

公表時間

8月13日（火）8時50分

2013.8.13

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2013年7月10、11日開催分）

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2013年8月7、8日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

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

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

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

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

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

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月10、11日）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは157～173兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

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

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

3. 海外金融経済情勢

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

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。個人消費は、社会保障税減税打ち切りの影響がなおみられるものの、雇用情勢が改善傾向を辿り、

^{（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。」

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

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

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

海外の金融資本市場をみると、米国の金融政策を巡り、投資家の間で、F R B による資産買入れの早期縮小観測が一段と強まった。こう

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

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

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

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

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

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

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

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

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

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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

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

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

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

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

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

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。ある委員は、雇用、可処分所得、貯蓄率などもしっかりと改善する中で、総じて自律回復のメカニズムは強まっているように窺われると述べた。先行きについて、委員は、当面、

財政面からの下押し圧力がかかるものの、緩和的な金融環境にも支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。ただし、何人かの委員は、足もとの長期金利上昇が住宅投資などに与える影響に注意が必要であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、予想物価上昇率がアンカーされているもとの金利上昇は実質金利を引き上げるため、それに見合うほど投資収益率が上昇しているかどうか、今後の米国経済の回復ペースをみるうえでポイントになると付け加えた。

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

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

NIIEs・ASEAN経済について、委員は、全体として持ち直しているが、韓国・台湾の輸出が弱めとなるなど、企業部門では持ち直しの動きが緩やかな状態が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、ASEANを中心に底堅い個人消費が下支えする中で、先進国向け輸出が徐々に持ち直していくにつれて、回復テンポは次第に増していくとの見方を共有した。

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

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

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

景気の先行きについて、委員は、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくとの見方を共有した。この点、多くの委員は、6月短観をみると、企業の業況感、業種の裾野の拡がりを伴いつつ、明確に改善していると指摘した。そのうえで、これらの委員は、2013年度の事業計画についても、売上や収益見通しが

改善するもとで、設備投資をしっかりと増加させていく計画となっており、マインドや収益の改善が実際の支出活動に結び付き始めているとの認識を示した。これに対し、ある委員は、設備投資計画をみると、大企業製造業の前年比伸び率や修正率には力強さが感じられないとの見方を述べ、企業は引き続き国内よりも海外での設備投資を重視していると指摘した。先行きの景気回復の持続性をみるうえでのポイントとして、多くの委員は、所得面への波及が重要であると指摘した。この点に関し、ある委員は、足もと、一人当たり賃金が下げ止まる中で雇用者数が増加しているため、雇用者所得は増加に転じているとの認識を示した。複数の委員は、夏季賞与などには良い兆しがみられ始めていると述べた。もっとも、このうちの一人の委員は、こうした動きはまだ大企業の一部に限られており、中小企業も含めた全体に拡がるかはなお不透明であると付け加えた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとではゼロ%となっており、先行きはプラスに転じていくとの見方で一致した。ある委員は、流通の各段階で値上げの動きが徐々に増えてきていると指摘した。別の一人の委員は、外食産業の一部で高価格商品を投入する動きもみられるなど、企業の価格設定行動に変化の兆しが窺われるとの見方を示した。この間、複数の委員は、消費者物価の前年比プラス幅は、夏頃までは前年のエネルギー価格下落の反動などから拡大するが、その後、拡大が一服する可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、世界的なデフレーション傾向の中で、わが国の物価が、わが国独自の要因でプラス幅を拡大していくか引き続き注視していると述べた。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、6月短観の販売価格判断をはじめ企業や家計、エコノミストに対する調査なども踏まえると、全体としては上昇を示唆しているとの認識を共有した。一人の委員は、消費税率引き上げの蓋然性に対する認識の影響を識別することは引き続き難しいとの見方を示した。別のある委員は、「生活意識に関するアンケート調査」では、1年後の物価が「上がる」との回答が約8割まで増加していると指摘した。

2. 金融面の動向

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

境は総じてみれば良好な状態が続いているとの認識で一致した。資金需要について、委員は、銀行貸出残高の前年比は2%程度のプラスで推移しているほか、CP・社債の発行残高が前年比プラスとなっているなど、緩やかに増加しているとの見方で一致した。

3. 中間評価

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

先行きの物価の中心的な見通しについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね4月の展望レポートの見通しに沿って推移するとの認識を共有した。大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとの見方を示した。ある委員は、人々の期待を変え、フィリップスカーブを上方にシフトさせるという観点からは、定例給与の上昇が重要であるとの認識を示した。一方、複数の委員は、4月の展望レポート時と同様に、予想物価上昇率の変化が現実の物価上昇率の高まりにつながる点について不確実性が高いと考えられることなどから、自身の物価見通しは中心的な見通しに比べて慎重であるとの見方を示した。これらの委員は、先行きの物価をみるうえでは所定内賃金の動向が鍵となるが、これまでのところ弱めの動きが続いていると付け加えた。さらに、ある委員は、消費税率の引き上げによる上昇分を加味すると来年度の物価上昇率は2%の物価目標を大きく上回ることが想定されるため、この分が短期物価上昇予想に十分織り込まれていくのか注視していると述べた。

先行きのリスク要因について、委員は、欧州債務問題の今後の展開、

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

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

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

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

情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。これに対し、ある委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化につながる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。これに対し、複数の委員は、そうした表現への変更により、かえって緩和効果を弱める可能性があるとして述べた。このうちの一人の委員は、まずは緩和効果を着実に積み上げることで市場の信認を得ていくことが重要であると付け加えた。また、この委員は、2%の「物価安定の目標」を安定的に維持するまで「量的・質的金融緩和」を継続するとのコミットメントに対する理解が一段と浸透するよう、コミュニケーションを行っていくべきと述べた。ある委員は、金融面での不均衡蓄積などのリスク要因については、「量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、これを点検して必要な調整を行っていくという方針を明確に示していると指摘した。

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

長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、6月中旬以降の世界的な金利上昇局面においてわが国の長期金利が安定的に推移したことを指摘した。そのうえで、これらの委員は、日本銀行による巨額の国債買入れが、海外金利上昇や景況感改善などに伴って生じる長期金利の上昇圧力を、リスク・プレミアムの圧縮によって強力に抑制していると述べた。複数の委員は、債券市場の流動性に関して、長国先物の値幅・出来高比率がなお高めであると指摘した。このうちの一人の委員は、これが流動性プレミアムとして金利に上乗せされている可能性もあると付け加えた。ある委員は、債券市場の不安定さは潜在的にはなお残されており、今後の国内物価や米国金利の動向が及ぼす影響に注意が必要と述べた。多くの委員は、今後も、市場との緊密な対話や弾力的なオペ運営によって、金利の安定的な形成を促していく

ことが重要との認識を示した。これに関連して、何人かの委員は、金利の安定を確保するためには財政運営に対する信認が維持されることも重要であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。この間、ある委員は、日本銀行の国債買入れにより金利の低位安定が保たれるとの期待が過度に強まると、日本市場で調達した資金を用いた新興国向け投資の拡大などによる国際的な金融面での不均衡蓄積や、財政健全化に向けた政府の取り組み姿勢の後退につながる可能性があるとして指摘した。

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

企業・家計の資金調達行動について、多くの委員は、4～6月の社債発行額がリーマン・ショック以降のピークとなったことや、銀行貸出の前年比プラス幅拡大、エクイティファイナンスの増加など、緩和的な金融環境を活かした前向きの動きが広がっていると指摘した。このうちの一人の委員は、大手銀行の貸出姿勢が積極化してきているとの認識を示した。別のある委員は、先行き、企業・家計の資金調達がさらに活発化することが期待されると付け加えた。多くの委員は、こうした動きのもとで、足もとマネーストックが3%台後半まで伸びを高めていると指摘した。このうちの一人の委員は、マネーストックの増加は実際の物価上昇率を引き上げ、それが予想物価上昇率の上昇につながるとの見方を示した。ある委員は、「量的・質的金融緩和」が進み、当座預金残高が一段と積み上がっていく中で、ポートフォリオ・リバランス効果は今後次第に広がっていくとの見方を示した。この間、複数の委員は、金融機関については、各種規制やリスク管理上の制約もあり、大量に保有している国債からのリバランスにはある程度時間がかかると指摘した。このうちの一人の委員は、予想物価上昇率や成長期待が高まることで幅広い経済主体のリスクテイクが促されるという、広い意味でのポートフォリオ・リバランス効果は一部で現れつつあり、これが本格化するためには、政府による規制・制度改革や成長力強化などの取り組みが重要になると付け加えた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

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

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、着実に持ち直している。先行きは、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、企業収益の改善が家計所得や投資の増加に繋がり、景気回復へ向かうことが期待される。物価の動向を総合してみると、わが国経済はなお緩やかなデフレ状況にあるが、物価上昇を予想する家計や販売価格の上昇を予想する企業の割合が増加するなど、このところ一部に変化の兆しもみられる。

- 政府は、6月13日の経済財政諮問会議で、緊急経済対策の進捗状況を確認し、実施段階にある事業は、国・地方合わせて件数ベースで約81%となった。6月14日には、「経済財政運営と改革の基本方針」、「日本再興戦略」及び「規制改革実施計画」を閣議決定した。基本方針では、国・地方のプライマリーバランスについて、2015年度までに2010年度に比べ赤字対GDP比を半減、2020年度までに黒字化、その後の債務残高対GDP比の安定的な引き下げを目指すとの目標を掲げている。その実現に向け、社会保障、社会資本整備、地方財政といった主な歳出分野の重点化・効率化の考え方などを示した。来月には、「中期財政計画」を策定する。また、「日本再興戦略」に基づき、民間活力を引き出し、新たな市場フロンティアを創出する政策を実行し、日本経済を揺るぎない成長軌道に乗せる。さらに、エネルギー・環境、保育、健康・医療、雇用、創業等を五つの重点分野とした「規制改革実施計画」を着実に実施する。
- 日本銀行には、本日の展望レポートの中間評価に沿って、物価安定目標の2%を実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き経済財政諮問会議等で十分説明してほしい。一時みられた市場のボラティリティの高まりに対し、日本銀行は市場との対話を通じて適切に対応されたと考えている。

V. 採決

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

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

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

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

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

VII. 議事要旨の承認

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

以 上

2013年7月11日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

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

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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。

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。

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

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

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

5．4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。

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

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

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

以 上

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

(参考1)

2013～2015年度の政策委員の大勢見通し

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

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

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

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

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

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

(注5)政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

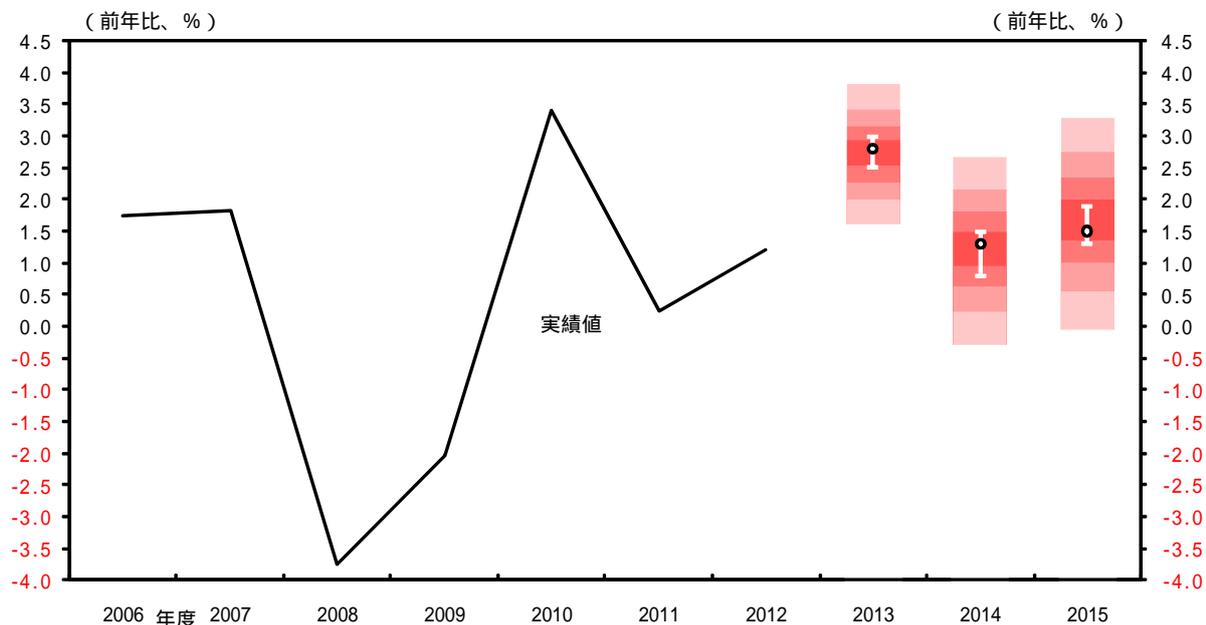
対前年度比、%。

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

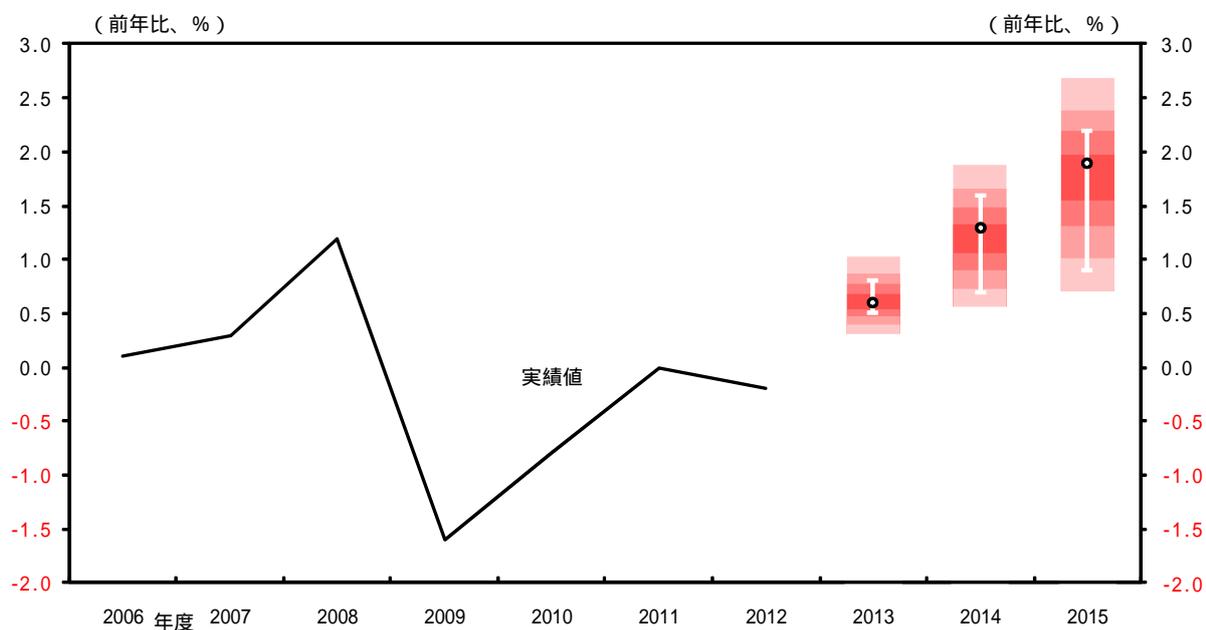
(参考2)

政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値(リスク・バランス・チャート)について、上位10%と下位10%を控除したうえで、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。