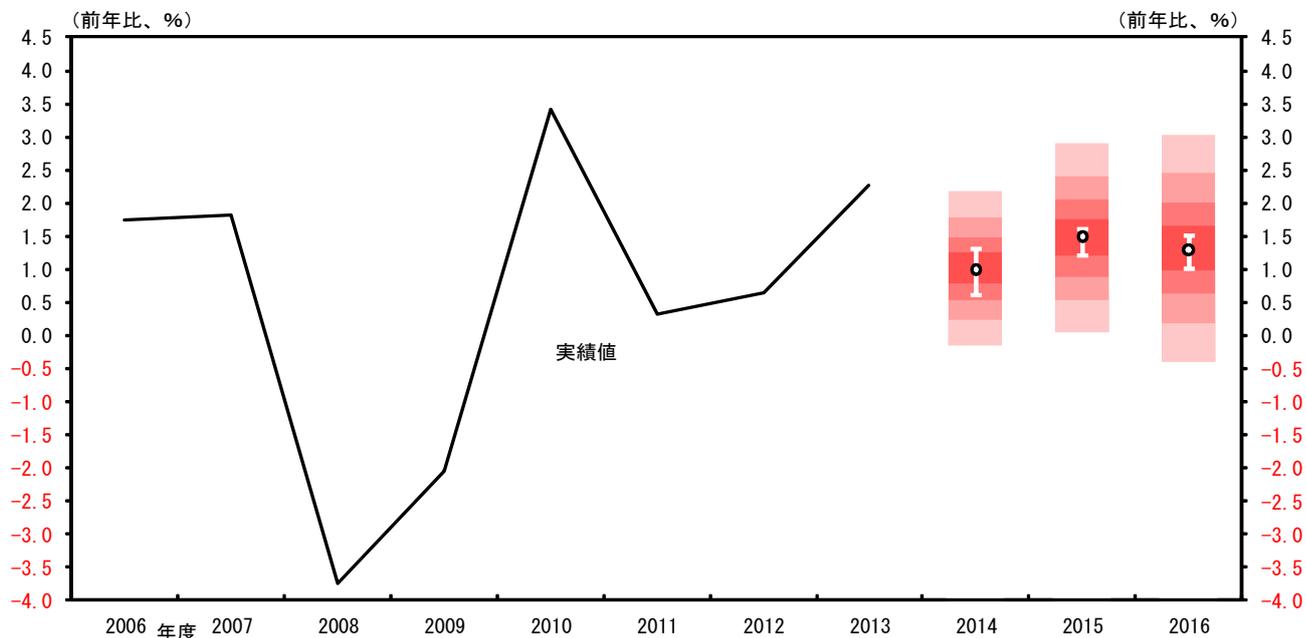
——対前年度比、%。

	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
2014年度	+0.5～+1.3	+3.0～+3.7	+1.0～+1.7
4月時点の見通し	+0.5～+1.4	+2.9～+3.7	+0.9～+1.7
2015年度	+0.9～+1.7	+1.7～+2.8	+1.0～+2.1
4月時点の見通し	+1.0～+1.8	+1.5～+2.8	+0.8～+2.1
2016年度	+0.7～+1.6	+1.6～+3.0	+0.9～+2.3
4月時点の見通し	+0.8～+1.6	+1.4～+3.0	+0.7～+2.3

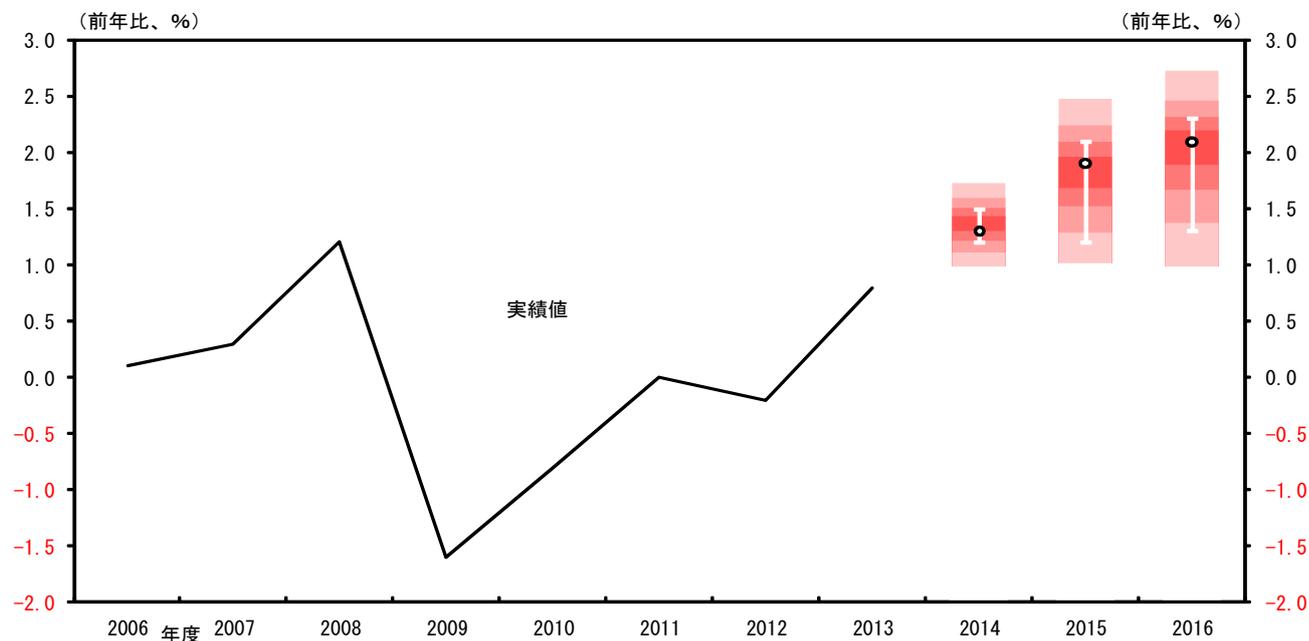
(参考2)

▽政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値（リスク・バランス・チャート）について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたもの。なお、リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

上位40%~下位40%	上位30%~40% 下位30%~40%	上位20%~30% 下位20%~30%	上位10%~20% 下位10%~20%
-------------	------------------------	------------------------	------------------------

(注2) 棒グラフ内の○は政策委員の見通しの中央値を表す。また、縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(注3) 消費者物価指数 (除く生鮮食品) は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

(26年8月7、8日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年8月7日(14:00～16:19)  
8月8日(9:00～12:03)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	迫田英典	大臣官房総括審議官(7日)
	古川禎久	財務副大臣(8日)
内閣府	前川 守	内閣府政策統括官(経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

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

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月14、15日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは239～244兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、GCレポレートとも、0.1%を概ね下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、極めて低い水準での動きとなっている。銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利（10年債利回り）は、米欧長期金利が低下する局面では幾分低下する場面もみられたが、概ね0.5%台前半で横ばい圏内の動きとなっている。株価（日経平均株価）は、良好な本邦企業決算が好感されたことなどを受けて小幅上昇したが、米欧の株価下落が重石となったこともあり、最近では15千円台前半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかな縮小傾向が続いている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、幾分円安ドル高方向の動きとなり、最近では102円台半ばとなっている。ユーロの対ドル相場は、ユーロ安ドル高方向の動きとなっている。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。個人消費は、資産価格が上昇を続け、雇用がしっかりと拡大するもとで、引き続き堅調に推移している。住宅投資は、足もともたつきつつも、緩やかな持ち直し基調をたどっている。輸出も、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムは引き続きしっかりとしており、設備投資も持ち直してい

---

（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。」

る。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比は、医療関連や家賃などサービスを中心に、ひと頃に比べ水準を切り上げている。また、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギーおよび食料品が強含んでいるため、コアベースよりも高くなっている。

欧州経済は、緩やかに回復している。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、マインドの改善が続くもとの緩やかに回復している。設備投資も、ドイツを中心に持ち直しに向けた動きが続いている。また、輸出も持ち直している。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかに回復している。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに低い伸び率が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、成長モメンタムの鈍化に歯止めがかかっており、安定成長を続けている。固定資産投資は、引き続き堅調に推移しているものの、伸び率は不動産を中心に鈍化傾向が続いている。一方、個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びが続いている。輸出も、欧米向けを中心に持ち直しが続いている。生産は、外需の改善に金融・財政双方からの景気下支え策も加わって、安定した伸びとなっている。N I E s は国毎のばらつきがやや目立ちつつも、概して外需の回復を背景にやや上向きとなっている。他方、A S E A N をみると、マレーシアなどの一部の国では、輸出や個人消費に改善の動きが拡がりつつあるものの、全体としてみれば、タイを中心に成長のモメンタムの鈍化した状態がなお続いている。インド経済は、輸出に持ち直しの動きが続き、個人消費にも動意がみられるが、投資を中心になお減速した状態が続いている。

新興国の物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やN I E s、タイ、中東欧では基調として低水準で推移している。一方、ブラジル、ロシア、南アフリカでは既往の通貨安の影響に食料品価格の値上がりなどが加わって、再びインフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、低いボラティリティ下での株高と低めの長期金利という構図が続いてきたが、足もとでは米国での利上げ時期への思惑、地政学的リスク、リスク性資産への高値警戒感などを背景に、神経質な動きがみられた。為替市場では、地政学的リスクに加え、金融政策の方向性の差異等が意識されユーロが下落したほか、

新興国の通貨も幾分下落した。国際商品市況をみると、工業用金属が上昇した一方で、原油や農産物は下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、弱めの動きとなっている。実質輸出の4～6月の前期比は1～3月に続いて小幅のマイナスとなった。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、2013年度補正予算の効果の顕在化や2014年度当初予算の早期執行の影響から、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。4～6月の企業決算では市場の事前予想を上回って増益を続ける企業が多く、マインドも総じて良好な水準を維持している。先行きについても企業の設備投資意欲は前向きであり、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみられる。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が緩やかな低下傾向をたどるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与もこのところ概ね下げ止まっている中、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも持ち直している。雇用者所得は、前年比上昇率を緩やかに高めている。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで基調的に底堅く推移しており、耐久財以外の分野を中心に消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も徐々に和らぎつつある。小売業販売額（実質）は、1～3月に駆け込み需要から伸びを大きく高めたあと、4～6月はその反動から大幅な減少となった。月次でみると、百貨店やスーパーの売上高は5月以降、持ち直し傾向にある。乗用車の新車登録台数は、4月に大幅に減少したあと、5月以降3か月連続でほぼ横ばいとなった。家電販売額（実質）についても、持ち直しの程度は限定的となっている。より最近の企業からの聞き取り調査によると、小売関連業界全体としてみれば、反動減の影響は徐々に和らぎつつあるとの声が多い。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとみられる。

住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、基

調的には、雇用・所得環境が着実に改善するもとで底堅く推移している。先行きについては、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとみられる。

鉱工業生産は、足もとでは駆け込み需要の反動や輸出のもたつきなどを反映して弱めの動きとなっているが、基調としては緩やかな増加を続けている。先行きについては、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加基調をたどり、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、緩やかに上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、国内企業物価は、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみられる。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は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・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、一段と改善している。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度の伸びとなっている。

## 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、先進国、新興国ともに、低いボラティリティのもとでの株高と長期金利の低下という構図が続い

てきたが、ごく最近はウクライナ情勢などを巡る地政学的リスクの高まりを背景に幾分リスクオフの動きがみられるとの見方を共有した。委員は、国際情勢を巡る今後の帰趨や、それが国際金融資本市場やグローバル経済に与える影響について、引き続き注視していくことを確認した。

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

地域毎にみると、米国経済について、委員は、雇用の拡大が続くもとで個人消費が堅調に推移しており、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、財政面での下押し圧力が弱まる中、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。ある委員は、貸出に関するサーベイ指標の改善に言及し、内需の堅調さを裏付ける動きであると付け加えた。

ユーロエリア経済について、委員は、金融資本市場が安定的に推移するもとで、企業や家計のマインドの改善が続いており、景気は緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、マインドの改善などに支えられて内需の回復が続き、輸出も改善すると見込まれるため、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、緩やかなデフレーション基調が続いていることには留意が必要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、サービス価格が上昇していることから、デフレに陥るリスクは低いとの見方を示した。

中国経済について、委員は、安定した成長が続いているとの見方で一致した。委員は、政府による小型の景気対策の効果が現れているほか、輸出も回復しているため、成長モメンタムの鈍化には歯止めがかかっているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、概ね現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。この間、複数の委員は、供給過剰問題など不動産市場の動向には引き続き注視していく必要があると付け加えた。

N I E s ・ A S E A N を含む新興国経済については、米国や中国などの景気回復の好影響が波及している国・地域と、そうでない国・地域があり、全体としては、成長に勢いを欠く状態が続いているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、先行きについては先進国の景気

回復傾向が続くことが見込まれるため、徐々に新興国の成長ペースも高まっていくとの見方を共有した。この間、複数の委員が、韓国経済の減速には注意が必要であると指摘した。

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

わが国の景気について、委員は、最近の輸出や生産には弱めの動きがみられるものの、家計・企業の両部門において、景気の前向きの循環メカニズムがしっかりと働いていることから、総括判断としては、緩やかな回復を続けているとの評価を維持することが適当であるとの見方で一致した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

輸出について、委員は、このところ弱めの動きとなっているとの見方で一致した。委員は、弱めの動きの背景として、新興国経済のもたつきや米国の需要が1～3月期に落ち込んだことがラグを伴って春先まで日本の輸出を下押ししたことなど循環的要因の影響を指摘した。同時にこれらの委員は、製造業の海外生産移管といった構造的要因も相応に影響しているとの見方を示した。先行きの輸出については、委員は、先進国を中心に海外経済の成長率が高まっていくもとの、緩やかな増加に向かっていくとの見方を共有した。このうち複数の委員は、海外生産移管などに起因する構造的な下押し要因の影響も、先行き徐々に減衰していく可能性が高いと述べた。別の何人かの委員は、構造的な要因の影響を重視し、海外経済に対するわが国の輸出の感応度は低下しているとの認識を示した上で、輸出は回復に向かうものの、そのペースは緩やかなものにとどまるとの見方を示した。

設備投資について、委員は、市場予想を上回る好調な企業決算が続いていることや、良好な企業マインドを背景に、緩やかに増加しているとの判断で一致した。先行きについても、委員は、企業が積極的な設備投資意欲を堅持していることなどから、緩やかな増加基調をたどるとの見方を共有した。何人かの委員は、先行きの設備投資に関して、日本政策投資銀行の最新のアンケート結果に言及し、2014年度の設備投資計画が高めの伸びを示していると指摘した。さらに何人かの委員は、労働市場のタイト化を背景とする省力化投資や、設備の老朽化を受けた更新投資が出てくることが期待できると付け加えた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けて

おり、雇用者所得も緩やかに伸び率を高めているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、経済に前向きの循環が働くもとで、雇用者所得は緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

個人消費について、委員は、品目によってその程度には差はあるものの、全体としては、駆け込み需要の反動減の影響は徐々に和らぎつつあるとの認識で一致した。消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動について、何人かの委員は、耐久財を中心に駆け込み需要が大きかったため、反動もそれなりに大きくなると見込まれるとの認識を示した。ある委員は、耐久財以外の動向についても、しっかりと注視していく必要があると付け加えた。一方、別の一人の委員は、インターネット通販の販売額は4月を底に順調な回復が窺われると指摘した。先行きの個人消費については、委員は、実質所得の押し下げの影響には注意が必要だが、雇用・所得環境の着実な改善が続いていることを踏まえると、底堅く推移していくとの見方を共有した。

鉱工業生産は、委員は、足もとでは駆け込み需要の反動や輸出のもたつきなどを反映して弱めの動きとなっているが、基調としては緩やかな増加を続けているとの見方で一致した。このうち多くの委員は、足もと、一部業種で在庫の増加や出荷・在庫バランスの悪化がみられることを指摘した。先行きについては、委員は、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加基調をたどり、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

複数の委員は、輸出から生産、生産から投資といった、従来の典型的な景気回復のメカニズムが今次局面では変化している可能性に言及した。これらの委員は、海外の子会社等の収益が国内に還流し、設備投資や、賃金・所得に波及していく可能性を指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、プラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつも、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。その先の消費者物価の前年比については、大方の委員は、マクロ的な需給バランスが着実に改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も上昇していくもとで、今年度後半から再び上昇傾向をたどるとの見方を共有した。この点に関連して、一人の委員は、既往の原油高や円安効果が剥落していくため、先行きの消費者物価の前年比伸び率の低下を懸念する声があるが、品目の相対価格の積み上げで物価予測を行うのは不適切であり、マクロ的な物価の決定要因であ

る需給ギャップと予想物価上昇率に着目すべきであると指摘した。この間、複数の委員が、このところのサービス価格の動きに回復感を欠いている点には注意が必要であると述べた。このうち一人の委員は、企業が販売価格を持続的に引き上げるようになるためには、成長期待や将来所得の上昇期待が高まる必要があり、この点、政府による成長戦略の迅速な実行や企業による成長力や競争力を高める努力が欠かせないと述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは一段と改善しているとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

## III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

資産の買入れについても、委員は、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行うこと、②ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

委員は、金融政策運営に関して月々の消費者物価（除く生鮮食品）の数字に注目が集まる傾向があるが、物価の基調を的確に把握することが重要であるとの認識を示した。この点に関連して委員は、①「物価安定の目標」は、消費者物価の総合指数で定義している、②物価の予測に当たっては、一時的な変動要因の影響を除いた基調的な動きを捉える必要があるため、展望レポートにおける物価見通しは、基調的な物価の動きを比較的良好に表している「除く生鮮食品」指数を用いている、ということを確認した。そのうえで、物価情勢の判断に当たっては、引き続き、様々な物価指標を点検することが重要であり、また、それらの指標の背後にある経済の動きとも併せて評価していく必要があるとの認識を改めて共有した。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であるとの見方を示した。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。この点について、一人の委員は、長期金利の緩やかな低下の背景には、海外金利の低下も影響しているとの認識を示した。委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。複数の委員は、「量的・質的金融緩和」による資産買入れが長めの金利を押し下げる効果は、このところ強まってきているとの見方を示した。さらに何人かの委員は、こうした押し下げ効果は、買入れが進むにつれて累積的

に強まるものであり、この点をしっかりと説明していく必要があると付け加えた。

#### 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。

- 日本経済は、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」の一体的推進により、緩やかな回復基調にあり、物価動向もデフレ状況ではなくなっている。日本銀行には、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待する。
- 経済の好循環をさらに拡大し、民需主導の経済成長に繋げていく観点から、先般「日本再興戦略改訂 2014」が閣議決定されたが、デフレ脱却を確実なものとするため、早期に施策の具体化を進めることにより、戦略の実行を強力に推進していく。
- また、政府は、先月25日、経済財政諮問会議において「平成27年度予算の全体像」を取りまとめるとともに、その考え方に基づく平成27年度予算の概算要求基準を策定した。平成27年度予算は、昨年度に引き続き、「中期財政計画」に沿って、民需主導の経済成長と財政健全化目標の双方の達成を目指すメリハリのついた予算とする必要がある。このため、昨年度と同様の考え方に基づき、12月までの予算編成過程の中で、税収や歳出見直しの状況をみて、国・地方のプライマリーバランスの赤字半減目標を達成するよう、予算総額を決める仕組みとした。また、「骨太の方針」や「日本再興戦略改訂 2014」などに掲げられた諸課題に対応するための「新しい日本のための優先課題推進枠」を設定し、別途、要望できる仕組みとした。こうした仕組みにより弾力的な要求・要望を可能とする一方、予算編成過程においては、施策の優先順位を洗い直し、無駄を徹底して排除しつつ、予算の中身を大胆に重点化していく。
- こうした取り組みにより、経済再生と財政健全化目標の双方の実現を目指していく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は緩やかな回復基調が続いており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動も和らぎつつある。消費には、持ち直しの動き

がみられ、反動は緩和してきている。ただし、平年並みの水準に安定的に戻っているとまでは言えず、引き続き慎重に見極めていく。

- 「好循環実現のための経済対策」の進捗状況について集計したところ、88%が6月末時点で「契約開始」段階に達しているなど、経済対策は全体として順調に執行されている。
- 中長期の経済財政に関する試算では、今後10年間の平均成長率が実質2%程度、名目3%程度となる経済再生ケースで、2015年度の国・地方のプライマリーバランスの対名目GDP比は、-3.2%程度と、目標の達成が視野に入る姿となっている。2020年度については、-1.8%程度と1月試算よりも改善したが、財政健全化目標である黒字化に向けては、さらなる収支改善努力が必要である。
- 「日本再興戦略改訂2014」を速やかに実行する。秋の臨時国会に向け、地方の創生と女性の活躍にかかる法案を準備するほか、人口急減・超高齢化といった課題に本腰を入れて取り組むため、「まち・ひと・しごと創生本部」の設立準備室を立ち上げた。国家戦略特区については、4つの区域会議を立ち上げた。経済財政諮問会議の「金融政策、物価等に関する集中審議」において、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行が2%の「物価安定の目標」に向けて引き続き取り組むことを期待する。

## 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、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

#### 1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

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

#### 2. 議長案

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

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（7月14、15日開催分）が全員一致で承認され、8月13日に公表することとされた。

以 上

2014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、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。輸出は弱めの動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。雇用・所得環境が着実に改善するも、個人消費や住宅投資は、基調的に底堅く推移しており、全体としてみれば駆け込み需要の反動の影響も徐々に和らぎつつある。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、足もとでは弱めの動きとなっているが、基調としては緩やかな増加を続けている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたペースでみて、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとみられる。消費者物価の前年比は、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注)</sup>。

以 上

---

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

(26年9月3、4日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2014年9月3日(14:00～16:32)  
9月4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	迫田英典	大臣官房総括審議官
内閣府	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	渡辺真吾

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（8月7、8日）で決定された方針<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは238～244兆円台で推移した。

### 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）、G Cレポレートとも、0.1%を下回る水準で概ね推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、極めて低い水準での動きとなっている。銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利（10年債利回り）は、欧州を中心に先進国の金利が低下するなか、本邦金利も幾分低下し、最近では0.5%前後で推移している。株価（日経平均株価）は、地政学的リスクへの意識から一旦下落したものの、その後は、米欧株価の上昇などを受けて上昇しており、最近では15千円台後半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかな縮小傾向が続いている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、円安ドル高方向の動きとなり、最近では104円台で推移している。ユーロの対ドル相場は、ユーロ安ドル高方向の動きとなっている。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。個人消費は、資産価格が上昇を続け、雇用がしっかりと拡大するもとで、引き続き堅調に推移している。住宅投資は、緩やかな持ち直し基調をたどっている。輸出も、増加基調が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムは引き続きしっかりとしており、このところ設備投資の持ち直しも明確化している。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比は、医療関連や家

---

（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。」

賃などサービスを中心に、ひと頃に比べ水準を切り上げている。一方、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギーおよび食料品が強含んでいるため、コアベースよりも高くなっている。

欧州経済は、幾分モメンタムを鈍化させつつも、緩やかな回復を続けている。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、マインドが改善基調を続けるもとで緩やかに回復している。設備投資も、ドイツを中心に持ち直しに向けた動きが続いている。他方、輸出は、米国・中国向けが増加を続けているが、新興国向けが減少しているため、このところ持ち直しのペースが鈍化している。こうした需要動向や地政学的リスクの高まりを受けて、製造業のモメンタムは鈍化している。一方で、サービス業のマインドや事業活動はしっかりしている。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに低い伸び率が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、金融・財政双方からの景気下支え策に外需の改善も加わって、安定成長を続けている。輸出は、欧米や一部アジア向けを中心に増加している。一方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産を中心に伸び率が鈍化している。個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びが続いている。生産は、輸出向けの機械類を中心に、全体として、安定した伸びとなっている。N I E s は国毎のばらつきがやや目立ちつつも、概して外需の回復を背景にやや上向きとなっている。他方、A S E A N をみると、輸出や個人消費に改善の動きが拡がりつつあるものの、全体としてみれば、タイを中心に成長のモメンタムが鈍化した状態がなお続いている。インド経済は、輸出の回復や個人消費の持ち直しの動きを背景に、底入れしつつある。

新興国の物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やN I E s、タイ、中東欧では基調として低水準で推移している。一方、ブラジル、ロシア、南アフリカでは既往の通貨安の影響や食料品価格の値上がりなどから、再びインフレ率が上昇している。マレーシアやフィリピンのインフレ率も強含んでいる。

海外の金融資本市場をみると、地政学的リスクへの警戒が幾分和らぐ中、低いボラティリティ下での株高と低めの長期金利という構図に

復する動きがみられた。新興国市場は、ロシア関連で神経質な動きがみられたが、株式を中心に資金流入が続き、総じて落ち着いた動きとなった。国際商品市況をみると、工業用金属が上昇した一方で、原油や農産物は引き続き軟化した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、2013年度補正予算の効果や2014年度当初予算の早期執行の影響から、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。4～6月の上場企業決算は全体として市場の事前予想を上回る小幅の増益となり、マインドも総じて良好な水準を維持している。先行きについても、企業の設備投資意欲は前向きであり、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみられる。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の改善が続き、失業率が緩やかな改善傾向をたどるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与も下げ止まりから持ち直しに向かう中で、一人当たり名目賃金は持ち直している。雇用者所得は、前年比上昇率を緩やかに高めている。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も徐々に和らぎつつある。小売業販売額（実質）は、1～3月に駆け込み需要から伸びを大きく高めたあと、4～6月はその反動から大幅な減少となったが、7月は4～6月対比で小幅増加した。百貨店やスーパーの売上高は5月以降、持ち直し傾向にある。乗用車の新車登録台数は、4月に大幅に減少したあと、5月以降ほぼ横ばいで推移している。家電販売額（実質）についても、4～6月に大きく減少したあと、7月は4～6月対比で横ばいとなっている。より最近の企業からの聞き取り調査によると、小売関連業界全体としてみれば、反動減の影響は徐々に和らぎつつあるとみられるが、足もとでは天候不順の

影響もあって、持ち直しのペースが幾分鈍化しているとの声が聞かれている。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとみられる。

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

鉱工業生産は、基調として緩やかな増加を続けているが、足もとでは駆け込み需要の反動や輸出のもたつきなどを反映して弱めの動きとなっている。先行きについては、当面弱めの動きを残しつつも、緩やかな増加基調をたどり、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくと考えられる。

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、緩やかに上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについては、国内企業物価は、当面、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は4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、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、一段と改善している。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度の伸びとなっている。

### (3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

9月5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、本則分の新規貸付は6,568億円であり、今回の貸付実行後の残高は37,360億円となる。また、ABL等特則分の残高は1,004億円、小口特則分の残高は85.96億円、米ドル特則分の残高は119.5億米ドルとなる。

## 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、地政学的リスクへの警戒が幾分和らぐ中、ボラティリティが低下し、金利低下と株価上昇が併存する状況に復してきているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、国際情勢を巡る今後の帰趨や、それが国際金融資本市場やグローバル経済に与える影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、各国の経済・物価情勢や政策運営に対する見方の変化などをきっかけにボラティリティが上昇するリスクがあると指摘した。ある委員は、低下基調にあった海外の長期金利も、米国経済の明確な改善を受けて、足もと、底入れの兆しが窺われていると付け加えた。

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

地域毎にみると、米国経済について、委員は、雇用の改善を背景に個人消費が堅調に推移する中、その前向きな動きが企業部門に波及し、設備投資の持ち直しも明確化するなど、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いているとの認識で一致した。先行きについても、委員は、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。

ユーロエリア経済について、委員は、幾分モメンタムが鈍化しているものの、金融資本市場が安定的に推移するもとの、企業や家計のマインドの改善が続いており、景気は緩やかに回復しているとの認識を共有した。同時に、委員は、緩やかなディスインフレ基調が続いていることには引き続き留意が必要であるとの見方を共有した。複数の委員は、中長期的な予想物価上昇率が低下している可能性を指摘した。

先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで回復が続くとみられるが、過剰債務などの構造問題を踏まえると、回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、ロシア・ウクライナ問題がユーロエリア経済に及ぼす影響に懸念を示した。ある委員は、今後公表される欧州主要銀行を対象とした資産査定・ストレステストの結果とそれを受けた資本再構築策が、欧州銀行システムの信用仲介機能の回復と景気の先行きを展望するうえで重要であると述べた。

中国経済について、委員は、政府による小型の景気対策の効果が現れているほか、輸出も増加しており、安定した成長が続いているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、概ね現状程度の安定成長が続くとの認識で一致した。複数の委員は、不動産市場の調整が大きくなるリスクには留意すべきであると付け加えた。ある委員は、現在の構造調整は長い目でみれば中国経済にプラスに働くほか、内需は引き続きしっかりと推移していると述べた。別の委員は、外需主導型から内需主導型への構造転換は容易ではなく、その過程において景気減速も想定以上になる可能性があるとは指摘した。

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

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

わが国の景気について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が依然みられ、輸出や生産は弱めの動きとなっているものの、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと働いており、基調的には緩やかな回復が続いているとの見方で一致した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

輸出について、委員は、弱めの動きが続いているとの見方で一致した。何人かの委員は、その動きの背景として、製造業の海外生産移管といった構造的要因が相応に影響していると指摘した。複数の委員は、

7月の実質輸出は増加したものの、持続的な増加に繋がるかどうか確認していく必要があると指摘した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくとの見方を共有した。この間、ある委員は、欧州や新興国における設備投資の回復が緩慢であることを指摘し、輸出が着実な増加に転じていくにはしばらく時間がかかるとの見方を示した。

設備投資について、委員は、企業収益の改善が続いていることなどを背景に、緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調をたどるとの見方を共有した。複数の委員は、海外部門の収益の増加が大企業の収益を押し上げていると指摘した。さらに何人かの委員は、堅調な企業マインドを背景に前向きな設備投資スタンスが維持されているとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもと、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、毎月勤労統計において、所定内給与が前年比でみてプラスに転化しており、ベースアップが反映されてきているとみられることや、特別給与の伸びも、夏季賞与の増加を映じて高まっていることを指摘した。また、複数の委員は、実質賃金について、消費税率引き上げの影響を含む物価上昇率で計算すると減少しているが、消費税の影響を除けば前年比プラスの伸びとなっていることを指摘した。一人の委員は、ベースアップを含めた所得の増加に向け、前年のような政府も関与する仕組みが本年も必要かもしれないと述べた。一方、ある委員は、失業率が上昇するなど雇用環境の改善が多少鈍くなっていることを指摘し、足もとの輸出や生産が弱めとなっていることが影響している可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、雇用や所得は景気に遅行するため、この先も所得形成力が維持されていくかどうか注視していく必要があると述べた。

労働需給の逼迫が賃金に与える影響について、ある委員は、労働供給の制約もあって経済成長率が高まらない中、総需要の伸びが緩慢なことから、賃金の上昇も緩やかなものにとどまる可能性を指摘した。別の委員は、企業は潜在的な労働供給を引き出すような努力を行っており、労働市場の需要・供給両面の増加から緩やかな賃金の上昇と潜在成長率の上昇が起こっている可能性があるとして指摘した。他のある委員は、人手不足に直面した企業が省力化投資を行うことによって労働生産性を引き上げ、経済の成長力が高まっていくことが考えられると述べた。

個人消費について、委員は、駆け込み需要の反動減の影響は依然みられているものの、全体としては、徐々に和らぎつつあるとの認識で一致した。委員は、家計支出のうち自動車などの耐久財消費や住宅投資については、駆け込み需要が大きかった分、反動減の縮小テンポは緩やかになっているが、百貨店やスーパーの売上高は、月々の振れを均してみれば、持ち直し傾向をたどっているとの見方を共有した。何人かの委員は、夏の天候不順の影響が、足もとの消費の実態をみえにくくしていると指摘したうえで、主要百貨店の8月の売上高が改善していることは、消費の底堅さを示していると述べた。また、何人かの委員は、このところ需要側統計の家計調査でみた消費が、販売側統計でみた消費対比弱めである点について、毎月勤労統計との整合性を勘案すると、現在調査対象となっている世帯の収入の伸びが実勢より低く、消費の伸びにも下方バイアスがある可能性を指摘した。先行きの個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善が続き、消費者マインドも改善していることを踏まえると、底堅く推移していくとの見方を共有した。この間、ある委員は、家計のマインドについて弱めの動きを示す指標があることから、慎重に見極める必要があると指摘した。

鉱工業生産について、委員は、基調としては緩やかな増加を続けているが、足もとでは駆け込み需要の反動の影響などから弱めの動きとなっているとの見方で一致した。この点、何人かの委員は、自動車など一部の業種では在庫調整が行われていると指摘した。先行きについて、委員は、生産予測指数やサーベイ調査などを踏まえると、当面弱めの動きが残りつつも、緩やかな増加基調をたどり、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。この間、ある委員は自動車産業から他業種に在庫調整が波及するリスクに注意する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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、プラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつも、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。その先の消費者物価の前年比については、大方の委員は、マクロ的な需給バランスが着実に改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も上昇していくもとの、今年度後半から再び上昇傾向をたどるとの見方を共有した。この点に関連して、複数の委員は、人件費を含むコストの上昇を企業が価格に転嫁する動きが物価押し上げに繋がっていくとの見方を示した。一方、ある委員は、小売データ

に基づく物価指数がこのところ下落傾向にあることを指摘し、駆け込み需要の反動減が長引くもとで、企業の価格設定スタンスが変化するリスクには注意する必要があると述べた。また、予想物価上昇率について、何人かの委員は、このところブレイク・イーブン・インフレ率が低下していることを指摘した。この点、多くの委員は、予想物価上昇率について、家計・企業・エコノミストに対するサーベイ調査や、市場金利など、様々な指標を用いながら、引き続き丹念に点検していくことが重要であると述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは一段と改善しているとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

## III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

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

した。

金融政策運営の考え方について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であるとの見方を示した。また、この委員は、追加的な需要刺激策は、金融面の不均衡の拡大をもたらしたり、構造改革の必要性に関する国民の意識を弱めたりするリスクがあると付け加えた。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。長めの金利への働きかけについて、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定しているとの見方で一致した。多くの委員は、最近の長期金利の低位安定には、海外金利の低下も寄与しているとの認識を示した。ある委員は、各種の指標をみる限り、国債市場の流動性がここにきて低下している訳ではないが、本行の買入れが国債市場の流動性や金利形成に与える影響については、引き続き分析していく必要があると述べた。この間、別のある委員は、仮に政府の財政健全化へのコミットメントが薄れたと市場が判断すれば、リスク・プレミアムの拡大を通じて緩和効果が阻害されるリスクがあると述べた。

「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、実行額の増加を踏まえ、本制度の有効な活用が、民間による成長力強化に向けた取り組みの支援に繋がることを期待していると述べた。

#### 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。

- 8月13日に公表された平成26年4～6月期の実質GDP成長率は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動などにより、前期比年率で-6.8%となった。しかし、駆け込み需要と反動減という大きな振れの影響を除き、経済の趨勢をみるため、1～3月期と4～6月期の実質GDPを平均してみると、前年同期はもとより、直近の昨年10～12月期の水準も上回っている。また、雇用情勢は着実に改善してきている。こうしたことを踏まえると、景気は緩やかな回復基調が続いており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動も和らぎつつあると認識している。日本銀行には、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待する。
- 政府においては、7月25日に閣議了解をした「平成27年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針について」に沿って、各府省から要求が提出され、昨日、その取りまとめ結果を公表した。各省庁から提出のあった平成27年度一般会計概算要求・要望の総額は、約101.7兆円と、前年度予算額との比較では、約5.8兆円増となっている。しかし、27年度は、国・地方のプライマリーバランスの赤字半減目標の達成年度にあたる。先般、内閣府から示された中長期試算においては赤字半減目標の達成が視野に入るとの見込みが示されているが、目標との差額はわずかであり、赤字半減目標の達成は全く楽観視できず、歳入・歳出両面の努力を緩める状況にはない。今後の予算編成過程においては、赤字半減目標を確実に達成するため、要求・要望についてしっかりと精査する必要がある。今後とも、民需主導の経済成長と財政健全化目標の双方の達成に向けた取り組みを進めていく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 8月13日に内閣府から公表した4～6月期のGDPの1次速報では、駆け込み需要の反動等により、実質成長率は前期比年率6.8%減と2四半期振りにマイナスとなった。駆け込み需要と反動による振れの影響を除き、経済の趨勢をみるため、1～3月期と4～6月期の実質GDPを平均してみると、前年同期はもとより、直近の10～12月期の水準を上回っている。また、家電販売や百貨店

売上等は持ち直しの動きがみられ、雇用情勢は着実に改善している。これらも踏まえ、景気は緩やかな回復基調が続いており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動も和らぎつつあると考えられる。先行きについては、駆け込み需要の反動の長期化や海外景気の下振れなど、わが国の景気を下押しするリスクに留意していく。

- 昨日、内閣改造が行われたところであるが、政府としては、引き続き経済再生が最優先課題であり、デフレ脱却と成長戦略の実行に全力を尽くしていく。そのうえで、景気回復軌道をより確かなものとし、全国津々浦々に展開していく。本内閣の最大の課題の一つは、元気で豊かな地方の創生であり、地方創生担当大臣が任命され、「まち・ひと・しごと創生本部」が設置された。今後、政府としては、わが国が直面している人口減少、超高齢化という構造的な課題に正面から取り組み、若者達が誇りを持ち、将来に夢や希望を持てる誰もが安心して暮らすことができる地域づくりに本腰を入れて取り組んでいく。日本銀行には、2%の物価安定目標に向けて引き続き取り組むことを期待する。

## 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、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

### 1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

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

### 2. 議長案

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

## 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9日に公表することとされた。

以 上

2014年9月4日  
日本銀行

### 当面の金融政策運営について

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

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

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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

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

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

3. わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。輸出は弱めの動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響も徐々に和らぎつつある。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、基調として緩やかな増加を続けているが、足もとでは弱めの動きとなっている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

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

年比は、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う<sup>(注)</sup>。

以 上

---

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