

公表時間

12月26日（木）8時50分

2013.12.26

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2013年11月20、21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12月19、20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11月20日(14:00～15:59)  
11月21日(9:00～12:10)

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	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
企画局審議役	野村 充 (21日 9:00～9:10)
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 (21日 9:00～9:10)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	飯島浩太

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月31日）で決定された方針<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185～191兆円台で推移した。

### 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、幾分弱含む場面がみられたが、足もとは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%を下回る水準で推移しており、このところは幾分弱含んでいる。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。

長期金利についてみると、米国長期金利が上昇している中であっても、日本銀行による国債買入れが進捗するもとで、横ばい圏内の動きとなっている。株価（日経平均株価）は、幾分下落する場面がみられたものの、米国株価が高値を更新しつつ水準を切り上げていることもあって大幅に上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、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、堅調な米国経済指標などを背景に、円安ドル高方向の動きとなっており、最近は100円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している。

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、なお減少基調にある。住宅投資は、そのペースは幾分緩やかになっているが、基調として持ち直しを続けている。個人消費も、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調が続いている。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

---

<sup>（注）</sup> 「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。」

ンドは改善を続けており、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、持ち直しに転じつつある。民間設備投資は減少基調がなお続いているが、底入れしつつある。また、輸出も底入れしている。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、緩やかながらも持ち直している。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おり、コアベースの消費者物価の前年比は足もと低下基調をやや強めている。これに、エネルギー価格のマイナス幅拡大などが加わって、総合ベースの消費者物価の前年比も、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。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。固定資産投資も、引き続き堅調に推移している。加えて、輸出も、欧米向けを中心に持ち直しに転じている。こうした需要動向のもとで、生産は自動車を含む機械類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。輸出は、全体として弱めの動きが続いているが、N I E sでは持ち直しの兆しもみられている。もっとも、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を中心に減速傾向が続いている。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、米国において良好な経済指標が公表されたことや、F R Bによる金融緩和の長期化観測が高まったことなどから、先進国の市場を中心にリスクオンの動きが強まっている。こうしたもとで、欧米市場では、米独株価が既往最高値を更新しながら上昇しており、また、長期国債の利回りは強含んでいる。一方で、新

興国市場では、再び神経質な展開となっており、経常収支赤字国を中心に、通貨、株、債券が下落するケースがみられている。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おり、このところ弱含んでいる。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。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が、10月の7～9月対比は再び増加した。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

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

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直している。機械投資の一致指標である資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると、1～3月に前期比で大幅に増加したあと、4～6月、7～9月と横ばい圏内の動きとなっており、基調としては持ち直し傾向にあると考えられる。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月に前期比で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、7～9月もはっきりと増加した。先行きの設備投資は、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境については、労働需給は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。GDPベースの実質個人消費(1次速報値)は、1～3月および4～6月に前期比で高い伸びとなったあと、7～9月も底堅い動きを続けた。乗用車の新車登録台数は、年明け以降の新型車の投入効果などによる大幅増加の反動がみられていたが、足もとでは再び新型車の投入などから増加に転じており、基調的には底堅く推移している。この間、消費者コンフィデンス関連指標は、年初から速いペースで上昇したあと、振れを伴いつつ、改善傾向を続けてきたが、ごく足もとでは反落している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、増加している。先行きについても、増加傾向を続ける

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。先行きについても、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、10～12月の生産は、増加を続けると予想される。

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を背景に、緩やかに上昇している。先行きについては、国際商品市況の動きを反映して、当面、上昇幅が縮小するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、先行きは、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。この間、予想物価上昇率については、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。

## （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、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4%程度の伸びとなっている。

## II. 「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等について

### 1. 執行部からの説明

金融調節の一層の円滑化を図る観点から、新日銀ネット第1段階開発分の稼働開始に際し、国債現先オペのマージン調整担保の受払方式を、同オペ専用の担保として受け払いする方式から、他の取引との共通担保として受け払いする方式に変更することとし、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

## 2. 採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

# III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

## 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、雇用統計など良好な米国経済指標が公表された中で、F R B 副議長の議会証言などを受けて F R B の金融緩和の長期化観測が高まったことから、先進国の市場を中心にリスクオンの動きが強まったとの認識を共有した。そのうえで、委員は、国際金融資本市場は、F R B の金融政策を巡る思惑などで振れやすい状況にあり、新興国市場への影響を含め、今後とも注意が必要であるとの見方で一致した。何人かの委員は、米国の株式市場では、良い経済指標が出れば景気改善期待から、また、悪い経済指標が出れば金融緩和の長期化期待から買われる一方、債券市場では、金融緩和の長期化期待が根強く、長期金利の上昇は緩やかなものにとどまっていると指摘した。そのうえで、これらの委員は、こうした状況が今後も続くか注視したいと述べた。なお、このうちの一人の委員は、国際金融資本市場は本年5月以降既に一旦調整局面をこなしていることから、今後、F R B の金融政策を巡る思惑で市場が振れることがあるとしても、その度合いは限定的であろうとの見解を示した。

海外経済について、委員は、新興国の一部に緩慢な動きもみられているが、米欧で改善の動きが続き、中国も安定した成長を続けるなど、全体として緩やかに持ち直しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、先進国を中心に、持ち直しを続けていくとの認識を共有した。複数の委員は、このところ、N I E s の輸出が先進国や中国向けを中心に持ち直すなど、グローバルな貿易活動が先行き徐々に高まっていく兆候がみられるとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、海外経済については、依然として様々な不確実性があると指摘した。

地域毎にみると、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。多くの委員は、堅調な雇用統計や I S M 指数の改善、市場予想



を上回る小売売上高などを踏まえると、政府機関の一時閉鎖などの影響は限定的なものにとどまったとみられるとの見解を示した。雇用に関し、ある委員は、ユニット・レーバー・コストの上昇が続けば、大幅な雇用拡大の維持のためには、今より高い成長が必要になると述べた。この間、多くの委員は、最近、消費者コンフィデンスが悪化していることは、やや気がかりであると述べた。消費者コンフィデンス悪化の背景について、何人かの委員は、財政協議の帰趨を巡る不確実性が引き続き残っている点を指摘したほか、一人の委員は、10月から受け付けを開始したオバマケアのもとでの新医療保険の申し込み用ウェブサイトの不具合が影響している可能性もあると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、7～9月の実質GDP成長率が2四半期連続でプラスとなるなど、持ち直しに転じつつあるとの認識を共有した。何人かの委員は、企業や家計のマインドの改善が続いているもとで、個人消費が緩やかながら持ち直しており、生産も底入れしているとの見方を示した。先行きについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開には不確実性が残っており、また、デイスインフレ傾向の強まりには注意が必要であるものの、内需の持ち直しに、外需の改善も加わることが期待されるもとで、持ち直しの動きが続いていくとの見方で一致した。委員は、マイナスの需給ギャップが存在するもとで、デイスインフレ傾向はしばらく続くとの見方を共有した。一人の委員は、デイスインフレ下では、周縁国で、実質的な債務負担が増し、域内競争力確保のため一層の賃金抑制を要するとの見方を示した。この間、ある委員は、銀行セクター改革などの構造改革が、今後もスピードを速めながら着実に進捗していくことを期待すると述べた。

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。何人かの委員は、これまで弱かった輸出も、欧米向けを中心に持ち直しに転じていると指摘した。また、ある委員は、生産や製造業の設備投資なども伸びを幾分高めていると述べた。先行きについて、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るほか、外需も引き続き緩やかに改善すると見込まれるため、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、輸出や生産に持ち直しの動きがみられることは、今後の景気の持続性という点で好材料であると述べた。一人の委員は、政府のインフラ投資の抑制や緩和的な金融環境の修正から、来年にかけて、成長率が再び緩やかに低下する可能性があるとして指摘した。

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。多くの委員が、新興国市場に不透明感がみられるもとで、ASEANを中心に景気持ち直しの勢いは引き続き弱いとの見方を示した。一方で、多くの委員は、韓国や台湾で、欧米や中国向けを中心に輸出に持ち直しの動きがみられていることを指摘した。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、先進国経済の成長ペースが次第に高まっていく中で、成長ペースは徐々に高まっていくとの認識を共有した。

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、緩やかに回復しているとの見方を共有した。委員は、家計部門では、雇用・所得環境が改善する中で、個人消費や住宅投資は堅調に推移しており、企業部門でも、収益が増加する中で、設備投資が持ち直しているなど、引き続き、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いているとの認識で一致した。7～9月の実質GDPについて、多くの委員が、前期比年率4%程度の高成長が続いた本年前半からは減速したものの、内需を中心に景気の前向きな動きが続いていることを示すものであったと述べた。一方、一人の委員は、在庫寄与度の大きさや、雇用者報酬が前期比マイナスとなったことを踏まえると、内容は不芳だったとの見解を示した。また、ある委員は、これは一時的な減速ではなく、成長率の基調が下方シフトしたことの表れではないかと述べた。景気の先行きについて、委員は、生産・所得・支出の好循環が持続するもとで、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、持ち直しの勢いの弱さは懸念材料だが、海外経済が全体として緩やかに持ち直しているもとで、振れを伴いつつも、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。多くの委員が、10月の実質輸出が7～9月対比でプラスとなったことを指摘して、持ち直し傾向が維持されていることが確認できたとの見方を示した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。複数の委員は、先行きの輸出が増加していくと考えられる理由として、機械受注の外需が増加していることを付け加えた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しており、先行きについても、緩やかな増加基調を辿ると予想されるとの見方で一致した。何人かの委員は、機械受注は、製造業についても持ち直しが明確になっており、先行き、企業収益から設備投資への前向きな動きが、業種の幅を広げながら続くことが期待されると指摘した。

一人の委員は、今後の実質金利の低下と海外経済の持ち直しは、設備投資の一層の増加に寄与するとの見方を示した。一方、ある委員は、製造業の設備投資については、維持更新や省エネ目的での投資の増加が見込まれるものの、引き続き過剰感があることから、増加ペースには不確実性があると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は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がはっきりするにつれて、持ち直しの動きが次第に明確になっていくとの見方で一致した。ある委員は、来春の賃上げについて、現時点で経営者の反応は区々だが、企業業績の回復が明確になるにつれて前向きな対応が増加するとの見方を示した。一人の委員は、東京商工会議所の調査などをみると、中小企業でも、収益が改善する中で賃上げに前向きな姿勢を示す先も現れていると指摘した。別のある委員は、「政労使会議」のような仕組みは、経済主体が、合成の誤謬に陥ることなく、安心して賃金や物価を上げられるようにする効果を持つとの見方を示した。一方、一人の委員は、大企業で賃上げが実現しても、中小企業への波及は限定的であり、マクロでの影響は限られる可能性があるとして述べた。ある委員は、人口減少などの構造問題を抱えるもとで、デフレ解消の観測だけで、企業が内需の成長期待を高め、大幅な賃上げに踏み切るとは考えにくいと述べ、従って、賃金の上昇が実現するためには、外需の動向が重要であるとの見方を示した。来年4月の消費税率引き上げについて、一人の委員は、実質賃金にはマイナスに作用するが、それが経済全体にどの程度の影響を及ぼすかは、やや長い目で見た賃金の上昇期待などによっても変わり得ると述べた。この点に関し、ある委員は、家計において消費税率引き上げの影響は以前から相応に織り込まれていること、また、財政や社会保障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はある程度減殺されると指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、GDPベースの7～9月の実質個人消費の伸びは鈍化したが、10月の新車登録台数は明確に増加しているほか、百貨店販売も悪天候の影響を考慮すると比較的堅調に推移しているなど、個人消費の底堅さは維持されていると述べた。先行きの個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとの見方で一致した。10月の消費者態度指数が下落したことについて、何

人かの委員が、消費税率引き上げの決定が影響している可能性を指摘しつつ、一時的なものかどうか注視する必要があると述べた。この点について、複数の委員は、最近、株価が上昇していること、景気ウォッチャー調査の季節調整値でみると10月は上昇していることから、消費者マインドが一段と落ち込む可能性は高くないとの見方を示した。また、別のある委員は、雇用・所得環境の改善が進むにつれ、消費者マインドは好転していくとの考えを示した。住宅投資について、委員は、増加しており、先行きも、増加傾向を続け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、緩やかに増加しており、先行きも、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、0%台後半となっており、先行きも、需給ギャップが縮小し、予想物価上昇率が上昇していくもとで、プラス幅を次第に拡大していくとの認識で一致した。複数の委員が、7～9月のGDPにおける内需デフレーターが前年比で5年振りにプラスとなったことを指摘し、個人消費をはじめとする内需の底堅さが物価上昇に寄与しているとの認識を示した。また、別の複数の委員は、消費者物価については、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。この間、一人の委員は、需給ギャップの縮小が物価に反映されるまでにある程度の時間がかかり、また、先行きの予想物価上昇率の上昇ペースが緩やかなものとなる可能性を指摘した。ある委員は、世界的なデフレーション傾向の中で、日本の物価が国内独自の要因で伸び率を高めていくかどうか注視しているとの見方を示した。また、一人の委員は、消費者物価の前年比の上昇ペースは、今後次第に鈍化するとみていると述べた。物価と賃金の関係について、ある委員は、予想物価上昇率の上昇を通じて物価が上昇するためには、マクロの雇用者所得よりも一人当たり賃金が上昇することが重要との見方を示した。この点に関して、複数の委員は、パート比率の上昇は、一人当たり賃金の上昇の観点からはマイナスの要因だが、世帯あたりの可処分所得が増加すれば、物価上昇圧力は強ま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、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、住宅金融支援機構の調査によると、本年入り後、住宅ローン借入に占める変動金利型の比率が低下していることを指摘しつつ、こうした動きは家計の中長期の予想物価上昇率の上昇を示唆している可能性がある

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いるほか、CP市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば良好な状態が続いているとの認識を共有した。委員は、資金需要について、銀行貸出残高は緩やかに増加しており、こうしたもとでマネーストックの前年比は、プラス幅を拡大しているとの見方で一致した。一人の委員は、資金需要の増加はまだ限定的だが、今後、景気の改善につれて金融環境の緩和度合いが高まっていくことから、一層の資金需要の増加が見込まれるとの見方を示した。

## IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

資産の買入れについても、委員は、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、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持すること、などを確認した。

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

の認識を共有した。このうちの複数の委員は、人々のデフレマインドを払拭するためには、2%の「物価安定の目標」を掲げ、その実現を目指すことが重要である点を改めて強調した。ある委員は、インフレーション・ターゲットという発想の前提には、適正な物価上昇率という考え方があり、多くの国でそれは2%であると述べた。これらに対し、一人の委員は、中長期の予想物価上昇率は、生産性上昇率など経済のファンダメンタルズで決まる側面が強いため、2年程度でその水準を2%に収斂させて「物価安定の目標」を達成するのは難しいとみられると述べた。この委員は、そうした中で、「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。この間、複数の委員は、何かのきっかけで金利の変動が大きくなるリスクには引き続き注意が必要との認識を示した。複数の委員は、投資信託などの増加により広義流動性の前年比伸び率が拡大していることを指摘し、家計を中心としたポートフォリオ・リバランスが着実に進んでいるとの見解を示した。

予想物価上昇率が上昇していくメカニズムについて、複数の委員は、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の早期実現を明確に示し、これを裏打ちする大胆な金融緩和を実行することで、人々の期待の転換が促されるという、フォワード・ルッキングなメカニズムと、実質金利の低下による需給ギャップの縮小を通じて、現実の物価が上昇することで、適応的に予想物価上昇率が上昇するというバックワード・ルッキングなメカニズムの双方が働くとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、この二つのメカニズムを通じて、2%の「物価安定の目標」に到達することができると述べた。ある委員は、フォワード・ルッキングなメカニズムについて、景気の持続的な改善が続くとの見通しによって人々の期待の転換が促される点に言及した。何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」に到達する経路、特に、予想物価上

昇率の上昇という点については、市場などの一部に懐疑的な見方もあることから、対外的により丁寧に説明していく必要があると付け加えた。

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+1.9%となるなど、引き続き緩やかに回復しつつある。物価についてもデフレ状況ではなくなりつつあるなど、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いる。日本銀行におかれては、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成して頂くことを期待している。
- 政府は、本年10月の「経済政策パッケージ」において策定することとされた新たな経済対策について、その取りまとめに向けた作業を行っているところである。12月上旬に予定されている経済対策の取りまとめを受けて、その実施のための平成25年度補正予算についても、編成を進めていく。
- また、経済の好循環の実現に向けて、「政労使会議」において議論を行っているところである。既に賃金引き上げについて前向きな姿勢を示す企業も多数出てきており、政府としても、このような動きを後押しするよう、今後とも政労使の共通認識の醸成に積極的に取り組んでいく。
- さらに、「日本再興戦略」に基づき、財務省および金融庁において「金融・資本市場活性化有識者会合」を開催し、家計の金融資産を成長マネーに振り向けるための施策等について、年内に取りまとめを行うこととしている。
- 政府としては、こうした一連の施策により、「デフレ下での縮小均衡メカニズム」から「物価安定下の拡大均衡メカニズム」への経済構造の転換を図り、持続的な経済成長と財政健全化の両立、持続可能な社会保障制度の確立を実現していく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と、前期の+3.8%から減速したものの4四半期連続のプラスとなった。内需

の動きには底堅さがみられ、景気は引き続き上向いていると考えている。先行きは、消費は、雇用・所得環境などが引き続き改善する中で、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれることから、緩やかな増加が見込まれる。消費を含め、内需が引き続き堅調に推移し、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。ただし、海外景気の下振れリスクには引き続き注視していく必要がある。

- 政府は、消費税率を引き上げても景気を腰折れさせることなく日本経済を成長軌道に早期に復帰させることを目的とした新たな経済対策を策定する。規模は5兆円程度とし、12月上旬に取りまとめる。また、経済財政諮問会議において、来年度の予算編成に向けた基本的な考え方や主要な歳出分野についての審議を深めており、今後平成26年度予算編成の基本方針を取りまとめる。さらに、先般、給与関係閣僚会議を開催し、復興財源確保のための臨時異例の措置である国家公務員の給与減額支給措置について、法律の規定どおり来年3月末をもって終了することなどを決定した。また、政府は「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を開催している。引き続き、デフレ脱却や経済の好循環実現に向けて取り組んでいく。
- 11月1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。デフレ脱却については、消費者物価指数のいわゆるコアコアでも着実に改善が続いているが、デフレ脱却にはまだ道半ばである。日本銀行には、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。

## VI. 採決

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

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



## 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

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

反対：なし

## VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

### 1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

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

## 2. 議長案

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

## VIII. 議事要旨の承認

議事要旨(10月31日開催分)が全員一致で承認され、11月26日に公表することとされた。

以 上

2013年11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。

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

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

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

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