

公表時間

11月26日（火）8時50分

2013.11.26

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2013年10月31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11月20、21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10月31日(9:00～13:09)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

|     |      |                    |
|-----|------|--------------------|
| 財務省 | 古川禎久 | 財務副大臣              |
| 内閣府 | 石井裕晶 | 内閣府政策統括官(経済財政運営担当) |

(執行部からの報告者)

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 理事          | 雨宮正佳             |
| 理事          | 木下信行             |
| 理事          | 門間一夫             |
| 企画局長        | 内田眞一             |
| 企画局審議役      | 野村 充 (9:00～9:11) |
| 企画局政策企画課長   | 正木一博             |
| 金融市場局長      | 山岡浩巳             |
| 調査統計局長      | 前田栄治             |
| 調査統計局経済調査課長 | 亀田制作             |
| 国際局長        | 外山晴之             |

(事務局)

|           |                  |
|-----------|------------------|
| 政策委員会室長   | 吉岡伸泰             |
| 政策委員会室企画役 | 福永憲高             |
| 企画局企画調整課長 | 上口洋司 (9:00～9:11) |
| 企画局企画役    | 川本卓司             |
| 企画局企画役    | 東 将人             |

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

### 1. 執行部からの説明

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

### 2. 採決

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

## II. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10 月 3、4 日）で決定された方針<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 182～190 兆円台で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。G C レポレートは、足もとにかけて幾分強含んでおり、0.1%近傍での推移となっている。ターム物金利をみると、短国レートは、幾分強含んでいるものの、いずれのタームも 0.1%を下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、ごく僅かながら低下している。

---

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

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

### 3. 海外金融経済情勢

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

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

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

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。輸出は、持ち直しの兆しもみられているが、なお弱めの動きから脱しきれていない。一方、個人消費は、引き続き質素

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

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

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向が維持されている。実質輸出をみると、1～3月に前期比で3四半期振りに増加に転じ、4～6月に伸びを高めたあと、7～9月は小幅の減少となった。

公共投資は、緊急経済対策などの効果が本格化するもとで、増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高をみると、4～6

月まで6四半期連続の前期比増加となったあと、7～8月の4～6月対比も増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額は、4～6月に前期比で大幅に増加したあと、7～9月も引き続き高水準で推移している。

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

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

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

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

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

物価面では、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、緩やかに上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている。この間、予想物価上昇率については、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大

幅に増加しており、前年比は4割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、小幅のマイナスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台後半の伸びとなっている。

### III. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

#### 1. 経済情勢

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

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

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境が維持され、財政面からの下押し圧力が次第に和らいでいくことなどを背景に、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。もともと、多くの委員は、債務上限問題は先送りされただけであり、引き続き不確実性が残る中、住宅市場の回復の一服や、マインドの悪化とその経済

への影響には注意が必要であると指摘した。この間、ある委員は、労働生産性上昇率のトレンドが低下し、家計の所得改善への期待が高まりにくい状況になっている可能性があるとの見方を示した。

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

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

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっているとの認識で一致した。複数の委員は、金融市場の落ち着きや一部の国での輸出受注 PMI の改善がみられているものの、依然として輸出が弱めで推移していると指摘した。先行きについて、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済が持ち直していく中で、成長ペースは徐々に高まっていくとの認識を共有した。

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

員は、銀行貸出残高は緩やかに増加しているとの見方で一致した。

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

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

委員は、輸出はやや勢いに欠けるものの、海外経済が全体として徐々に持ち直しに向かう中、為替相場の動きも下支えとなって、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、特に新興国・資源国向け輸出の弱さを指摘した。もっとも、委員は、円の実質実効為替レートの水準が大幅に下落したことがラグを持って下支えに効くことや、海外経済が持ち直し傾向にあることなどから、先行き、輸出は緩やかな増加基調を辿るとの見方を共有した。公共投資について、委員は、増加しているとの認識で一致した。設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しているとの見方で一致した。一人の委員は、業況感や企業収益の改善、実質金利の低下などにより設備投資は持ち直していると述べた。他の一人の委員は、機械受注が製造業も含めて持ち直してきていることを指摘し、先行きについても、9月短観や日本政策投資銀行の調査での高めの計画に加えて、日本政策金融公庫調査の中小企業製造業の投資計画でも増加が確認されたと指摘した。一方、ある委員は、このところ設備投資は持ち直しているものの、輸出の改善が勢いを欠いていることで、今後の改善ペースが鈍化しないか注意を要すると述べた。個人消費について、委員は、やや長い目でみて消費者マインドが改善傾向にあることや、雇用・所得環境にも改善がみられるもとの、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。雇用・所得環境について、複数の委員は、有効求人倍率が改善しているほか、一般労働者（パート労働者を除く常用労働者）の一人当たり名目賃金やパート労働者の時間当たり名目賃金は概ね前年を上回って推移していると指摘した。このうちの一人の委員は、先行き、需給ギャップの縮小と労働需給の改善によって、所得の増加が支出の増加をもたらす、支出の増加が一層の労働需給の改善をもたらすという好循環が進むとの見方を示した。住宅投資について、委員は、増加しているとの認識で一致した。鉱工業生産について、委員は、

こうした内外需要を反映して、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

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

## 2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、①内需が堅調さを維持する中で、外需も緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続する、②このため、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、7月の中間評価時点と比べると、成長率は概ね不変であるとの見解で一致した。

2013年度下期の景気展開について、委員は、輸出や鉱工業生産が緩やかながらも増加していくもとの設備投資は持ち直しがより明確となるとともに、個人消費も雇用・所得環境の改善に支えられて底堅く推移するとの見方を共有した。加えて、個人消費や住宅投資では消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生することから、2013年度下期の成長率はかなり高めになるとの見方で一致した。2014年度について、委員は、上期を中心に駆け込み需要の反動が出ることから、成長率は前年度に比べればかなり鈍化するものの、輸出が伸びを高めるほか、金融緩和や各種企業減税の効果などにより設備投資もしっかりとした増加を続けるため、潜在成長率を上回る成長は維持されるとの見方を共有した。2015年度についても、委員は、2回目の消費税率

引き上げによる振れの影響を受けつつも、生産・所得・支出の好循環は維持され、潜在成長率を超える成長が続くとの認識を共有した。複数の委員は、海外経済見通しの下振れなどは、経済成長率見通しを押し下げる要因となるが、政府による経済政策パッケージの効果を含めた内需の押し上げによって、全体としては横ばいないしは幾分上振れするとの見方を示した。この間、一人の委員は、今後、米国の金融緩和縮小によって日米の金融政策のスタンスの違いが明確に認識されれば、為替の円安傾向や株価上昇などが起き、これらを通じた予想物価上昇率の上昇・実質金利の低下によって、実体経済の好循環がさらに強まる可能性が高いとの見方を示した。

消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとの見方を示した。一人の委員は、物価が見通し通りに上昇するには、賃金、特に恒常的な所定内給与が上昇することが、①個人消費をより下支えするとともに、②中長期的な予想物価上昇率を上昇させるうえで、非常に重要であると指摘した。消費税率の引き上げ前後の時期の物価動向について、ある委員は、短観における中小企業の販売価格D Iが依然としてマイナスであると指摘し、中小企業による税率上昇分の転嫁が順調に進むかどうか注視していく必要があると述べた。中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで、実際の物価上昇率の高まりもあって上昇傾向を辿り、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくとの見方を共有した。ある委員は、マネーストックが着実に増加しており、これがラグを伴って実際の物価上昇率を引き上げ、さらに予想物価上昇率も引き上げるとの見方を示した。一方で、一人の委員は、2%に向かって予想物価上昇率が上昇することは不確実性が高いと指摘し、見通しを下振れた場合、日本銀行の見通しや金融政策に対する信認を毀損する惧れが大きいと述べた。また、別のある委員は、足もとまでの予想物価上昇率の推移を踏まえると、「物価安定の目標」である2%に向かって予想物価上昇率が上昇し、収斂していくのは難しいとの見方を示した。

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

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向に関する不確実性、②家計の雇用・所得動向、③消費税率引

き上げの影響、④企業や家計の中長期的な成長期待、⑤財政の中長期的な持続可能性、の5点を挙げた。

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

家計の雇用・所得動向について、委員は、国内需要が先行きも堅調さを維持するためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きの循環が持続することが重要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、現在、労使双方でベースアップ（ベア）実施に向けた前向きの動きがみられ始めており、この動きが浸透していくのか注視したいと述べた。このうちの一人の委員は、来春の賃上げの動向は、消費税引き上げで生じる実質可処分所得へのマイナスの影響を緩和して経済の前向きの循環を維持するとともに、予想物価上昇率を引き上げていくうえで、極めて重要だと付け加えた。別のある委員は、ベア実施に向けた動きが十分に広がらない可能性もあり、その場合、賃金・物価は見通しから下振れる可能性を指摘した。別の一人の委員は、パート比率の趨勢的な上昇により、所定内賃金には下押し圧力が残る可能性があることを指摘した。これに対して、一人の委員は、労働生産性が堅調な伸びを続けることで、やや長い目でみた人々の所得見通しが改善することが重要であり、足もとまでの労働需給や労働生産性のトレンドからみると、雇用・所得動向は上振れる可能性もあると指摘した。

消費税引き上げの影響について、委員は、実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼすものの、①政府による各種経済対策等が予定されていることや、②税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来

不安を和らげる効果も期待できることなどから、消費へのマイナスの影響をある程度減殺する力も働くとの見方で一致した。一人の委員は、雇用環境の改善が続くことが、消費税率引き上げによる下振れリスクを抑制するとの見方を示した。

物価に固有の上振れ・下振れ要因について、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度、③輸入物価の動向、の3点を指摘した。

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

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

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

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

こうした経済・物価見通しに対する上振れ・下振れ要因に関する議論を経て、委員は、特に海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向

を巡る不確実性は大きく、これらがわが国の景気・物価に与える影響について、引き続き注意が必要であるとの認識を共有した。

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

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

次に、第2の柱、すなわち、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、委員は、経済の中心的な見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしている、との認識を共有した。物価の中心的な見通しについて、大方の委員は、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしている、との見方を示した。委員は、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されないものの、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は引き続き高水準である点には留意する必要があることを改めて確認した。この間、一人の委員は、「2本の柱」による点検とは何かということを対外的に丁寧に説明する必要性を指摘し、「基本的見解」の冒頭で展望レポート全体の構成について記述するべきであると述べた。

#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

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

有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③ C P 等、社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。何人かの委員は、下期入り後の、短期国債需給の引き緩みもあって、ひと頃よりも円滑にオペ運営が行なわれていると指摘した。

先行きの金融政策運営について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続すること、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。これに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるといふ観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。また、別の一人の委員は、「物価安定の目標」について、あくまで柔軟な枠組みであり、ピンポイントで2%を実現することが究極の目標であるとの誤解を与えるべきでなく、賃金の動向などから先行き2%に達することがある程度見通せるという状況になれば達成したと評価できるとの認識を示した。

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

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 「量的・質的金融緩和」の導入から半年余りが経過したが、この間大胆な金融緩和を含む「三本の矢」の効果もあり、日本経済は2四半期連続で3%以上の成長を達成するなど、緩やかに回復しつつある。物価は、幅広い品目で下げ止まりの動きがみられるなど、デフレ状況ではなくなりつつある。このように、日本経済はデフレ脱却と経済再生に向けて着実に前進してきており、本日の展望レポートはそのことを確認する内容と受止めている。日本銀行におかれては、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待している。
- 政府としては、デフレ脱却に向けた改善の動きが続く中、持続的な経済成長と雇用・賃金の改善を伴う望ましい物価上昇を実現することが重要と考えている。このため、「日本再興戦略」を強力に実行し、企業の競争力強化を目指す観点から、「産業競争力強化法案」を国会に提出した。併せて、設備投資減税や研究開発減税など、民間投資を活性化するための政策税制を実施することとしている。加えて、企業による賃金引き上げの取組みを強力に促進するため所得拡大促進税制を拡充するとともに、先般立ち上げた「政労使会議」において、経済の好循環実現に向けた共通認識の醸成を図っており、第2回会議では、経済界の方々からも前向きな心強い発言を頂いた。
- また、社会保障制度を持続可能なものとし、財政の信認を維持する観点からは、社会保障制度改革の全体像・進め方を定めたいわゆるプログラム法案を国会に提出したところであり、社会保障・税一体改革の着実な推進を図っていく。
- 政府としては、デフレ脱却・経済再生と中期財政計画の推進を通じた財政健全化の両立に向け、これらの施策を果敢に実行していく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。先行きについては、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、家計所得や投資の増加傾向が続き、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。消費者物価の基調を表す、生鮮食品・石油製品及びその他特殊要因を除く総合が前年比で横ばいとなっており、デフレ脱却に向けて着実に改善が続いているとみられる。

- 政府は、10月17日に、第2回「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を開催し、経済の好循環実現に向けた政府の取組みを報告した。また、経済界の出席者から、企業収益の改善を賃金引き上げや雇用拡大に繋げていくという前向きな発言を頂いた。引き続き、経済の好循環に向けて、関係省庁の所管業界に対して、賃金上昇や取引先企業の支援等について要請していくなど、政府一丸となって取り組んでいく。また、成長戦略の実行の加速化と強化に向けて、「産業競争力強化法案」を閣議決定し、今国会に提出した。さらに、「国家戦略特別区域法案」などの関連法案についても今国会に提出し、早期成立に努めていく。さらに、成長戦略の重要な柱であるTPPについては、10月の交渉により、交渉妥結に向けた道筋や政治的課題が明らかになり、年内妥結に向けた大きな流れができたと考えている。今後とも交渉の年内妥結に向けて、日本が積極的な役割を果たしていく。こうしたことにより、成長力強化に努めていく。
- 本日示される展望レポートに沿って、「物価安定の目標」の2%が実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しなどについては、引き続き、経済財政諮問会議等の場で十分に説明頂きたい。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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

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

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

記

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

## 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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、①分かりやすさ向上の観点から、「基本的見解」の冒頭に「今回の展望レポートでは、まず、わが国の経済・物価の先行き1年から3年の中心的な見通しについて示し、次いで、そうした中心的な見通しに対する上振れ、下振れ要因を指摘する。最後に、その見通しについて、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点による点検（第1の柱）、および、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクの点検（第2の柱）を行い、先行きの金融政策の考え方を整理する。」との段落を挿入する、②経済情勢の上振れ・下振れ要因について、海外経済の動向と家計の雇用・所得動向等の不確実性が大きいことから、また、物価情勢の上振れ・下振れ要因について、中長期的な予想物価上昇率の動向とマクロ的な需給バランスに対する物価の感応度等の不確実性が大きいことから、それぞれ「下振れリスクを意識する必要がある」ことを記述する、③金融政策運営について、2%の「物価安定の目標」の実現に向けた「道筋を順調にたどっている」から「道筋を緩やかにたどっている」に変更することを内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

## 採決の結果

賛成：白井委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、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見通し期間後半にかけての物価見通しについて「2%程度に達する可能性が高い」から「2%程度を見通せるようになる」に変更する、②中心的な見通しについて「2%程度の物価上昇

率が実現し」から「２％程度の物価上昇率を目指し」に変更する、③物価見通しのリスクについて「上下に概ねバランスしている」から「下方にやや厚い」に変更する、を内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：佐藤委員

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

木内委員からは、①予想物価上昇率の見通しについて「量的・質的金融緩和」のもとで、実際の物価上昇率の高まりもあって上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である２％程度に向けて次第に収斂していく」から「実際の物価上昇率の高まりもあって緩やかな上昇傾向をたどると考えられる」に変更する、②見通し期間後半にかけての物価見通しについて「物価安定の目標」である２％程度に達する可能性が高いとみている」から「上昇幅を緩やかに拡大させていくことが見込まれる」に変更する、③先行きの金融政策運営について「２％の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」から「中長期的に２％の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を２年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする」に変更する、などを内容とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

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

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。採決の結果、賛成多数で決定され、即日公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、１１月１日に公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、  
石田委員

反対：白井委員、佐藤委員、木内委員

白井委員、佐藤委員、木内委員は、上記の各議案で示した理由により、反対した。

### VII. 議事要旨の承認

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

以 上

2013年10月31日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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

以 上