

公表時間

12月25日（木）8時50分

2014.12.25

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2014年11月18、19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12月18、19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11月18日(14:00～16:05)
11月19日(9:00～12:19)

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	中川 真	大臣官房審議官(大臣官房担当)(18日)
	宮下一郎	財務副大臣(19日)
内閣府	中村昭裕	大臣官房審議官(経済財政運営担当)(18日)
	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(19日)

(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
企画局審議役	高口博英 (19日 9:00～9:07)
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
企画局企画調整課長	上口洋司 (19日 9:00～9:07)
企画局企画役	服部良太
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^{（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255～261兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き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、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、若干の振れを伴いつつも総じてマイナス領域での動きとなっている。

債券市場では、前回会合以降、イールドカーブのフラット化が進んでいる。すなわち、金利をみると、中長期ゾーンは、本邦株価の大幅上昇や為替の円安方向の動きなどを受けて幾分上昇しているのに対して、超長期ゾーンは、日本銀行の長期国債買入れの増額決定などを受けて、やや大きめに低下している。株価（日経平均株価）は、米欧株価が総じて堅調に推移する中、日本銀行の金融緩和の拡大や為替の円安方向の動き、一部機関投資家による株式投資ウエイト引き上げの方針公表などを受けて大幅に上昇し、最近では17千円台前半で推移している。R E I T価格は、不動産ファンダメンタルズの改善見通しが維持される中、日本銀行のJ-R E I T買入れの増額決定もあって上昇している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、日米の金融政策の方向性の違いが強く意識されたことなどから、円安ドル高方向の動きとなっており、最近では117円台で推移している。この間、ユーロの対ドル相場は、幾分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、雇用増加が続いているもとで、引き続き堅調に推移

^{（注）} 「マネタリーベースが、年間約80兆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。」

している。住宅投資は、緩やかな持ち直し基調が続いている。輸出は、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、設備投資も回復している。物価面をみると、引き続き落ち着いて推移している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化している。輸出は、このところ伸び悩んでいる。生産も横ばいとなっている。企業マインドが幾分慎重化しており、設備投資は持ち直しに向けた動きに一服感がみられる。もっとも、個人消費は、所得が底堅く推移するもとの、緩やかな回復基調を続けている。物価面をみると、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースともにECBの目標（2%未満で2%近傍）をはっきり下回る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。

新興国経済をみると、中国経済は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているものの、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。また、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。一方、固定資産投資は、公共投資が引き続き堅調に推移しているものの、不動産投資や製造業投資の伸びが鈍化しており、全体としては増加ペースが緩やかになってきている。生産も、緩やかに伸びを鈍化させている。この間、NIEsをみると、国毎のばらつきが残っているものの、米国向け輸出の増加や個人消費の持ち直しを背景に上向いている。一方、ASEANは、輸出や個人消費で改善の動きが続いているが、全体としてみれば、成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。インド経済は、輸出や個人消費の持ち直しを背景に底入れしている。ブラジルやロシア経済は、停滞が続いている。

新興国の物価面をみると、エネルギー価格の下落などから、多くの国でインフレ率が低下してきている。一方、ブラジル、ロシアでは、通貨安の影響や食料品価格の値上がりなどから、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、金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、一段とドル高が進行した。先進国市場では、米国の良好な経済指標や企業業績などを背景に株価は堅調に推移した。一方で、新興国市場では、FRBの金融政策の正常化に向けた動きが意識されていることもあって、株価や通貨は全体として軟調な展開となった。国際商品市況をみると、原油は、需給軟化懸念を背景に引き続き下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。9月の実質輸出は前月比プラスとなり、7～9月の前期比も+1.6%と小幅ながら3四半期振りの増加に転じた。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、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けたあと、次第に減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。この間、企業の業況感を月次で見ると、中小企業を中心にやや慎重な動きもみられているが、総じて良好な水準が維持されている。資本財総供給を「除く輸送機械」ベースで見ると、4～6月に1～3月の大幅増の反動減がみられたあと、7～9月は横ばい圏内の動きとなっているが、振れを均してみれば、緩やかな増加基調は維持されている。機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6月に1～3月の高めの伸びの反動で大きめの減少となったあと、7～9月は+5.6%の増加となった。先行きの設備投資についても、企業収益が改善傾向をたどる中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境についてみると、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、所定内給与も持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比上昇率は緩やかに高まっている。

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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる。販売統計の多くは、4～6月に大幅に減少したあと、7～9月は緩やかな増加に転じており、耐久財以外の分野では、駆け込み需要の反動の影響は和らいでいる。耐久財についても、乗用車の新車登録台数は、駆け込み需要の反動の影響から4～6月に大きく減少したあと、7～9月に続き10月も7～9月対比で小幅増加するなど、概ね下げ止まってきている。旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。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、やや長い目でみた緩やかな改善傾向は維持されているが、足もとでは改善に一服感がみられる。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次第に収束していくとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いているが、先行指標である新設住宅着工戸数が下げ止まりつつあるなど、足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられている。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、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。

鉱工業生産は、在庫調整が続くもとで、弱めの動きが残っている。生産は、1～3月に駆け込み需要への対応もあって高めの伸びとなったあと、4～6月はその反動からはっきりと減少し、7～9月も-1.9%の減少となった。もっとも、月次で見ると、9月は出荷が高い伸びとなる中で、生産は幅広い業種で持ち直し、全体でも前月比+2.9%の増加となっている。先行きについては、駆け込み需要の反動などの影響が次第に収束していくもとで、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していくと考えられる。

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見ると、国内企業物価は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+1%程度となっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、当面現状程度のプラス幅で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、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、良好である。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。

II. 「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正について

1. 執行部からの説明

J P X日経 400 に連動する E T F を資産買入れの対象に加え、また、買入れた J - R E I T について自己投資口取得に応じ得ることとするため、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正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对外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、米国の堅調な経済指標や良好な企業決算などを背景に投資家のリスクセンチメントの改善が続き、総じて落ち着いた展開であったとの見方で一致した。何人かの委員は、国際的な金融規制が市場に与える影響について、F R B の金融政策が正常化に向かう過程でどのように現れてくるか注視する必要があると指摘した。

海外経済について、委員は、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、民間需要を中心とした緩やかな景気回復が着実に続いているとの認識で一致した。委員は、雇用の改善を背景に個人消費が堅調に推移し、そのことが企業活動にも好影響をもたらしているとの見方を共有した。委員は、先行きについても景気は回復を続け、家計支出を起点とする前向きな循環に支えられながら、徐々に成長率を高めていくとの認識を共有した。何人かの委員は、ガソリン価格の下落に伴う実質購買力の増加や株高による資産効果が個人消費を押し上げることが期待できると指摘した。また、複数の委員は、雇用コスト指数でみると、賃金上昇率に上振れの兆候がみえ始めているとの見方を示した。このうち一人の委員は、先行き、人件費増加が企業収益の圧迫等を通じて経済を下押しするリスクに

留意したいと述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化しているとの見方を共有した。先行きについて、委員は、債務問題に伴う調整圧力が残り、物価上昇率の低下傾向もみられるものの、個人消費の底堅さや輸出の増加などに支えられ、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。同時に、委員は、低インフレが長引く可能性には留意が必要であるとの認識を共有した。一人の委員は、低インフレと低成長が共存する状況にあり、デフレリスクを解消しなければ、回復が長続きしない恐れがあるとの見方を示した。何人かの委員は、既往の金融緩和の効果を含め、ECBの政策対応の動向を注視したいと述べた。

中国経済について、委員は、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、幾分成長ペースを鈍化させながらも、総じて安定した成長を続けるとの見方を共有した。この間、ある委員は、不動産市場の調整が長引く可能性や政府が構造調整を優先するもとで内需が減速するリスクについて注意が必要であると指摘した。

新興国経済について、委員は、米国を中心とする先進国向け輸出の増加を起点に景気が持ち直している国・地域が徐々に増えている一方で、ASEANの一部、ブラジル、ロシアなどでは依然弱めの動きが残っており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識で一致した。そのうえで、委員は、先行きについて、国・地域毎に差は残るものの、先進国の景気回復の波及と、緩和的な金融環境を受けた内需の持ち直しから、成長率を緩やかに高め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などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方で一致した。多くの委員が、7～9月のGDP（1次速報値）について、4～6月の落ち込みからの反発力の弱さを示すものとの認識を示した。もっとも、委員は、①賃金が緩やかな上昇を続けるもとで、販売統計などをみると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は和らいでき

ていること、②在庫調整が進むもとの9月の生産は増加に転じていること、③機械受注（船舶・電力を除く民需）が4か月連続で増加していることなどを指摘しつつ、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依然として作用し続けているとの認識で一致した。こうしたもとの、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などの影響も次第に収束に向かっていると見方を共有した。

輸出について、委員は、横ばい圏内の動きとなっており、先行きについては、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ると認識で一致した。複数の委員は、海外生産移管の影響が下押し要因として作用し続ける点に注意を促した。この点、ある委員は、やや長い目でみれば、現状程度の為替相場の水準が続けば、海外生産移管の動きも抑制されていくと考えられる点を強調した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあり、先行きも、緩やかな増加基調を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、7～9月のGDP（1次速報値）の設備投資が前期比小幅のマイナスとなった点について、資本財総供給など供給側の統計の弱さを反映したものであるが、企業収益は良好で、設備投資計画もしっかりしており、先行指標である機械受注が4か月連続で増加していることなどを踏まえると、先行きは増加が見込まれるとの認識を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとの、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。何人かの委員が、各種のアンケート調査などを踏まえると、今年の冬季賞与についても、前年比で明確な増加が期待できるとの見方を示した。一人の委員は、改善の勢いに一服感がみられた労働市場も、9月の求人者数や労働時間などの指標をみると再びモメンタムを取り戻しているとの見解を述べた。

個人消費について、委員は、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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいるとの認識で一致した。委員は、販売統計の多くが増加に転じるなど、耐久消費財以外の分野では、駆け込み需要の反動の影響が和らいでおり、また、反動が長引いていた自動車などの耐久消費財についても、概ね下げ止まっているとの認識を共有した。委員は、先行きの個人消費について、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収束していくとの見方で一致した。複数の委員は、エネルギー価格の下落は、実質所得を

増加させる方向に作用するため、個人消費には好影響を及ぼすと指摘した。

何人かの委員は、今回、消費税率の2段階の引き上げが想定されていたもとで、耐久消費財を中心に、2回分の駆け込み需要とその反動が生じた可能性に言及した。ある委員は、消費税率引き上げ以外に、ソフトウェアのサポート期限切れや建設機械の排ガス規制の強化といった要因による駆け込みとその反動が重なったと述べた。別の一人の委員は、過去に比べて、消費税率引き上げによる実質所得低下の影響が低所得者層を中心に大きいことなどが影響している可能性を指摘した。また、何人かの委員は、夏場までは反動の大きさは概ね想定内との声が多かったことを踏まえると、それ以降の天候不順が反動の影響をやや長引かせる要因となった可能性があるとの見解を示した。

この間、多くの委員が、最近、消費者マインド関連などの指標が幾分慎重化方向の動きとなっている点を指摘した。この背景について、複数の委員は、天候要因に加え、円安のマイナス面や2回目の消費税率の引き上げが広く報じられたことが影響した可能性を指摘した。もっとも、別の複数の委員は、雇用・所得環境は着実に改善しており、冬季賞与についても増加が期待できることを踏まえると、今後、消費者マインド関連などの指標は改善に向かうとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いているが、足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられており、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの見方で一致した。住宅投資の反動減について、複数の委員が、人手不足や資材価格高騰の影響もあると指摘した。

鉱工業生産について、委員は、在庫調整が続くもとで、弱めの動きが残っているが、先行きは、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、9月の生産が前月比でプラスとなったことや、企業からの聞き取り調査によると、10～12月、来年1～3月は生産の緩やかな増加が続く見込みであることを指摘した。

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、+1%程度となっており、当面現状程度のプラス幅で推移するとの見方で一致した。多くの委員が、既往のエネルギー価格の下落が、今後しばらく、消費者物価の下押し圧力として働くとの見方を示した。このうち何人かの委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみた

消費者物価の前年比が、一時的に1%を割る可能性がある」と指摘した。この間、複数の委員は、為替相場の円安方向の動きなどを背景に仕入コストの上昇圧力が高まっていくもとで、企業がコストの上昇を販売価格に転嫁できるかどうか注目する必要があると述べた。予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの認識を共有した。

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、企業の資金繰りは良好であ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。

「量的・質的金融緩和」の拡大後の市場動向について、多くの委員が、国債市場においては、市場の反応は落ち着いており、長めのゾーンの金利が大きめに低下するかたちでイールドカーブがフラット化したこと、また、株価やJ-REIT価格が上昇したことなどを指摘しつつ、これまでのところ市場はポジティブに反応しているとの見解を明らかにした。ある委員は、この間の株価や為替相場の動きは、企業収益や米国経済などファンダメンタルズの改善を伴っているとの見方を示した。これに対し、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の拡大後も長期金利が低位で安定しているのは、国債市場において日本銀行が過大な存在となっていることが背景にあり、不均衡蓄積のリスクがあるなど、必ずしも歓迎すべきものではないと述べた。

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。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、前回の金融政策決定会合で拡大を決定したこともあって、引き続き所期の効果を発揮しているとの判断を共有した。すなわち、これらの委員は、わが国の長期金利は低位安定しており、やや長い目でみた予想物価上昇率の高まりともあいまって、実質金利は低下方向にあり、そのことが企業・家計の支出行動を支えているとの認識を示した。複数の委員が、「量的・質

的金融緩和」の拡大を決定した先月末以降、ブレイク・イーブン・インフレ率などのマーケットの予想物価上昇率の指標が上昇していることを指摘した。ある委員は、予想物価上昇率については、様々な指標をやや長い目で評価すべきものであるとしつつも、「量的・質的金融緩和」の拡大により、日本銀行の「物価安定の目標」実現に向けた強いコミットメントを改めて示したことで、企業の賃金交渉スタンスや価格設定行動などにも好影響を与えていくのではないかとの期待を明らかにした。別の一人の委員は、インフレ予想がアンカーされていない日本では、実際の物価上昇率の低下が予想物価上昇率に影響を及ぼすため、「量的・質的金融緩和」を拡大したことは、先手を打つ意味で必要な対応であったと強調した。

前回会合で「量的・質的金融緩和」の拡大に反対した委員のうち何人かは、直ちに拡大前の金融市場調節方針および資産買入れ方針に戻ると日本銀行の政策運営の信認が損なわれる惧れがあるなどとして、今回、拡大前の金融市場調節方針および資産買入れ方針に戻すことを求める考えはない、との立場を明らかにした。このうち一人の委員は、市場と適切なコミュニケーションを図りながら、市場の状況に応じた弾力的なオペレーションを行うなどの工夫によって、追加措置に伴うリスクを最小限にとどめるよう努力すべきであるとの見解を述べた。また、ある委員は、大量の国債買入れにより長期金利を押し下げること、金利による財政規律維持のメカニズムが損なわれるリスクについては、これまで以上に留意する必要があるとの見方を示した。

この結果、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、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約 80 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方を示した。資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は 7 年～10 年程度とすること、② E 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 3 兆円、年間約 900 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、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、2%の「物

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。

別の一人の委員は、「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、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を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を主張した。

何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」の効果が幅広く行きわたるためには、大企業を中心に増加基調にある企業収益が、雇用・賃金の増加、国内での設備投資、下請企業等との取引価格の上昇といったかたちで、家計や地域経済、中小企業にしっかり波及していく必要があるとの認識を述べた。複数の委員は、物価の改善がベースアップを含む賃金増加や企業の価格設定スタンスの変化に繋がる前向きな動きを絶やさないようにするため、日本銀行としても様々な機会にその重要性について情報発信すべきである、との見解を示した。

この間、委員は、①財政運営への信認を確保することは極めて重要である、②そのためにも、政府には、「中期財政計画」に沿って持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に進めることを期待している、との認識を改めて共有した。

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。

- 11月17日に公表された本年7～9月のGDP（1次速報値）においては、実質で前期比-0.4%となっている。一方、4月の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減を均すため、1～9月期の平均をみれば、前年比+0.5%となっている。これは反動減からの回復過程での在庫調整が大きく影響したものと考えているが、個人消費については、消費者マインドの低下や夏の天候不順により、足踏みがみられている。他方、雇用および所得環境が着実に

改善している中、9月の様々な経済指標は持ち直しの動きをみせており、経済の好循環は続いていると考えている。

- こうした中、11月18日、総理より、消費税率の引き上げの延期の表明および経済対策の策定の指示があったところである。政府としては、消費税率引き上げに向けた環境を整え、2017年4月には、景気判断条項を付すことなく、確実に引き上げを実施するとともに、2020年度の財政健全化目標をしっかりと堅持し、来年の夏までに、その達成に向けた具体的な計画を策定することとしており、今後とも、経済再生と財政再建、この二つを同時に実現していく。
- 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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 11月17日に公表した7～9月のGDP（1次速報値）は、実質成長率が前期比年率-1.6%と2四半期連続のマイナスとなった。4月からの消費税率引き上げや制度変更に伴う駆け込み需要の反動減などが、消費だけでなく在庫投資や設備投資、住宅投資にも影響したことがマイナス成長の要因である。こうした状況のもと、経済の好循環を確かなものとし、地方にアベノミクスの成果が広く行き渡るようにするため、昨日、総理から経済対策取りまとめの指示があった。総理からは、①地域の消費喚起など景気の脆弱部分に的を絞った対応、②地方の活性化、③災害復旧・復興の加速化等に重点を置くとの方針が示された。年内を目途に速やかに取りまとめる。
- TPPについては、先日、北京で閣僚会合および首脳会合が開催され、交渉の早期妥結に向けた大きなモメンタムができた。11月4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。10月31日に、「量的・質的金融緩和」の拡大が決定されたところであり、日本銀行においては、引き続き2%の「物価安定の目標」実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。
- 総理が表明した消費税率引き上げの延期と財政健全化の関係については、昨日の記者会見で総理は、財政再建の旗を降ろすことは決してない、国際社会においてわが国への信頼を確保しなければならないと述べられている。そのため、2020年度の財政健全化目標もしっかりと堅持すること、来年夏までにその達成に向けた具体的な計画を策定することを明言されている。そのうえで、本日、多く

の委員から財政運営の信認確保の重要性についてご指摘があったことは重く受け止め、政府部内でも努力していきたいと考えている。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見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。

採決の結果、賛成多数で決定された。

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80兆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

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする、②ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、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、との資産買入れ方針を継続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、賛成多数で決定された。

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

反対：木内委員

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、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。

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25日に公表することとされた。

以 上

2014年11月19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（賛成8反対1）^(注1)。

マネタリーベースが、年間約80兆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（賛成8反対1）^(注2)。

長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。

ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、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、緩やかな増加基調にある。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は全体として和らいでいる。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いているが、足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられている。鉱工業生産は、在庫調整が続くもとの、弱めの動きが残っている。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%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、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などの影響も次第に収束に向かっていくとみられる。消費者物価の前年比は、当面現状程度のプラス幅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、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、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^(注3)。

以 上

(注1) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」(2014年10月31日決定)前の金融市場調節方針が適当であるとした。

(注2) 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。反対：木内委員。反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」(2014年10月31日決定)前の資産買入れ方針が適当であるとした。

(注3) 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)。