

公表時間

2月21日（金）8時50分

2014.2.21

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2014年1月21、22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、2014年2月17、18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：2014年1月21日(14:00～16:36)
1月22日(9:00～12:15)

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(21日)
	古川禎久	財務副大臣(22日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官(21日)
	西村康稔	内閣府副大臣(22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	須合智広

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2013年12月19、20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196～204兆円台で推移した。

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、年末前後に幾分弱含む場面もみられたが、足もとでは概ね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、本邦株価や米国長期金利が上昇した場面で小幅上昇したあと、本邦株価の下落につれて幾分低下しており、最近では0.6%台後半で推移している。株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇を背景に、為替の円安方向の動きと相まって一旦は上昇する場面がみられたものの、その後は為替の円高方向の動きなどを受けて下落しており、期間を通じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。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、米国経済指標が市場予想比上振れる中、本邦株価の上昇と相まって円安ドル高方向に幾分動いたあと、米国雇用統計の市場予想比下振れなどを受けて円高ドル安方向に戻しており、最近では104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、緩やかな回復を続けており、その裾野に徐々に広がりが見られてきている。住宅投資は、そのペースは幾分緩やかになって

^(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。」

いるが、基調として持ち直しを続けている。個人消費は、引き続き資産価格が上昇し、雇用情勢が改善基調を続けるもとで、堅調に推移している。輸出も、引き続き増加している。こうした需要動向を受けて、企業マインドは改善を続けており、生産は増加ペースを幾分高めている。また、設備投資も、持ち直しつつある。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マイナス幅の縮小を主因に、プラス幅が拡大している。

欧州経済は、持ち直している。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で、緩やかに持ち直している。設備投資も、底入れしている。また、輸出にも持ち直しに向けた動きがみられている。こうした需要動向を受けて、生産は持ち直しつつある。物価面をみると、財や労働市場における緩やかな需給環境などが引き続き物価押し下げ圧力として作用しており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともに緩やかな低下基調を辿っている。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、引き続き質素倹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、高めの伸びが続いている。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。NIEs・ASEAN経済は、NIEsがやや上向きな一方で、ASEANでは成長モメンタムが鈍化した状態が続いている。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、FRBによる資産買入れ縮小開始の決定後も総じて落ち着いた動きとなる中で、投資家のリスクテイク姿勢は、景気回復期待を背景に、先進国の市場を中心に持ち直している。この間、新興国市場では、通貨、株、債券ともに全体として弱含んでいる。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、全体として弱含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出をみると、昨年7～9月は前期比で小幅の減少となったが、10～11月の7～9月対比は再び増加している。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、増加を続けている。先行きについては、当面増加傾向を辿ったあと、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、昨年7～9月は横ばい圏内の動きとなったが、10～11月は7～9月対比でははっきりと増加した。機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、昨年7～9月の前期比、10～11月の7～9月対比とも、はっきりとした増加を続けている。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がらも着実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・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。耐久消費財をみると、乗用車の新車登録台数は、昨年夏頃から新型車が投入されるもとで増加に転じ、最近ではかなり強めの動きとなっているほか、家電販売額は、振れを伴いつつも底堅く推移している。こうした耐久消費財の動きについては、住宅投資の増加の波及効果も含めて、消費税率引き上げ前の駆け込みも相応に影響している可能性が高い。この間、消費者コンフィデンス関連指標をみると、昨年初から速いペースで上昇したあとも、振れを伴いつつ、改善傾向を続けてきたが、10月以降は弱めの動きとなっている。先行きの個人消費は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動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、増加を続けており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響もはっきりと現れている。先行きについては、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には底堅く推移するとみられる。

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。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、1～3月の生産は、内外需要の緩やかな回復が続くもとで、幅広い業種で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か月前比でみると、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みると、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、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%台半ばのプラスとなっている。CP・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている。企業の資金繰りは、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%台前半の伸びとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、FRBによる資産買入れ縮小開始の決定後も総じて落ち着いた動きとなっているとの認識を共有した。新興国市場について、何人かの委員は、政治情勢が不安定な国や経常収支赤字など構造的に問題を抱えている国では、やや神経質な

動きとなっていると述べた。このような議論を経て、委員は、新興国市場を含め、国際金融資本市場について、引き続き注意してみ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、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、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。一人の委員は、今月公表された I M F の世界経済見通しが、昨年 10 月時点に比べて、米国を中心に上方修正されたことを指摘したうえで、米国経済が海外経済を牽引していくと見込まれると述べた。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、緩やかな回復を続けており、その裾野に徐々に広がりがみられてきているとの認識で一致した。多くの委員は、天候要因もあって雇用統計は弱めとなったものの、家計部門では小売売上高が堅調に推移したほか、企業部門でも生産や設備投資で改善を示唆する指標がみられると指摘した。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。複数の委員は、家計の債務調整の進捗を背景に消費や住宅投資が堅調に推移するほか、製造業を中心とした企業活動も成長期待の改善を背景に回復に向かうと見込まれることから、成長率は徐々に高まっていくと述べた。この間、ある委員は、F R B による積極的な金融緩和は、景気回復を下支えする一方、資産価格の形成が歪められるリスクもあると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、持ち直してい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の、個人消費が緩やかながら改善しているほか、輸出も持ち直しに向かっているとの見方を示した。先行きについて、委員は、内需の持ち直しが続き、輸出も緩やかに回復していくと見込まれるため、持ち直しを続けるとみられるとの見方で一致した。もっとも、複数の委員は、緩和的な労働需給環境のもとで賃金調整圧力が続き、ディスインフレ傾向が長期化する可能性には注意が必要であると指摘した。

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。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、同時に景気への配慮を続けていくとみられるほか、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見方を示した。一方、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、先行き成長率が緩やかに低下する可能性があるとして述べた。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、N I E s が持ち直している一方で、A S E A N では成長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。多くの委員は、先進国経済の改善に伴って、韓国や台湾の輸出に持ち直しの動きがみられていることを指摘した。先行きのN I E s ・ A S E A N 経済について、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、成長ペースは再び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、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられ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、企業収益が改善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。何人かの委員は、駆け込み需要の大きさについて、リアルタイムで識別することの難しさに留意しつつ、丹念に点検していく必要があると述べた。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とその反動の影響を受けつつも、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが引き続き働くことから、基調的には緩やかな回復を続けていくとの見方を共有した。複数の委員は、消費税率引き上げ後の景気判断では基調をみることが重要であり、税率引き上げの影響を受けにくい輸出や設備投資の動向についても注目していく必要があると指摘した。この点、ある委員は、今後輸出は、設備投資の増加と相まって、消費税率引き上げ後の個人消費の反動減を補い、景況感を下支えしていくとの見方を示した。

輸出について、委員は、引き続き勢いの弱さは懸念材料だが、海外経済が先進国を中心に回復しつつあるもとの、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。何人かの委員は、既往の円安にもかかわらず、輸出が勢いに欠けている背景として、海外各国における設備投資が弱めに推移していることなど、海外経済の動向が影響しているとの見方を示した。この点、ある委員は、海外経済の設備投資について、先行指標である機械受注の外需が、このところ振れを伴いつつも持ち直しを続けていると指摘し、回復の兆しがみられると述べた。一人の委員は、一部の分野では、国内需要の強さから輸出余力が乏しくなっているという側面もあると指摘した。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、緩やかに増加していくとの見方で一致した。一人の委員は、N I E s の景気が持ち直していることは、先行きの輸出動向の下支えになると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、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。多くの委員は、資本財総供給や機械受注ははっきりと増加していると述べた。ある委員は、海外への生産移管などが製造業の国内設備投資や輸出の重石となる一方で、海外での収益力を高めることは、所得収支などを通じて国内の成長を支える面もあるとの見方を示した。一方、一人の委員は、自動車産業からの機械受注額がここ1年ほど横ばいで推移しており、設備投資に力強さがみられないと指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は緩やかながらも着実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、持ち直しが次第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、今春の賃金改定交渉の帰趨を注視したいと述べた。何人かの委員は、有効求人倍率が1倍に達するなど労働需給が改善していることや、中小企業でも収益が改善していることを踏まえると、大企業だけでなく中小企業も含め、雇用者所得への波及が広がっていくとの見方を示した。これに対して、一人の委員は、先行きの賃金上昇率について、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみた物価上昇率を下回る可能性もありうると指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が改善する中で、引き続き底堅く推移しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられているとの認識を共有した。委員は、自動車などの耐久消費財の動きには、冬季賞与の増額など雇用・所得環境の改善とともに、消費税率引き上げ前の駆け込みも相応に影響している可能性が高いとの見方を共有した。一人の委員は、企業からのヒアリング情報を踏まえると、年末年始の消費動向も堅調であったことに言及した。別の一人の委員は、耐久財消費は駆け込み需要も加わって増加している一方、一部のサービス消費では弱めの動きもみられていると指摘した。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動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、先行き、雇用者数が増加し、雇用者所得の持ち直しは明

確になっていくことを踏まえれば、個人消費は底堅く推移するとの見方を示した。一人の委員は、消費者コンフィデンスが昨年 10 月以降弱めの動きとなっていると指摘したうえで、その背景として消費税率引き上げを意識している可能性があり、今後の動きを注視していく必要があると述べた。

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、+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みられるとの見方を共有した。多くの委員は、昨年 11 月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が+0.6%まで上昇しているなど、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。このうちの複数の委員は、底堅い個人消費を背景に、企業がコストを販売価格へ転嫁しやすい状況になっており、先行きもこうした動きは続いていくとみられると付け加えた。先行きの消費者物価の前年比について、多くの委員は、エネルギー関連の押し上げ寄与は縮小するものの、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といった基調的な物価上昇圧力は次第に強まっていくことから、暫くの間、+1%台前半で推移すると述べた。この間、一人の委員は、為替円安が物価に与える影響がかつてに比べ大きくなっている可能性があるとして指摘したうえで、今後、円安傾向が反転した場合には、消費者物価の前年比の上昇ペースが想定以上に鈍化する可能性があるとして述べた。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。複数の委員は、中長期的な予想物価上昇率について、横ばいを示す指標が増えていたが、最近再び上昇を示す指標もみられており、上昇傾向は維持されて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、こうしたもとのマネーストックの前年比のプラス幅は拡大傾向にあるとの見方で一致した。中小企業向けの銀行貸出残高について、何人かの委員は、このところ裾野は広がってきており、貸出残高の前年比はプラス幅を拡大していると述べた。

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、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、成長率が基調的に潜在成長率を上回るという、昨年10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。多くの委員は、消費税率の引き上げは家計の実質所得にマイナスの影響を与えることになる指摘した。もともと、これらの委員は、①政府において各種の経済対策が講じられること、②消費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されることなどから、家計の購買力低下の影響を緩和させる力も働くとの見方を示した。

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、昨年10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。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。一方、複数の委員は、昨年10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繋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。

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。新興国・資源国経済の動向について、多くの委員は、一部の国は経常収支赤字など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、引き続き注視していく必要があると述べた。欧州債務問題の今後の展開について、何人かの委員は、デイスインフレ傾向が実質的な債務負担を増加させるリスクがあるほか、金

融システム健全化に向けた動きには依然として不確実性が残っていると指摘した。米国経済について、委員は、①米国議会において歳出規模などの合意が成立したことや、②F R Bによる資産買入れ縮小開始決定によって、先行きの不確実性が低下したとの認識を共有した。こうした議論を経て、委員は、海外経済に関する下振れリスクは、欧米経済を中心として低下しているとの見方で一致した。この間、一人の委員は、これらの海外経済に関するリスクに加え、国内の雇用・所得環境の改善ペースも当面のリスク要因として挙げられるとの見方を示した。この点につき、何人かの委員は、雇用・所得環境に関する指標には、むしろ、このところ改善の動きがみられており、先行きも、企業業績の回復などを背景にこうした動きが続いていくとみられると述べた。

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、②E T F 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、③C P 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、海外経済を中心にリスクもひと頃に比べて低下していることを踏まえれば、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和

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。この委員は、このような変更を通じた情報発信により、各主体が金融政策に過度に依存する傾向を和らげることができると付け加えた。

「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、一人の委員は、資金循環統計や広義流動性で、家計の株式や投資信託などの保有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、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」などにより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、現実の物価上昇を受けて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、今後、実際の物価上昇率が前年比+1%台前半で推移するもとの、バックワード・ルッキングなメカニズムが強まるほか、2%の「物価安定の目標」に対する信認が高まり、フォワード・ルッキングな上昇メカニズムも強まってくるとの見方を示した。

対外的な情報発信について、多くの委員は、日本銀行は、①「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」と約束するとともに、②「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」との方針を明確にしているが、両者はともに重要なコミットメントであり、相互に補完的なものであるとの認識を述べた。「量的・質的金融緩和」の継続期間について、多くの委員は、2年という期間で厳密に区切っているという訳ではないということ、誤解のないように明確に説明していく必要があると

の認識を示した。同時に、何人かの委員は、そのことによって「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」というコミットメントを弱めることがないように十分留意しなければならないと述べた。一人の委員は、上記の方針における「必要な時点まで」という文言は、先行きの見通しに基づいて判断するものであるとの認識を高めていく必要性を指摘した。これに関連して、ある委員は、金融政策の効果が実体経済や物価に波及していくには、ある程度のタイムラグがあることを考慮する必要があると付け加えた。何人かの委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要によって2014年1～3月に成長率が高まり、その反動によって4～6月に成長率が一旦落ち込むことは、委員の見通しの標準シナリオに織り込まれていることを、対外的により明確に説明する必要があると指摘した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府と日本銀行の共同声明の発表から1年が経過したが、この間、大胆な金融緩和の効果もあり、日本経済は着実に上向いてきており、物価も底堅く推移している。政府は、昨年末閣議了解した政府経済見通しにおいて、2014年度の経済状況について、好循環が徐々に実現していく中で、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれるとの見通しを示した。本日の展望レポート中間評価の議論も、日本経済が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ものと受け止めている。引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に目標を達成することを期待している。
- 政府は昨年末、平成26年度の予算案及び税制改正大綱を閣議決定した。前者は、競争力強化に繋がる施策等に予算を重点化し、歳出効率化を図るとともに消費税増収分を活用し、社会保障の充実と安定化を図っており、こうした取組み等により、新規国債発行額の減額及び「中期財政計画」の目標を上回る一般会計の基礎的財政収支の改善を実現した。後者は、投資減税や所得拡大促進税制の拡充等に加え、復興特別法人税の1年前倒しでの廃止、民間投資・消費の拡大のための税制上の手当等などを講じている。平成25年度補正予算と併せ、これらの早期成立に取り組む。賃金上昇に向けた環境整備を進める観点からは、経済の好循環実現に向け一致協力して取り組むことにつき、政労使三者で共通認識を取り纏めた。また、「日本再興戦略」に基づく施策を迅速・確実に実行していくため、主要

な施策の実施期限や担当大臣を明示した実行計画の策定を進め、成長戦略のさらなる進化に向け今後の検討方針を取り纏めた。こうした施策により、デフレ脱却・経済再生への道筋を確かなものとしつつ、社会保障制度の安定化・財政健全化を進めていく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに回復している。政府経済見通しでは、2014年度は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減には留意が必要だが、各種施策の推進等により、年度を通してみれば、堅調な内需に支えられた景気回復により、実質GDP成長率は1.4%程度と見込まれる。消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価上昇率は1.2%程度となるなど、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれる。政府の見方は日本銀行と同じと考えている。
- 1月20日の経済財政諮問会議で「中長期の経済財政に関する試算」を示し、併せて「好循環実現に向けての経済財政の展望」を公表した。中長期試算では、「中期財政計画」を踏まえた収支改善努力等の前提で、国・地方の基礎的財政収支は2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比を半減する目標が達成される姿となる。ただし、2020年度の黒字化目標は達成されない姿となり、さらなる収支改善努力が必要と認識している。目標達成に向け具体的な道筋が描けるよう、さらに検討を進める必要がある。経済財政諮問会議では、金融政策を含むマクロ経済政策の整合性の確保、ミクロの成長戦略との連携等を重視し、具体的な改革に向けて取り組む。
- 成長戦略については、今後成長戦略関連の施策の実行を強化するための実行計画を策定した。また、産業競争力会議において年央の成長戦略改訂に向けた「成長戦略進化のための今後の検討方針」を取り纏めた。成長戦略のさらなる進化に大胆に取り組んでいく。
- 本日晒された展望レポートの中間評価に沿って、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ご説明頂ければと思っている。

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。

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、昨年10月の展望レポートでも指摘しているように、先行き国内需要が堅調さを維持していくためには、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り、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（2013年12月19、20日開催分）が全員一致で承認され、1月27日に公表することとされた。

以 上

2014年1月22日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

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

2．資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

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、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、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。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。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いる。雇用・所得環境が改善するもとで、引き続き住宅投資は増加し、個人消費は底堅く推移しており、これらの分野では消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。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、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とそ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ペースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

5．昨年10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^(注1)。

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2)。

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1) 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、6.の記述に反対した。

(注2) 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～+2.9 <+2.7>	+0.7～+0.9 <+0.7>	/
10月時点の見通し	+2.6～+3.0 <+2.7>	+0.6～+1.0 <+0.7>	
2014年度	+0.9～+1.5 <+1.4>	+2.9～+3.6 <+3.3>	+0.9～+1.6 <+1.3>
10月時点の見通し	+0.9～+1.5 <+1.5>	+2.8～+3.6 <+3.3>	+0.8～+1.6 <+1.3>
2015年度	+1.2～+1.8 <+1.5>	+1.7～+2.9 <+2.6>	+1.0～+2.2 <+1.9>
10月時点の見通し	+1.3～+1.8 <+1.5>	+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。

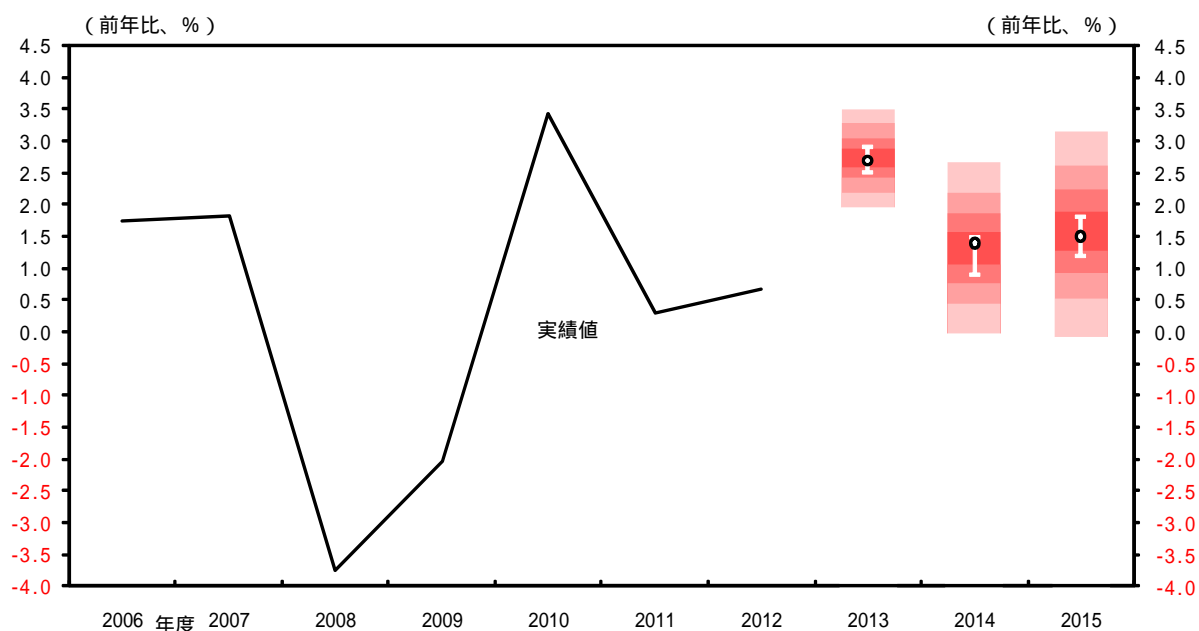
対前年度比、%。

	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	+2.5～+3.0	+0.7～+0.9	/
10月時点の見通し	+2.6～+3.0	+0.6～+1.0	
2014年度	+0.6～+1.6	+2.7～+3.7	+0.7～+1.7
10月時点の見通し	+0.5～+1.6	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
2015年度	+1.2～+2.0	+1.5～+2.9	+0.8～+2.2
10月時点の見通し	+1.2～+2.0	+1.4～+2.9	+0.7～+2.2

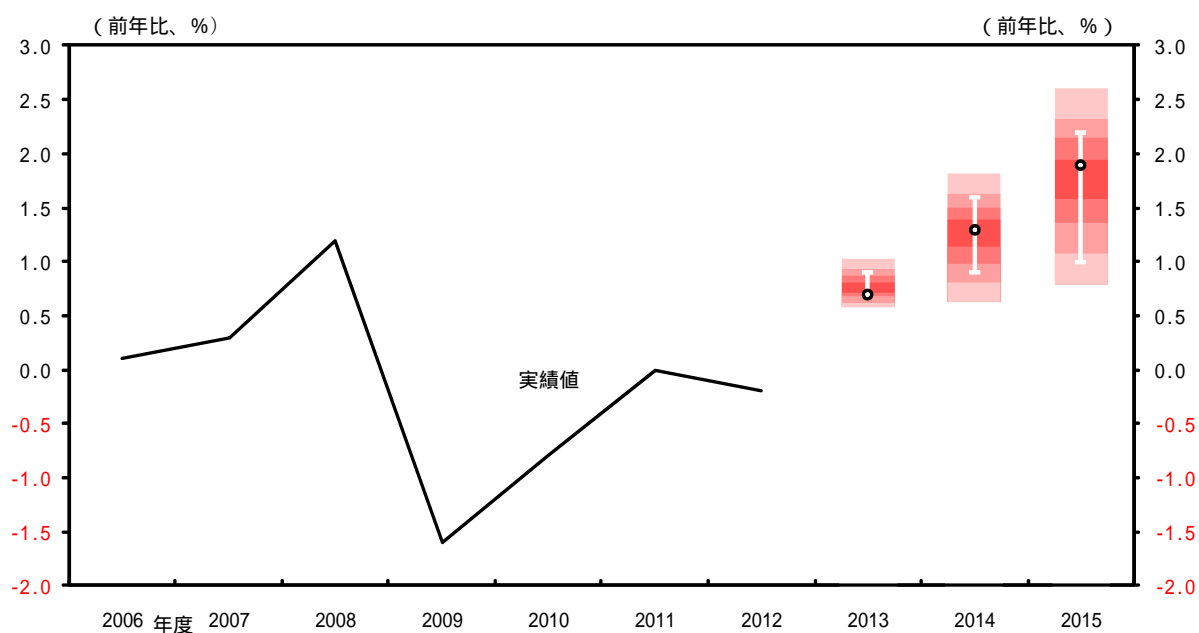
(参考2)

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。