

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保存期間満了日：2044年12月31日>

2014.11.13  
企 画 局

## 金融環境の現状評価

### （概 況）

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なか、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。CP・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている。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、3%台前半の伸びとなっている。

金融市況をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物コールレート（加重平均値）は0.1%を下回る水準で推移しており、ターム物金利は横ばい圏内の動きとなっている。前月と比べ、株価は上昇している一方、円の対ドル相場は下落している。この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。

## 1. インフレ予想

インフレ予想は、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。実際の消費者物価の前年比プラス幅が幾分縮小していることや、原油価格をはじめ国際商品市況が低下していることなどから、夏場以降、インフレ予想について横ばいを示す指標が多くなっているが、各種の指標をやや長い目でみれば、インフレ予想の上昇傾向は続いているとみられる。

短期的なインフレ予想については、家計のインフレ予想は上昇している。エコノミストのインフレ予想は概ね横ばいないし小幅の低下となっている。市場参加者のインフレ予想は幾分低下している。マーケットの指標は小幅に上昇している。

—— 消費動向調査をみると、家計による1年後の予想インフレ率は、上昇している（8月+2.85%→9月+2.93%→10月+3.01%、図表1下段）。

—— ESPフォーキャスト調査をみると、エコノミストによる予想インフレ率は、2014年度および2015年度は小幅に低下しており、2016年度は概ね横ばいとなっている（図表3上段右）。

—— QUICK月次調査（債券）をみると、債券市場参加者による予想インフレ率は、「今後1年間」、「1年先から2年後までの1年間」とともに、幾分低下している（「今後1年間」：8月+2.28%→9月+2.33%→10月+2.17%、「1年先から2年後までの1年間」：8月+1.82%→9月+1.87%→10月+1.75%、図表4上段）。

—— 短期のインフレーション・スワップ・レートは、流動性が低いため幅をもつてみる必要があるが、先月末に反発したあと、今月に入ってから小幅に上昇している（図表4中段）。

中長期的なインフレ予想については、市場参加者のインフレ予想は幾分低下している。マーケットの指標は上昇している。

—— QUICK月次調査（債券）をみると、債券市場参加者による「2年先から10年後までの8年間」の予想インフレ率は、幾分低下している（8月+1.48%→9月+1.46%→10月+1.37%、図表4上段）。

—— 中長期のインフレーション・スワップ・レートは、5年物は、先月末に反発したあと、今月に入ってから上昇している。この間、5年先5年も上昇している。新物価連動国債のBEI（Break Even Inflation rate）は、先月下旬

に下げ止まり、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した先月末以降、上昇している（図表4中下段）。

## 2. 短期金利と実体経済

短期金利（オーバーナイト物コールレート）の水準を、CPI上昇率を差し引いた実質ベースで、潜在成長率（均衡利子率の代理変数）と比較してみると、幾分緩和的な水準にある。標準的なテイラー・ルールとの比較では、生産関数アプローチを用いて計算すると、幾分緩和的な水準にある（図表5、6）。

—— 上記のどちらの指標でも、緩和度合いの水準は、量的緩和期の後半と同程度またはその時期よりも緩和的な水準となっている。

## 3. 資金調達コスト

企業の資金調達コストは、低水準で推移している（図表8上段）。

個別の金利動向をみると、以下の通り。

■ 貸出金利は、低い水準で推移している（図表8下段）。

■ CP発行金利、CP発行スプレッドは、低い水準で安定的に推移している（図表7、9中段）。

—— CPの発行市場では、良好な発行環境が続いている。

■ 社債発行金利、社債発行スプレッドは、低い水準で推移している（図表7、9下段）。

—— 社債の発行市場では、投資家の需要は底堅く、良好な発行環境が続いている。

## 4. 資金調達量

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。

民間総資金調達（特殊要因調整後）の前年比は、1%程度のプラスとなっている（8月+0.9%→9月+1.0%→10月+1.0%、図表12上段）。

- 民間銀行貸出残高（都銀等・地銀・地銀Ⅱ）の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている（8月+2.3%→9月+2.4%→10月+2.5%、図表12下段）。

—— 業態別の前年比をみると、都銀等は伸び率が拡大している一方、地銀・地銀Ⅱは伸び率が横ばいとなっている（都銀等：8月+1.0%→9月+1.2%→10月+1.3%、地銀・地銀Ⅱ：8月+3.5%→9月+3.6%→10月+3.6%）。

—— 企業の資金需要は、運転資金や企業買収関連、不動産向けを中心に、緩やかに増加しているとみられる。

—— 9月の企業向け貸出（国内銀行ベース）の内訳について、規模別の前年比をみると、大企業向け、中小企業向けともに、このところ伸び率は横ばい圏内で推移している（大企業向け：7月+2.3%→8月+2.7%→9月+2.5%、中小企業向け：7月+1.7%→8月+1.8%→9月+2.1%、図表13中段左）。資金使途別の前年比をみると、運転資金向けは伸び率が横ばい圏内で推移している一方、設備資金向けは伸び率が拡大傾向にある（運転資金向け：7月+1.5%→8月+1.8%→9月+1.7%、設備資金向け：7月+3.1%→8月+3.1%→9月+3.6%、図表13中段右）。

- CP・社債計の発行残高の前年比は、マイナスとなっている（8月▲1.3%→9月▲0.8%→10月▲1.3%、図表14上段）。内訳をみると、CP残高の前年比はプラス幅が拡大している一方、社債残高の前年比はマイナスが続いている。

—— 社債の発行環境は、良好な状態が続いている（図表14下段）。なお、10月の社債発行額は、4,160億円と、前年同月および過去10年間の10月平均を下回る水準となった（2013年10月：5,414億円、2004～2013年の10月平均：5,037億円）。

## 10月と11月入り後の社債発行銘柄

10月 ・11月	AAA格	東海旅客鉄道
	AA格	NTTファイナンス、首都高速道路、トヨタファイナンス、大阪瓦斯、中国電力、成田国際空港、大和ハウス工業、ユナイテッド・アーバン投資法人、九州電力、三菱UFJリース、野村不動産マスターファンド投資法人、森ヒルズリート投資法人
	A格	クレディセゾン、横浜ゴム、エヌ・ティ・ティ都市開発、ニチレイ、東燃ゼネラル石油、住友重機械工業、野村不動産ホールディングス、芙蓉総合リース、イオンモール、セントラル硝子、エイチ・アイ・エス、長谷工コーポレーション
	BBB格	近畿日本鉄道

(注) 対象は国内公募社債。銀行発行分は含まない。起債日ベース。波下線は個人向けを含む。11月は11日まで。

10月のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く）は、株式による調達、サービス業による大きめのIPO案件があったことから、相応の水準となった。転換社債の発行は低めの水準。J-REIT資本調達は低水準となった（図表15）。

### 5. アベイラビリティ

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。企業の資金繰りは、良好である（図表16、17）。

### 6. 企業倒産

10月の倒産件数は、800件と引き続き低水準で推移している（前年比：8月▲11.2%→9月+0.9%→10月▲16.6%、図表18）。

—— 10月の負債総額は、前年を下回っている。

### 7. その他の金融指標

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なか、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（平残前年比：8月+40.5%→9月+35.3%→10月+36.9%、図表19）。

—— 10月のマネタリーベース（末残）の水準は、260兆円となった（8月243兆円→9月253兆円→10月260兆円、図表20上段）。

—— マネタリーベース（末残）の増減を、日本銀行が供給する通貨の取引からみると、長期国債の買入れ等を通じて、多額の資金供給を行っていることから、マネタリーベースは大幅に増加している（図表20中段）。

マネースtock（M2）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（8月+3.0%→9月+3.1%→10月+3.2%、図表20下段）。

以 上

2014.11.13  
企画局

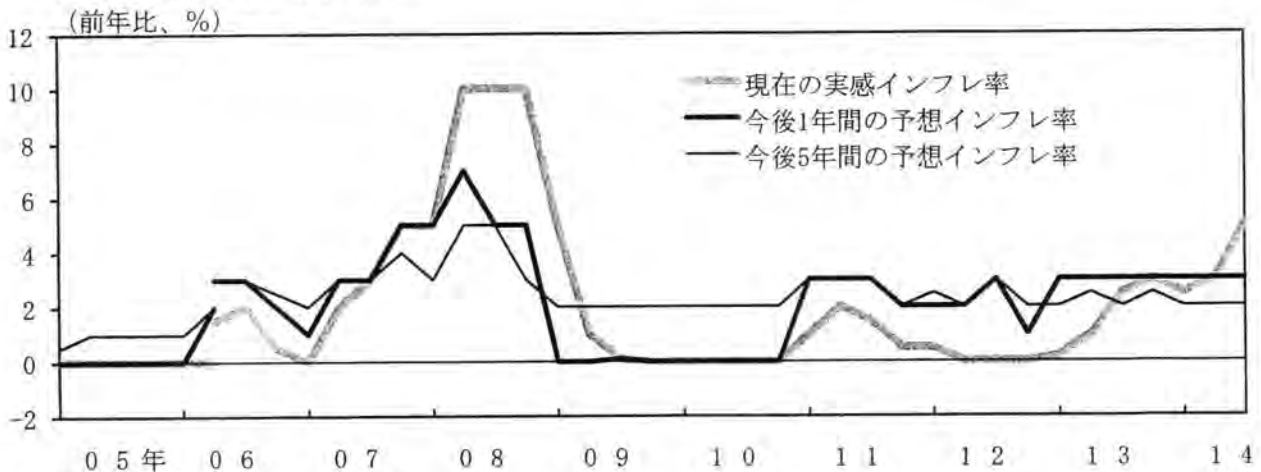
## 「金融環境の現状評価」参考計表

1. インフレ予想
  - （図表1）家計のインフレ予想
  - （図表2）企業のインフレ予想（短観）
  - （図表3）エコノミストのインフレ予想
  - （図表4）市場のインフレ予想
2. 短期金利と実体経済
  - （図表5）短期金利と実体経済（1）
  - （図表6）短期金利と実体経済（2）
3. 資金調達コスト
  - （図表7）資金調達コスト関連指標
  - （図表8）総資金調達コスト・貸出金利
  - （図表9）貸出・CP・社債のスプレッド
  - （図表10）企業の資金調達コストと収益性
4. 資金調達量
  - （図表11）資金調達量関連指標
  - （図表12）民間部門総資金調達
  - （図表13）民間銀行貸出の内訳
  - （図表14）CP・社債発行残高
  - （図表15）エクイティファイナンス
5. アベイラビリティ
  - （図表16）企業金融関連指標
  - （図表17）金融機関の貸出態度・企業の資金繰り
6. 企業倒産
  - （図表18）企業倒産
7. その他の金融指標
  - （図表19）マネー関連指標
  - （図表20）マネタリーベースとマネーストック
  - （図表21）M2のバランスシート分解
  - （図表22）資産価格
  - （図表23）ファイナンシャル・インバランス関連指標

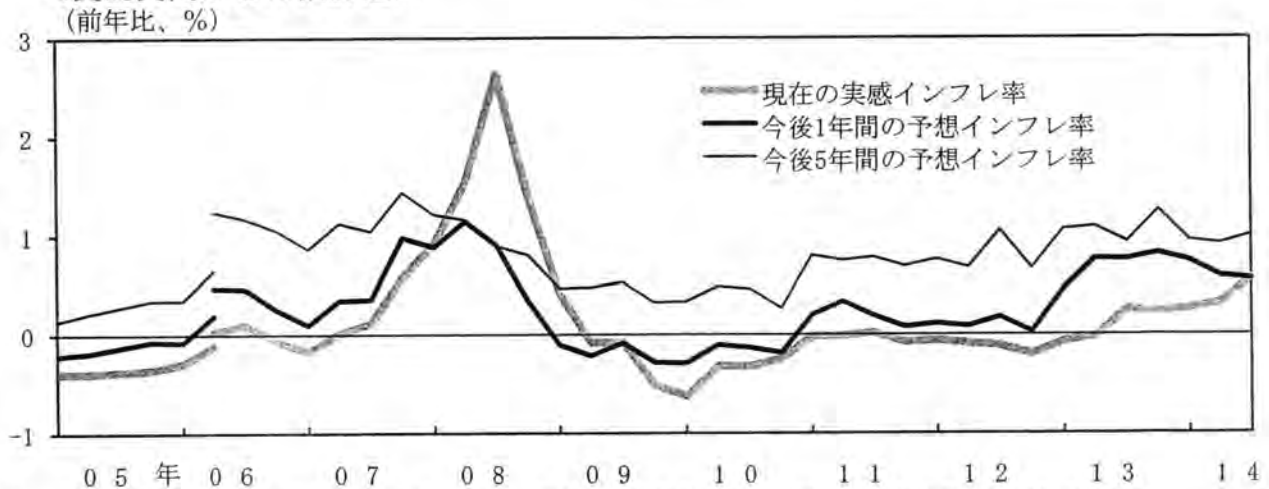
# 家計のインフレ予想

## (1) 生活意識に関するアンケート調査

＜量的質問に対する回答＞

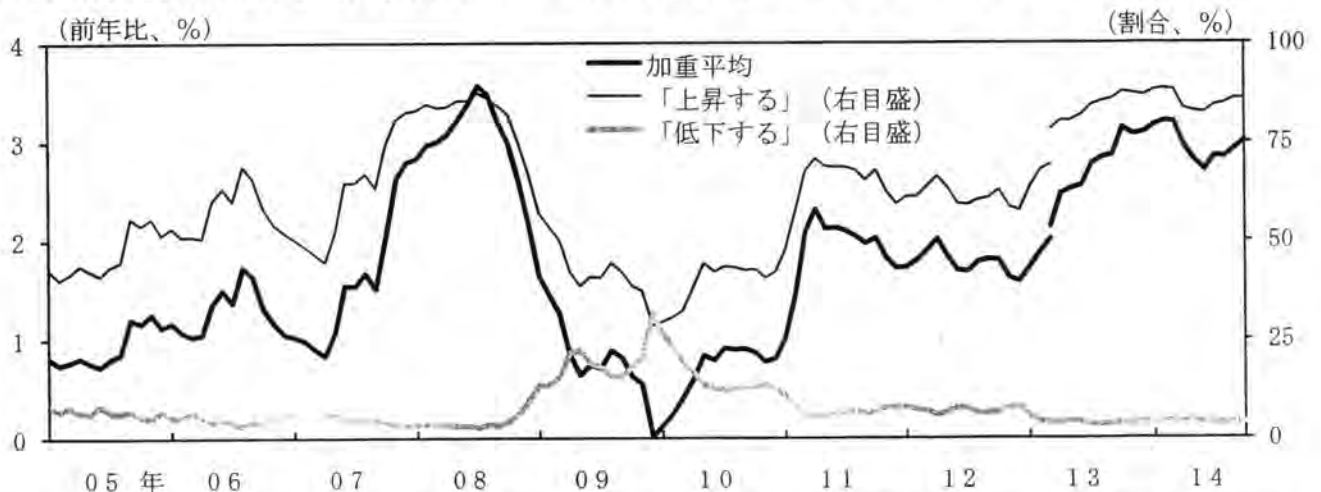


＜質的質問からの推計値＞



- (注) 1. 量的質問に対する回答は、中央値の推移。調査時点は毎年3、6、9、12月。05/9月は線形補間している。  
 2. 2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。  
 3. 質的質問からの推計値は、家計の「上がる」、「下がる」の回答シェアから、修正カールソン・パーキン法により推計。

## (2) 消費動向調査（内閣府）＜1年後の予想インフレ率（総世帯）＞

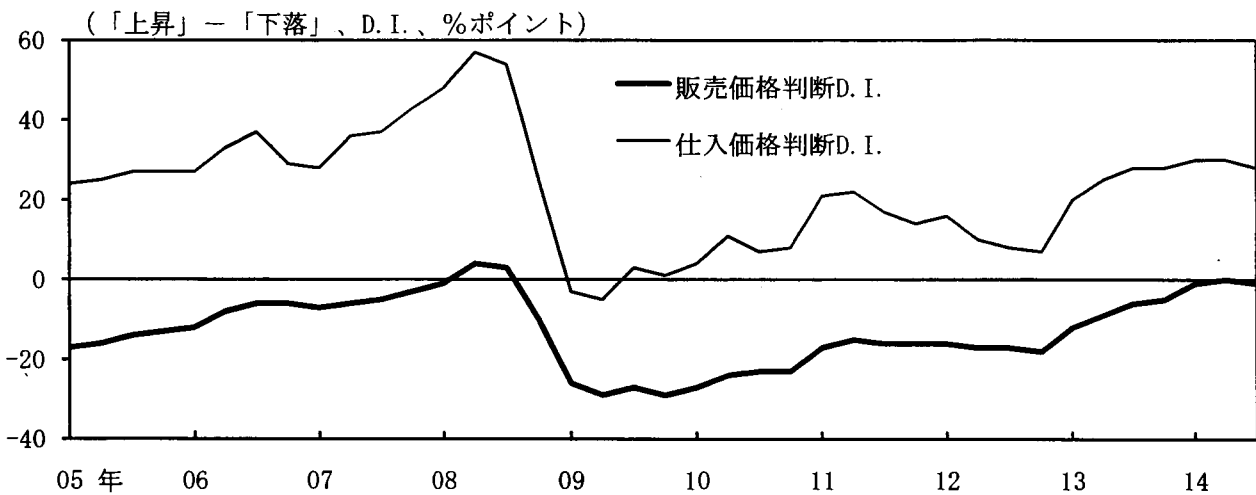


- (注) 1. 加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%~+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したものの。  
 2. 13/4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。なお、調査方法変更後の13/3月は試験調査による参考値。

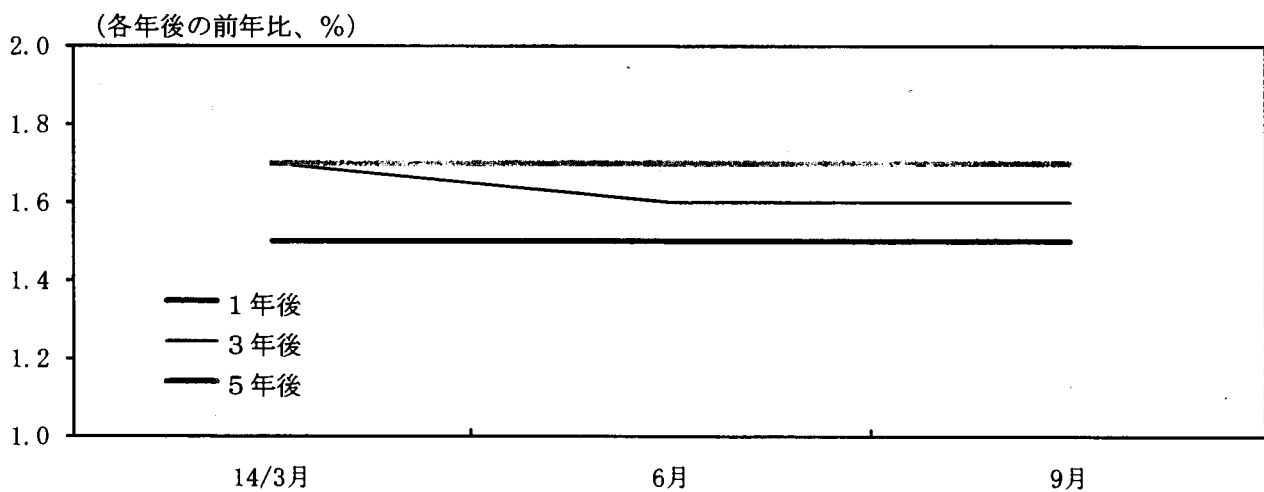


## 企業のインフレ予想 (短観)

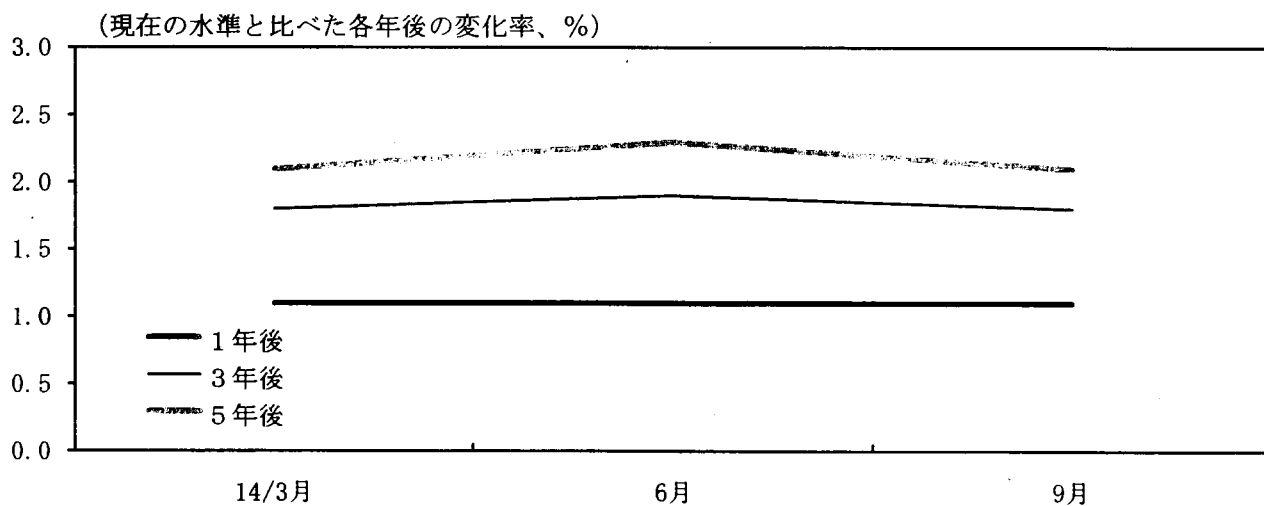
## (1) 企業の価格判断



## (2) 物価全般の見通し (平均値)



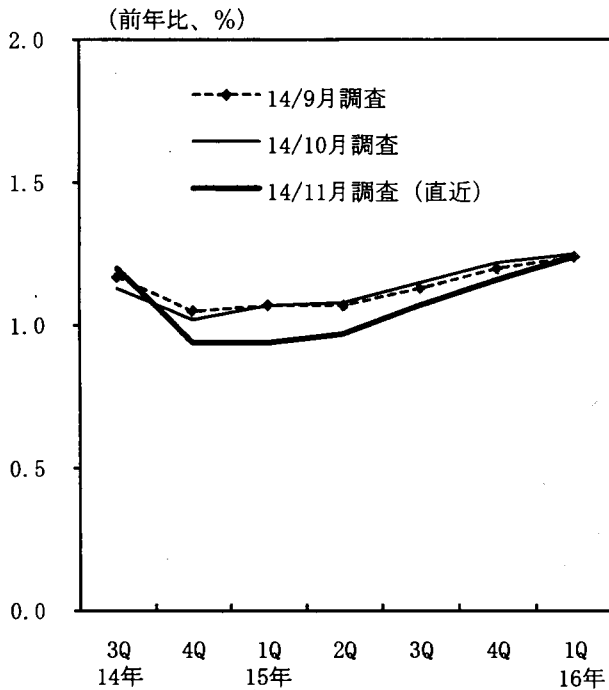
## (3) 販売価格の見通し (平均値)



(注) 全産業・全規模。(2)、(3)は、消費税引き上げの影響を除くベース。

(図表3)

## エコノミストのインフレ予想

(1) ESPフォーキャスト調査  
〈四半期〉

(注) 1. 内外の調査機関・エコノミスト約40先の予想の平均。(2)、(4)も同じ。  
2. 消費税率引き上げの影響を除くベース。

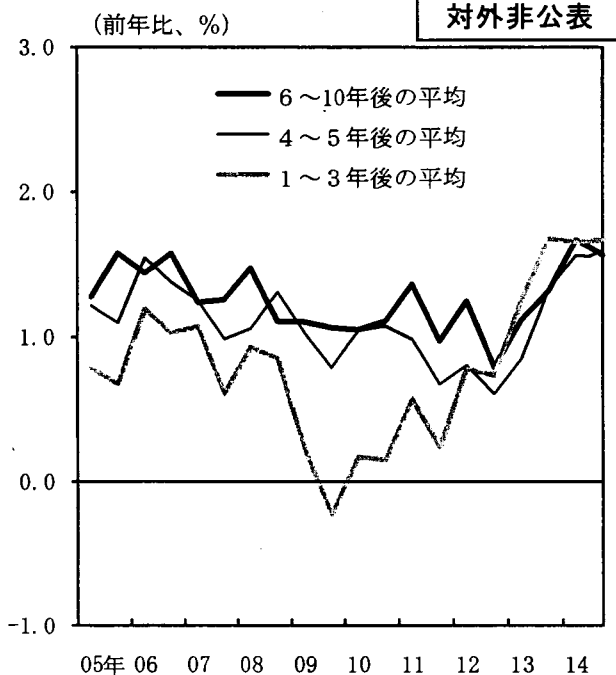
(2) ESPフォーキャスト調査  
〈年度〉

(%)

	2014年度	2015年度	2016年度
14/6月調査	3.08 <1.08>	1.78 <1.10>	2.00 <1.32>
7月調査	3.12 <1.11>	1.79 <1.12>	2.01 <1.30>
8月調査	3.15 <1.14>	1.82 <1.16>	2.00 <1.29>
9月調査	3.17 <1.17>	1.82 <1.16>	1.94 <1.28>
10月調査	3.17 <1.16>	1.83 <1.18>	1.94 <1.27>
11月調査	3.11 <1.10>	1.77 <1.11>	1.92 <1.27>

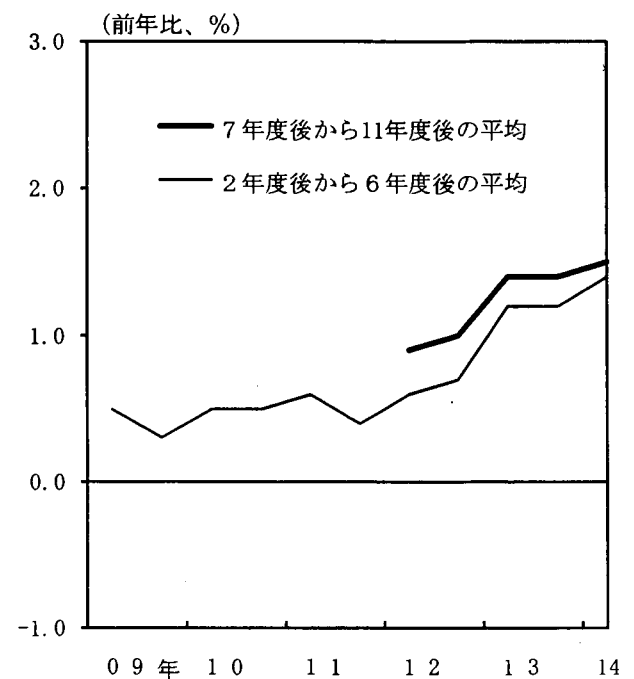
(注) <>内は消費税率引き上げの影響を除くベース。

## (3) コンセンサス・フォーキャスト



(注) 調査時点は毎年1、4、7、10月。  
ただし、14/4月以前については毎年4、10月。

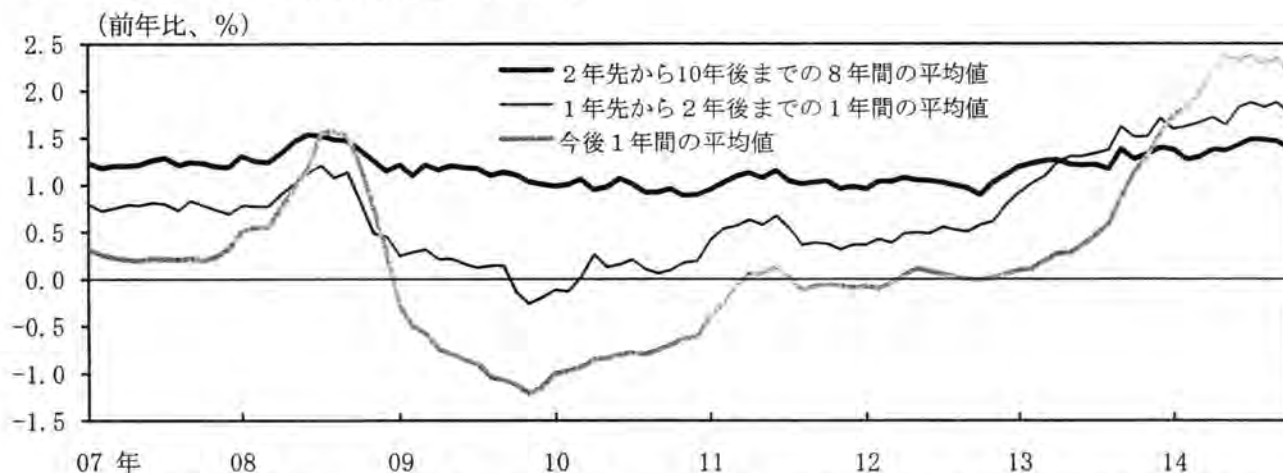
## (4) ESPフォーキャスト長期予想



(注) 1. 調査時点は毎年6、12月。  
2. 消費税率引き上げの影響を除くベース。

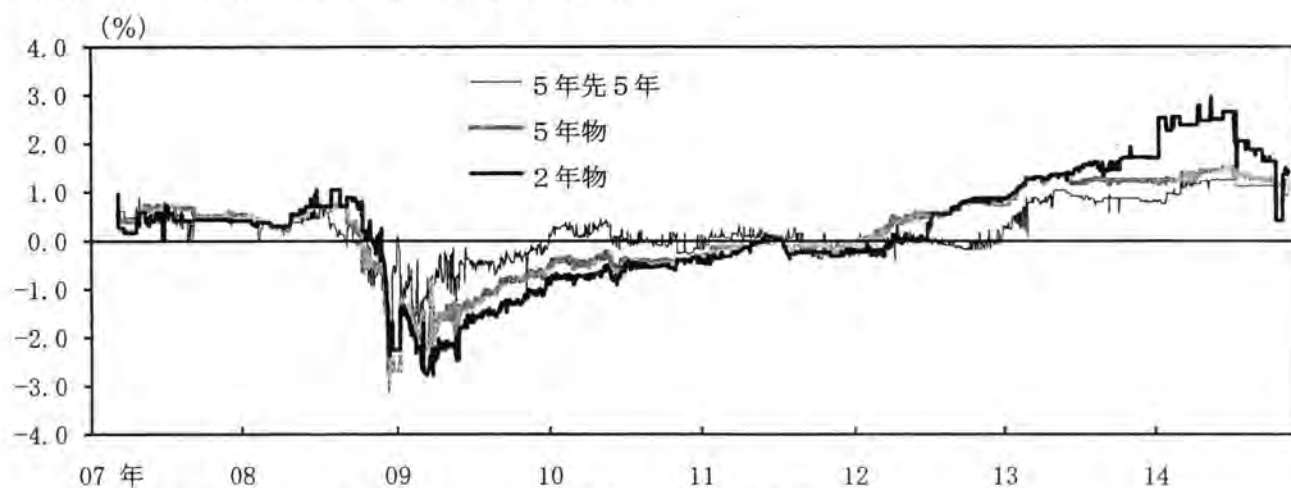
## 市場のインフレ予想

## (1) QUICK月次調査(債券)



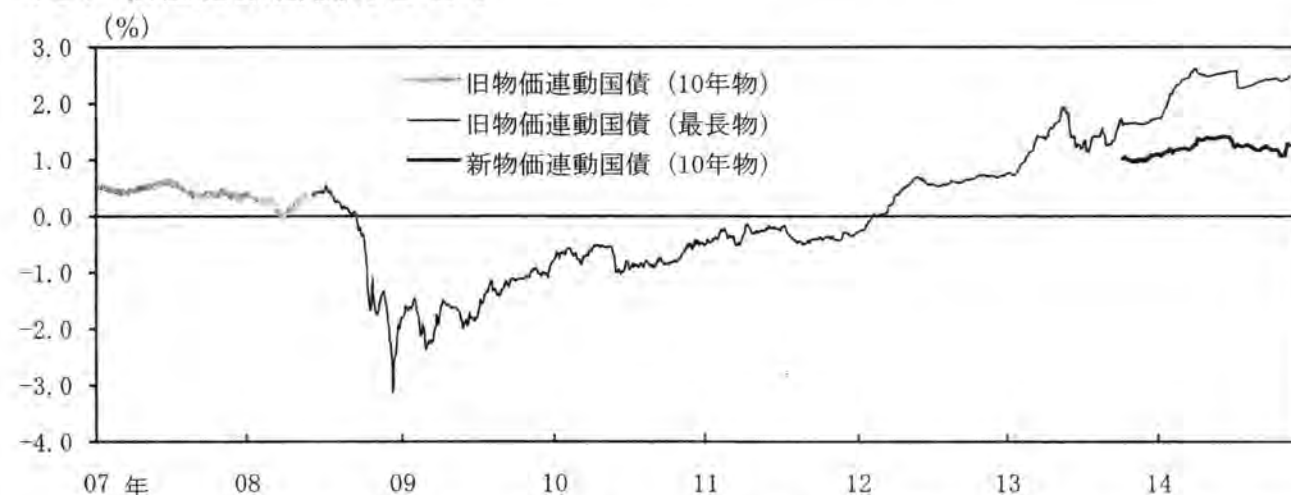
(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

## (2) インフレーション・スワップ・レート



(注) ゼロクーポン・インフレーション・スワップにおける固定金利。

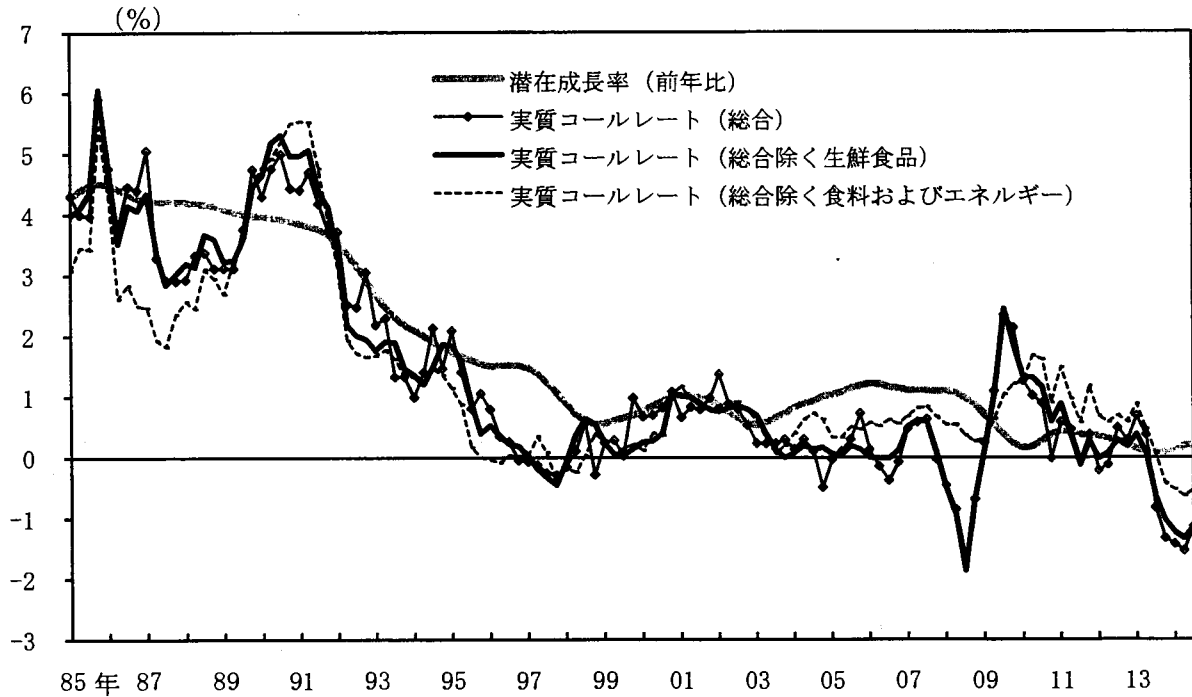
## (3) 物価連動国債のBEI



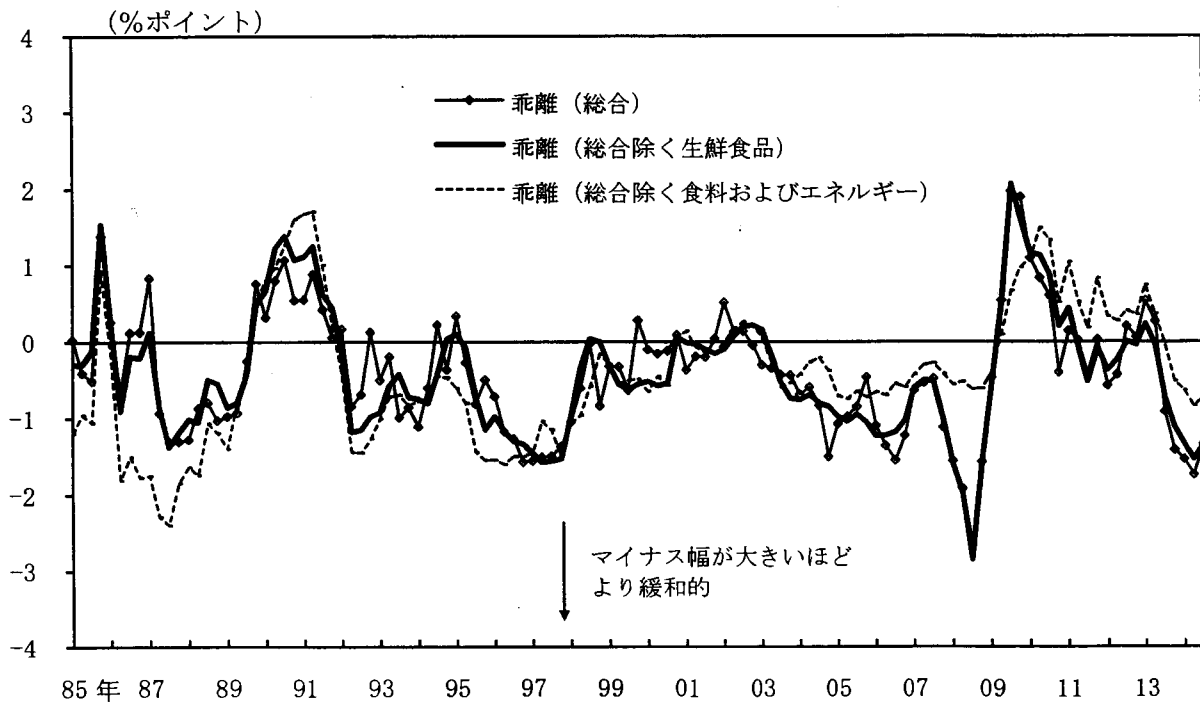
(注) BEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。

# 短期金利と実体経済 (1)

## (1) 実質コールレートと潜在成長率 (生産関数アプローチによる推計値)



## (2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離

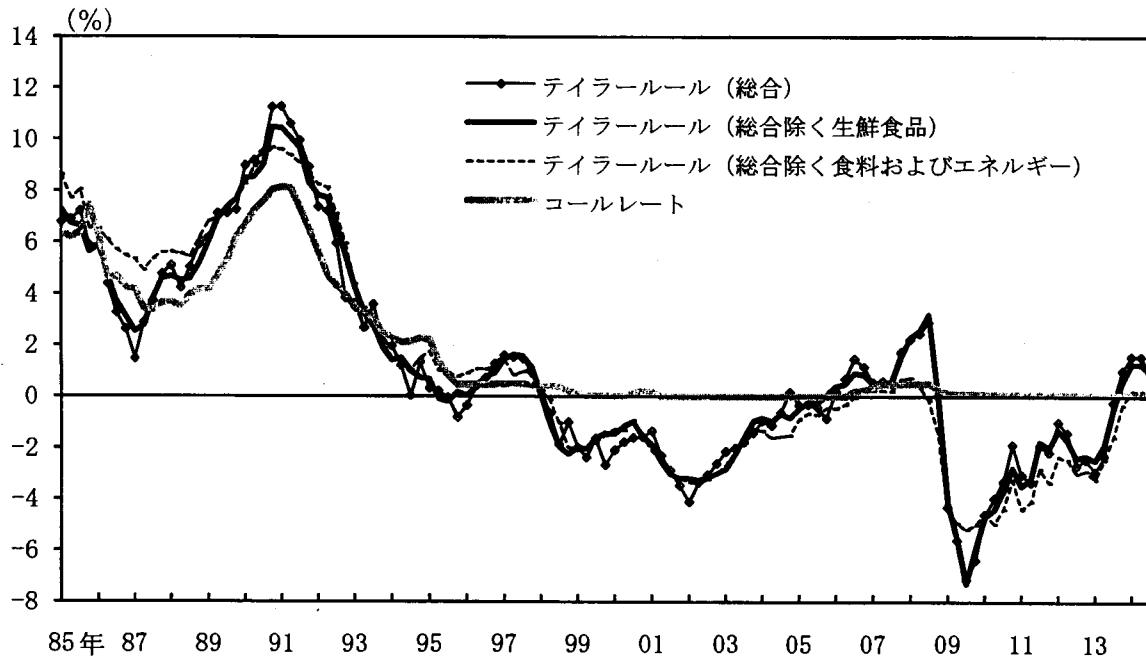


(注) 1. 実質コールレートは、無担0/NからCPI前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。  
 2. 14/3Qの潜在成長率は14/2Qから横ばいと仮定。

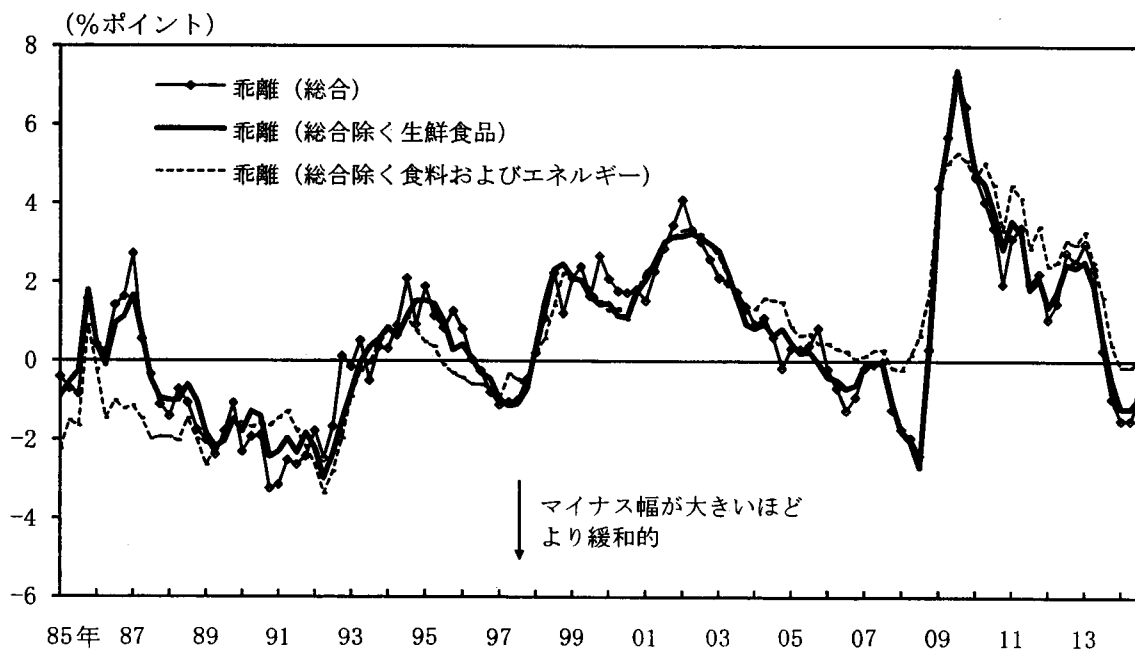
## 短期金利と実体経済(2)

対外非公表

## (1) テイラー・ルール(生産関数アプローチによる推計値に基づく)



## (2) コールレートとテイラー・ルールの乖離



- (注) 1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は2%で計算。  
 テイラー・ルールが示唆する短期金利 = 潜在成長率 + 目標インフレ率  
 $+ 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$
2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率とGDPギャップは、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。
3. 14/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、14/2Qから横ばいと仮定。

## 資金調達コスト関連指標

対外非公表

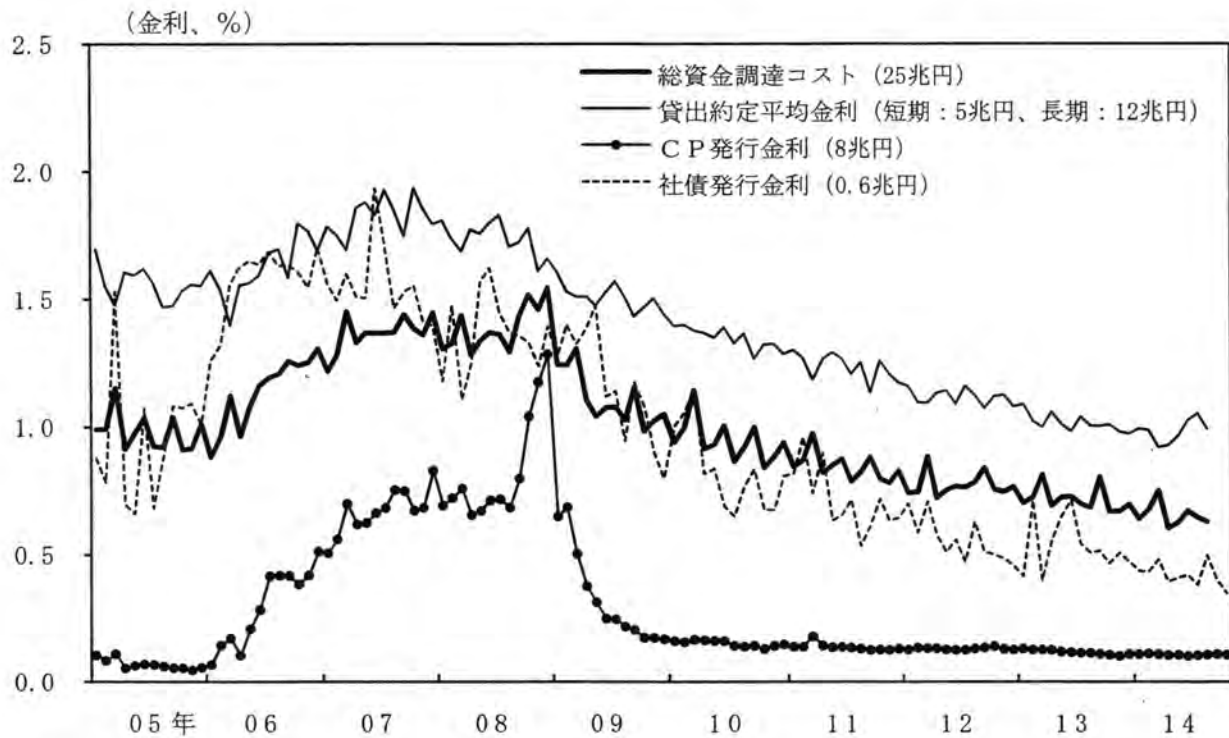
		13/ 10~12月	14/ 1~3	4~6	7~9	14/8月	9	10
短期プライムレート(末値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
長期プライムレート(末値)		1.20	1.20	1.20	1.15	1.15	1.15	1.15
貸出約定平均金利								
新規	短期	0.901	0.831	0.883	—	0.639	—	—
	除く交付税特会向け	1.274	1.282	1.240	—	1.277	—	—
	長期	0.879	0.862	0.860	—	0.875	—	—
	総合	0.885	0.847	0.865	—	0.767	—	—
ストック	除く交付税特会向け	0.991	0.970	0.976	—	0.995	—	—
	短期	0.873	0.865	0.831	—	0.838	—	—
	長期	1.305	1.280	1.251	—	1.231	—	—
総合		1.269	1.246	1.228	—	1.214	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.41	0.38	0.37	—	0.36	—	—
	長期	0.67	0.66	0.63	—	0.66	—	—
CP発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.11	0.12	0.11	0.11	0.11	0.12	0.11
スプレッド	a-1+格	+0.02	+0.04	+0.04	+0.07	+0.06	+0.09	+0.11
	a-1格	+0.04	+0.06	+0.06	+0.09	+0.08	+0.11	+0.13
	a-2格以下	+0.15	+0.18	+0.17	+0.18	+0.17	+0.19	+0.26
社債発行レート(AA格)		0.45	0.42	0.38	0.36	0.35	0.37	0.31
スプレッド	AAA格	+0.13	—	—	—	—	—	—
	AA格	+0.24	+0.22	+0.19	+0.20	+0.20	+0.20	+0.17
	A格	+0.28	+0.27	+0.23	+0.28	+0.38	+0.22	+0.25

(注) 1. 短プラ、長プラの直近(11/13日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.15%。  
2. CPと社債の発行レートとスプレッドの定義は図表9を参照。

## 総資金調達コスト・貸出金利

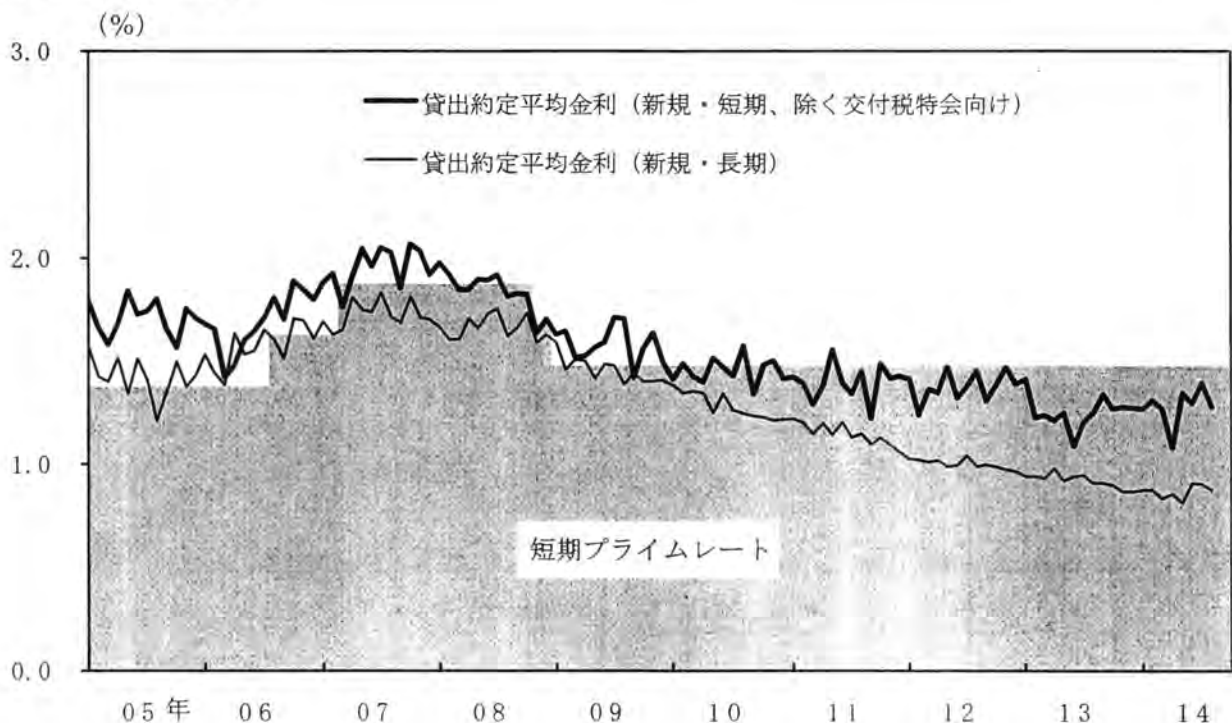
対外非公表

### (1) 総資金調達コストの推移



- (注) 1. 総資金調達コストは、貸出約定平均金利（新規・総合、除く交付税特会向け）、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。  
 2. ウェイトには、各月の新規貸出実行額（除く交付税特会向け）、社債発行額、CP発行額を用いた。一部は推計値。括弧内は13年中の月平均新規貸出実行額または発行額。

### (2) 貸出金利

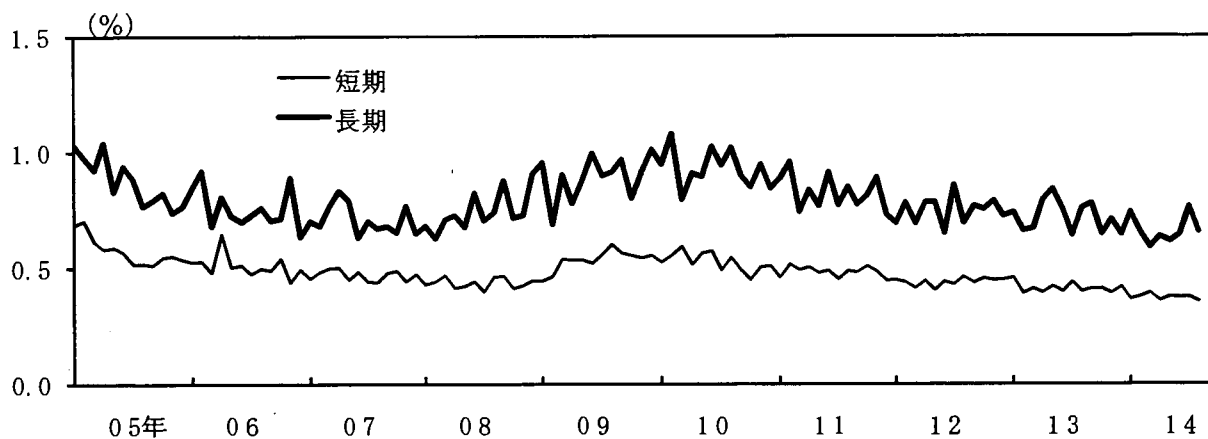


- (注) 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。短期プライムレートは月末時点。

## 貸出・CP・社債のスプレッド

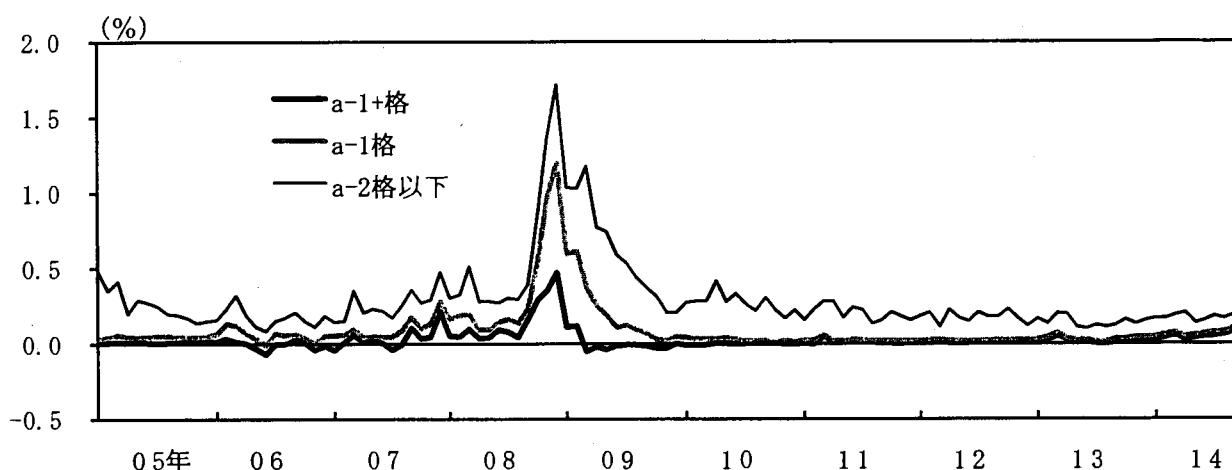
対外非公表

## (1) スプレッド貸出のスプレッド



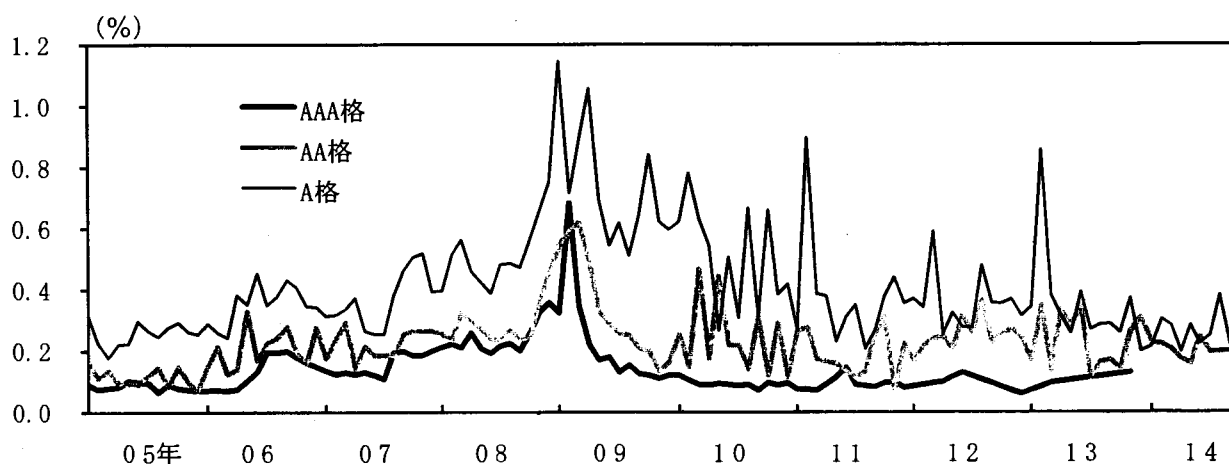
(注) 計数は都銀等ベース。

## (2) CP発行スプレッド



(注) 1. 発行スプレッドは、発行金利－短期3か月物利回り。発行金利は、証券保管振替機構が公表しているターム別の月中平均レートの単純平均。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。  
2. 09/9月以前は日本銀行のオペ先ベースで、a-2格未満は含まれない。

## (3) 社債発行スプレッド

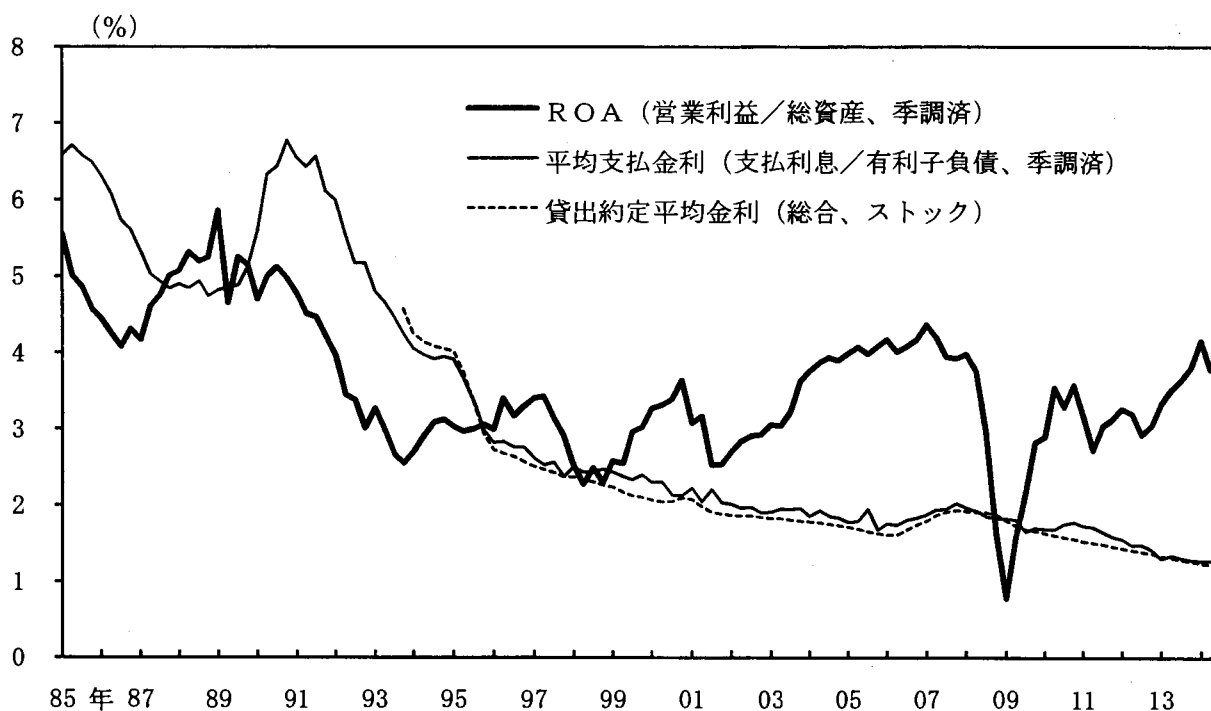


(注) 1. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利－同年限の国債流通利回り。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債、当初発行期間が15年以上の社債等は除いている。計数は単純平均値。  
2. 発行が無い月は前後の月の値で線形補間。  
3. 13/12～14/10月は対象となるAAA格の発行は無い。

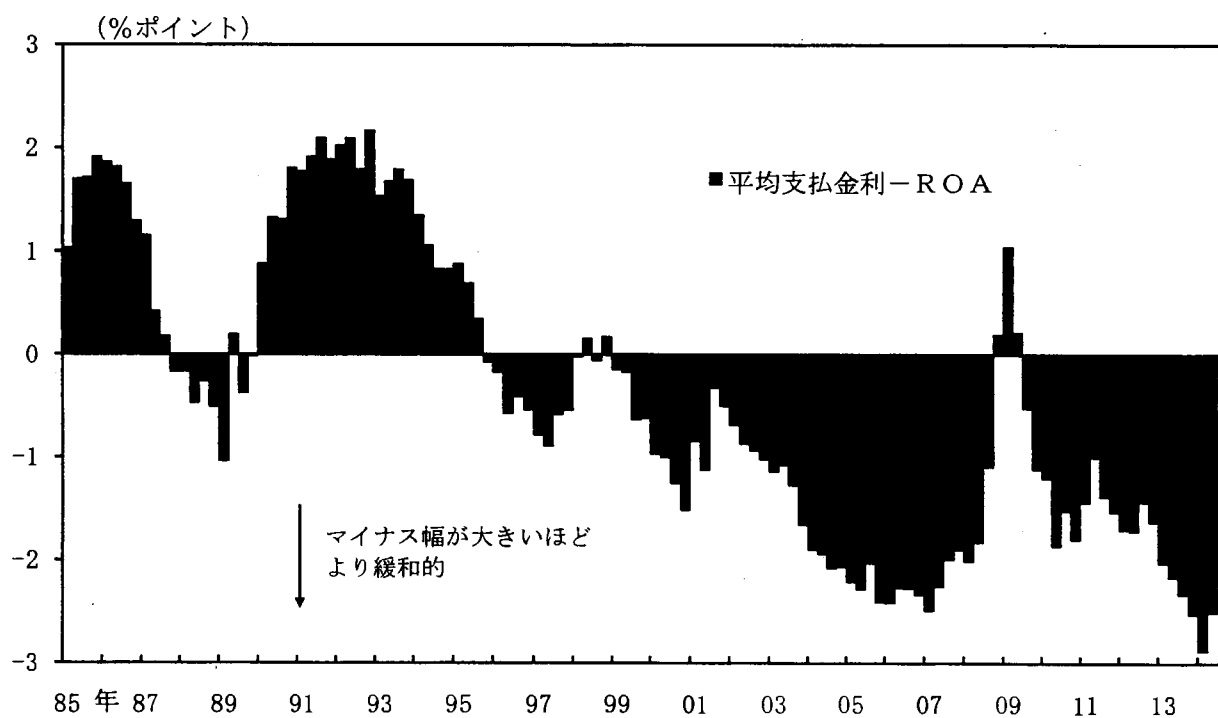


## 企業の資金調達コストと収益性

### (1) 企業のROAと平均支払金利（法人季報、全規模・全産業）



### (2) 平均支払金利とROAの乖離



(注) 14/3Qの貸出約定平均金利は7~8月の平均値。

## 資金調達量関連指標

民間部門総資金調達の  
計数は対外非公表

## &lt;民間部門総資金調達の内訳&gt;

— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント(調整後) ; 残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残
民間部門総資金調達	0.7	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0 p	611
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	1.0	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	443
	生保	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	24
	政府系	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	55
	旧3公庫	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	28
	住宅機構	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	28
	直接市場調達	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	88
	CP	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	12
	社債	0.2	0.1	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	76

(注) 旧3公庫は、政投銀と日本公庫(国民生活事業、中小企業事業)の合計。住宅機構には買取債権を含む。

## &lt;民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高&gt;

— 前年比%([ ]内のみ調整後) ; 残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残
銀行計(平残)	2.1	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	405
	[1.8]	[2.3]	[2.4]	[2.3]	[2.3]	[2.3]	—	—
都銀等	1.6	1.6	1.3	1.1	1.0	1.2	1.3	199
地銀・地銀Ⅱ計	2.7	3.2	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6	207
地銀	3.2	3.4	3.6	3.7	3.7	3.7	3.8	163
地銀Ⅱ	0.9	2.4	2.5	2.9	2.9	3.0	3.0	44
CP・社債計(未残)	-0.3	-1.1	-1.9	-0.8	-1.3	-0.8	-1.3	—
CP	-8.0	-8.8	-6.7	3.4	1.7	3.4	4.1	—
社債	1.1	-0.0	-1.1	-1.3	-1.8	-1.3	-2.1	—

(注) 計数の定義は図表12(2)、14(1)を参照。

## &lt;国内公募社債、エクイティ・ファイナンス&gt;

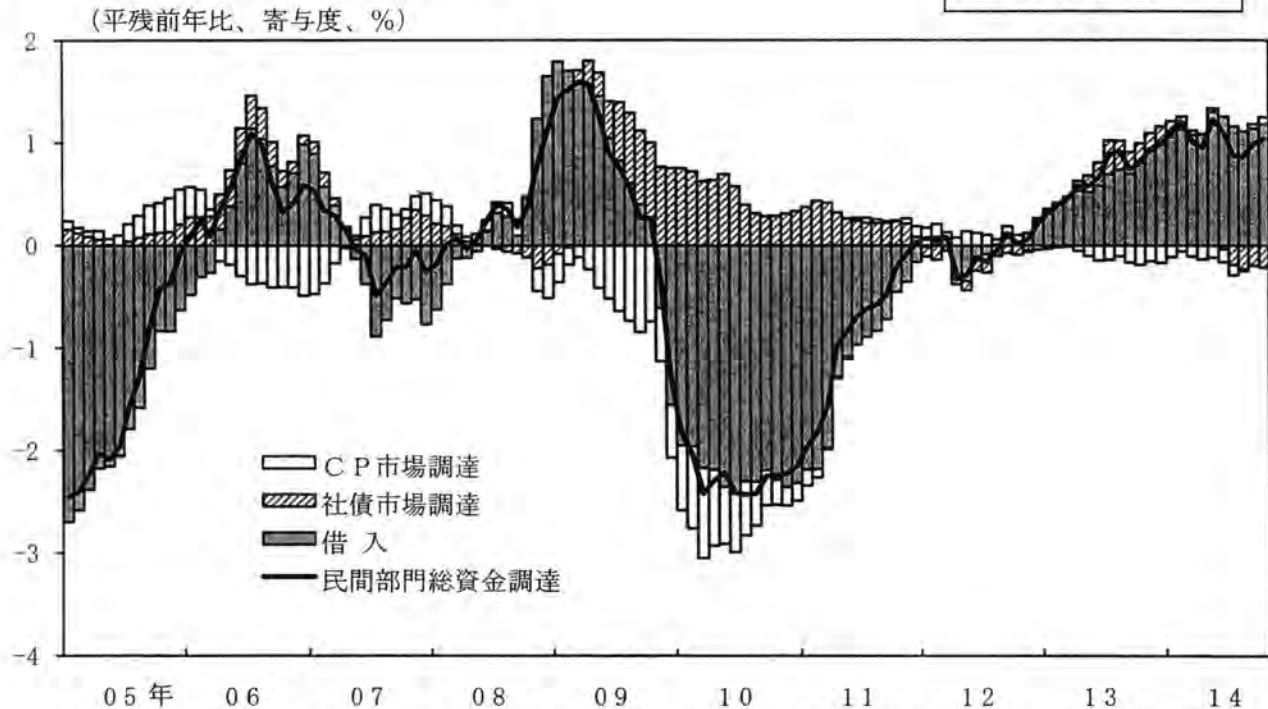
— 1か月当り、億円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残
国内公募社債計	6,343	4,275	7,955	6,751	6,740	6,371	4,160	—
うちBBB格 (シェア)	347 (5.5)	83 (1.9)	250 (3.1)	410 (6.1)	200 (3.0)	530 (8.3)	200 (4.8)	—
転換社債発行額	487	607	989	219	201	255	310	—
株式調達額	1,443	2,089	1,378	2,154	1,225	1,446	1,235	—
J-REIT資本調達額	921	610	572	677	343	1,261	97	—

(注) 計数の定義は図表14(2)、15を参照。

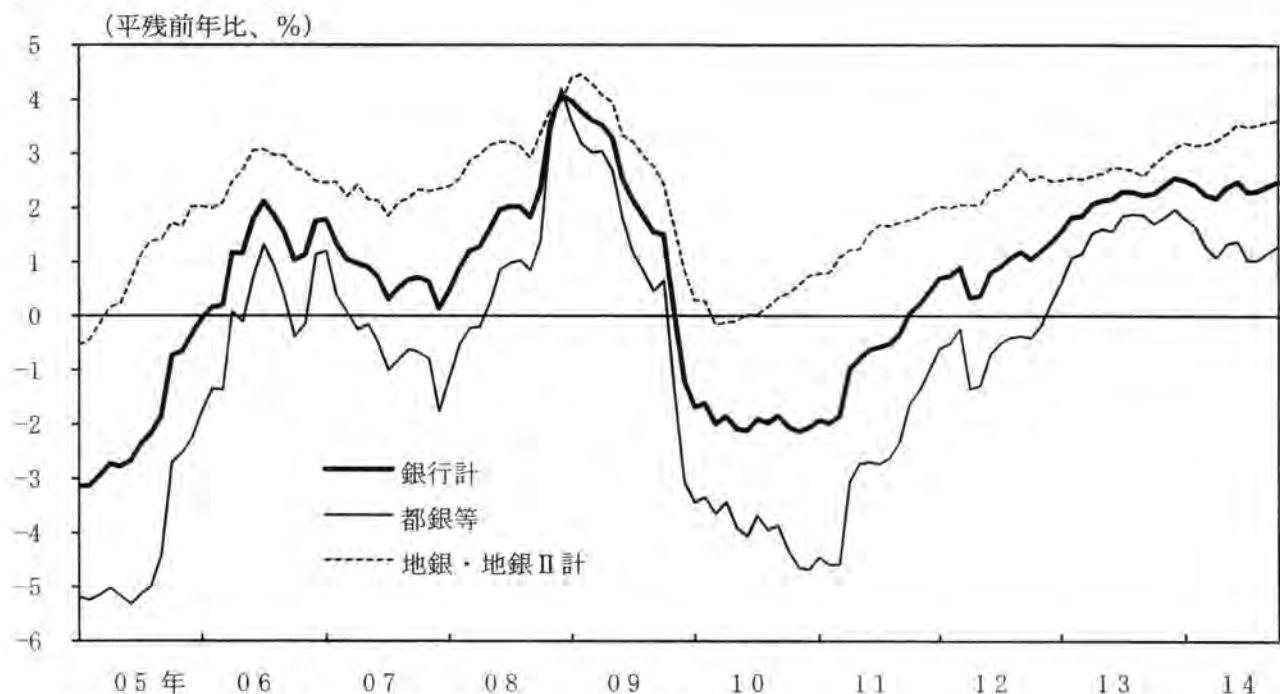
## 民間部門総資金調達

## (1) 民間部門総資金調達の推移

民間部門総資金調達  
は対外非公表

- (注) 1. 特殊要因調整後。貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、幅を持つ必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀の合計。ただし、①銀行の地公体向け分、および②外銀の中央政府・金融機関向け分(08/5月以降)を除いている。
3. CP、社債残高の定義は図表14(1)を参照。
4. 生保、政府系、直接市場調達は、前当月末の平均を平残としている。
5. 当月の計数を把握できない場合には推計値。

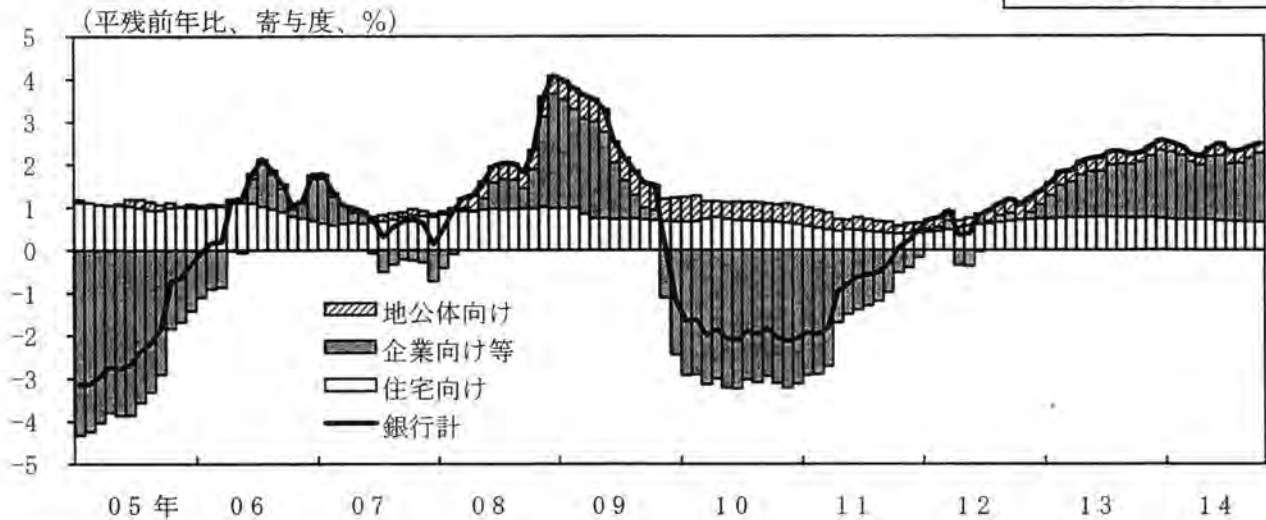
## (2) 民間銀行貸出



(注) 総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

## 民間銀行貸出の内訳

## (1) 借入主体別

借入主体別の計数は  
対外非公表

(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。  
14/10月は速報値。

## (2) 企業向け貸出の内訳

## &lt;企業規模別、月次&gt;



## &lt;資金使途別、月次&gt;



## &lt;業種別、四半期&gt;

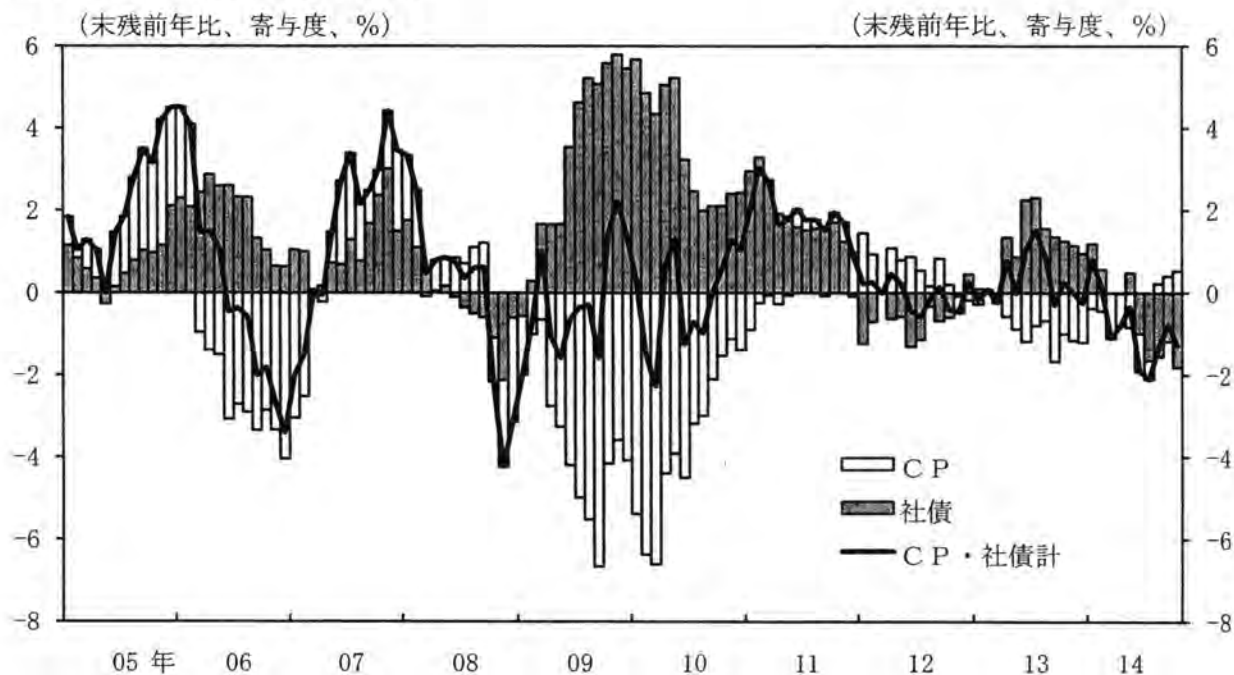


(注) 1. 計数は国内銀行ベース。

2. ( )内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金使途別は14/9月、業種別は14/2Qの値。

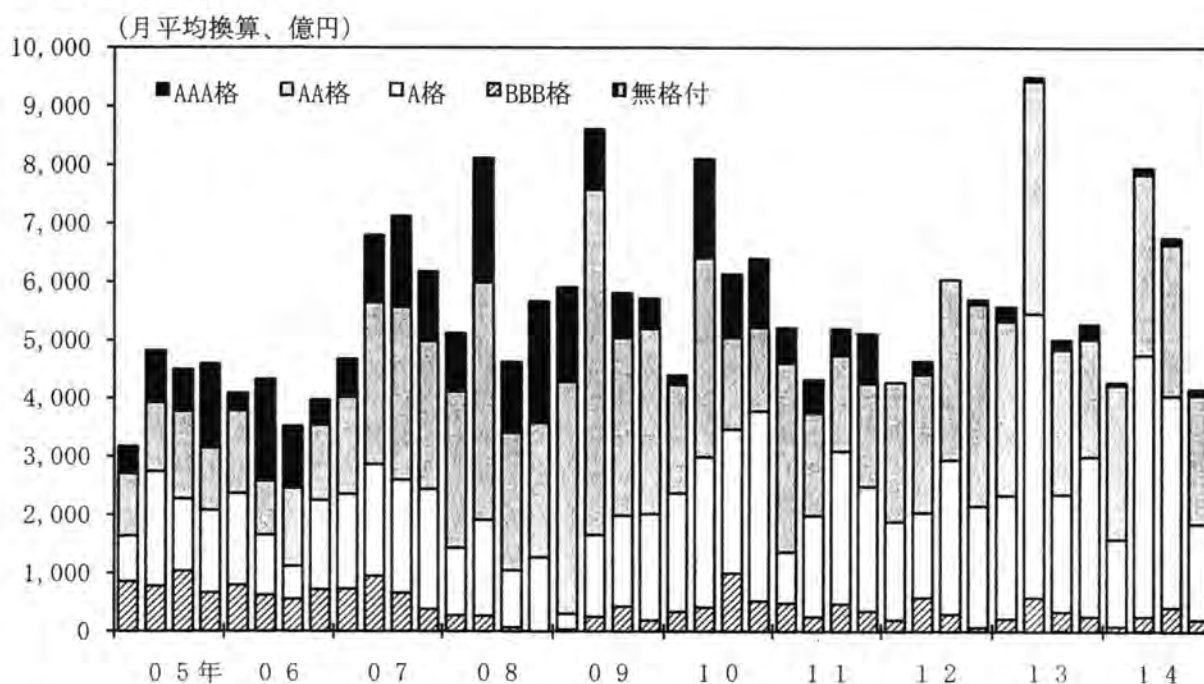
## CP・社債発行残高

## (1) CP・社債発行残高



- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国法人等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、08/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内外で発行された普通社債（私募債を含む）の残高。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、08/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

## (2) 社債発行額

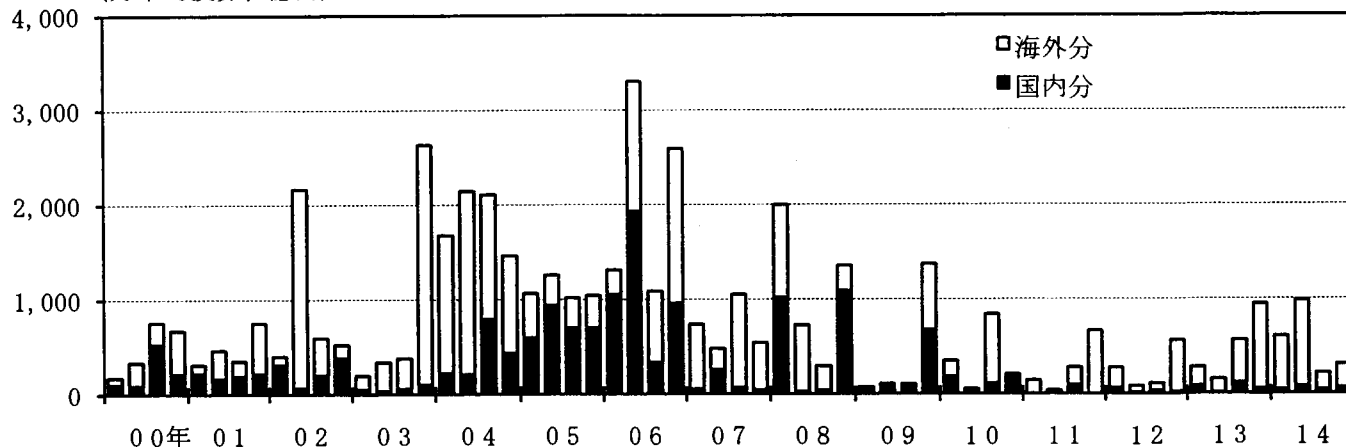


- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。  
14/4Qは10月の値。

## エクイティファイナンス

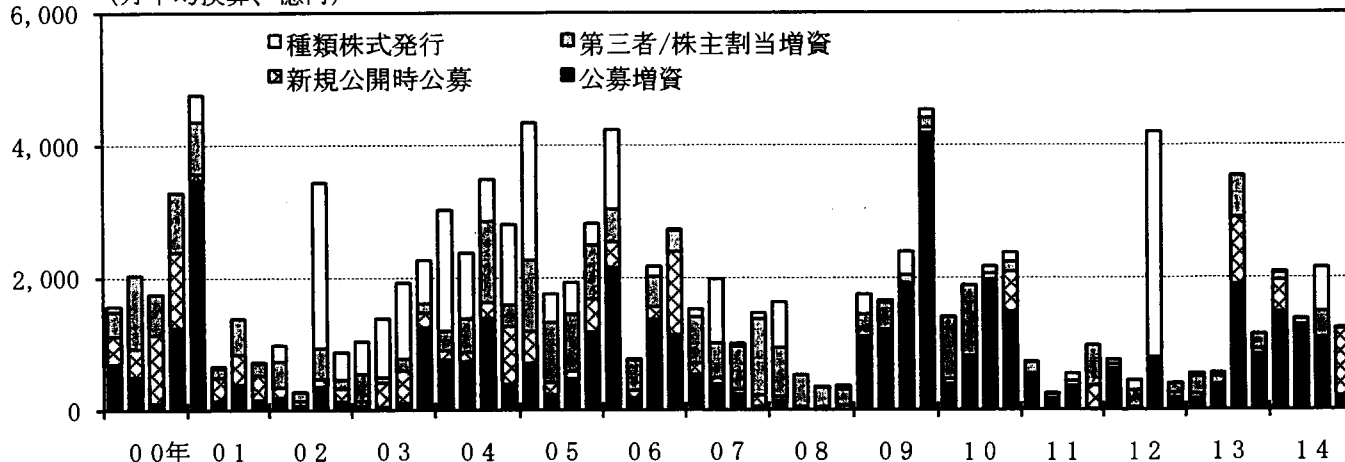
### (1) 転換社債発行額

(月平均換算、億円)



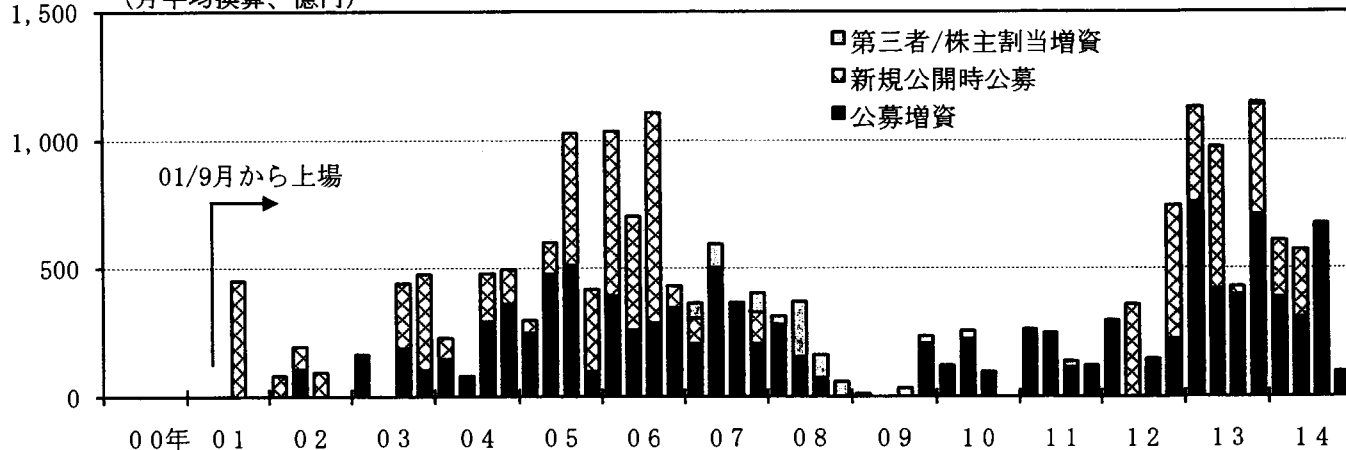
### (2) 株式調達額

(月平均換算、億円)



### (3) J-REIT資本調達額

(月平均換算、億円)



- (注) 1. 計数はアイ・エヌ情報センターによる。  
 2. 転換社債発行額は、発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。  
 3. 株式調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。12/3Qの種類株式発行の急増は、東京電力によるもの(7月、合計約1兆円)。  
 4. J-REIT(上場不動産投資法人)による資本調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベース。  
 5. 14/4Qは10月の値。

(図表16)

## 企業金融関連指標

## &lt;金融機関からみた資金需要&gt;

		— %ポイント							
		13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	4~6	7~9	14/8月	9	10
資金需要D. I. (主要銀行貸出動向アンケート調査)									
企業向け (季調値)	(「増加」+ 0.5×「やや増加」) -「減少」+ 0.5×「やや減少」	4	8	5	5	5	/		
大企業向け (季調値)		1	3	7	6	1			
中小企業向け (季調値)		3	7	5	4	4			
個人向け (季調値)		16	11	20	-10	6			
		(4)	(7)	(0)	(10)	(5)			
	(2)	(4)	(5)	(7)	(2)				
	(3)	(7)	(1)	(8)	(4)				
	(16)	(12)	(19)	(-10)	(6)				

## &lt;金融機関の貸出態度&gt;

		— %ポイント							
		13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	4~6	7~9	14/8月	9	10
貸出態度判断D. I.									
全国短観 (全産業)	「緩い」-「厳しい」	12	13	15	15	17	/		
大企業		19	20	21	23	24			
中小企業		7	8	9	11	12			
中小企業 (日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	34.6	36.1	39.0	38.0	37.8	38.2	38.2	38.9
小企業 (日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-11.0	-12.3	-11.8	-9.9	-10.7	/		
貸出運営スタンス (主要銀行貸出動向アンケート調査)									
大企業向け	(「積極化」+0.5×「やや 積極化」)-「慎重化」 +0.5×「やや慎重化」	11	13	12	10	9	/		
中小企業向け		18	24	21	21	17			

(注) 中小企業 (日本公庫) の四半期計数は、月次計数の平均。

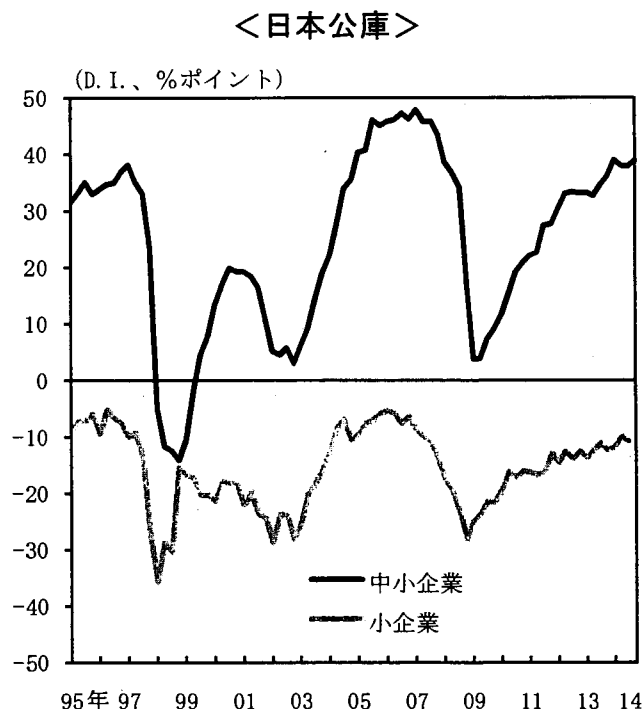
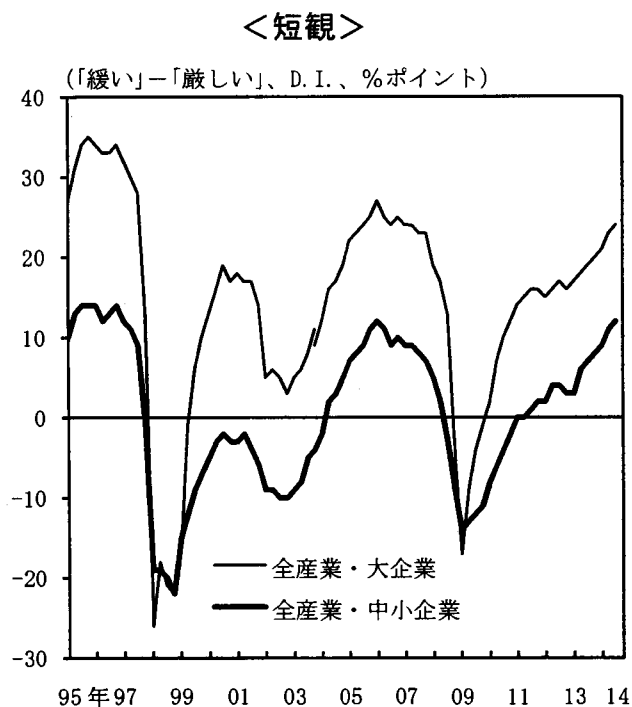
## &lt;資金繰りD. I. &gt;

		— %ポイント							
		13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	4~6	7~9	14/8月	9	10
全国短観 (全産業)	「楽である」 -「苦しい」	7	8	8	10	10	/		
大企業		17	17	18	21	20			
中小企業		-2	1	1	3	2			
中小企業 (日本公庫)	「余裕」-「窮屈」	0.9	-0.5	0.2	2.5	0.0	-0.1	1.2	0.4
中小企業 (商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-1.8	-1.0	-1.8	-1.5	-1.9	-1.5	-2.5	-2.4
小企業 (日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-23.0	-19.5	-24.9	-18.7	-23.3	/		

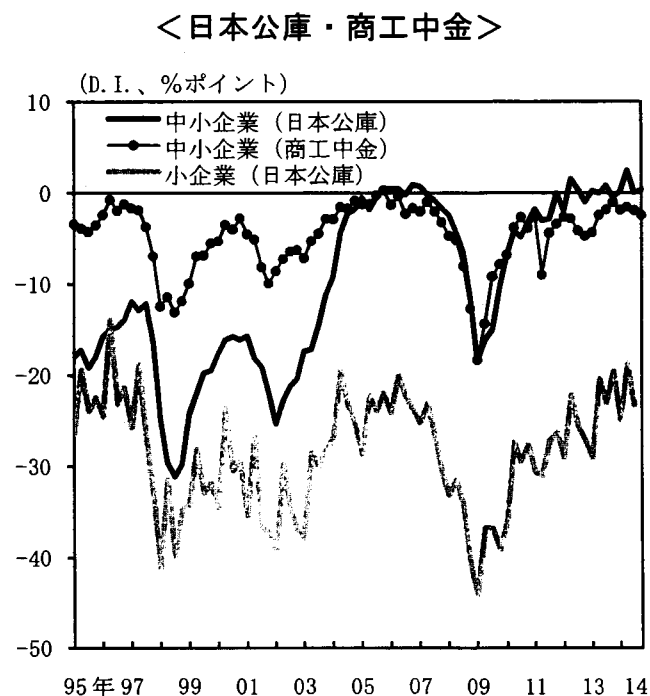
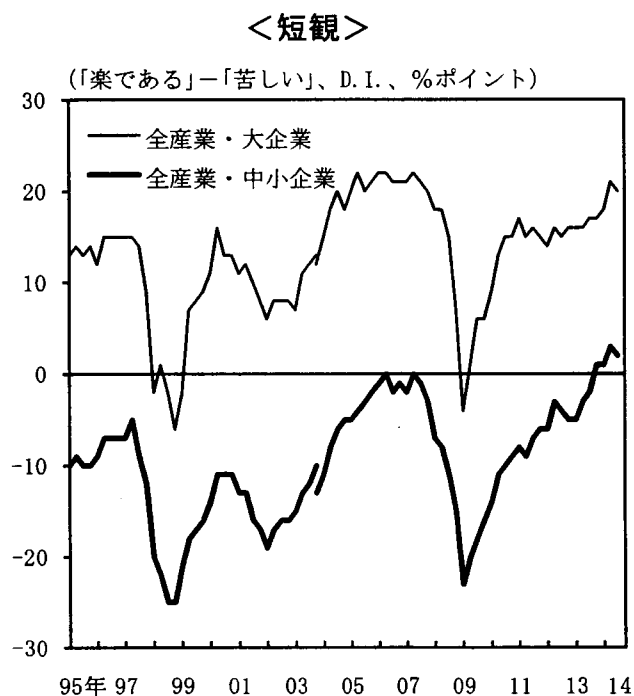
(注) 中小企業 (日本公庫) ・ 中小企業 (商工中金) の四半期計数は、月次計数の平均。

## 金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

## (1) 企業からみた金融機関の貸出態度



## (2) 企業の資金繰り



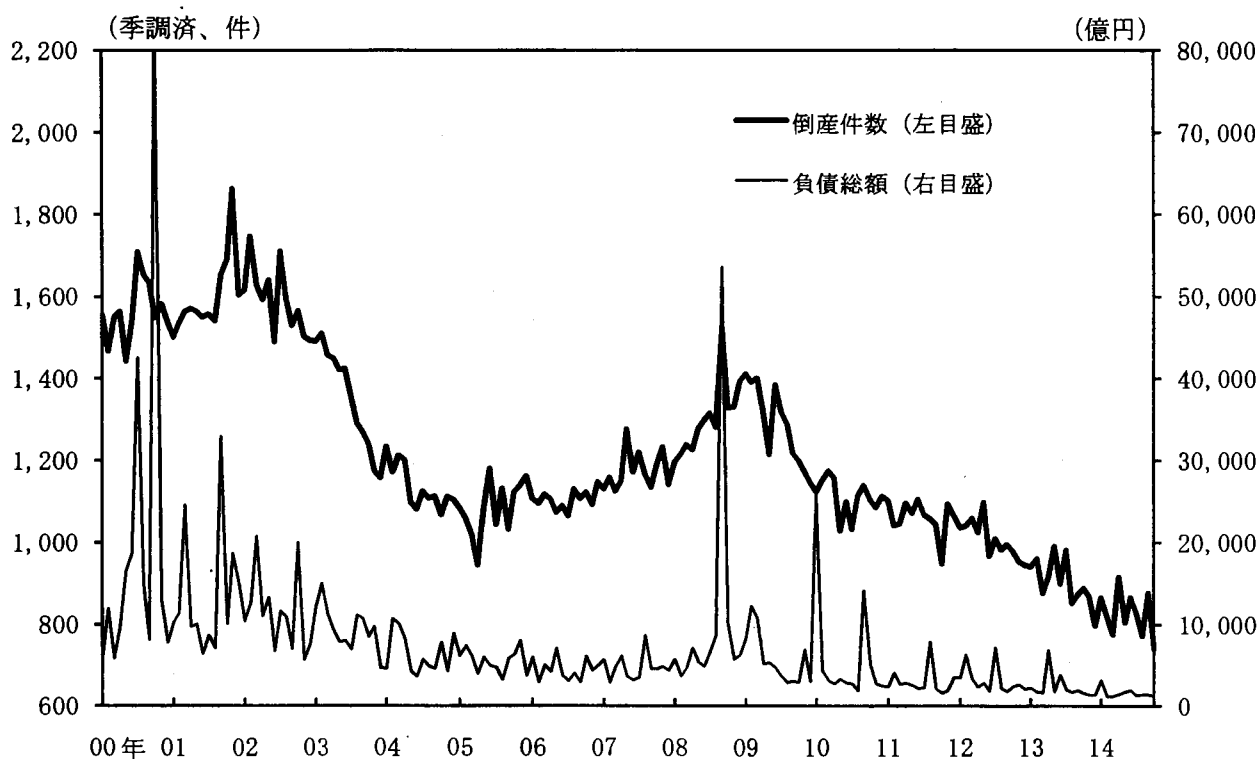
- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。
2. D.I.の定義は、(1)の日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。(2)の日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。
3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、日本公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は8～9割程度が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業(規模は日本公庫の中小企業と概ね同じ)。
4. 計数は、日本公庫の中小企業が「中小企業景況調査」、小企業が「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」、商工中金は「中小企業月次景況観測」による。なお、日本公庫の中小企業、商工中金の計数は四半期平均値であり、14/4Qは10月の値。



## 企業倒産

— 件・億円/月、( )内は前年比、%

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10
倒産件数	905 (-10.5)	820 (-11.5)	871 (-8.0)	812 (-8.6)	727 (-11.2)	827 (0.9)	800 (-16.6)
〈季調値〉	—	820	863	826	772	878	741
負債総額	2,319 (-27.4)	1,828 (-1.3)	1,686 (-59.3)	1,340 (-27.7)	1,358 (-18.3)	1,368 (-28.1)	1,241 (-20.1)
1件あたり負債額	2.6	2.2	1.9	1.7	1.9	1.7	1.6



(注) 東京商工リサーチ調べ。

## マネー関連指標

## &lt;マネタリーベース&gt;

— 前年比、%；( )内は残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 残高
マネタリーベース (平残)	34.4	54.1	45.5	39.4	40.5	35.3	36.9	—
	—	(203.4)	(226.6)	(243.7)	(242.3)	(245.8)	(255.8)	(163)
日本銀行券発行高	3.3	3.9	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6	(84)
貨幣流通高	0.9	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	(5)
日銀当座預金	108.8	153.4	99.6	76.0	79.3	65.2	66.7	(75)
(参考)金融機関保有現金	4.0	5.4	3.1	1.7	1.7	1.4	1.3	(8)
マネタリーベース (末残)	45.8	50.6	40.6	36.1	37.6	36.1	36.7	—
	—	(219.9)	(243.4)	(252.6)	(243.5)	(252.6)	(259.5)	(202)

## &lt;マネーストック&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残
M2	3.6	4.0	3.3	3.0	3.0	3.1	3.2	846
M3	2.9	3.2	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6	1,155
M1	4.8	5.4	4.7	4.2	4.2	4.2	4.3	560
現金通貨	3.1	3.6	3.3	3.5	3.5	3.6	3.7	80
預金通貨	5.1	5.8	4.9	4.3	4.3	4.3	4.4	481
準通貨	1.0	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	561
CD	3.8	4.8	4.4	9.1	8.6	8.7	9.5	34
広義流動性	3.2	3.9	3.1	3.1	3.0	3.2	3.2	1,508

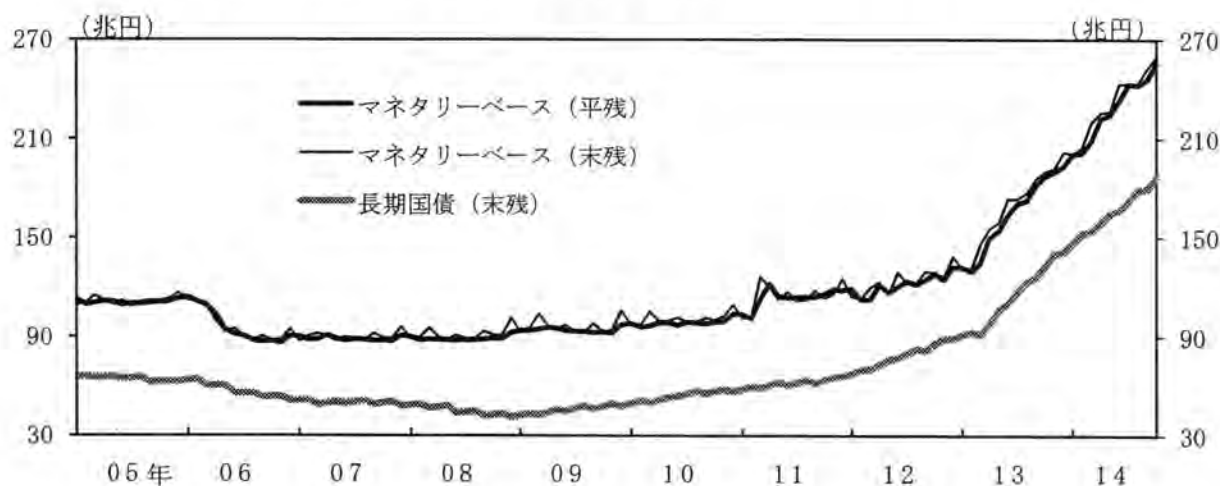
## &lt;主要金融商品の内訳 (広義流動性ベース) &gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

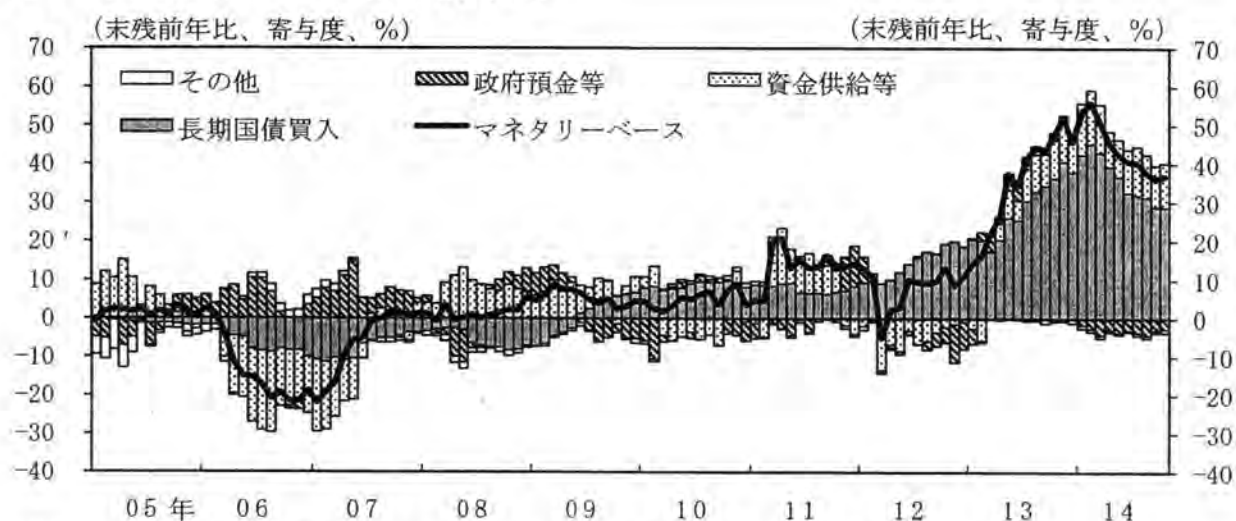
	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残
金銭の信託	6.5	8.4	5.5	5.2	5.0	5.3	5.1	198
投資信託	6.0	11.8	7.8	6.4	6.6	6.8	6.0	78
金融債	-15.1	-14.3	-8.4	-3.0	-2.7	-3.5	-4.4	3
国債	-7.4	-4.8	-5.1	-6.4	-6.7	-6.6	-7.8	32
外債	1.6	-1.9	3.2	10.9	10.9	13.7	15.5	39

## マネタリーベースとマネーストック

## (1) マネタリーベースと長期国債買入残高

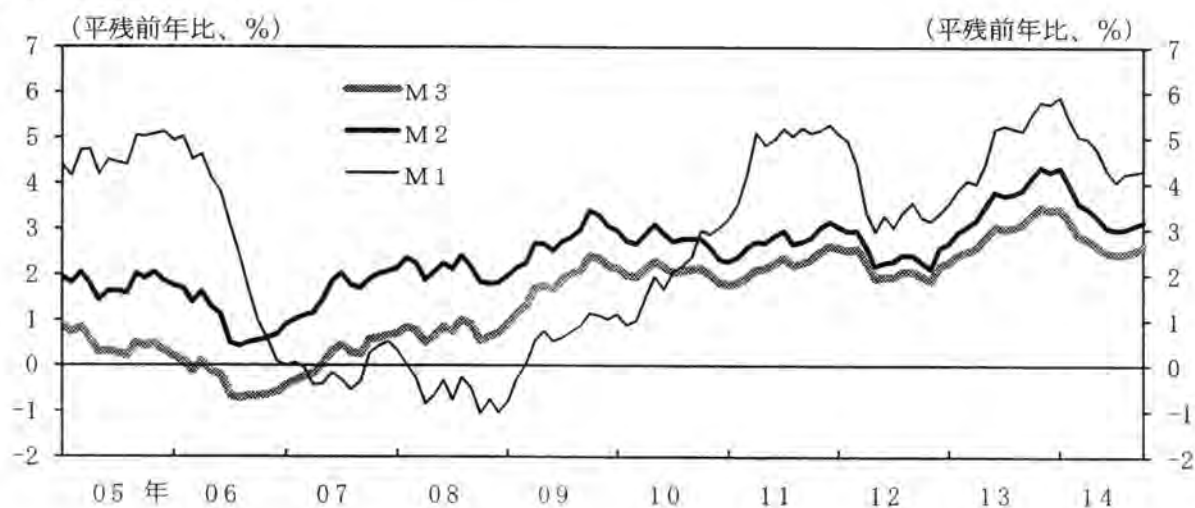


## (2) マネタリーベースの前年比



(注) 資金供給等は、長期国債以外の資産買入、共通担保オペ、貸出支援基金等。  
政府預金等は、政府預金と対政府売現先の合計から、引受国庫短期証券等の差をとった残高。

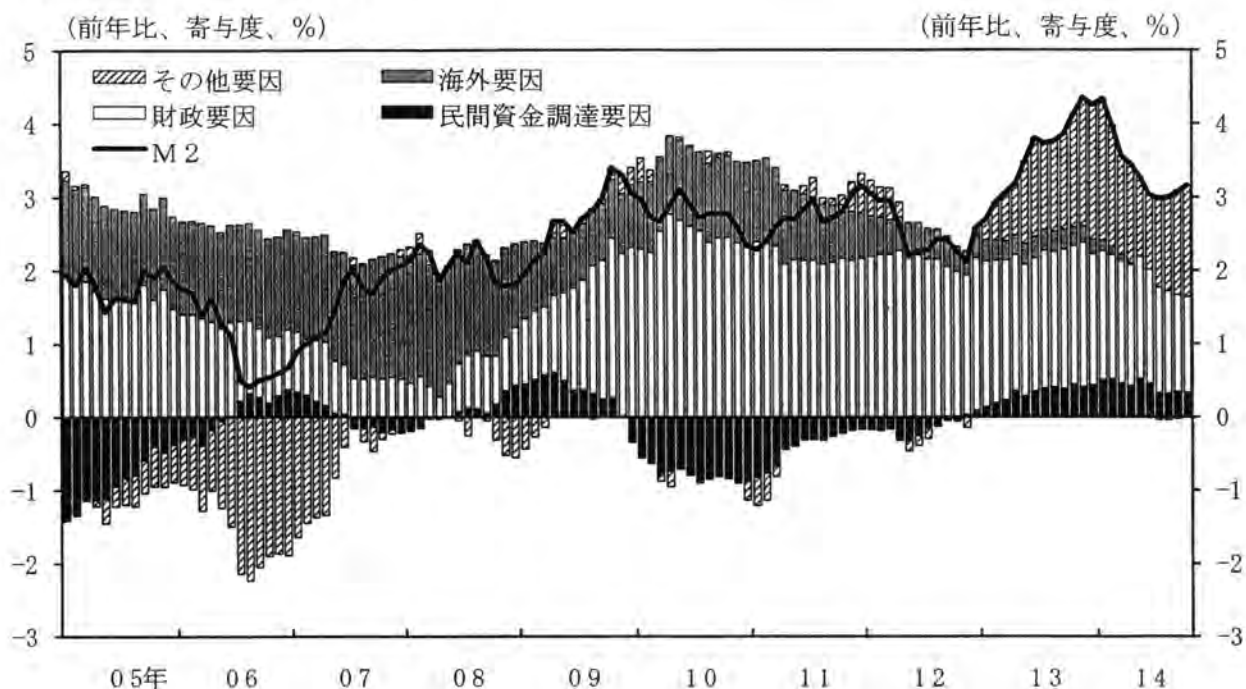
## (3) マネーストック



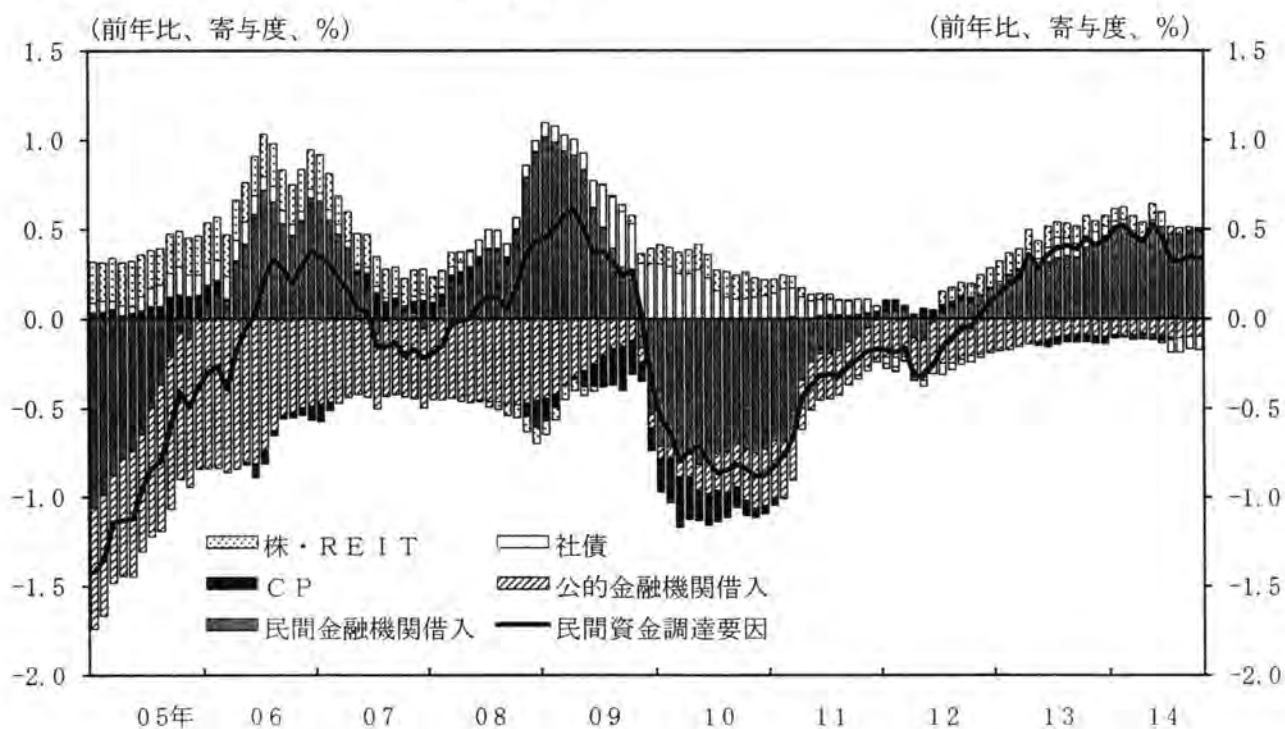
## M2のバランスシート分解

— マネー保有主体（民間非金融部門・地公体）の  
バランスシート・アプローチによる。

## (1) M2の要因分解



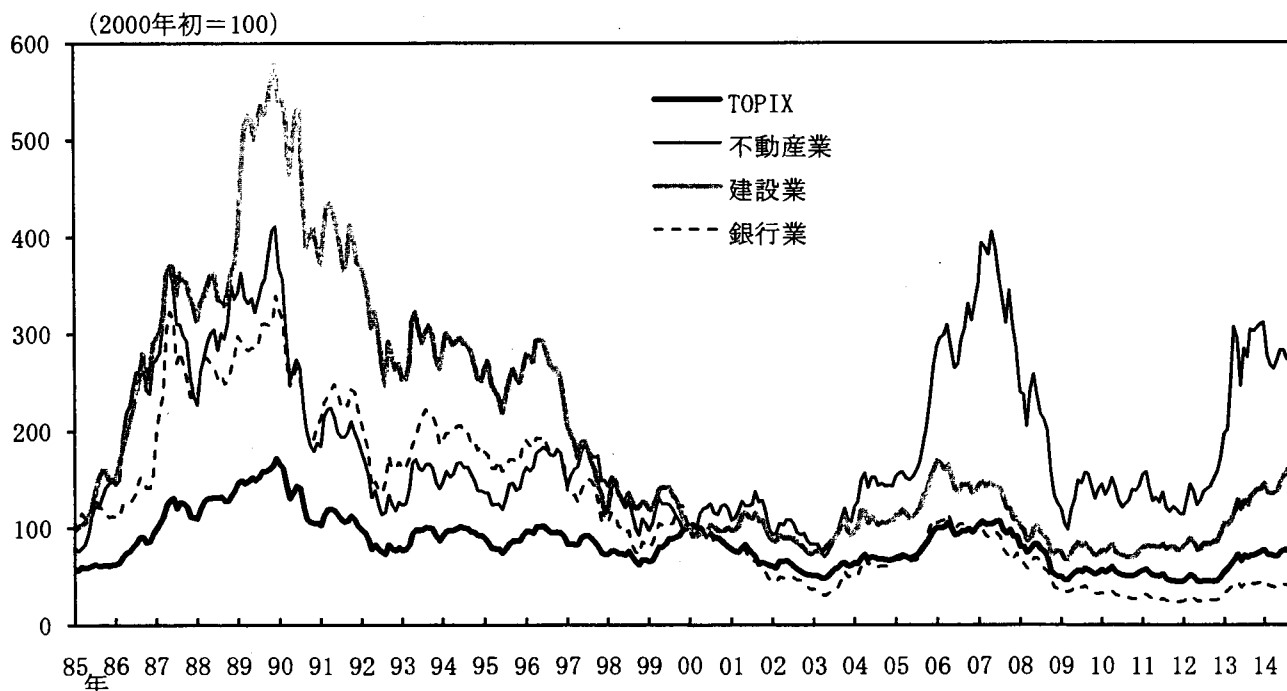
## (2) 民間資金調達要因の内訳



- (注) 1. 財政資金対民間収支、国際収支統計等から推計。一部に暫定値を含む。  
2. (1)の「その他」は、金融資産間の資金シフト要因と残差。

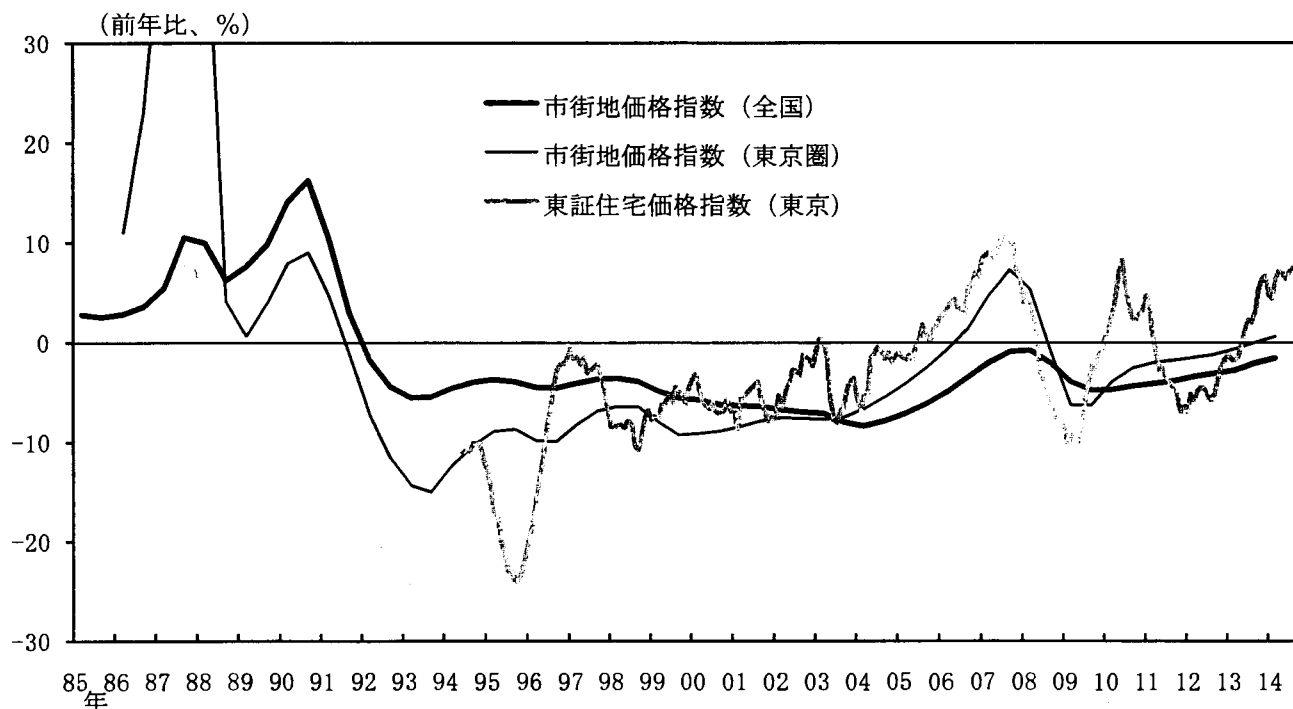
# 資産価格

## (1) 株価



(注) 株価は月平均。

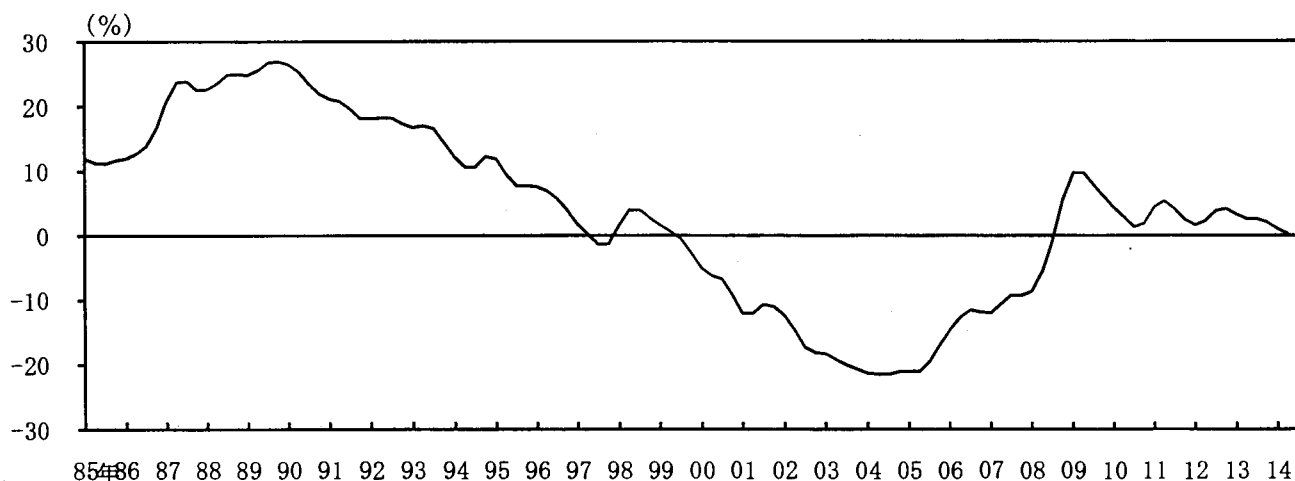
## (2) 地価・住宅価格



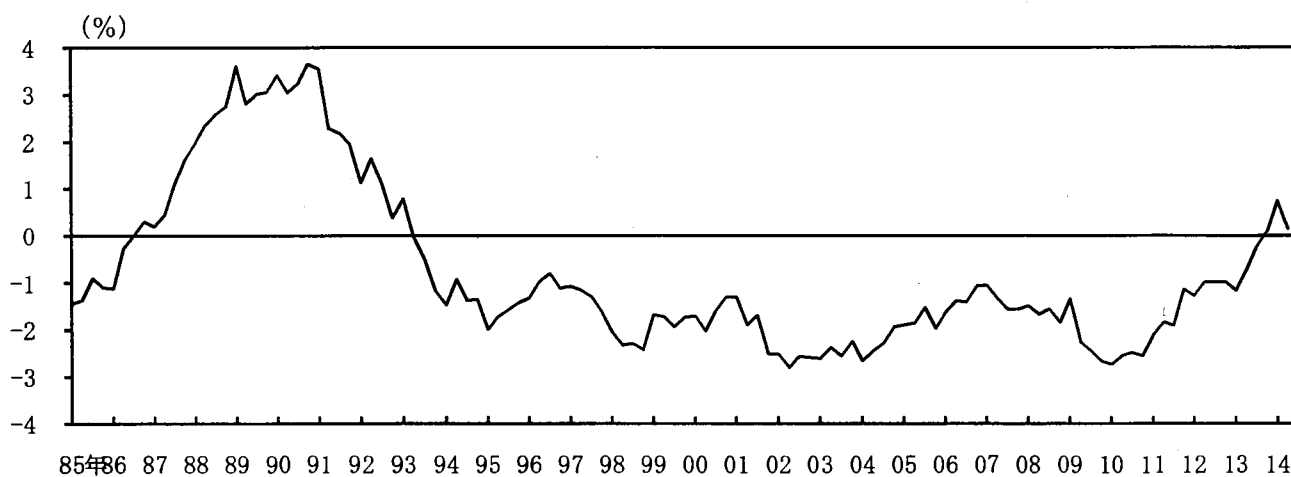
(注) 1. 市街地価格指数は、全用途。東京圏は、東京、神奈川、埼玉、千葉が対象。  
2. 東証住宅価格指数 (東京) は、東京都における既存マンション価格水準の動向を表したもの。

## ファイナンス・インバランス関連指標

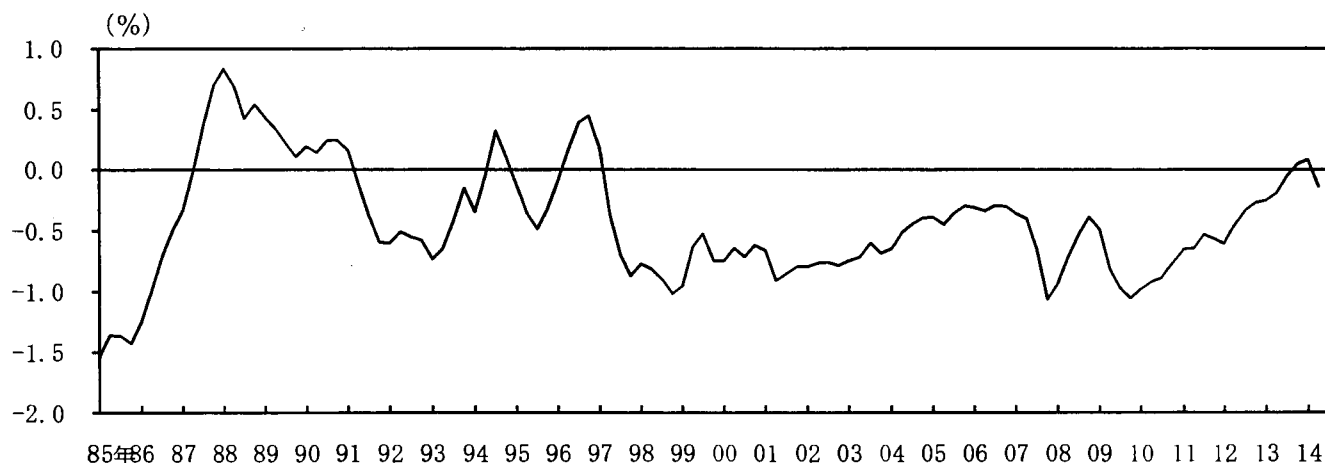
### (1) 信用ギャップ



### (2) 総投資ギャップ



### (3) 住宅投資ギャップ



(注) 信用・総投資・住宅投資ギャップは、それぞれ貸出・総固定資本形成・住宅投資の対GDP比率の後方8年移動平均からの乖離。

2014.11.13

企画局

## 当面の金融政策運営上の検討ポイント

### 1. 金融経済情勢に関する検討ポイント

- (1) 海外経済や国際金融資本市場の動向をどう評価するか。
- (2) わが国の景気情勢については、「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」という判断でよいか。
- (3) 景気の先行きについて、どう判断するか。  
リスク要因として、①輸出動向に関する不確実性、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待の変化、④財政の中長期的な持続可能性に対する信認、をどうみるか。
- (4) 上記のような景気の展望を踏まえ、物価の先行きをどうみるか。  
リスク要因として、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（とくに労働需給）の動向、③物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、④輸入物価の動向、をどうみるか。
- (5) 金融面では、①市況動向や、②CP・社債の発行環境、金融機関の貸出姿勢などを踏まえた企業金融の環境、などをどう評価するか。
- (6) 量的金融指標の動きをどう評価するか。
- (7) 以上のような経済・物価動向について、展望レポートとの関係でどう評価するか。

### 2. 当面の金融政策運営方針

#### 現在の金融市場調節方針

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。

以上

2014.11.13  
企 画 局

## 量的・質的金融緩和の拡大等に伴う「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

(説明資料)

<頁>

- ・ 量的・質的金融緩和の拡大等に伴う「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 …… 1

(政策委員会付議文)

- ・ 「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正に関する件 …… 3



(説明資料)

## 量的・質的金融緩和の拡大等に伴う「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

### 1. 見直しの内容

#### (1) J P X日経400に連動するE T Fの買入対象化

- 「量的・質的金融緩和」の拡大により、新たにJ P X日経400に連動するE T Fを買入れの対象に加えることとなった。これを受けて、基本要領に定める買入対象に同E T Fを追加し、11月25日(予定)に先物取引が開始された後、速やかに買入れを開始できるよう、所要の準備を進める。

#### (2) J-R E I Tの自己投資口取得可能化に伴う対応

- 投資信託及び投資法人に関する法律の一部改正(金融商品取引法等の一部を改正する法律)が12月1日から施行され、不動産投資法人による自己投資口取得が可能となる。これを踏まえて、本行が買入れた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ことが適当と考えられる。

—— 本行に損失が発生しない場合であり、かつJ-R E I T買入れの円滑な運営の観点から支障がない場合に限り、応じることとしてはどうか。

### 2. 基本要領の一部改正

- 上記のとおり対応するため、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正を行い、総裁が別に定める日から実施することとしたい。

—— 1.(1)については、本年末までに実施することとしたい。

以 上

## J P X日経インデックス400の概要等

狙い	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本の効率的活用などグローバルな投資基準に求められる要件を満たした「投資者にとって投資魅力の高い会社」により構成。</li> <li>日本企業の魅力を内外にアピールするとともに、持続的な企業価値の向上を促し、株式市場の活性化を図る。</li> </ul>
構成銘柄数	400 銘柄 (うち東証1部:389、同2部:1、マザーズ:0、JASDAQ:10)
選定基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場流動性指標等をもとに、1,000銘柄を抽出した後、定量的な指標(下記3項目)によりスコアリング。 <ul style="list-style-type: none"> <li>①3年平均ROE</li> <li>②3年累積営業利益</li> <li>③時価総額</li> </ul> </li> <li>定性的な要素(下記3項目)により、補完的に加点した後、スコア上位400銘柄を選定。 <ul style="list-style-type: none"> <li>①独立した社外取締役の選任(2人以上)</li> <li>②国際会計基準(IFRS)採用</li> <li>③決算情報英文資料のTDnetを通じた開示</li> </ul> </li> </ul>
算出方法	浮動株調整時価総額加重型
ETF 取扱会社	野村アセットマネジメント、日興アセットマネジメント、三菱UFJ投信、大和証券投資信託委託
算出開始日	本年1月6日
先物取引	本年11月25日に大阪取引所が上場予定。

(参考)ETFの市場残高(14年9月末)

ETF全体	9.7兆円
日経225連動型	4.7兆円
TOPIX連動型	4.1兆円
JPX日経400連動型	1,759億円

(政策委員会付議文)

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正に関する件

(案 件)

量的・質的金融緩和の拡大および「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(平成25年法律第45号)第9条の規定の施行に伴い、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」(平成25年4月4日付政委第47号別紙3.)を別紙. のとおり一部改正すること。

以 上

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」中一部改正（案）

- 3. を横線のとおり改める。

3. 買入対象

金融商品取引所（金融商品取引法（昭和23年法律第25号）第2条第16項に規定する金融商品取引所をいう。以下同じ。）に上場されている指数連動型上場投資信託受益権等であって、次に掲げる要件をすべて満たすもののうち、買入対象とすることが適当でない認められる特段の事情がないものとする。

- (1) 指数連動型上場投資信託受益権にあつては、東証株価指数（TOPIX）または、日経平均株価（日経225）またはJPX日経インデックス400（JPX日経400）に連動するよう運用されるものであること
- (2) 略（不変）

- 8. (1) ニ、の次に次のホ、を加える。

ホ、発行者である投資法人による自己投資口取得に応じる場合（本行に損失が発生しない場合であり、かつ不動産投資法人投資口の買入れ等の円滑な運営の観点から支障がない場合に限る。）

(附則)

この一部改正は、平成26年12月末までの総裁が別に定める日から実施する。ただし、8.に係る一部改正については、実務上の準備が整い次第速やかに実施することとし、総裁がその実施日を定める。

【重要】

＜不開示情報＞有(種類：審議・検討)＜  
＜配付先＞金融政策決定会合関係者限り＜  
＜作成局における保存期間満了日＞2014年12月31日＜

金融経済月報「概要」の前月との比較

2014年11月

2014年10月

(現状) 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が続いている。

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。輸出は幅広い圏内の動きとなっており、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幅広い圏内の動きとなっており、個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要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で、弱めの動きが残っている。

(先行き) 先行きのわが国経済は、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みられる。

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ると考えられる。国内需要については、公共投資は、当面、高水準で幅広い圏内の動きを続けたいと、次第に減少傾向に転じていくとみられる。設備投資は、企業収益が改善傾向をたどるなかで、緩やかな増加基調を続けると予想される。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、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあつて、緩やかな増加に復していくと考えられる。

この間、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、米国内需の回復ペースなどが挙げられる。

(物価) 物価の現状について、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。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。

物価の先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面向下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。

(金融) 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なか、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、企業からみれば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。CP・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている。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、3%台前半の伸びとなっている。

金融市況をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物コールレート(加重平均値)は0.1%を下回る水準で推移しており、ターム物金利は幅広い圏内の動きとなっている。前月と比べ、株価は上昇している一方、円の対ドル相場は下落している。この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。

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みられているが、基調的には緩やかな回復が続いている。

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。輸出は弱め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、緩やかに増加している。公共投資は高水準で幅広い圏内の動きとなっており、個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いている。鉱工業生産は、在庫調整の動きもあつて、このところ弱めの動きとなっている。企業の業況感、消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持している。

先行きのわが国経済は、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和らいでいくとみられる。

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ると考えられる。国内需要については、公共投資は、当面、高水準で幅広い圏内の動きを続けるとみられる。設備投資は、企業収益が改善傾向を続けると、緩やかな増加基調をたどると予想される。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さらさらには和らいでいくとみられる。住宅投資は、当面、駆け込み需要の反動の影響が残るものの、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、当面弱めの動きとなったあと、緩やかな増加に復していくと考えられる。

この間、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、米国内需の回復ペースなどが挙げられる。

物価の現状について、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、3か月前比で幅広い圏内の動きとなっている。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。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

物価の先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、国内企業物価は、当面、幅広い圏内の動き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。

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なか、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、企業からみれば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、マイナスとなっている。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、3%程度の伸びとなっている。

金融市況をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物コールレート(加重平均値)は0.1%を下回る水準で推移しており、ターム物金利は幾分弱含んでいる。前月と比べ、円の対ドル相場は下落している。この間、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている。

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[ 議 長 案 ]

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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。

以 上

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議長案]

資産買入れ方針の決定に関する件

(案 件)

1. 資産の買入れについて、下記の方針を継続すること。

記

- (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。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。
- (2) 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。
- (3) 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。

2. 対外公表文は別途決定すること。

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（案）

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／賛成○反対○）。

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（全員一致／賛成○反対○）。

- 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。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。

- ② 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。

- ③ 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。

以 上

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合参加者>

[木内委員案]

「当面の金融政策運営について」の公表に関する件

「当面の金融政策運営について」に関する議長案のうち、以下の点を変更したものを公表すること。

1. ～5. 略（不変）

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、中長期的に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。その際うえで、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「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。

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）<sup>(注1)</sup>。

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）<sup>(注2)</sup>。

- 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。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。

- ② 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。

- ③ 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<sup>(注3)</sup>。

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)。

## 要注意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保存期間満了日：2044年12月31日>

公表時間

11月20日(木)14時00分

(案)

2014年11月20日

日 本 銀 行

# 金融経済月報

(2014年11月)

本稿は、11月18、19日に開催された政策委員会・金融政策決定会合の時点で利用可能であった情報をもとに記述されている。

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。

## 【概要】

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。

先行きのわが国経済は、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。

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。国内需要については、公共投資は、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、企業収益が改善傾向をたどるなかで、緩やかな増加基調を続けると予想される。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、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、次第に底堅さを取り戻していくと予想される。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していくと考えられる。

この間、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。

物価の現状について、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。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。

物価の先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、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。

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なか、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。CP・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている。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、3%台前半の伸びとなっている。

金融市況をみると、短期金融市場では、オーバーナイト物コールレート（加重平均値）は0.1%を下回る水準で推移しており、ターム物金利は横ばい圏内の動きとなっている。前月と比べ、株価は上昇している一方、円の対ドル相場は下落している。この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。



## 1. 実体経済

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、1～3月に前期比で小幅減少に転じたあと、4～6月は2013年度補正予算の効果などから再び増加し、7～9月も・・・<9月公共工事出来高：11月17日>（図表5）。発注の動きを示す公共工事請負金額は、1～3月に増加したあと、4～6月も2014年度当初予算の早期執行の影響などもあって大きく増加したが、7～9月はその反動から大きく減少し、10月の7～9月対比も・・・<10月公共工事請負金額：11月14日>。

先行きの公共投資は、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。

実質輸出は、横ばい圏内の動きとなっている（図表6(1)、7）。実質輸出は、1～3月および4～6月と前期比小幅のマイナスを続けたあと、7～9月は小幅のプラスとなった。月次の動きをみると、7月に前月比で増加したあと、8月はわずかに減少したが、9月は再び増加した。地域別に輸出動向をみると（図表7(1)）、米国向けは、1～3月に前期比で小幅増加したあと、4～6月は減少し、7～9月は横ばいとなった。自動車関連においては、現地生産拡大の動きなどが、なお下押し要因として作用しているとみられるが、資本財・部品を中心に、月次でみれば持ち直しの兆しも窺われる。EU向けは、5四半期連続で増加したあと、7～9月はほぼ横ばいとどまり、改善の動きに一服感がみられている。中国向けについては、1～3月および4～6月と2四半期連続で減少したあと、7～9月については、情報関連に持ち直しの動きがみられたが、中間財などの弱さが残るもとの、全体としては小幅の増加にとどまった。NI Es向けについては、4～6月に3四半期振りに減少したあと、7～9月は再び増加しており、一進一退の動きとなっている。ASEAN向けについては、

7 四半期連続で減少したあと、4～6月は一旦ほぼ横ばいとなったが、7～9月は再び減少しており、弱めの動きが長引いている。この間、その他地域向けについては、昨年央以降弱めに推移していたが、自動車関連を中心に、4～6月に前期比で増加したあと、7～9月も増加している。財別にみると（図表7(2)）、自動車関連は、1～3月にかけて減少したあと、4～6月も横ばい圏内の動きにとどまったが、7～9月は中東などのその他地域向けを中心に増加した。資本財・部品については、中国をはじめ東アジア向けでは弱さが残っているが、全体としては海外の設備投資動向等を反映して持ち直しの動きがみられている。情報関連も、スマートフォンの新商品向け部品の動きなどを反映して、持ち直している。一方、鉄鋼や化学製品等の中間財については、東アジア向けを中心に弱めに推移している。

実質輸入は、堅調な国内需要を背景に緩やかな増加基調を続けるなかで、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も和らぎつつある（図表6(1)、9）。実質輸入は、消費税率引き上げや一部ソフトウェア（オペレーティング・システム）のサポート期限切れなどに伴う駆け込み需要から、1～3月に前期比伸び率を高めたあと、4～6月はその反動が出るかたちで大幅に減少した。その後、7～9月は小幅ながらプラスに転じており、反動の影響は和らぎつつある。財別の輸入動向をみると（図表9(2)）、素原料については、1～3月に環境税率引き上げ前の駆け込み需要もあって高めの伸びとなったあと、4～6月はその反動から大幅に減少したが、7～9月は再び増加した。消費財も、4～6月に消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響などからはっきりと減少したあと、足もとでは持ち直しつつある。情報関連については、駆け込み需要の反動減の影響が残るもとで、スマートフォンにおける新商品発売前の在庫削減の動きも加わり、夏場までは減少を続けていたが、9月はスマートフ

ォンの新商品の輸入が全体を大きく押し上げており、7～9月でみてもほぼ下げ止まっている。資本財・部品は、国内の設備投資動向などを反映して、振れを伴いつつも、持ち直し基調を続けている。一方、中間財の輸入は、国内生産の動きを反映して、4～6月に前期の高い伸びの反動から減少したあと、7～9月も小幅減少した。

純輸出の動きを表す実質貿易収支は、上記輸出入の動きを反映して、1～3月をボトムに改善している（図表6(1)）。名目経常収支の動きを四半期でみると（図表6(2)(3)）、1～3月は駆け込み需要を反映した輸入増から一旦経常赤字に転化したものの、4～6月は輸入の反動減などから小幅ながら経常黒字に復した。7～9月は、貿易・サービス収支が赤字幅を幾分拡大したものの、第一次所得収支の黒字幅が拡大したこともあって、経常黒字を維持している。

輸出を取り巻く環境をみると、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（図表8(2)）。主要地域別にみると、米国では、家計部門の堅調さが企業部門にも波及するもとの、緩やかな景気回復が確かなものとなってきている。欧州の景気は、基調として緩やかな回復を続けているが、製造業部門を中心にそのペースは鈍化している。中国経済については、基調として安定成長が続いているが、足もとでは、製造業部門における過剰設備問題や不動産市場の調整が下押し圧力となり、成長モメンタムが鈍化している。中国以外の新興国・資源国経済については、全体として勢いを欠く状態が続いている。円相場については、対ドル、対ユーロとも、このところはっきりと下落しており、実質実効為替レートでみると、2007年頃を超えて1982年頃に並ぶ円安水準となっている（図表8(1)）。

先行きの海外経済は、先進国を中心に、緩やかに回復していくとみられる。また、上記のような為替相場の動きも、輸出の下支えに作用していくと予想さ

れる。主要地域別にみると、米国経済については、民間需要を中心に着実な回復を続けると見込まれ、回復ペースは徐々に高まっていくと予想される。欧州経済は、緩やかな回復基調は維持されると予想されるが、債務問題の帰趨やロシア経済の減速の影響などには注意が必要である。中国経済については、成長率を幾分切り下げつつも、安定した成長を続けると予想されるが、前述のような下押し圧力には引き続き注意が必要である。中国以外の新興国・資源国経済についてみると、基本的には先進国の景気回復の好影響が次第に及んでいくとみられるが、成長に勢いを欠く状態が長引く可能性もある。この間、自動車を中心とした海外生産拡大の影響は、当面、輸出の下押し要因として残るとみられるものの、やや長い目でみれば、2012年末以降の円安方向への動きが、下押しする程度を和らげる方向に作用していくと考えられる。

以上の点を踏まえると、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。先行きの輸入については、国内需要の動きなどを反映し、緩やかな増加基調を続け、個人消費の反動減などの影響も次第に収束していくと予想される。こうした輸出入の動きを反映して、先行きの純輸出は、振れを伴いつつも、緩やかな改善傾向をたどると予想される。

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。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（図表10(1)）、4～6月に前期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。先行指標についてみると、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月に高めの伸びとなったあと、4～6月はその反動もあって大きめの減少となったが、7～9月は製造業を中心に再び増加している（図表11(1)）。月次では、6月以降4か月連続での前月比増加となっ

ている。建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）をみると、昨年央以降、横ばい圏内で推移してきたが、非製造業を中心にこのところ弱めの動きもみられている（図表 11(2)）。

設備投資を取り巻く環境をみると、企業収益は改善を続けている。先行きについても、国内需要が堅調に推移することに加えて、輸出が緩やかな増加に向かっていることもあって、振れを伴いつつも改善傾向を続けると予想される。

以上の点を踏まえると、先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向をたどるなかで、緩やかな増加基調を続けると予想される。

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（図表 12）。財の消費動向を小売業販売額（実質）でみると（図表 13(1)）、1～3月に駆け込み需要から伸びを大きく高めたあと、4～6月はその反動から大幅な減少となった。その後、7～9月は前期比プラスとなり、月次でも8月、9月と2か月連続で前月比増加となるなど、夏場の天候不順の影響は減衰し、耐久消費財以外の分野を中心に駆け込み需要の反動の影響も和らいでいる。この間、耐久消費財の消費動向をみると（図表 13(2)）、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月の7～9月対比も小幅増加するなど、概ね下げ止まってきている。家電販売額（実質）については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要や一部ソフトウェアのサポート期限切れに伴うパソコンの更新需要の反動減から、4～6月に前期比で大きく減少したあと、7～9月は足もとにおけるスマートフォンの新商品の発売開始もあって小幅増加となった。ただし、耐久消費財については、関連メーカーなどから、反動減からの回復はなお遅れ気味と指摘する声が聞かれている。全国百貨店売上高は、4月に駆け込み需要の反動から大幅な減少となった

あと、5月以降は持ち直しており、8月以降は改善が明確になりつつある（図表14(1)）。全国スーパー売上高についても、4月に大きめの減少となったあと、5月以降は緩やかな持ち直し傾向にある。コンビニエンスストア売上高については、駆け込み需要に伴う振れは比較的小さく、緩やかな増加傾向を続けている。いずれの業態においても、夏場の天候不順の影響は8月下旬から9月にかけて減衰し、反動減の影響も耐久消費財以外の分野を中心に和らいでいる。ただし、地域別にみた改善ペースのばらつきを指摘する声も引き続き聞かれている。この間、サービスの消費動向をみると（図表14(2)）、旅行取扱額は、夏場の天候不順の影響などを除いてみれば、国内旅行を中心に底堅く推移している。外食産業売上高も、中国産鶏肉問題や夏場の天候不順の影響を除いた基調としては、底堅い動きを続けている。

需要側の統計について、家計調査の消費水準指数（二人以上の世帯、実質）を、GDPの推計に利用される品目に近づけた「除く住居等」のベースでみると（図表13(1)）、1～3月に駆け込み需要から大幅増となったあと、4～6月はその反動から大幅な減少となった。7～9月は概ね下げ止まっているが、短期的な振れもあって販売統計に比べて弱めの動きが続いている<sup>1</sup>。家計消費状況調査の支出総額（二人以上の世帯、実質）は、1～3月に、耐久消費財を中心とした駆け込み需要を背景に高い伸びとなったあと、4～6月は大きく減少し、7～9月も概ね横ばいとなっている。

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、雇用・所得環境の動きなどを反映して、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（図表15）。

---

<sup>1</sup> このところ、家計調査の実収入が毎月勤労統計の現金給与総額の動きと比べて下方に乖離しており、サンプル要因が影響している可能性もあるとみられる。

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、足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられている。先行指標である新設住宅着工戸数をみると（図表 16(1)）、1～3月以降、持家を中心に駆け込み需要の反動が出るかたちで減少が続いていたが、月次の動きでは、8月、9月と2か月連続で前月比増加となるなど、下げ止まりつつある。

先行きの住宅投資は、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（図表 17）。鉱工業生産の動きをみると、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月も減少を続けた。耐久消費財（自動車・家電）や建設財（住宅関連）において、駆け込み需要の反動減などの影響がやや長引くもとで、在庫調整の動きが続いており、それが生産財にもある程度波及している。ただし、月次で見ると、9月は出荷が高い伸びとなるなかで、生産は幅広い業種で持ち直し、全体でも前月比ではっきりと増加した。業種別の四半期の動きをみると、輸送機械は、駆け込み需要の反動減からの持ち直しが遅れるなかで、在庫調整の動きが続いており、4～6月の減少のあと、7～9月もはっきりと減少した。電気機械や情報通信機械も、家電（エアコンやパソコン）の反動減の影響などから、春先以降、大きめの減少が続いている。金属製品や窯業・土石製品についても、住宅投資の反動減の影響などもあって、弱めの動きとなっている。これらの影響から、鉄鋼や非鉄金属なども弱めに推移している。一方、はん用・生産用・業務用機械については、振れを均してみれば、内外の設備投資動向を反映して、緩やか

な増加基調にある。電子部品・デバイスについても、アジアで生産されるスマートフォンやタブレット端末向けの部品が基調的に底堅く推移するもとの、全体でも増加傾向にある。

出荷も、1～3月に伸びをはっきりと高めたあと、4～6月には反動減がみられた。7～9月は、耐久消費財や建設財を中心に前期比でなお小幅のマイナスとなっているが、月次でみると、9月は前月比で高い伸びとなっている（図表 17(1)）。

在庫は、駆け込み需要の反動などの影響がやや長引くもとの、ペースを鈍化させつつもなお増加が続いている（図表 17(1)）。このところの動きをみると、6月末の在庫が3月末対比ではっきりと増加したあと、9月末の6月末対比も小幅増加した。ただし、単月の動きをみると、9月は小幅ながら5か月ぶりの減少となっている。出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）をみると（図表 18(2)）、全体として、在庫の伸びが出荷の伸びを若干上回っている。財別にみると、耐久消費財と建設財で出荷・在庫バランスがはっきりと悪化している一方、資本財、非耐久消費財、生産財では、在庫の伸びは出荷の伸びに概ね見合っている。

先行きの鉱工業生産は、最終需要面で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の、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。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、10～12月については、鉱工業生産全体としては緩やかな持ち直しに転じる見込みである。業種別にみると、電子部品・デバイスは、スマートフォンの新商品向けを中心に増加を続けるほか、はん用・生産用・業務用機械も、内外の設備投資の改善傾向が続くもとの、増加すると予想される。一方、輸送機械は、在庫調整が進捗しつつも、なおその影響が残るなかで、横ばい圏内の動きにとどまると予想される。



雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

労働需給面をみると（図表 19）、完全失業率は、振れを伴いつつも緩やかな改善傾向をたどったあと、このところ 1997 年末頃と同水準となる 3% 台半ばで推移している。新規求人は、駆け込み需要の反動減の影響などから、夏場にかけて改善ペースが幾分鈍化した。新規求人倍率は、新規求職の減少もあって、引き続きリーマン・ショック前のピーク近傍で推移している。有効求人倍率も、ペースを鈍化させつつも改善傾向を続けており、7～9 月は 1992 年 6 月と同水準となる 1.10 倍となっている。所定外労働時間についても、基調として緩やかな増加傾向にあるが、このところ製造業を中心に駆け込み需要の反動などの影響がみられている。

雇用面をみると（図表 21(1)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、月々の振れが大きい。均してみれば 0% 台後半で推移している。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は、非製造業が徐々に伸びを高めるなかで、製造業のマイナス幅も縮小傾向にあるため、全体でもプラス幅の緩やかな拡大傾向が続いている。

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（図表 21(2)）。労働者全体の時間当たり名目賃金も、全体として緩やかな改善傾向をたどっている（図表 20(1)）。やや仔細にみると、一般労働者の一人当たり名目賃金、パートの時間当たり名目賃金とも、前年比上昇率が緩やかに高まっている（図表 20(2)）。所定内給与の前年比をみると、パート比率上昇の押し下げ寄与が緩やかに縮小するなかで、足もとでは持ち直しが明確となりつつある（図表 20(3)）。一般・パート別にみると、一般の所定内給与は、今春のベースアップの影響などから、4 月以降はプラス幅が緩やかに拡大している。パートの所

定内給与についても、振れを均してみればプラスで推移している。所定外給与の前年比は、労働時間の動きを反映して、このところプラス幅は縮小傾向にあるが、依然としてはっきりとしたプラスを維持している。

雇用者所得は、以上のような雇用・賃金動向を反映して、前年比上昇率を緩やかに高めている（図表 21(3)）。

先行きの雇用者所得については、経済活動や企業業績の回復につれて、緩やかな増加を続けると考えられる。

## 2. 物価

国際商品市況は、大幅に下落している（図表 23(1)(3)）。原油は、中国経済や欧州経済の減速などから需要の伸び悩みが懸念されるなか、産油国の生産量の増加傾向が維持されていることなどもあって、下落が続いている。非鉄金属は、中国経済の成長モメンタムの鈍化を受けて、弱含みの動きが続いていたが、足もとでは下げ止まっている。この間、穀物については、世界的な豊作と在庫増加を受けて下落を続けていたが、このところやや反発している。

輸入物価（円ベース）を3か月前比で見ると、為替相場や国際商品市況の動きを反映して、このところ横ばい圏内の動きとなっている（図表 23(2)）。

国内企業物価（夏季電力料金調整後、以下同じ）を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（図表 24(2)）<sup>2</sup>。3か月前比を消費税率引き上げの直

---

<sup>2</sup> 「夏季電力料金調整後」とは、国内企業物価の基調的な動きをみるために、7～9月期における電力料金の季節的上昇を取り除いた系列である。電力使用量が膨らむ7～9月期については、産業用・業務用の電力料金が通常の時期に比べ高めに設定されている。

接的な影響を除いたベースで見ると、8月、9月と横ばい圏内の動きとなったあと、10月は原油、穀物、鉄鉱石などの国際商品市況の下落を主因に-0.8%となった。10月の3か月前比の内訳をみると、「為替・海外市況連動型」は、非鉄金属が為替相場の動きを反映して小幅上昇したものの、原油価格の下落を受けた石油製品（ガソリン等）の値下がりを中心に、全体でも大きめのマイナスとなった。「電力・都市ガス・水道」も、原油価格の下落を反映した燃料費・原料費調整を受けて、マイナス幅が拡大した。「素材（その他）」および「鉄鋼・建材関連」についても、国際商品市況の下落あるいはアジアにおける需給の悪化の影響から、化学製品、鉄鋼、スクラップ類等を中心に下落している。「その他」については、在庫の増加を背景とする米価の下落を反映して、マイナスとなった。この間、機械類は横ばい圏内の動きとなっている。

企業向けサービス価格（除く国際運輸、以下同じ）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、このところ0%台後半で推移している（図表25）。最近の動きの内訳をみると、「販売管理費関連」については、広告が前年の上昇の反動などからプラス幅を縮小しているものの、宿泊サービスがビジネス・観光需要の堅調さを反映して大きめのプラスとなっているほか、労働者派遣サービスも求人増加を背景にプラスが続いており、全体でも小幅のプラスで推移している。「設備投資関連」も、土木建築サービスを中心に、プラス幅が拡大傾向にある。「国内運輸関連」については、陸上貨物輸送や倉庫・運輸付帯サービスを中心に、高めのプラスで推移している。「その他」についても、金融・保険（自動車保険など）が強めの動きを続けるなかで、8月以降は国内航空旅客輸送の値上がりも加わり、伸びがやや高まっている。この間、事務所賃貸などの「不動産関連」は、2009年10月以降マイナスを続けていたが、7月以降は小幅のプラスに転じている。

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）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（図表26(1)）<sup>3</sup>。9月の前年比を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、除く生鮮食品は+1.0%と、8月の+1.1%からプラス幅がわずかに縮小した一方、除く食料・エネルギーは+0.6%と、前月並みのプラス幅となった。基調的な変動を捉えるひとつの方法として、刈込平均値の前年比をみると（図表27(2)）<sup>4</sup>、やや長い目でみればプラス幅の緩やかな拡大傾向が続いているが、足もとでは改善が一服している。

最近の消費者物価の前年比をみると、財（除く農水畜産物）は、このところプラス幅が緩やかに縮小している。内訳をみると、石油製品は、原油価格の下落を受けて、プラス幅がはっきりと縮小している。食料工業製品は、このところプラス幅が若干縮小しているが、基調としては、既往のコスト高を転嫁する動きを反映して、強めの動きが続いている。耐久消費財や被服は、プラス基調が続いているが、足もとでは若干伸びが鈍化している。一般サービスについては、ひと頃に比べるとプラス幅が縮小しており、6月以降は前年比横ばいとなっている。これには、6月以降の携帯電話通信料の新料金導入や、外食の一部における昨年の値上げの反動などが影響している。一方、ウエイトの大きい家賃は、前年比のマイナス幅がごく緩やかながらも縮小傾向にある。この間、公共料金については、電気代を中心に、このところの原油価格の下落や前年の上昇の反動から、プラス幅の緩やかな縮小が続いている。

物価の先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで

---

<sup>3</sup> 消費税率引き上げの直接的な影響（試算値）の詳細については、本年3月の金融経済月報のBOXを参照。

<sup>4</sup> 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合を機械的に控除した値。

みると、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（図表 28）。

### 3. 金融

#### (1) 企業金融と量的金融指標

マネタリーベース（平残）は、日本銀行による資産買入れが進捗するなか、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（図表 29）。

資金調達コストは、低水準で推移している。すなわち、CP発行金利、社債発行金利とも、低い水準で推移している。また、新規貸出約定平均金利も、低い水準で推移している（図表 31）。

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（図表 30）。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。こうしたもとで、民間部門の資金調達をみると、民間銀行貸出の前年比は、運転資金や企業買収関連を中心に、2%台半ばのプラスとなっている（図表 32）。CP・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている（図表 33）。

企業の資金繰りは、良好である（図表 30）。企業倒産件数は、引き続き低水準で推移している（図表 35）。

この間、マネーストック（M2）は、前年比で見ると、3%台前半の伸びとなっている（9月+3.1%→10月+3.2%、図表 34）<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> 因みに、ゆうちょ銀行等を含んだM3のベースは、前年比2%台半ばの伸びとなってい

## (2) 金融市況

短期金融市場をみると、長めのターム物を含め、金利は低位で安定的に推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、3か月物国庫短期証券利回りは、マイナス幅が小幅に拡大する場面もみられたが、その後は幾分上昇し、最近では、ゼロ%近傍で推移している。3か月物ユーロ円金利は、ごく僅かながら低下している。ユーロ円金利先物レートは、横ばい圏内の動きとなっている(図表 36)。米ドルの調達環境に関して、LIBOR-OISスプレッドをみると、概ね横ばいで推移している(図表 37)。

長期国債の流通利回り（10年新発債）は、米国長期金利の低下などを背景に低下する場面がみられたものの、その後は、本邦株価の上昇や為替の円安方向の動きなどもあって幾分上昇しており、最近では0.5%前後で推移している(図表 38)。

社債と国債との流通利回りスプレッドは、低水準で横ばい圏内での動きとなっている(図表 39)。

株価（日経平均株価）は、投資家のリスク回避姿勢の強まりから下落する場面がみられたものの、日本銀行による金融緩和の拡大やこれを受けた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の引き上げ方針公表などを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(図表 40)。

為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米の金融政策の方向性の違いが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115円台

---

る（9月+2.5%→10月+2.6%）。また、広義流動性は、足もとでは、前年比3%台前半の伸びとなっている（9月+3.2%→10月+3.2%）。

で推移している。円対ユーロ相場も、円安ユーロ高方向の動きとなっており、最近では144円前後で推移している（図表41）。

以 上

## 金融経済月報（2014年11月） 参考計表

- |                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| (図表 1) 国内主要経済指標 (1)   | (図表 22) 物価           |
| (図表 2) 国内主要経済指標 (2)   | (図表 23) 輸入物価と国際商品市況  |
| (図表 3) 実質GDPと景気動向指数   | (図表 24) 国内企業物価       |
| (図表 4) GDPデフレーターと所得形成 | (図表 25) 企業向けサービス価格   |
| (図表 5) 公共投資           | (図表 26) 消費者物価        |
| (図表 6) 輸出入            | (図表 27) 消費者物価の基調的な変動 |
| (図表 7) 実質輸出の内訳        | (図表 28) 予想物価上昇率      |
| (図表 8) 実質実効為替レート・海外経済 | (図表 29) マネタリーベース     |
| (図表 9) 実質輸入の内訳        | (図表 30) 企業金融         |
| (図表 10) 設備投資一致指標      | (図表 31) 貸出金利         |
| (図表 11) 設備投資先行指標      | (図表 32) 金融機関貸出       |
| (図表 12) 個人消費 (1)      | (図表 33) 資本市場調達       |
| (図表 13) 個人消費 (2)      | (図表 34) マネーストック      |
| (図表 14) 個人消費 (3)      | (図表 35) 企業倒産         |
| (図表 15) 消費者コンフィデンス    | (図表 36) 短期金利         |
| (図表 16) 住宅投資関連指標      | (図表 37) 主要通貨の短期金融市場  |
| (図表 17) 鉱工業生産・出荷・在庫   | (図表 38) 長期金利         |
| (図表 18) 在庫循環          | (図表 39) 社債流通利回り      |
| (図表 19) 労働需給          | (図表 40) 株価           |
| (図表 20) 賃金            | (図表 41) 為替レート        |
| (図表 21) 雇用者所得         |                      |



## 国内主要経済指標 (1)

(指標名欄の〈 〉内に指示されている場合を除き、季調済前期(月)比、%)

	2014/1-3月	4-6月	7-9月	2014/7月	8月	9月	10月
消費水準指数(二人以上の世帯)	4.3	-8.5	-0.3	-2.6	0.3	1.8	n. a.
全国百貨店売上高	9.4	-13.2	5.8	-1.2	2.8	2.3	n. a.
全国スーパー売上高	3.2	-5.4	2.5	-0.7	0.8	1.4	n. a.
乗用車新車登録台数(除軽) 〈季調済年率換算、万台〉	〈 333〉	〈 264〉	〈 275〉	〈 277〉	〈 279〉	〈 270〉	〈 265〉
家電販売額 (実質、商業販売統計)	14.3	-25.5	4.3	-2.1	4.4	3.5	n. a.
旅行取扱額	0.6	-2.4	n. a.	2.1	-2.3	n. a.	n. a.
新設住宅着工戸数 〈季調済年率換算、万戸〉	〈 94〉	〈 89〉	〈 86〉	〈 84〉	〈 84〉	〈 88〉	〈n. a.〉
機械受注 (民需、除く船舶・電力)	4.2	-10.4	5.6	3.5	4.7	2.9	n. a.
製造業	3.9	-8.5	12.6	20.3	-10.8	12.0	n. a.
非製造業 (除く船舶・電力)	-1.0	-6.7	-1.2	-4.3	10.7	1.7	n. a.
建築着工床面積 (民間、非居住用)	-2.5	-3.8	-2.7	-5.1	1.8	-7.7	n. a.
鉱工業	-3.6	-8.6	5.8	16.2	19.5	-11.1	n. a.
非製造業	-2.2	-3.4	-3.8	-8.2	-2.2	-6.3	n. a.
公共工事請負金額	6.6	11.3	-16.8	-9.0	-8.8	-7.0	n. a.
実質輸出	-1.0	-1.2	1.6	2.2	-0.4	1.8	n. a.
実質輸入	4.5	-6.9	0.7	-1.3	-1.2	4.1	n. a.
生産	2.9	-3.8	-1.9	0.4	-1.9	2.9	n. a.
出荷	4.6	-6.8	-0.8	0.7	-2.1	4.4	n. a.
在庫	0.2	4.6	1.1	0.9	0.9	-0.7	n. a.
在庫率 〈季調済、2010年=100〉	〈 105.4〉	〈 111.5〉	〈 111.4〉	〈 109.1〉	〈 118.5〉	〈 111.4〉	〈n. a.〉
実質GDP	1.5	-1.8	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
全産業活動指数	1.6	-3.4	n. a.	-0.4	-0.1	n. a.	n. a.

## 国内主要経済指標 (2)

(指標名欄の〈 〉内に指示されている場合を除き、前年比、%)

	2014/1-3月	4-6月	7-9月	2014/7月	8月	9月	10月
有効求人倍率 〈季調済、倍〉	< 1.05>	< 1.09>	< 1.10>	< 1.10>	< 1.10>	< 1.09>	<n. a.〉
完全失業率 〈季調済、%〉	< 3.6>	< 3.6>	< 3.6>	< 3.8>	< 3.5>	< 3.6>	<n. a.〉
所定外労働時間 (事業所規模5人以上)	7.1	5.1	p 2.2	2.9	1.0	p 2.9	n. a.
雇用者数(労働力調査)	0.8	0.6	0.9	1.0	0.7	1.1	n. a.
常用労働者数(毎勤統計) (事業所規模5人以上)	1.2	1.4	p 1.7	1.7	1.7	p 1.7	n. a.
一人当たり名目賃金 (事業所規模5人以上)	0.1	0.8	p 1.5	2.4	0.9	p 0.8	n. a.
国内企業物価 〈消費税を除く〉	2.0	4.3	4.0	4.4	3.9	3.6	p 2.9
〈夏季電力料金調整後、消費税を除く 前期(3か月前)比、%〉	< 0.3>	< 0.2>	< 0.2>	< 0.5>	< 0.1>	< 0.0>	<p -0.8>
全国消費者物価 (除く生鮮食品) 〈消費税調整済み〉	1.3	3.3	3.2	3.3	3.1	3.0	n. a.
企業向けサービス価格 (除く国際運輸) 〈消費税を除く〉	0.3	3.5	p 3.5	3.4	3.5	p 3.5	n. a.
		< 0.8>	<p 0.8>	< 0.7>	< 0.8>	<p 0.8>	<n. a.〉
マネーストック(M2) (平残)	4.0	3.3	3.0	3.0	3.0	3.1	p 3.2
企業倒産件数 〈件/月〉	<820>	<871>	<812>	<882>	<727>	<827>	<800>

(注) 1. p は速報値。

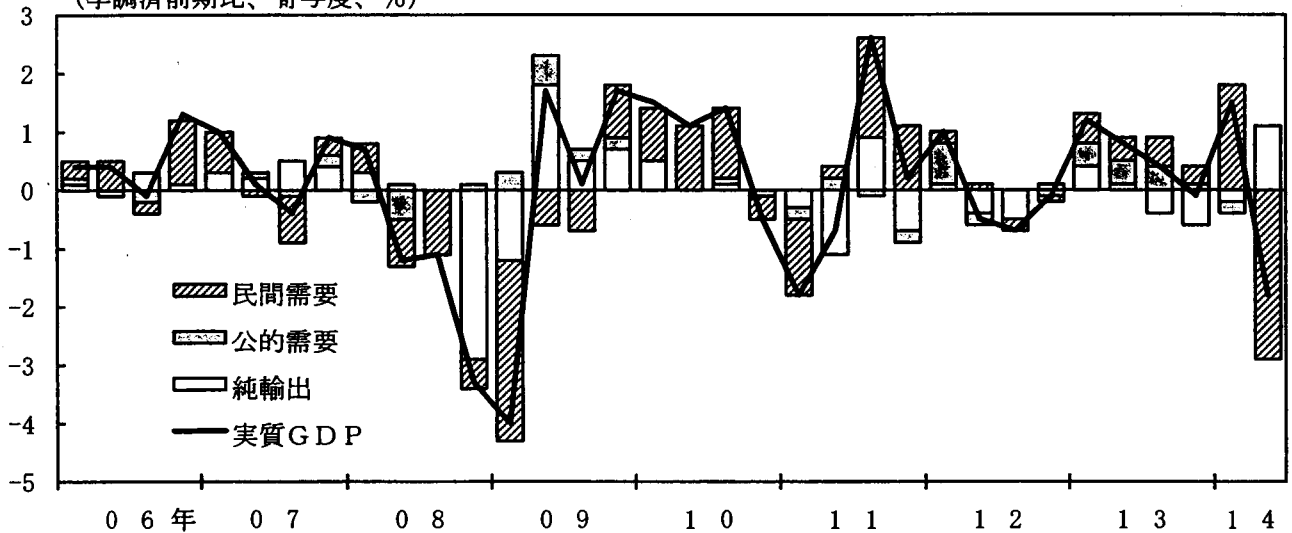
2. 日本銀行が季節調整を施している指標の季節調整方法及び、日本銀行が作成・加工している指標の算出方法については、該当図表の脚注を参照。

(資料) 総務省「家計調査報告」「労働力調査」「消費者物価指数」、  
 経済産業省「商業販売統計」「鉱工業指数統計」「全産業活動指数」、  
 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、観光庁「旅行業者取扱額」、  
 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「機械受注統計」「国民経済計算」、  
 東日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」、財務省「貿易統計」、  
 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、  
 日本銀行「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」「マネーストック」、  
 東京商工リサーチ「倒産月報」

# 実質GDPと景気動向指数

## (1) 実質GDP

(季調済前期比、寄与度、%)



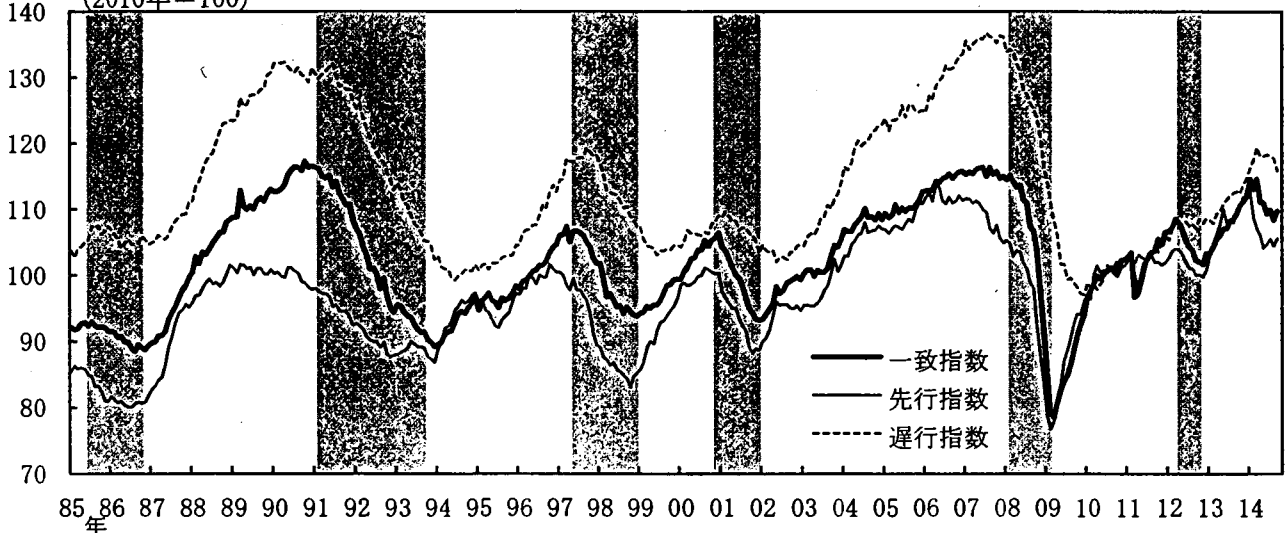
## (2) 需要項目別の動向

(季調済前期比、内訳は寄与度、%)

	2013年			2014年	
	4~6月	7~9	10~12	1~3	4~6
実質GDP	0.8	0.4	-0.1	1.5	-1.8
[前期比年率]	[3.4]	[1.8]	[-0.5]	[6.0]	[-7.1]
国内需要	0.8	0.8	0.5	1.7	-2.9
民間需要	0.4	0.5	0.3	1.8	-2.9
民間最終消費支出	0.5	0.1	0.2	1.3	-3.2
民間企業設備	0.2	0.1	0.1	1.1	-0.7
民間住宅	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.3
民間在庫品増加	-0.4	0.2	-0.1	-0.5	1.4
公的需要	0.4	0.4	0.1	-0.2	-0.0
公的固定資本形成	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.0
純輸出	0.1	-0.4	-0.6	-0.2	1.1
輸出	0.4	-0.1	0.0	1.1	-0.1
輸入	-0.4	-0.3	-0.6	-1.3	1.2
名目GDP	0.3	0.4	0.2	1.6	-0.2

## (3) 景気動向指数 (CI)

(2010年=100)



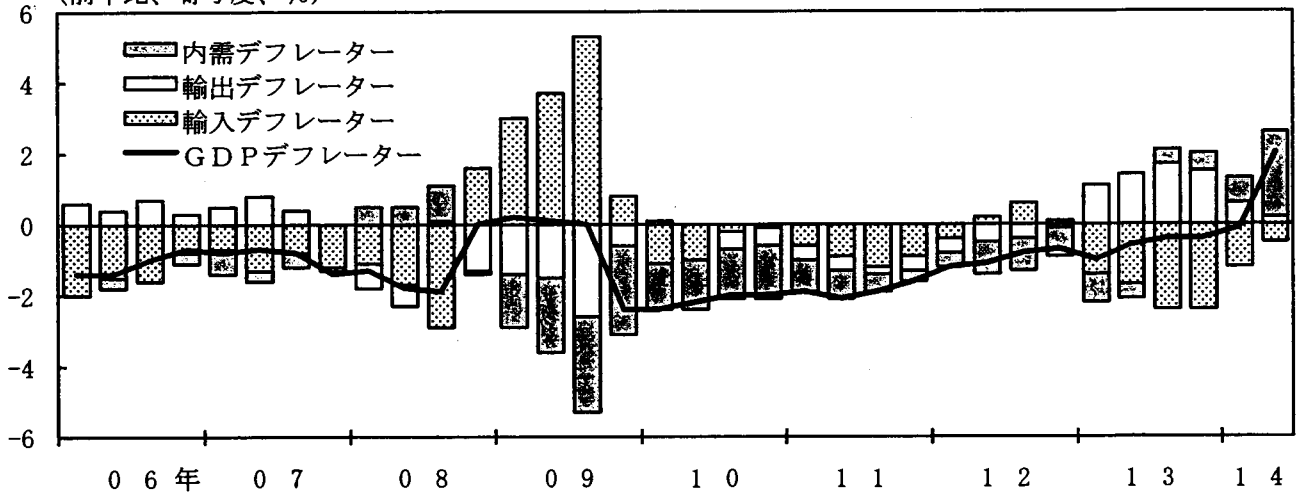
(注) シヤド一部分は景気後退局面。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

# GDPデフレーターと所得形成

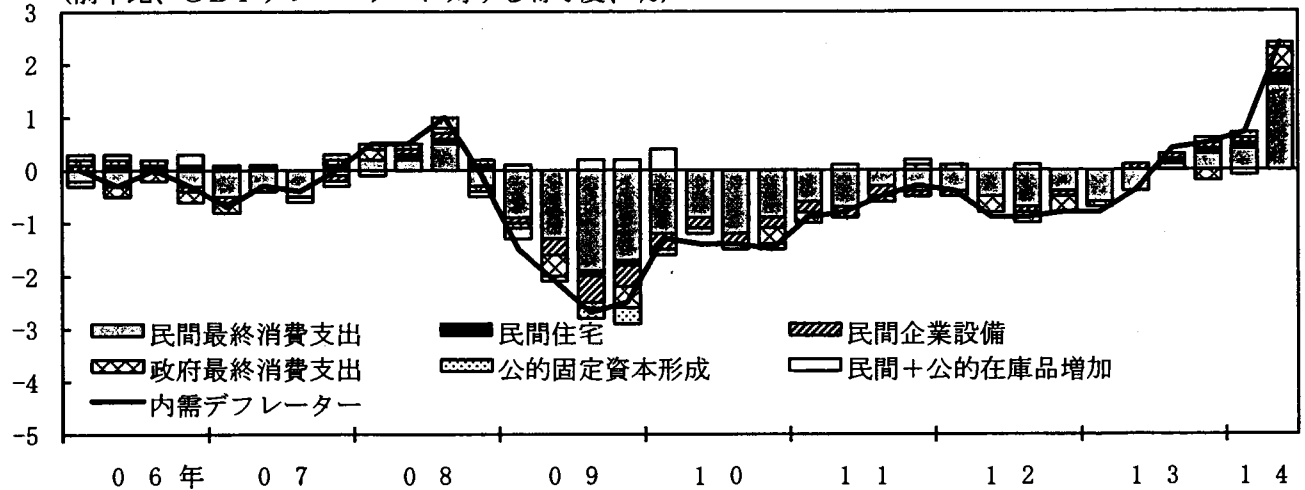
## (1) GDPデフレーター

(前年比、寄与度、%)



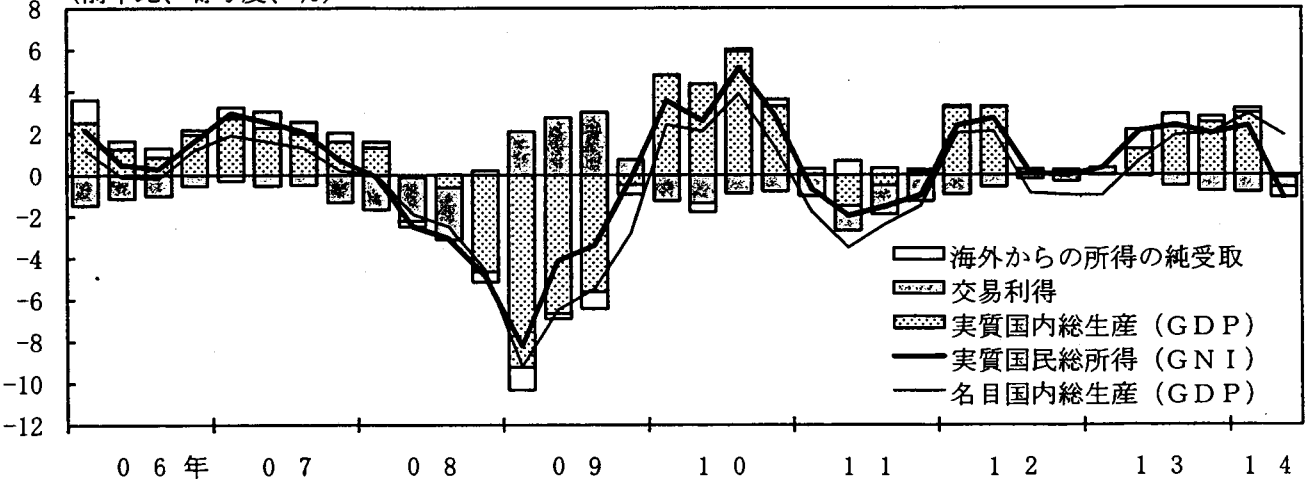
## (2) 内需デフレーター

(前年比、GDPデフレーターに対する寄与度、%)



## (3) マクロの所得形成

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 内訳は実質国民総所得(GNI)に対する寄与度。

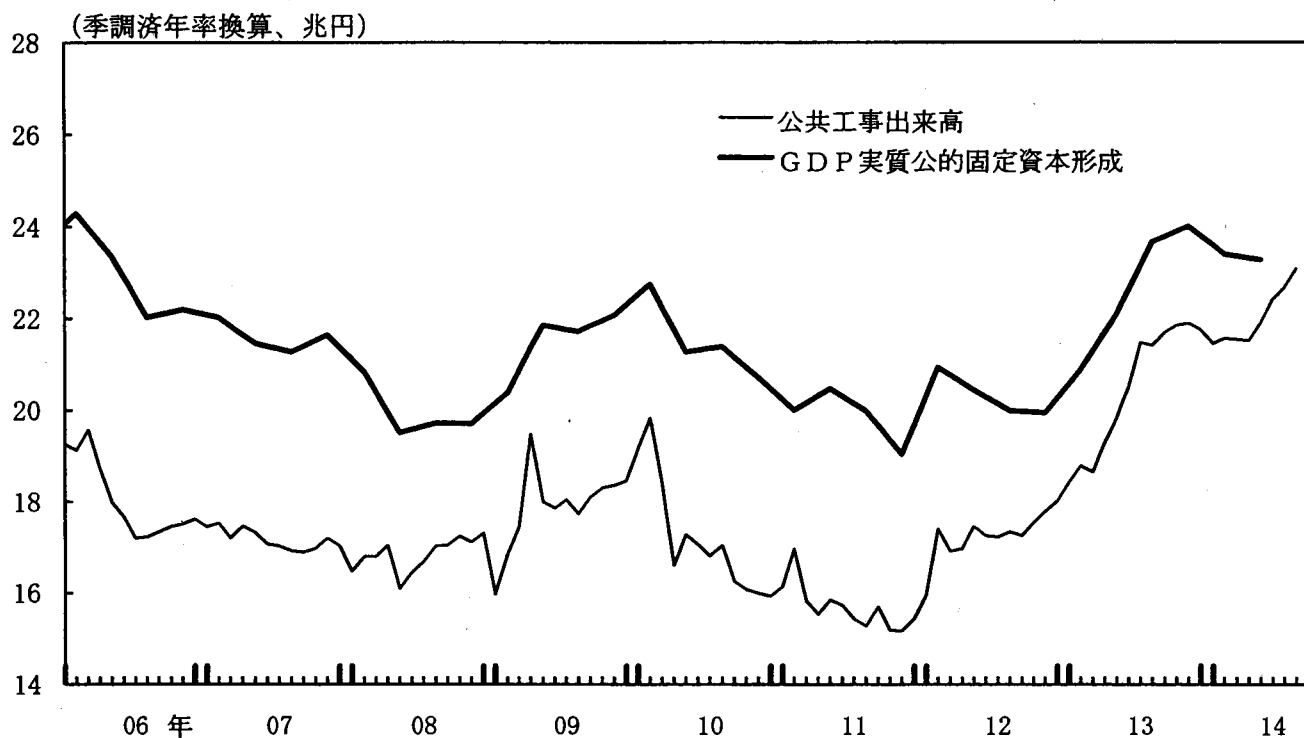
2. 実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取

交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター加重平均 - 実質純輸出

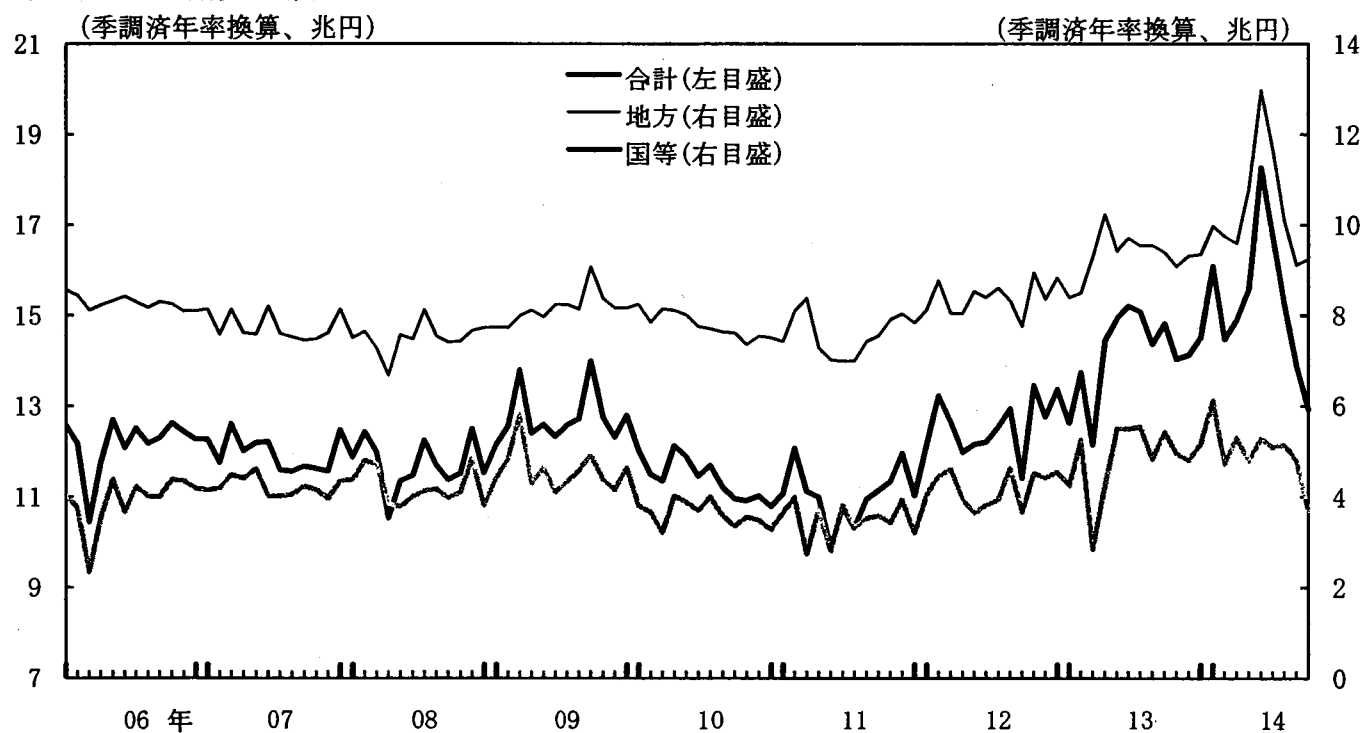
(資料) 内閣府「国民経済計算」

# 公共投資

## (1) 公共工事出来高とGDP実質公的固定資本形成



## (2) 公共工事請負金額

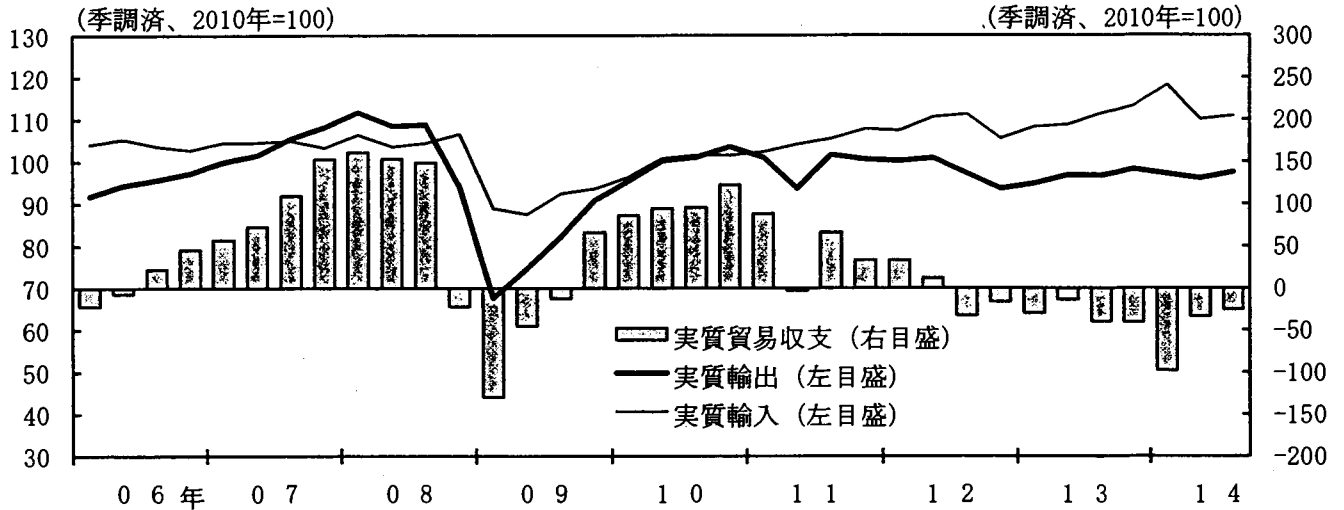


- (注) 1. GDP実質公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。  
 2. 公共工事出来高は、国土交通省「建設総合統計」の総合表ベース。  
 3. 公共工事請負金額の「地方」は、「都道府県」・「市区町村」・「地方公社」の合計。「国等」は「国」・「独立行政法人等」・「その他」の合計。  
 4. 公共工事請負金額および公共工事出来高は、X-12-ARIMAによる季節調整値。公共工事出来高は、毎月季節調整替えを行うため、過去に遡って改訂される。

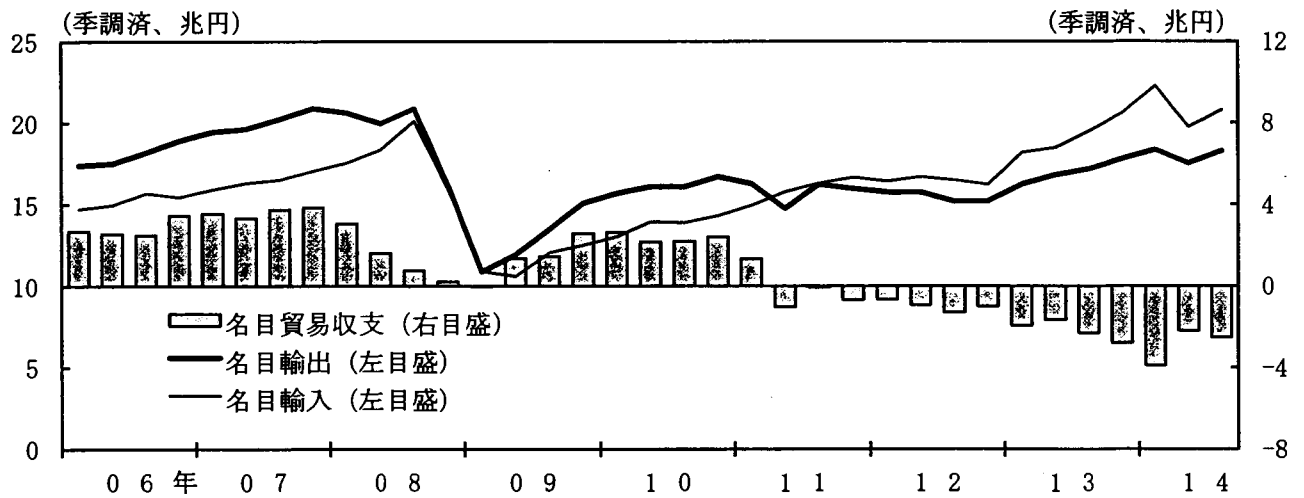
(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」

## 輸出入

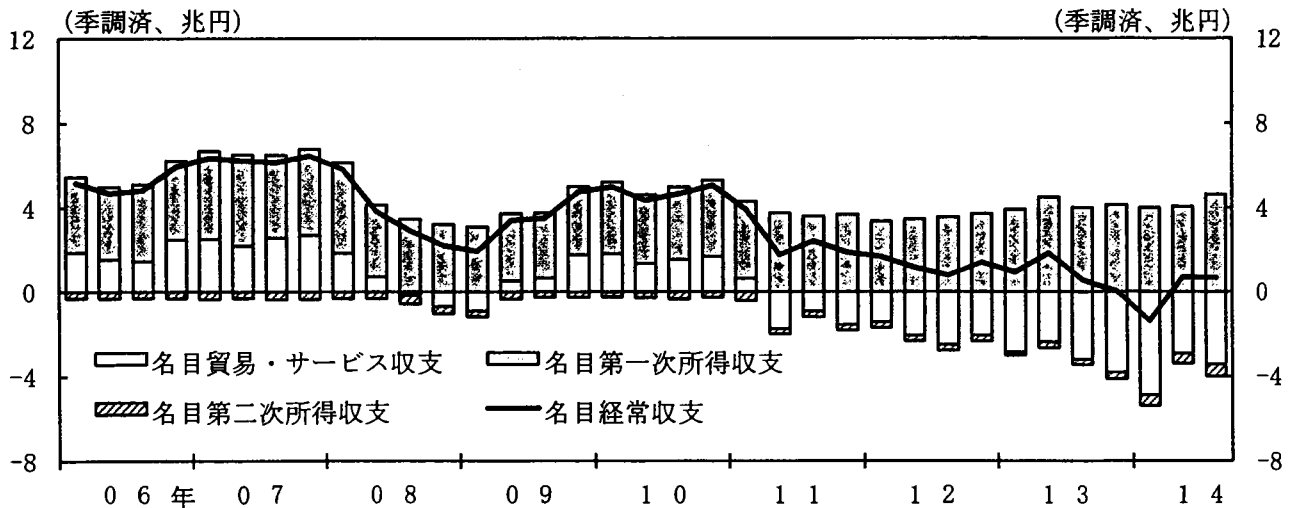
## (1) 実質輸出入



## (2) 名目輸出入



## (3) 対外収支



- (注) 1. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。  
 2. (1) の実質輸出入は、通関輸出入金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートし、指数化したもの。実質貿易収支は、実質輸出入の差を指数化したもの。  
 3. (2)、(3) は国際収支ベース。

(資料) 財務省「貿易統計」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、日本銀行「企業物価指数」

## 実質輸出の内訳

### (1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 2012年	2013	2013年 3Q	4Q	2014 1Q	2Q	3Q	2014年 7月	8	9
米国	<18.5>	13.0	2.8	-0.9	-0.4	0.9	-2.3	-0.0	-1.4	2.9	0.3
EU	<10.0>	-13.0	-3.6	6.3	2.2	0.6	0.5	-0.1	0.3	-1.0	-5.7
東アジア	<50.9>	-2.6	-3.0	-1.4	2.5	-1.5	-1.5	1.9	0.1	2.0	1.3
中国	<18.1>	-8.1	-1.7	2.3	5.7	-3.9	-0.7	1.2	-2.8	5.2	-0.2
NIEs	<21.9>	-4.7	-1.0	-2.8	1.1	1.0	-3.1	3.8	4.4	-1.3	3.3
韓国	<7.9>	-3.5	0.4	-0.3	-3.1	0.4	-6.3	3.8	0.2	3.1	3.6
台湾	<5.8>	-6.0	-1.5	-5.1	4.8	0.5	-0.7	1.6	5.7	-2.0	-4.8
香港	<5.2>	-0.7	-1.4	-1.0	-2.3	2.2	4.6	4.0	8.4	-8.3	10.0
シンガポール	<2.9>	-11.6	-2.8	-9.3	10.6	4.0	-11.3	6.5	8.3	-0.4	3.0
ASEAN4	<10.9>	12.5	-8.5	-4.5	-0.0	-2.1	0.3	-0.8	-3.2	3.5	-0.5
タイ	<5.0>	19.3	-9.3	-7.0	-4.2	-1.9	0.5	0.9	-2.0	5.8	-0.8
その他	<20.6>	1.7	-5.0	-0.9	-2.0	0.2	1.4	2.4	6.5	-7.3	6.6
実質輸出計		-1.0	-1.9	-0.2	1.5	-1.0	-1.2	1.6	2.2	-0.4	1.8

- (注) 1. < >内は、2013年通関輸出額に占める各地域・国のウエイト。  
 2. ASEAN4はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。  
 3. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

### (2) 財別

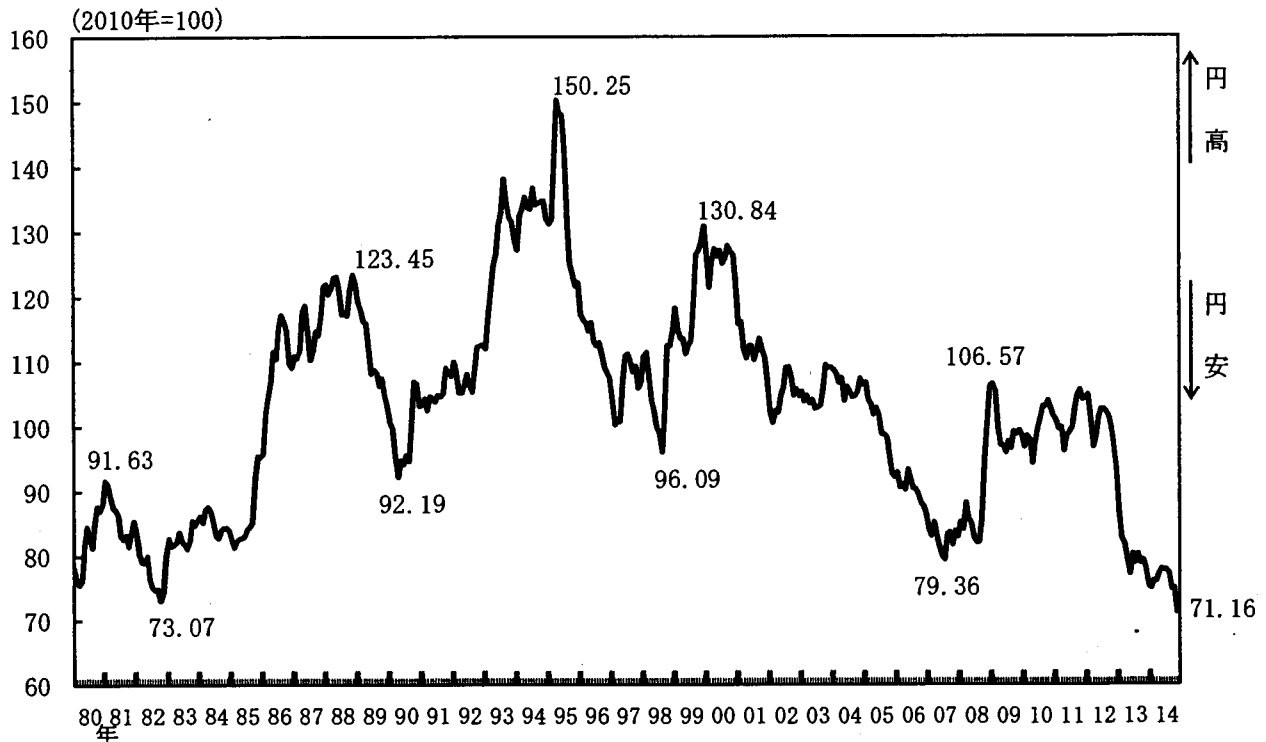
		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 2012年	2013	2013年 3Q	4Q	2014 1Q	2Q	3Q	2014年 7月	8	9
中間財	<21.1>	-0.7	1.2	-0.1	-0.2	1.1	-1.9	-0.9	-2.2	1.8	-0.6
自動車関連	<23.9>	7.7	-1.4	2.4	-0.2	-4.6	-0.8	3.0	3.4	-5.8	3.5
情報関連	<10.6>	3.6	-7.5	0.2	1.9	-0.6	0.8	2.0	1.3	3.4	-1.1
資本財・部品	<27.5>	-4.0	-5.8	1.5	2.4	-1.8	0.0	2.4	1.7	1.2	2.7
実質輸出計		-1.0	-1.9	-0.2	1.5	-1.0	-1.2	1.6	2.2	-0.4	1.8

- (注) 1. < >内は、2013年通関輸出額に占める各財のウエイト。  
 2. 「情報関連」は、電算機類、通信機、IC等電子部品、映像機器、音響機器、科学光学機器。  
 3. 「資本財・部品」は、情報関連、原動機、自動車部品を除く。  
 4. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

## 実質実効為替レート・海外経済

### (1) 実質実効為替レート (月中平均)



- (注) 1. BISのブロードベースを使用して算出。1993年以前はナローベースを使用して接続。  
 2. 2014/10～11月分は、日本銀行の名目実効為替レート (円インデックス) を用いて算出。  
 なお、2014/11月は11日までの平均値。

### (2) わが国が直面する海外経済の成長率 —— 実質GDP

(前期比年率、%)

	2011年	2012年	2013年	2013年 4Q	2014年 1Q	2Q	3Q
米 国	1.6	2.3	2.2	3.5	-2.1	4.6	3.5
E U	1.7	-0.4	0.0	1.5	1.5	1.0	n. a.
ド イ ツ	3.6	0.4	0.1	1.8	2.7	-0.6	n. a.
フ ラ ン ス	2.1	0.4	0.4	0.8	0.2	-0.1	n. a.
英 国	1.6	0.7	1.7	2.5	3.0	3.7	2.8
東 ア ジ ア	5.9	4.9	4.9	5.5	3.0	4.7	n. a.
中 国	9.3	7.7	7.7	7.0	6.1	8.2	7.8
N I E s	4.4	1.9	2.9	5.1	2.6	1.6	n. a.
A S E A N 4	3.0	6.3	4.4	3.6	-1.1	5.1	n. a.
主要国・地域計	4.5	3.7	3.7	4.5	1.6	4.2	n. a.

- (注) 1. 各国の計数は、各国政府または中央銀行による。ただし、中国の四半期の前期比年率は、中国国家统计局公表の前期比を用いて算出。EUの計数は、欧州委員会による公表値。  
 2. 以下の計数は、対象となる各国・地域の実質GDP成長率をわが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。  
 主要国・地域計：米国、EU、東アジア  
 東アジア：中国、NIEs、ASEAN4  
 NIEs：韓国、台湾、香港、シンガポール  
 ASEAN4：タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン  
 3. ASEAN4の四半期の前期比年率の算出には、一部構成国の実質GDP成長率について、日本銀行による季節調整値 (X-11) を用いている。



## 実質輸入の内訳

### (1) 地域別

		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 2012年	2013	2013年 3Q	4Q	2014 1Q	2Q	3Q	2014年 7月	8	9
米国	<8.4>	3.8	-2.1	3.8	-0.2	5.7	-7.1	6.8	3.3	4.3	-8.8
EU	<9.4>	4.0	0.8	4.8	-0.2	5.4	-5.0	-1.2	-2.0	-2.7	7.6
東アジア	<40.8>	3.9	2.5	3.0	3.1	5.3	-8.7	-0.8	-3.6	3.3	6.8
中国	<21.7>	5.0	5.4	4.1	3.0	5.8	-9.2	-0.7	-8.8	5.9	12.9
NIEs	<8.2>	5.0	-0.4	6.2	0.9	5.6	-8.2	1.5	4.8	1.9	-0.3
韓国	<4.3>	4.3	-4.8	5.0	1.3	2.0	-6.8	-1.2	1.0	0.0	-1.5
台湾	<2.8>	7.2	8.0	3.5	-0.1	8.4	-8.8	3.0	4.9	2.8	2.4
香港	<0.2>	-2.5	9.2	9.2	1.9	0.5	9.3	1.5	-16.8	29.3	2.2
シンガポール	<0.9>	3.0	-7.0	12.5	0.3	13.8	-10.6	0.6	16.6	-7.8	-7.4
ASEAN4	<10.8>	0.5	-1.2	-2.0	5.4	3.9	-7.7	-3.0	1.9	-1.1	-1.2
タイ	<2.6>	-0.9	1.5	-0.8	3.3	7.1	-8.4	-0.3	-1.3	7.1	-1.7
その他	<41.4>	4.7	0.2	0.3	-0.5	4.6	-6.0	1.6	-0.8	-3.8	0.1
実質輸入計		4.2	0.9	2.4	1.6	4.5	-6.9	0.7	-1.3	-1.2	4.1

- (注) 1. < >内は、2013年通関輸入額に占める各地域・国のウエイト。  
 2. ASEAN4はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。  
 3. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

### (2) 財別

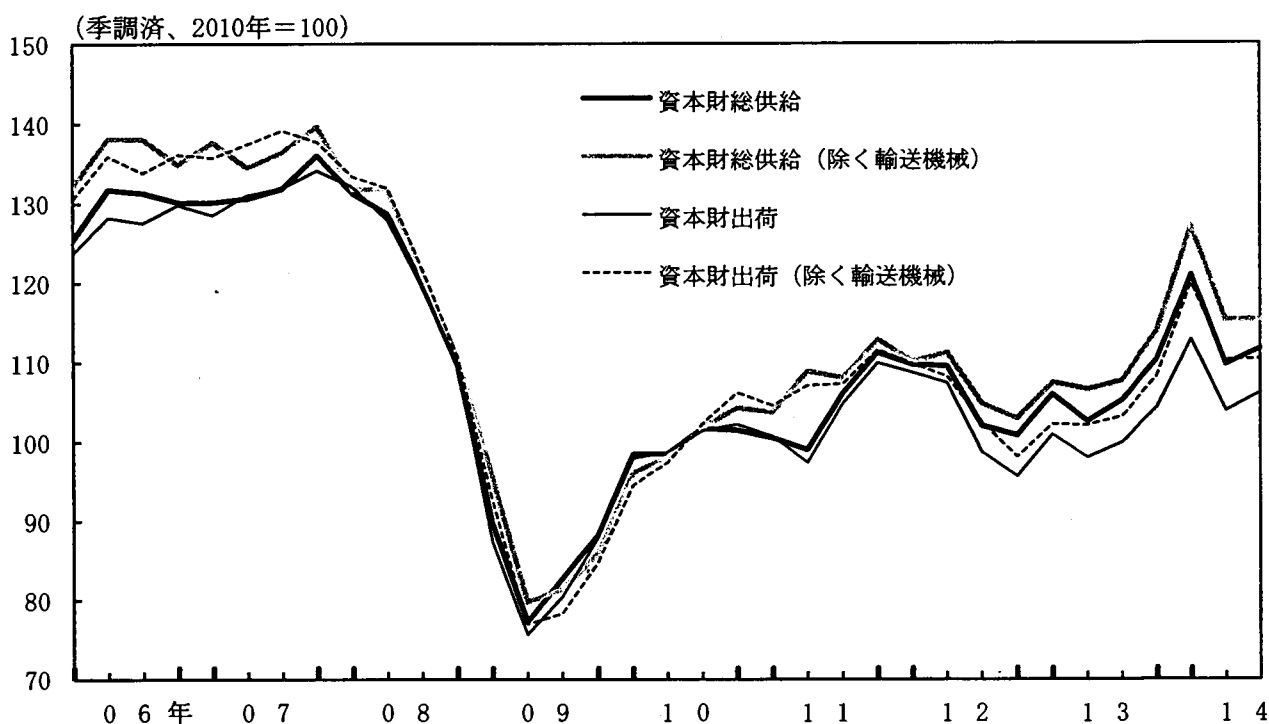
		(前年比、%)		(季調済前期比、%)					(季調済前月比、%)		
		暦年 2012年	2013	2013年 3Q	4Q	2014 1Q	2Q	3Q	2014年 7月	8	9
素原料	<40.4>	4.5	-2.1	0.1	-0.7	5.0	-7.0	1.4	-0.7	-3.1	-1.7
中間財	<12.9>	-2.7	-2.7	2.8	0.9	5.2	-2.6	-1.2	0.7	0.0	-1.9
食料品	<8.0>	-0.7	-3.3	3.2	0.7	-1.3	-2.2	3.5	1.1	-0.2	-0.8
消費財	<7.9>	4.5	4.1	2.4	1.1	2.2	-8.8	2.6	-1.5	4.0	-1.6
情報関連	<12.6>	9.0	12.8	4.8	4.6	7.0	-12.6	-1.2	-9.1	6.2	19.9
資本財・部品	<11.4>	10.4	4.7	5.3	2.5	7.1	-8.2	3.7	4.9	-3.1	3.5
うち除く航空機	<10.5>	7.0	5.3	4.8	2.6	8.4	-6.6	1.3	-1.2	-1.8	2.7
実質輸入計		4.2	0.9	2.4	1.6	4.5	-6.9	0.7	-1.3	-1.2	4.1

- (注) 1. < >内は、2013年通関輸入額に占める各財のウエイト。  
 2. 「素原料」は、原料品、鉱物性燃料。  
 3. 「消費財」は、食料品を除く。  
 4. 「情報関連」は、電算機類・部分品、通信機、IC等電子部品、音響映像機器、科学光学機器。  
 5. 「資本財・部品」は、情報関連を除く。  
 6. 各計数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

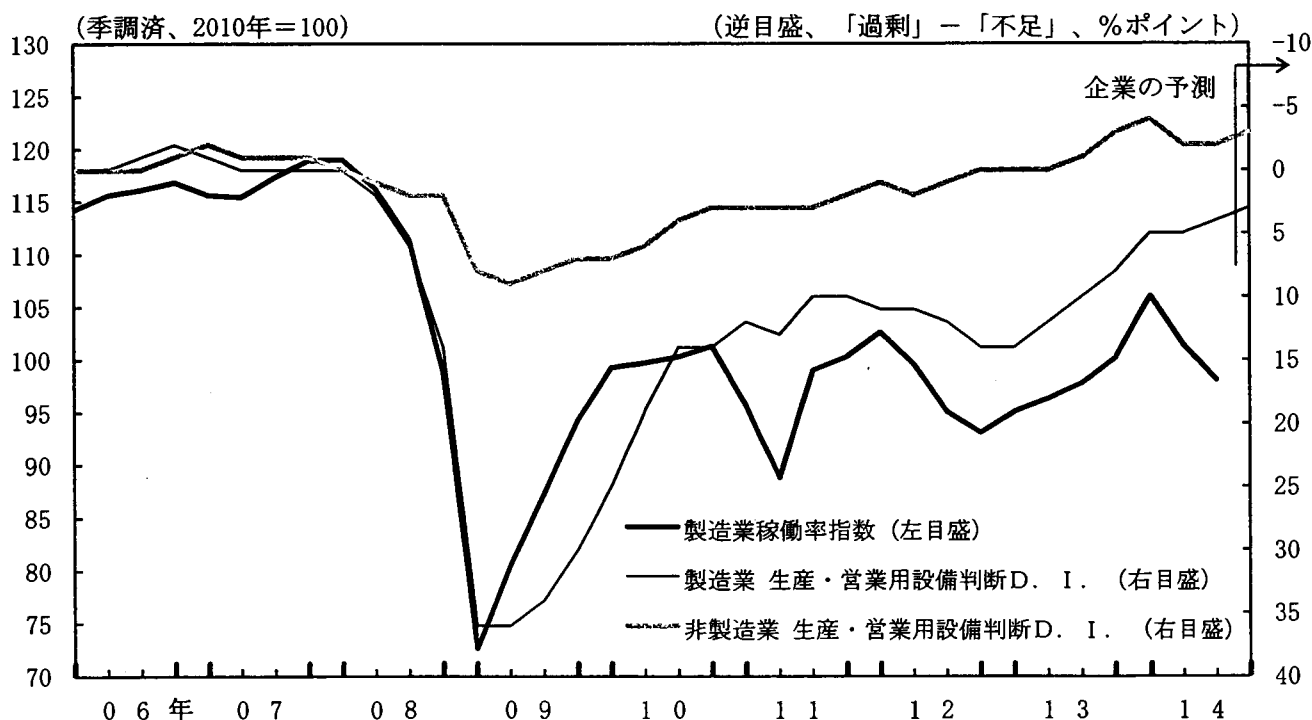
## 設備投資一致指標

### (1) 資本財の総供給・出荷



- (注) 1. 資本財総供給は、国内向けの国産品と輸入品を合わせたもの。  
2. 資本財出荷は、国内向けの国産品と輸出品を合わせたもの。

### (2) 稼働率と設備判断D. I.



- (注) 生産・営業用設備判断D. I. は全規模合計。

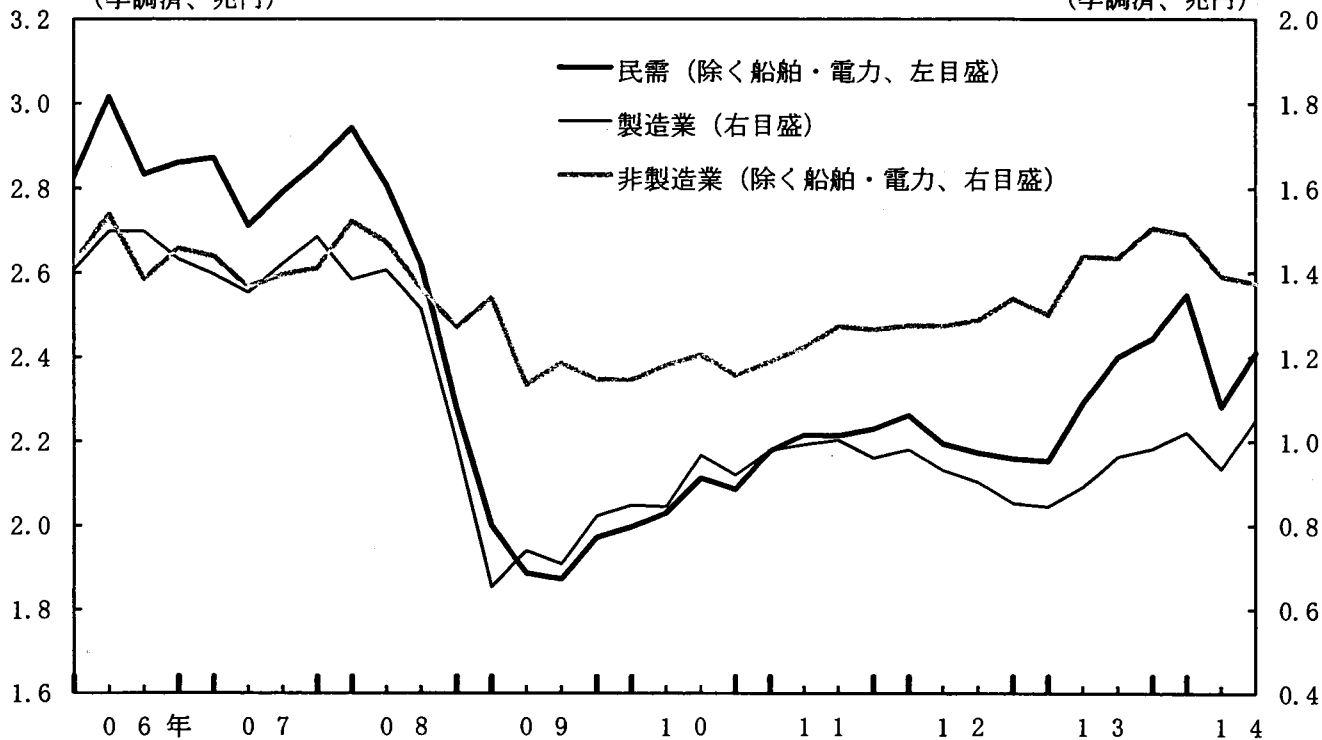
(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、  
日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# 設備投資先行指標

## (1) 機械受注

(季調済、兆円)

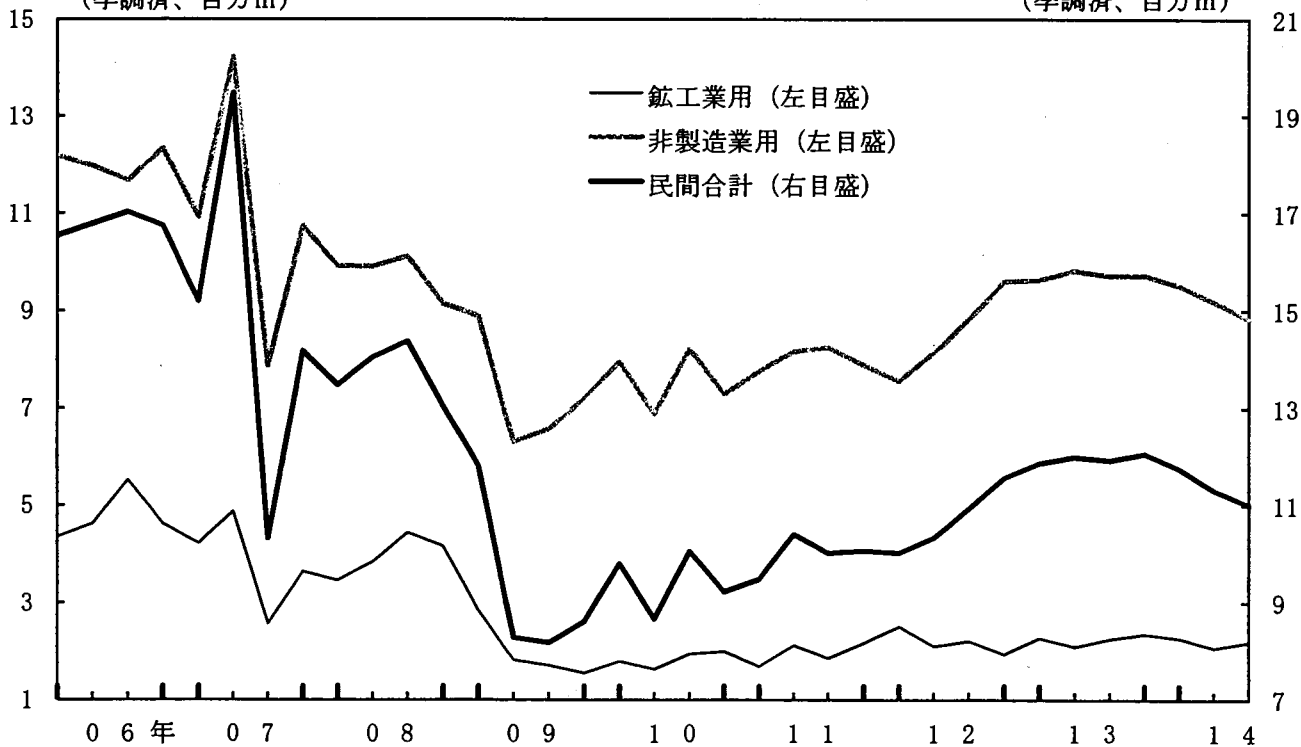
(季調済、兆円)



## (2) 建築着工床面積 (民間非居住用)

(季調済、百万㎡)

(季調済、百万㎡)



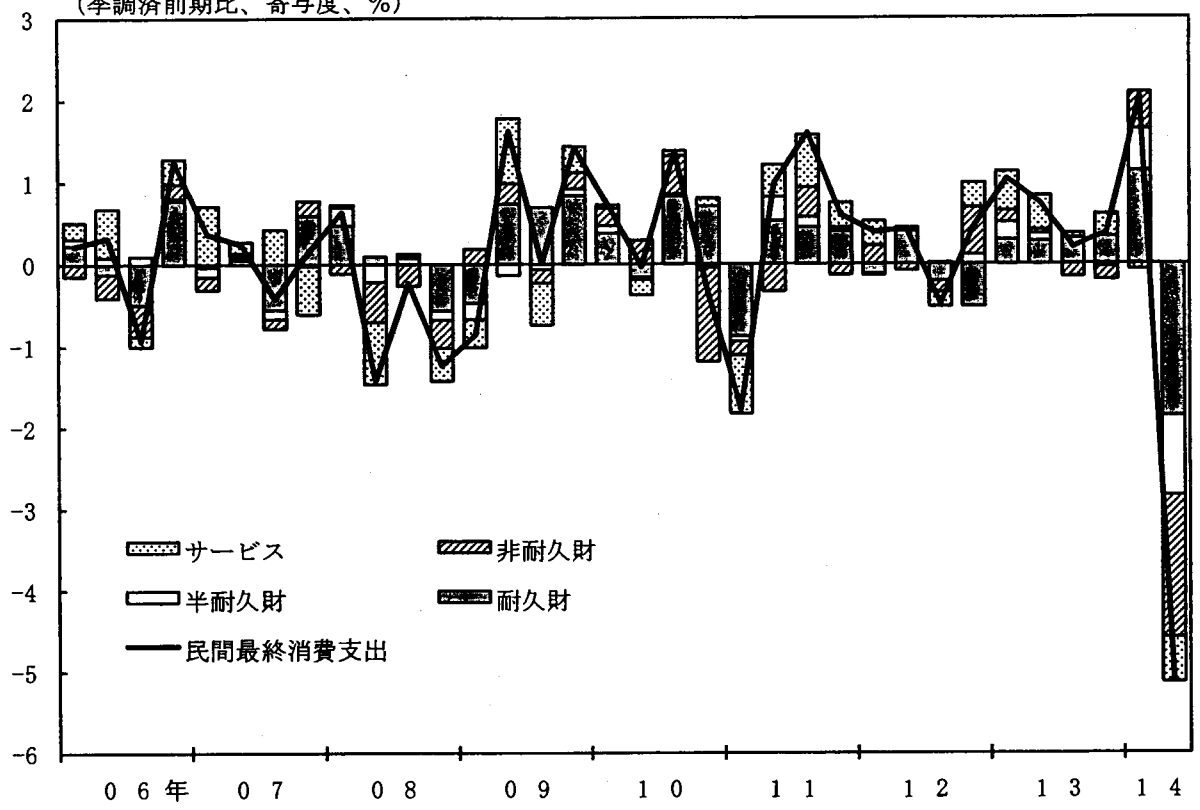
(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

# 個人消費 (1)

## (1) GDP形態別消費 (実質)

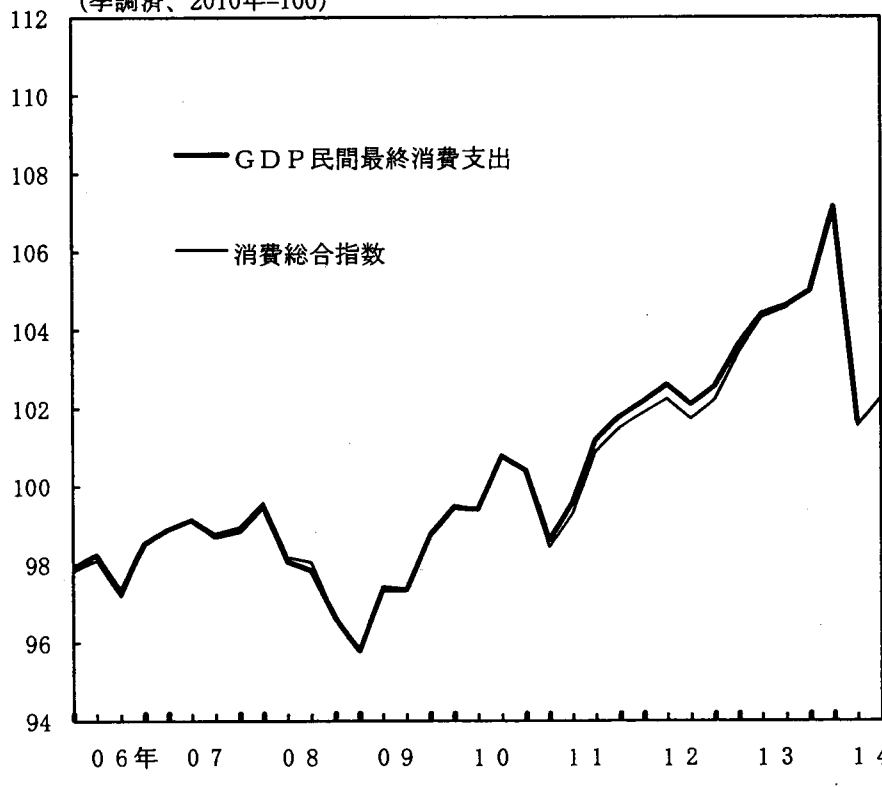
(季調済前期比、寄与度、%)



## (2) GDP民間最終消費支出・消費総合指数 (実質)

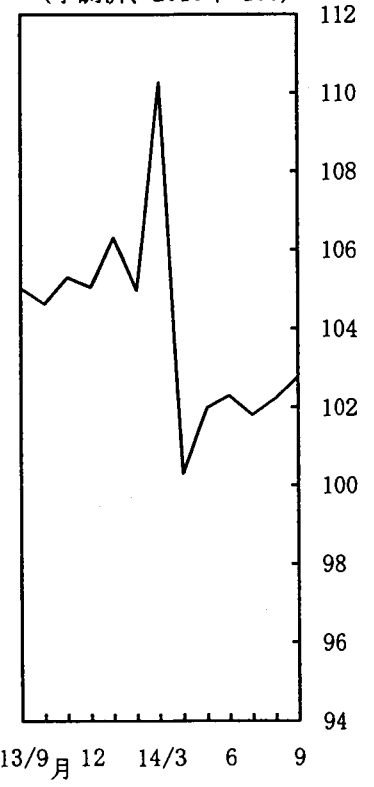
<四半期>

(季調済、2010年=100)



<月次>

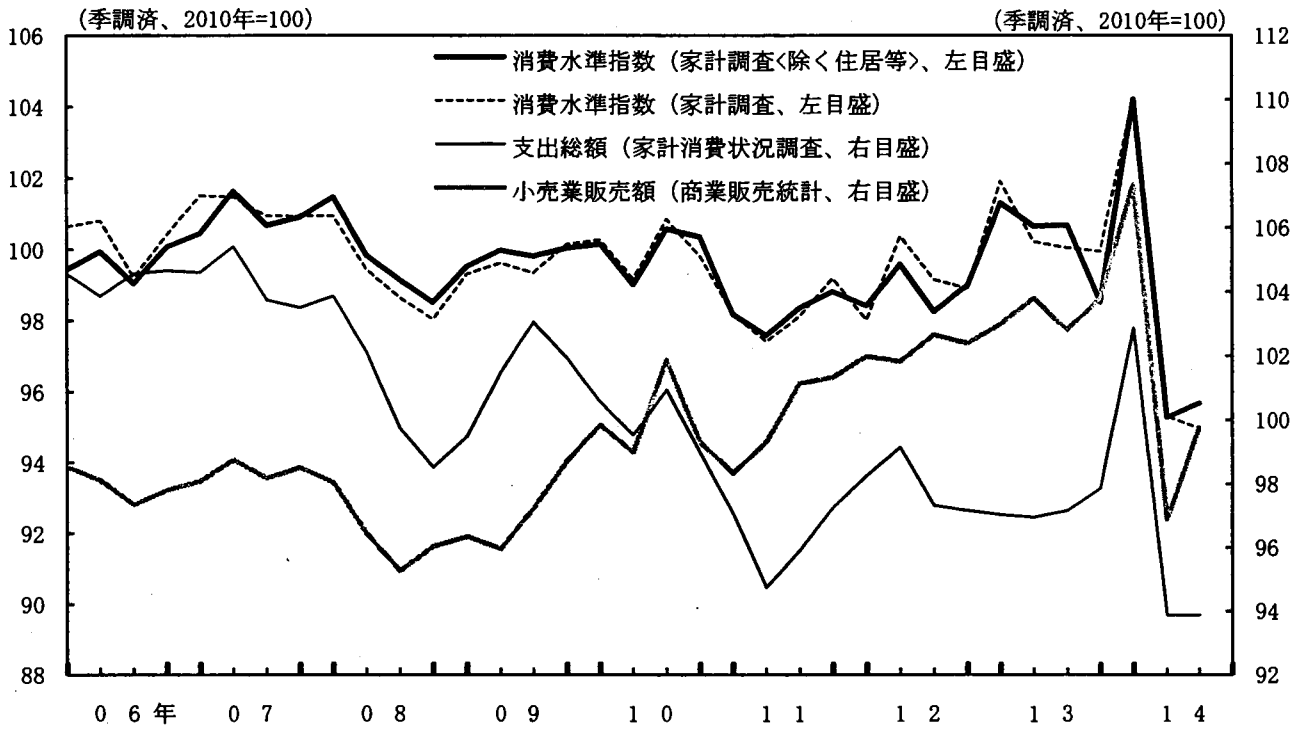
(季調済、2010年=100)



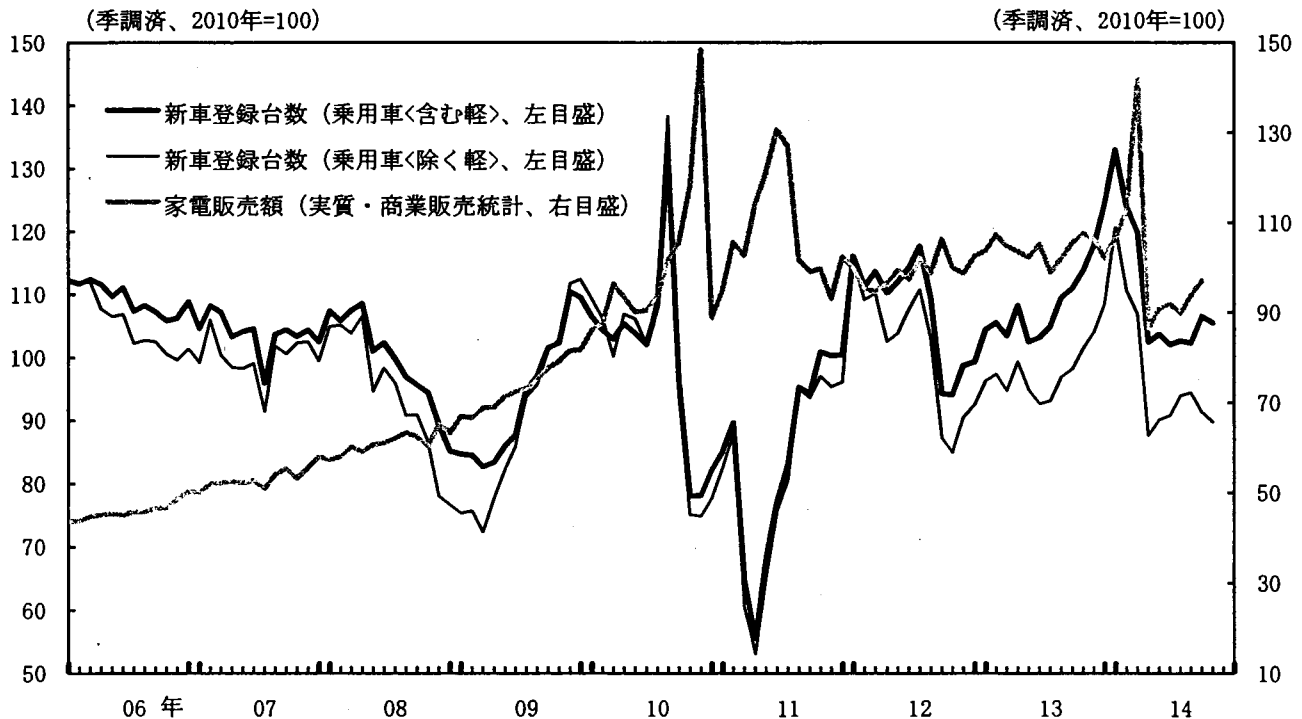
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」

## 個人消費 (2)

## (1) 家計調査・家計消費状況調査・商業販売統計 (実質)



## (2) 耐久消費財

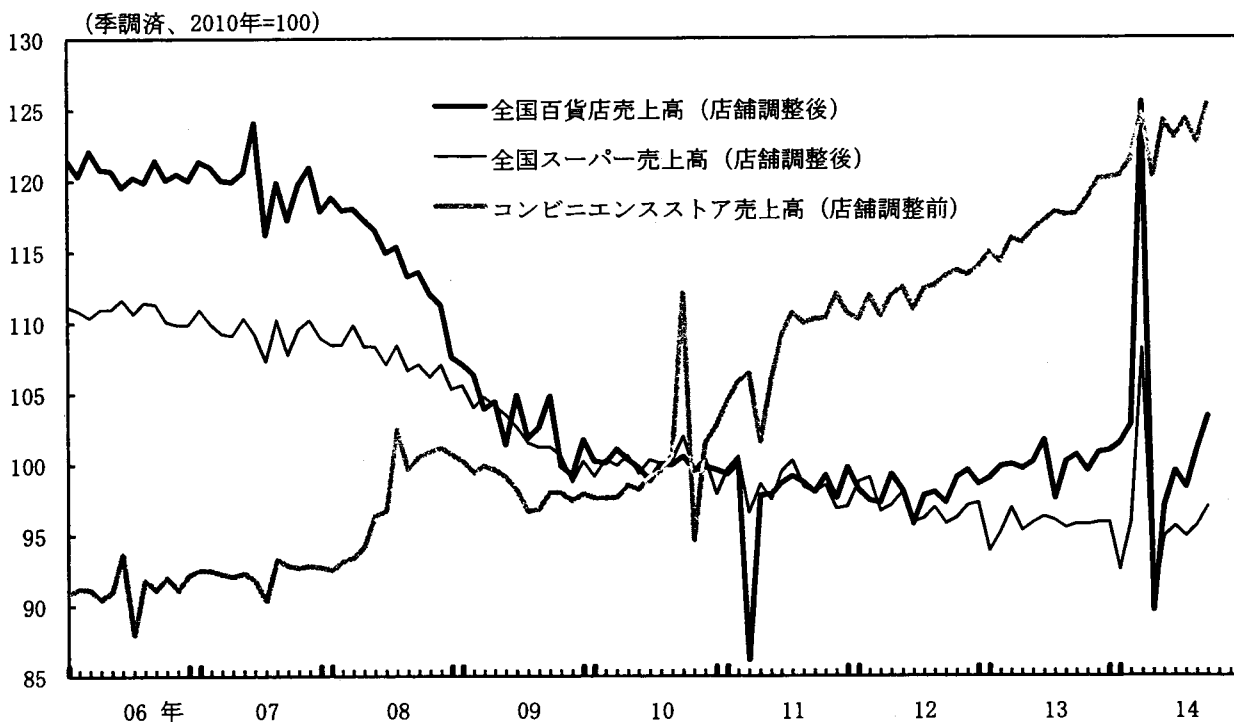


- (注) 1. 支出総額、小売業販売額、家電販売額及び新車登録台数はX-12-ARIMAによる季節調整値。  
 2. 消費水準指数は、二人以上の世帯 (世帯人員及び世帯主の年齢分布調整済) ベース。  
 3. 支出総額は二人以上の世帯ベース。CPI「持家の帰属家賃を除く総合」で実質化。  
 4. 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。  
 家電販売額は、商業販売統計の機械器具小売業販売額指数を、各種家電関連商品のCPIを幾何平均して算出したデフレーターで実質化。

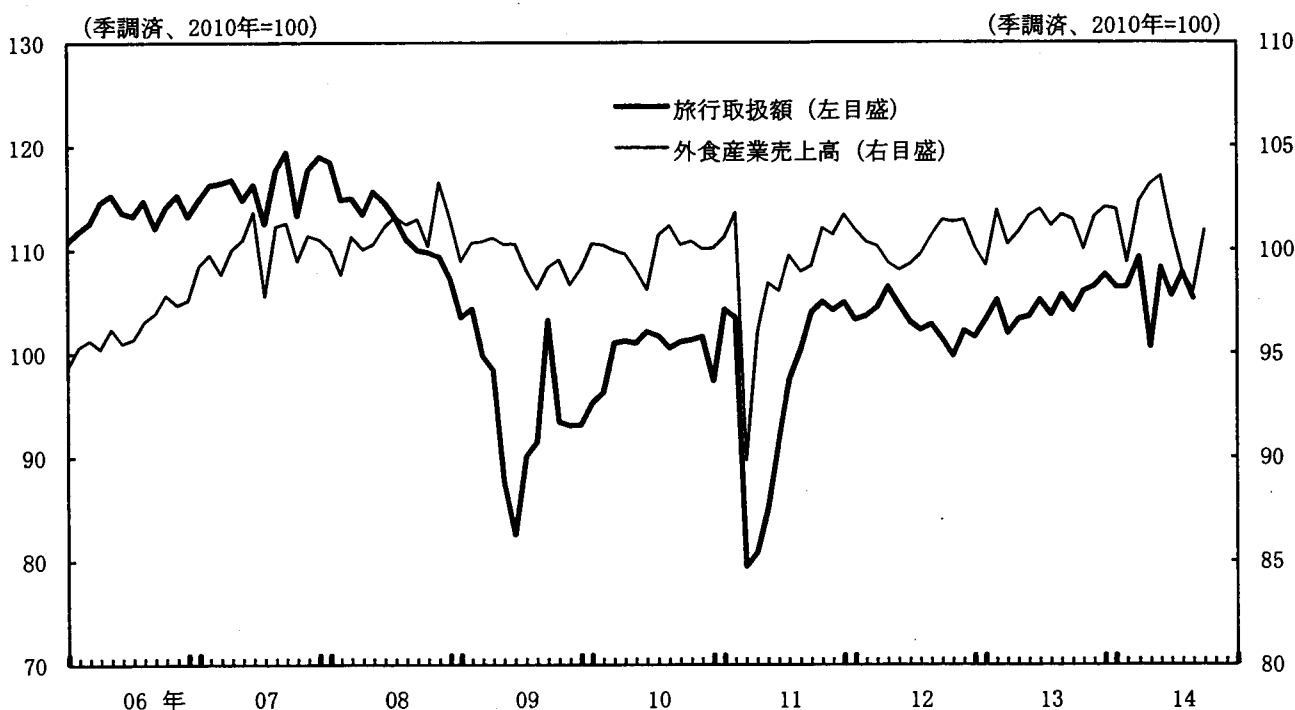
(資料) 総務省「家計調査報告」「家計消費状況調査」「消費者物価指数」、経済産業省「商業販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」

# 個人消費 (3)

## (1) 小売店販売 (名目)



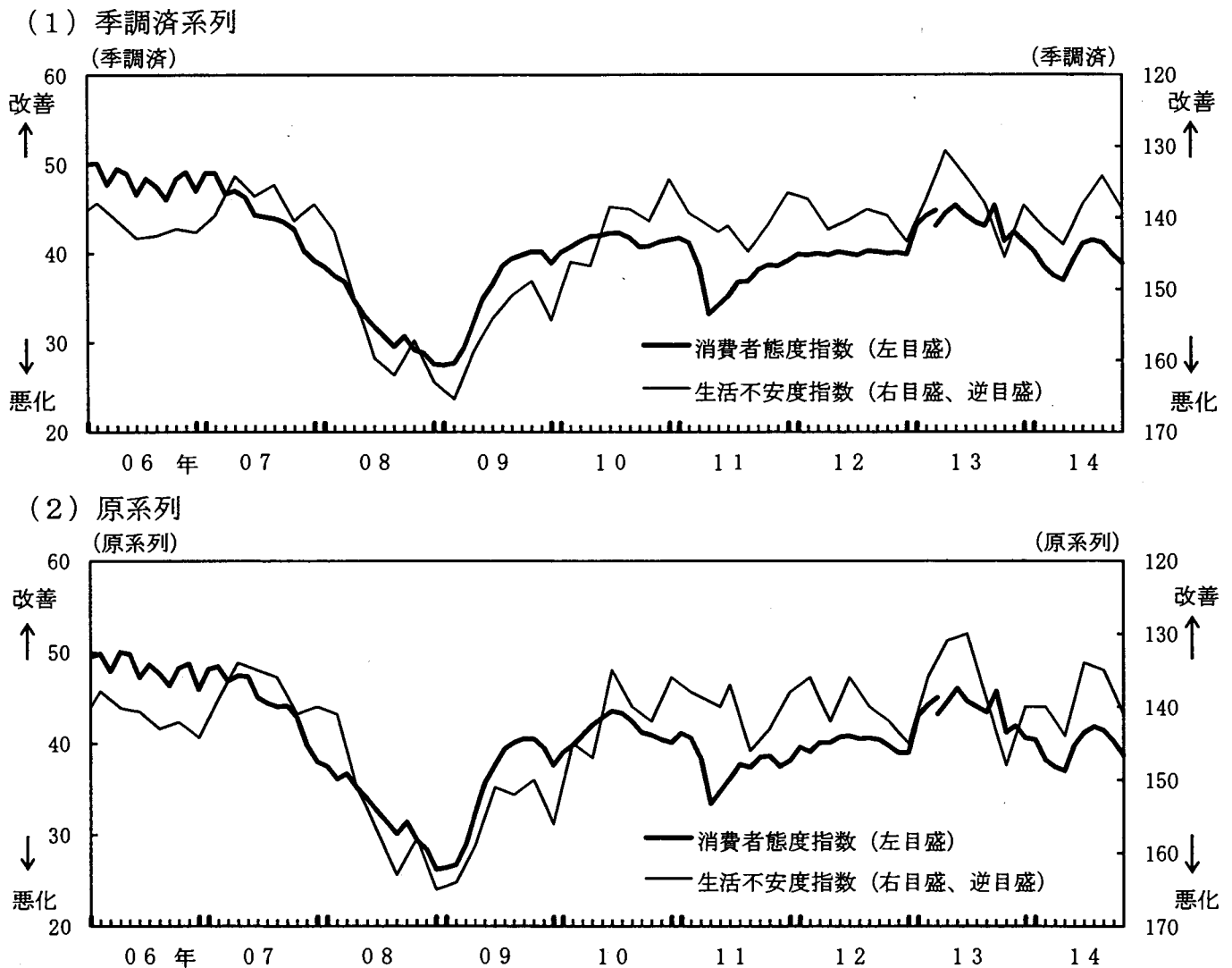
## (2) サービス消費 (名目)



- (注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。  
2. 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。また、2007/4月、2010/4月及び2014/4月に調査対象が変更された結果、原データに断層が生じている。2007/4月以降の系列は、前年比を用いて接続している。  
3. 外食産業売上高は、1993年の外食総研のデータを基準とし、日本フードサービス協会の前年比で延長。

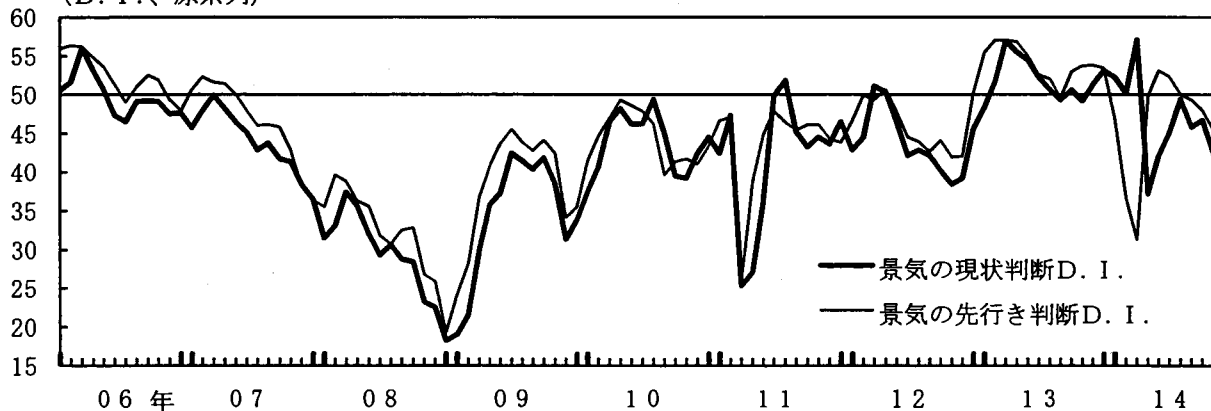
(資料) 経済産業省「商業販売統計」、観光庁「旅行業者取扱額」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

## 消費者コンフィデンス



## &lt;参考&gt; 景気ウォッチャー調査 (家計動向関連)

(D. I.、原系列)



- (注) 1. 消費者態度指数 (調査客体<2013/4月以降>: 全国・一般世帯 約5,700世帯)、生活不安度指数 (調査客体: 全国 1,200人) はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。  
2. 消費者態度指数は、2013/4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、2013/3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。なお、郵送調査ベースの2013/3月の値は試験調査による参考値。  
3. 調査が実施されていない月については、線形補間を実施。  
4. (1) の生活不安度指数はX-12-ARIMAによる季節調整値。

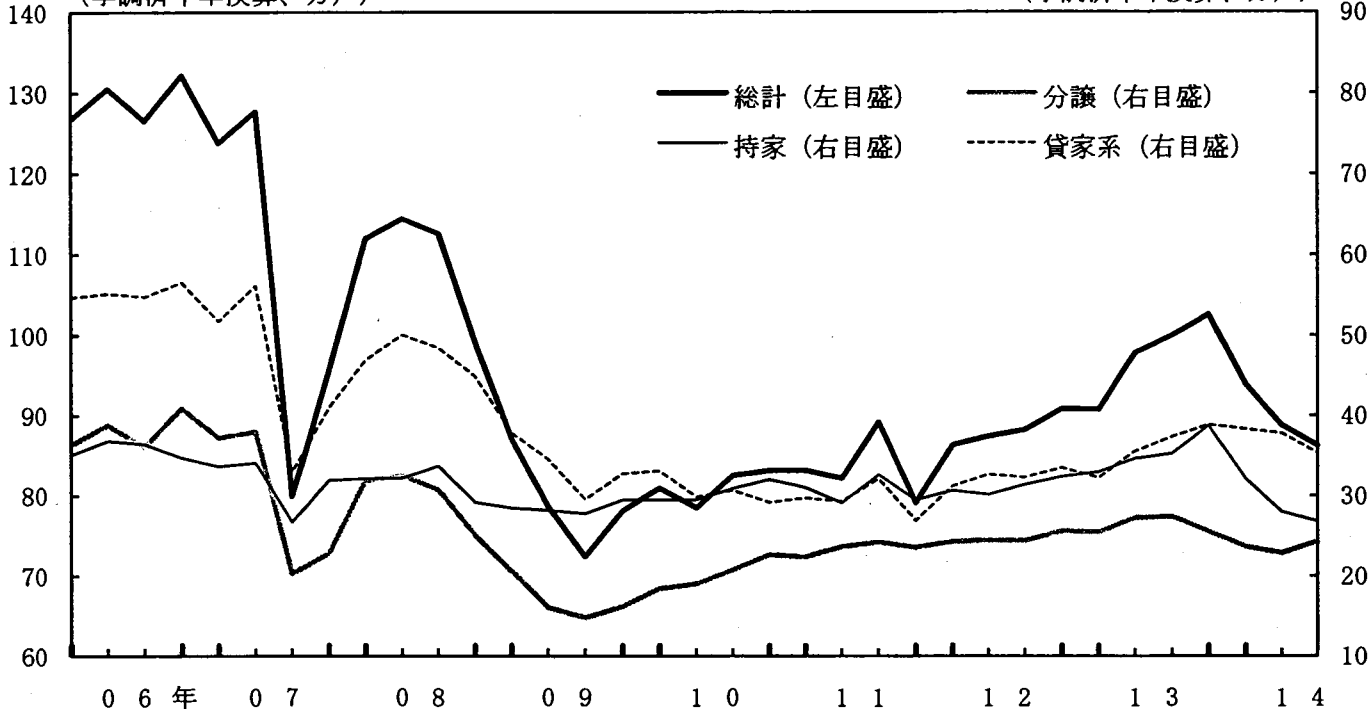
(資料) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

# 住宅投資関連指標

## (1) 新設住宅着工戸数

(季調済年率換算、万戸)

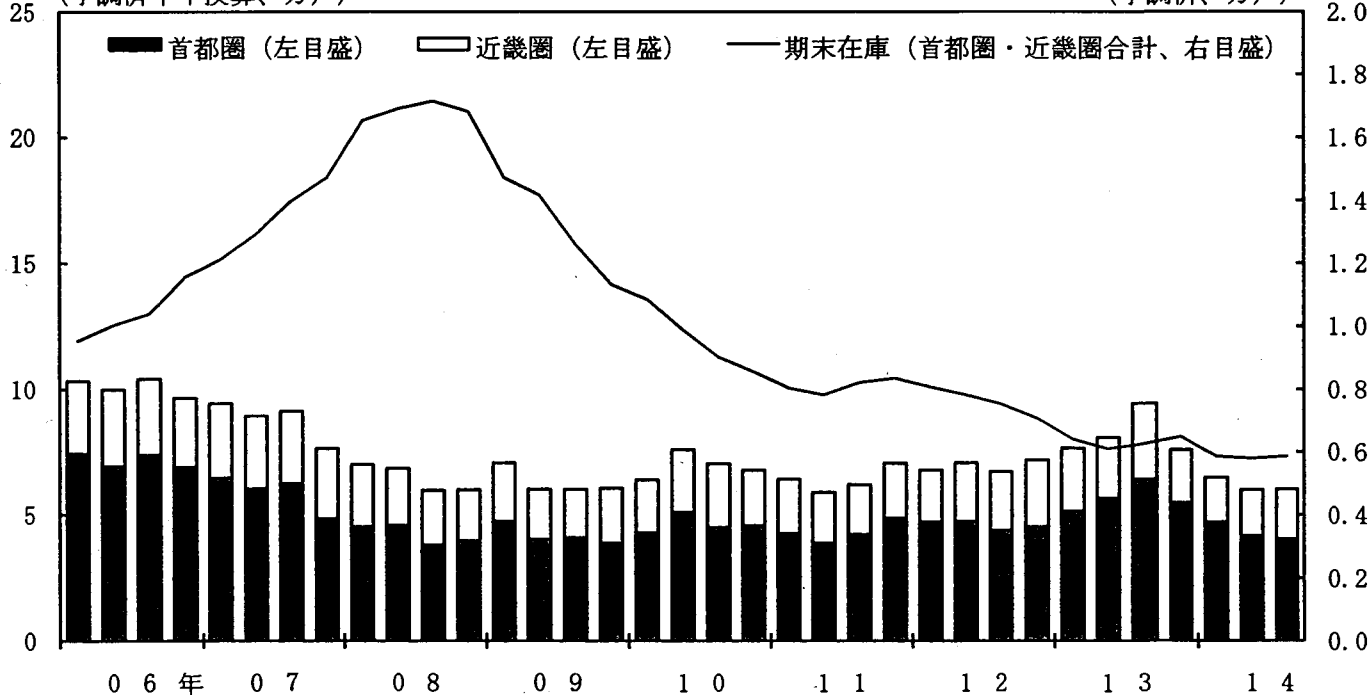
(季調済年率換算、万戸)



## (2) マンション販売動向 (全売却戸数)

(季調済年率換算、万戸)

(季調済、万戸)



(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。

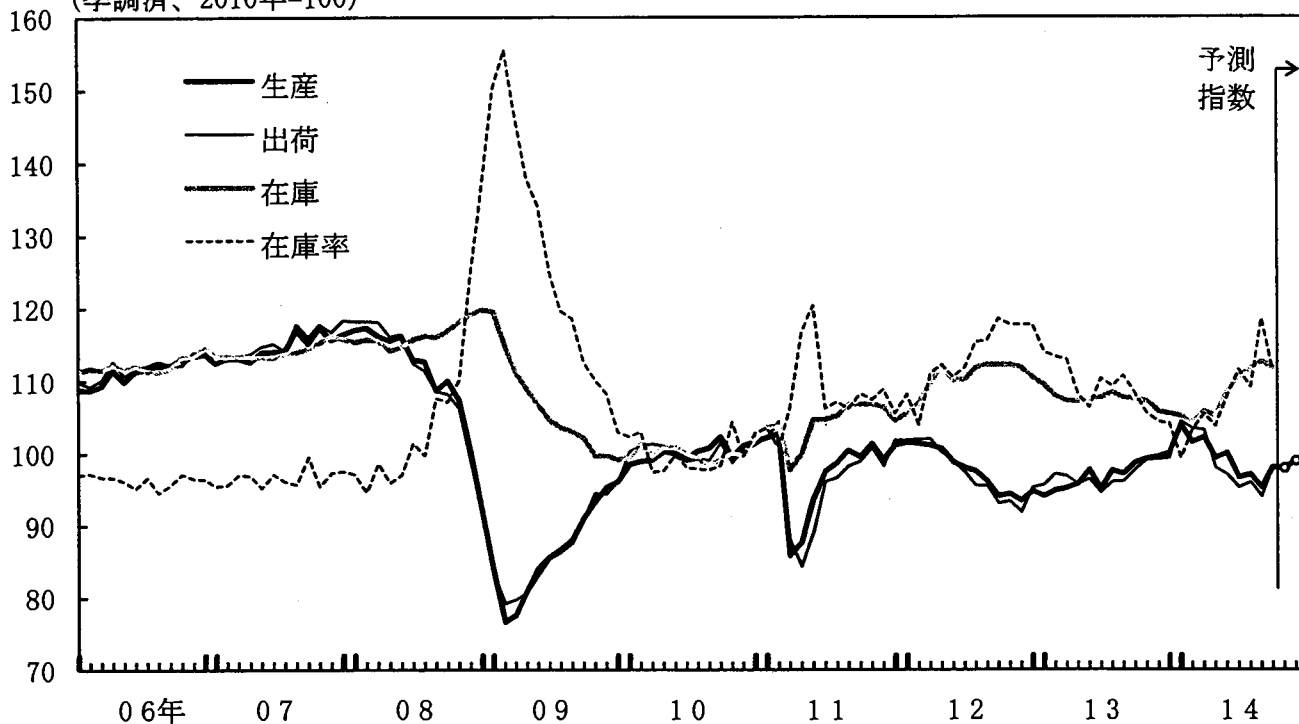
(資料) 国土交通省「建築着工統計」、  
不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」「近畿圏のマンション市場動向」



## 鉦工業生産・出荷・在庫

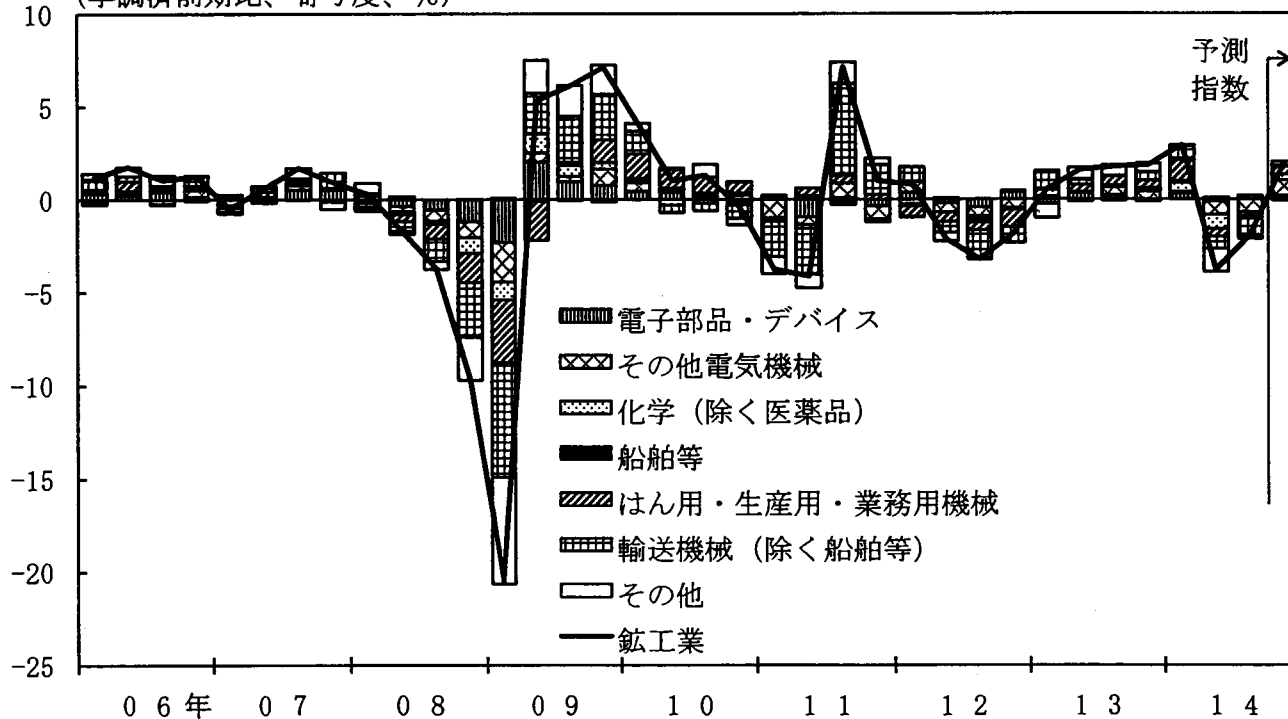
### (1) 鉦工業生産・出荷・在庫

(季調済、2010年=100)



### (2) 生産の業種別寄与度

(季調済前期比、寄与度、%)

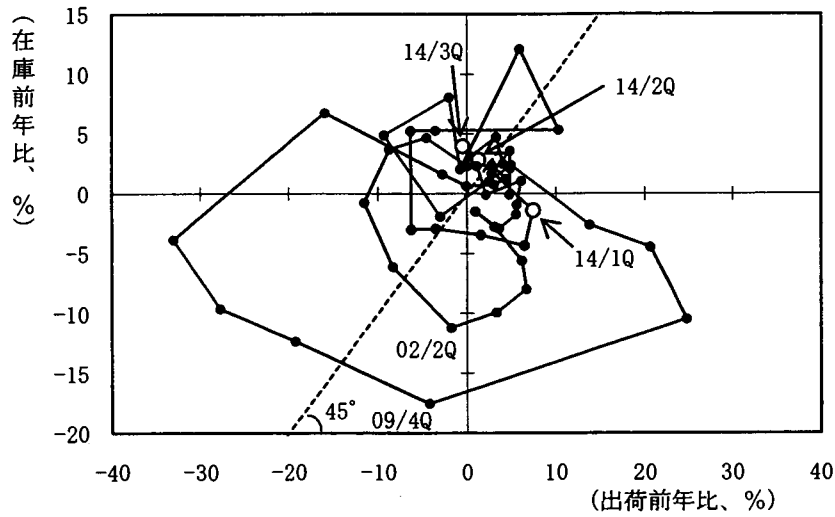


- (注) 1. その他電気機械は「電気機械」、「情報通信機械」を合成したもの。  
 2. 船舶等は「船舶・同機関、鉄道車両、航空機」。  
 3. (2)の2008/1Q以前は、2005年基準の指数を用いて算出。  
 2008/1Q以前の「はん用・生産用・業務用機械」は「一般機械」。  
 4. 2014/4Qは、予測指数を用いて算出。なお、12月を11月と同水準と仮定して算出した値。

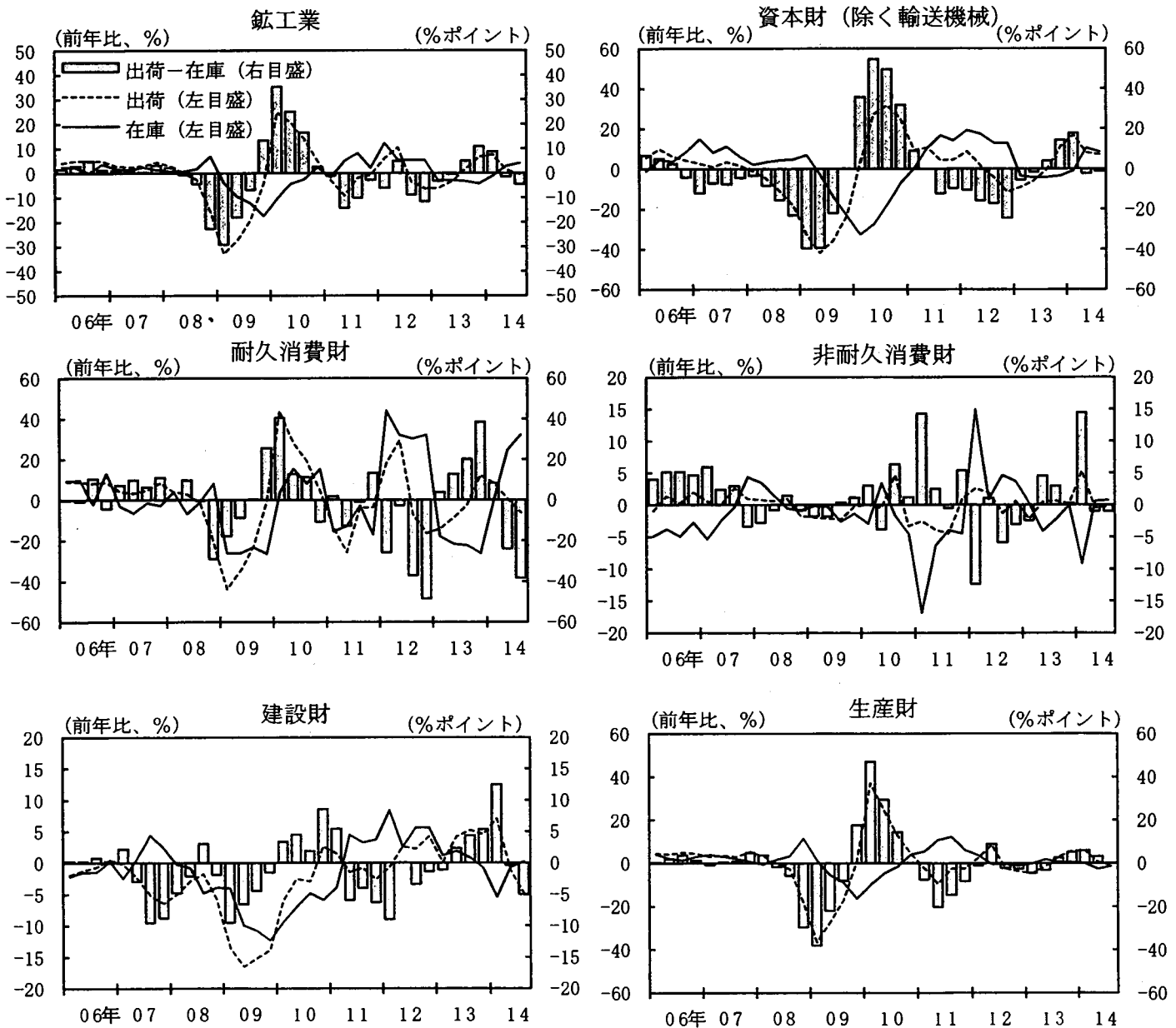
(資料) 経済産業省「鉦工業指数統計」

# 在庫循環

## (1) 在庫循環 (鋳工業)



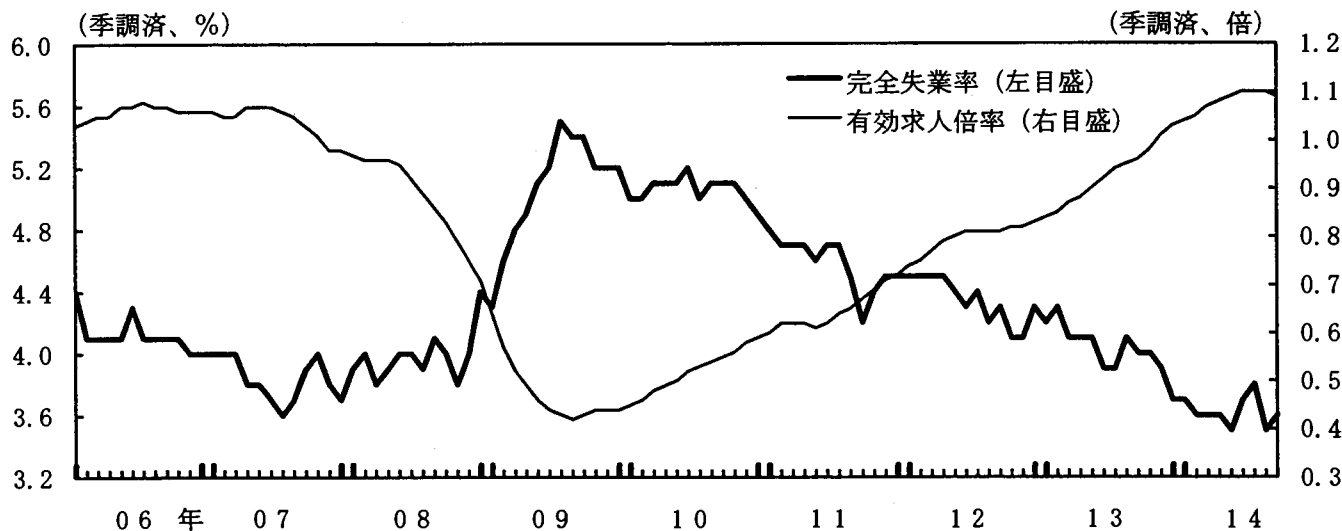
## (2) 出荷・在庫バランス



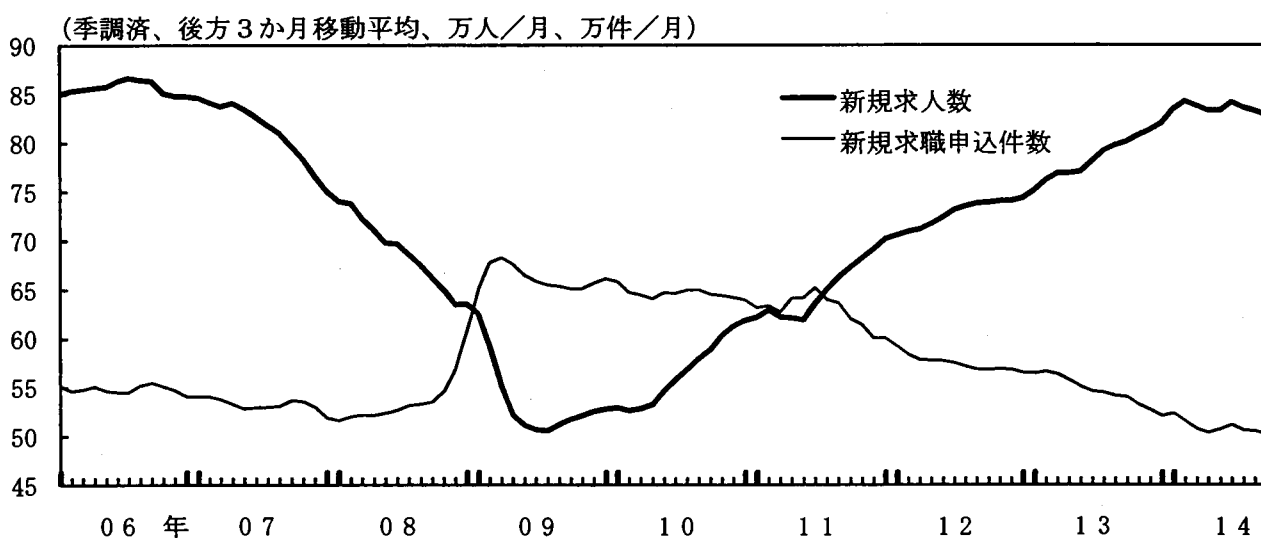
(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

# 労働需給

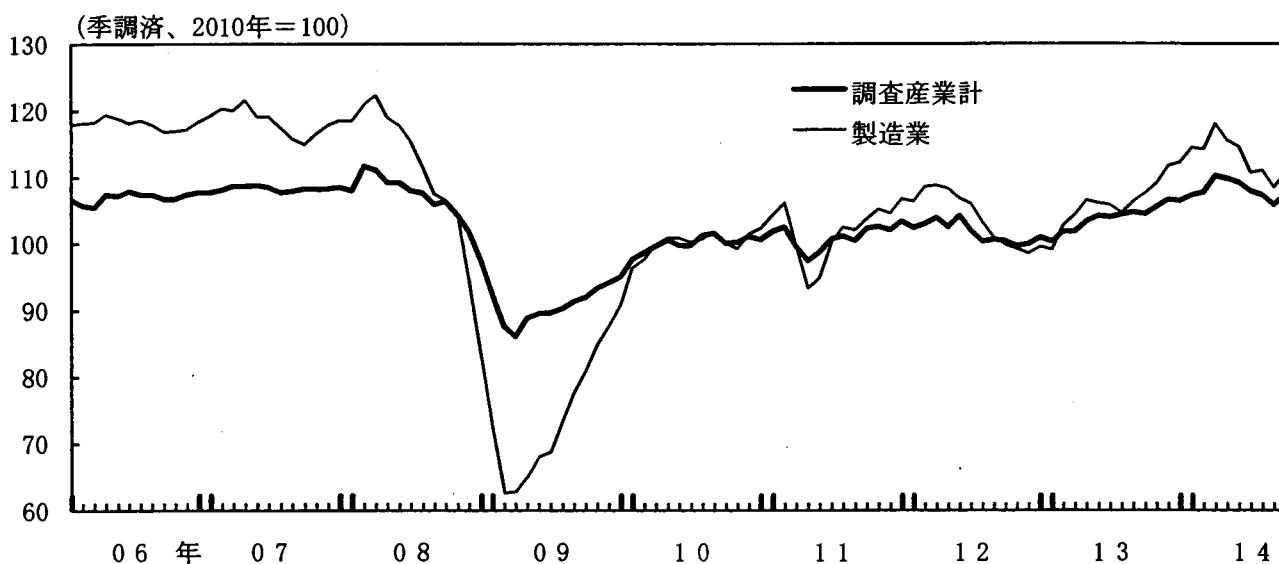
## (1) 失業率と有効求人倍率



## (2) 新規求人と新規求職



## (3) 所定外労働時間

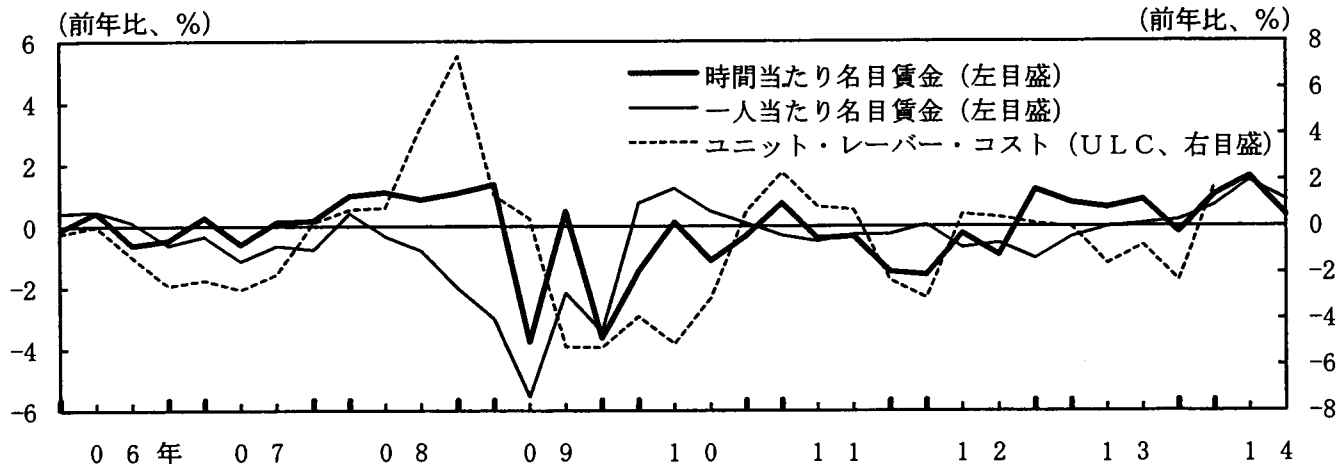


(注) 1. 有効求人倍率、新規求人数、新規求職申込件数は、新規学卒者を除きパートタイムを含む。  
2. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模5人以上。

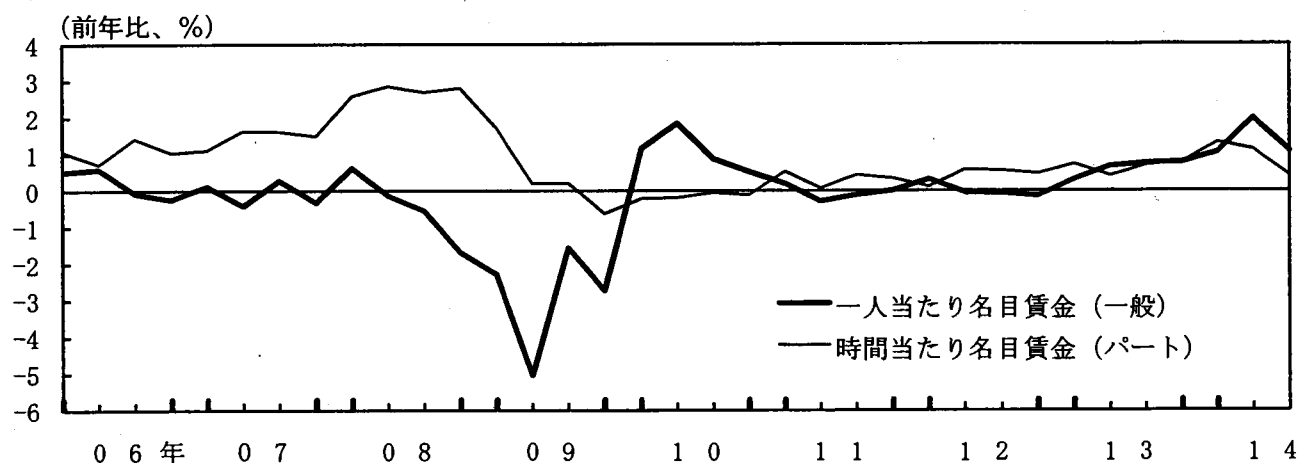
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

# 賃金

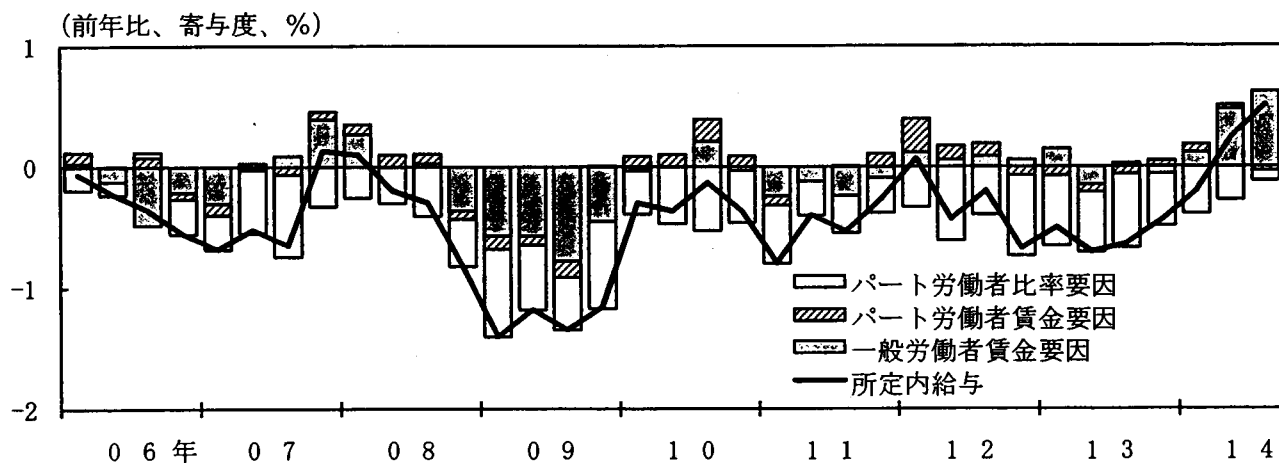
## (1) 全体



## (2) 一般・パート別



## (3) 所定内給与の要因分解



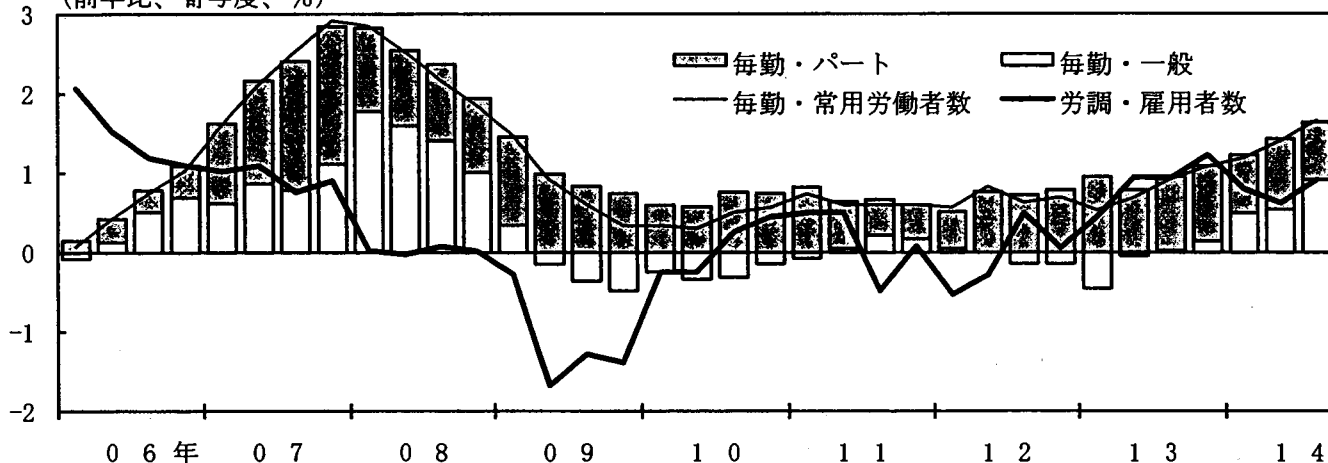
- (注) 1. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模5人以上。  
 2. ULC=名目雇用者報酬 (SNAベース) /実質GDP  
 3. 四半期は以下のように組替えている。ULC以外の2014/3Qは9月の前年同月比。  
 ULC以外：第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。  
 ULC：第1四半期：4～6月、第2：7～9月、第3：10～12月、第4：1～3月。  
 4. (3) は以下のように算出。  
 一般労働者賃金要因=一般所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占める一般の割合  
 パート労働者賃金要因=パート所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占めるパートの割合  
 パート労働者比率要因=所定内給与前年比-一般労働者賃金要因-パート労働者賃金要因

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、内閣府「国民経済計算」

# 雇用者所得

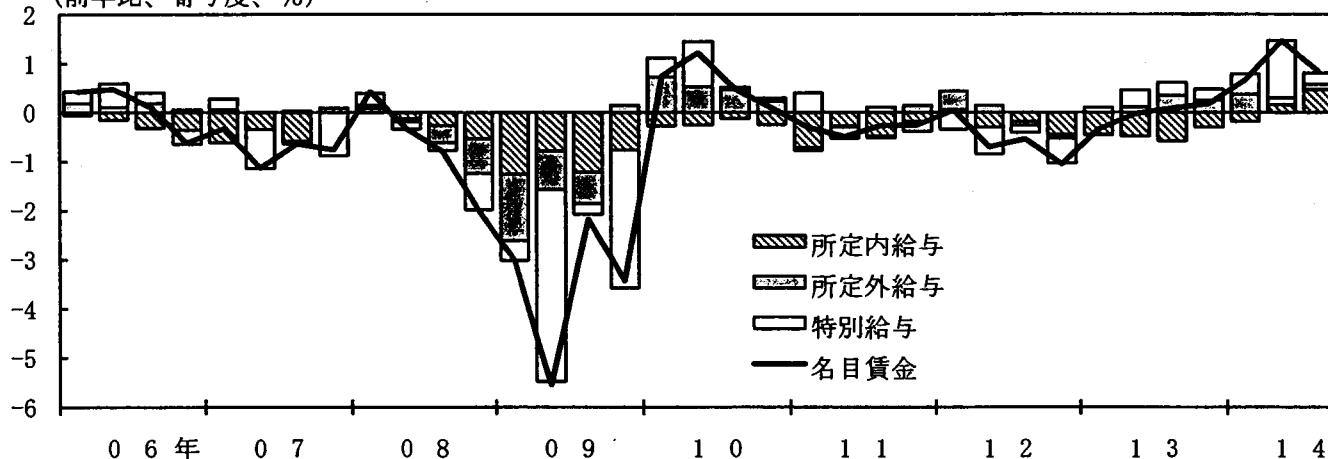
## (1) 労調・雇用者数と毎勤・常用労働者数

(前年比、寄与度、%)



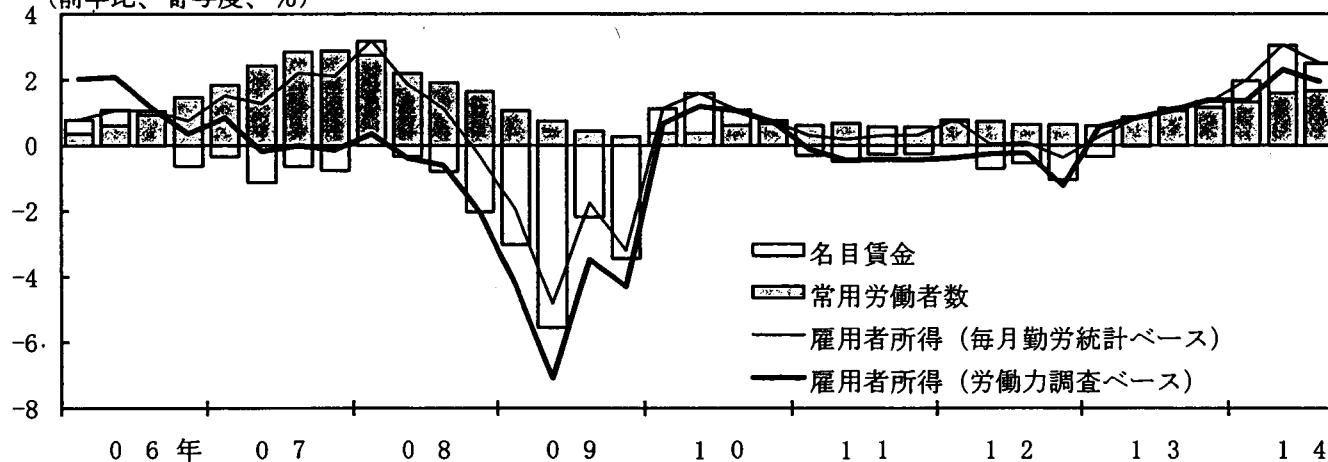
## (2) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)



## (3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模 5 人以上。

2. (2)、(3)の四半期は以下のように組替えている。2014/3Qは9月の前年同月比。

第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

3. (3)の雇用者所得は以下のように算出。

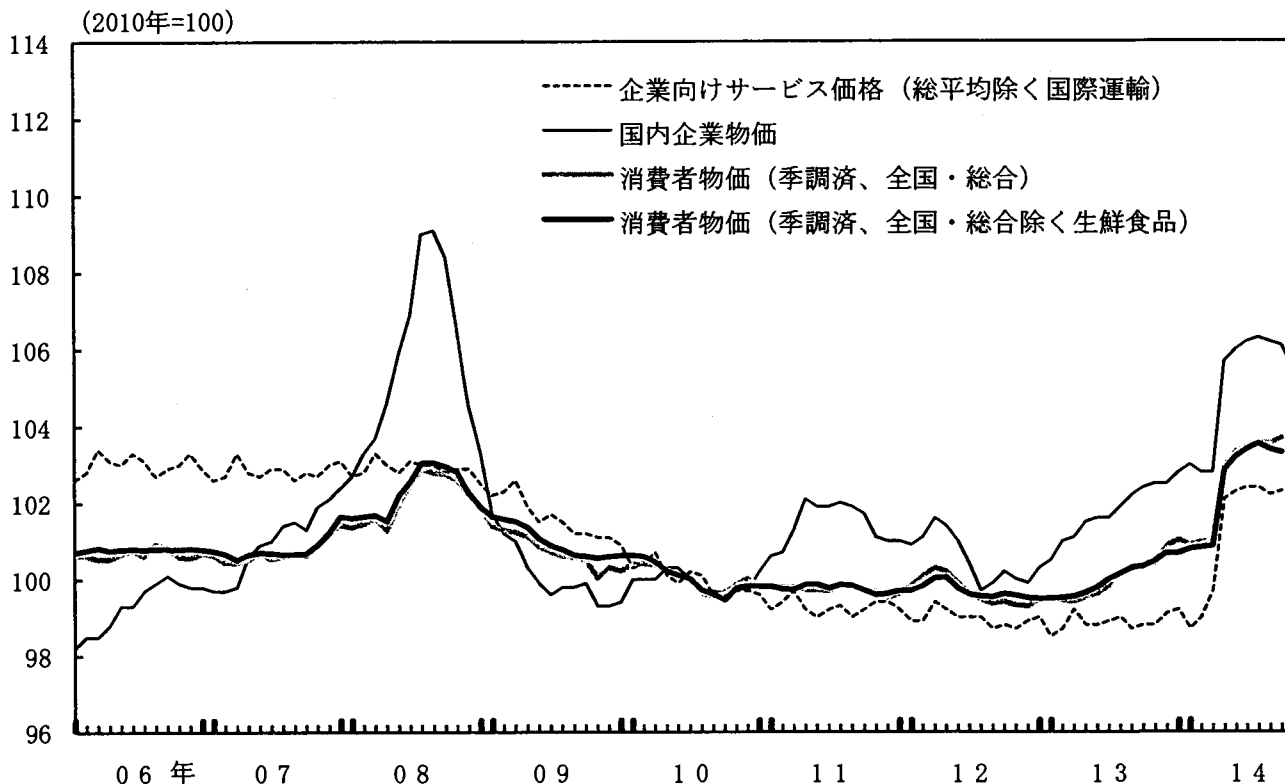
雇用者所得 (毎月勤労統計ベース) = 常用労働者数 (毎月勤労統計) × 名目賃金 (毎月勤労統計)

雇用者所得 (労働力調査ベース) = 雇用者数 (労働力調査) × 名目賃金 (毎月勤労統計)

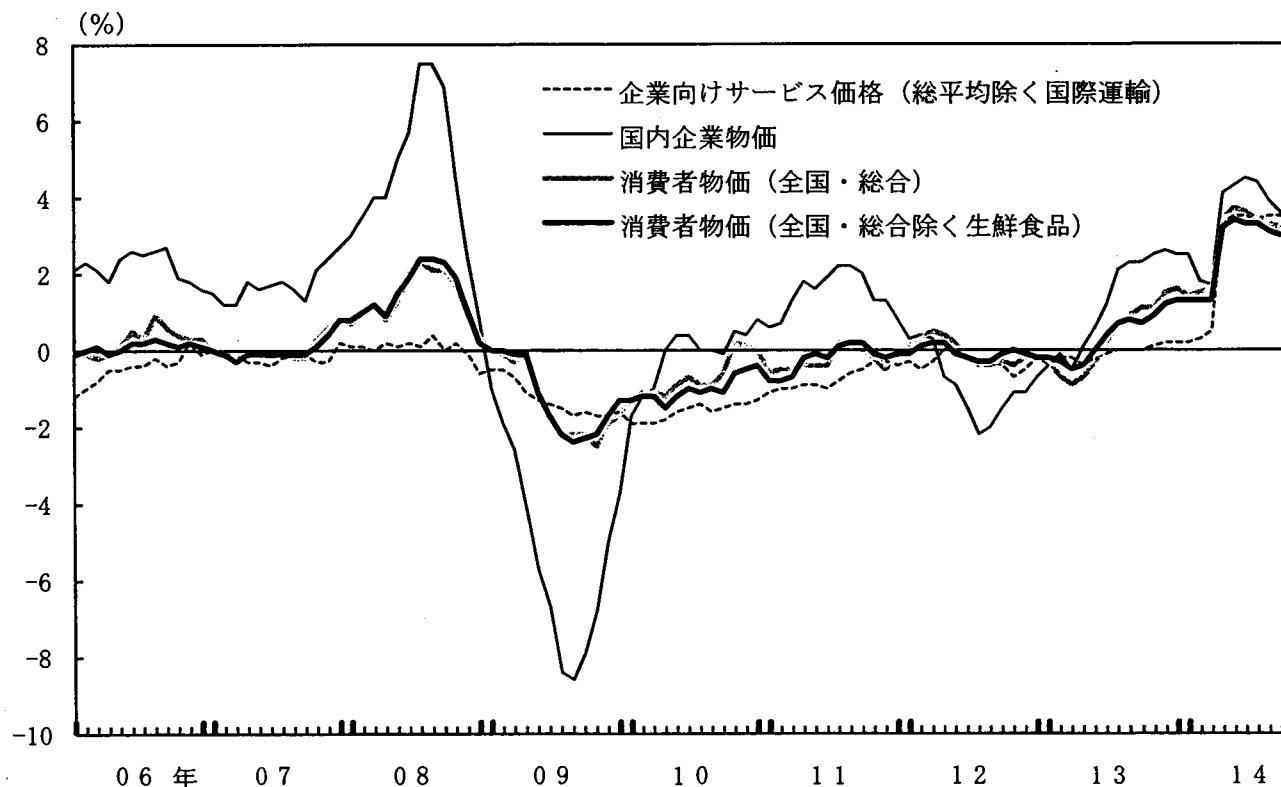
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

# 物 価

## (1) 水準



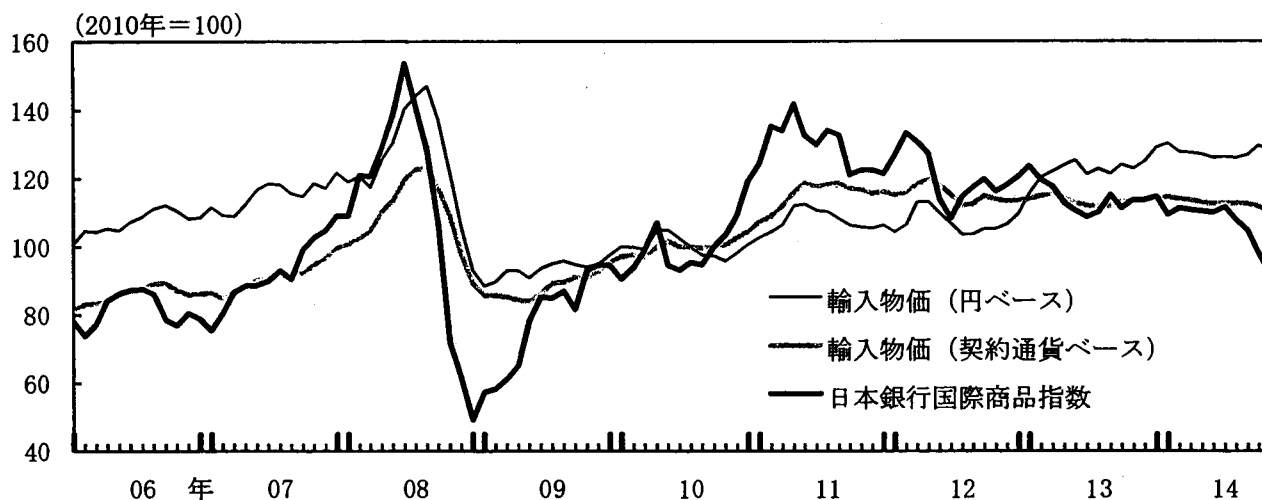
## (2) 前年比



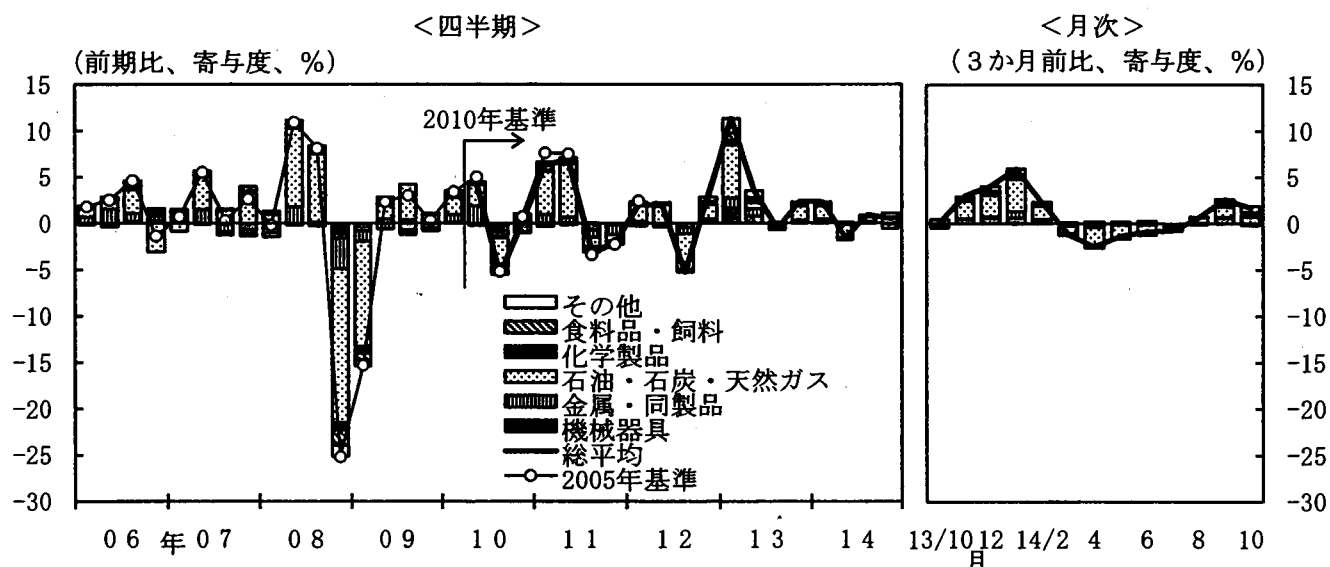
(注) 1. (1) の消費者物価は、X-12-ARIMA による季節調整値。  
2. (1) の国内企業物価は、毎年7～9月にかけて適用される夏季割り増し電力料金の影響を除いて算出。  
3. (1) の2009年以前の消費者物価は接続指数を使用。  
4. 2009年以前の企業向けサービス価格、国内企業物価は接続指数を使用。  
5. 消費税を含む。  
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」

# 輸入物価と国際商品市況

## (1) 輸入物価と国際商品指数

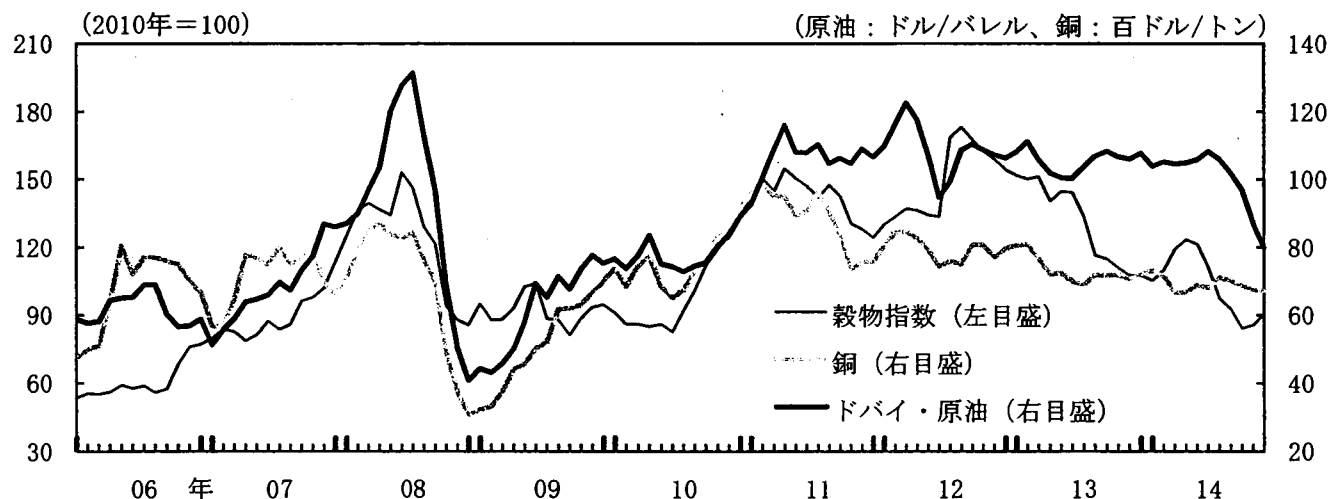


## (2) 輸入物価 (円ベース：前期比、3か月前比)



(注) 1. 機械器具：はん用・生産用・業務用機器、電気・電子機器、輸送用機器  
2. 2014/4Qは、10月の値を用いて算出。

## (3) 国際商品市況

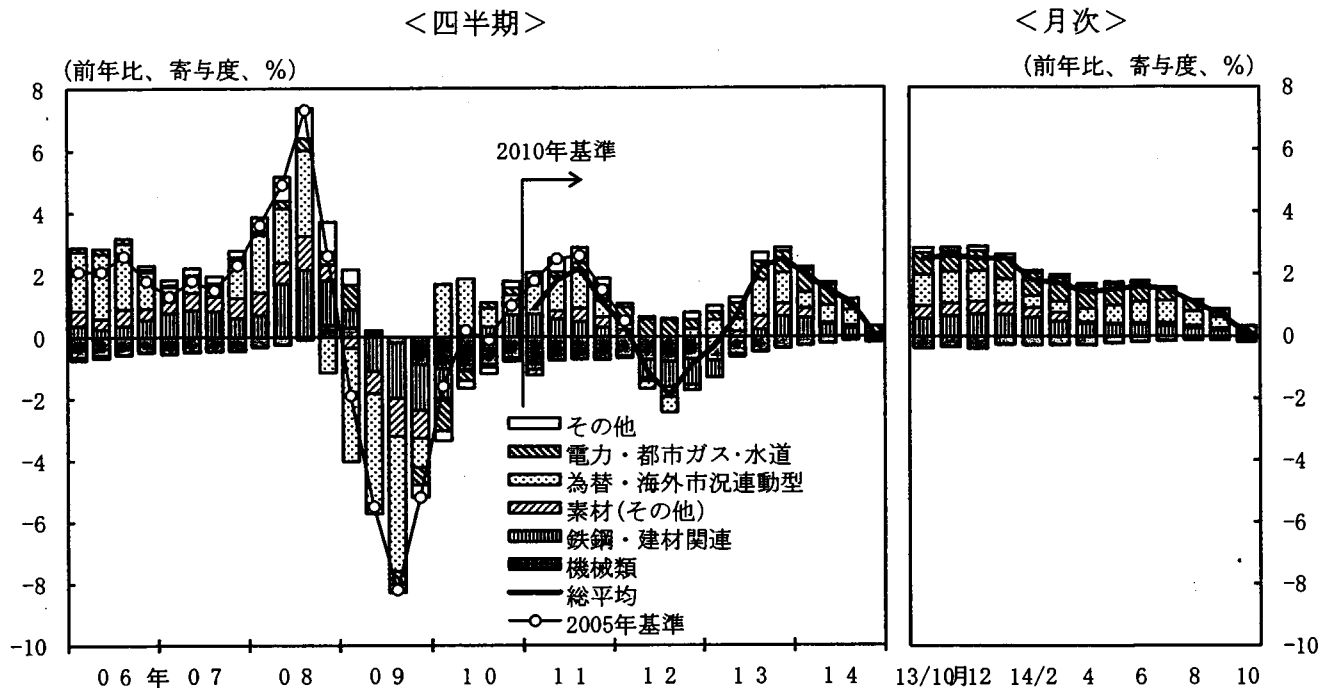


(注) 1. 穀物指数は、穀物 (小麦・大豆・トウモロコシ) の国際商品市況を加重平均したもの。  
加重平均に用いるウェイトは貿易統計の輸入金額から算出。  
2. 計数は月中平均。なお、2014/11月は12日までの平均値。

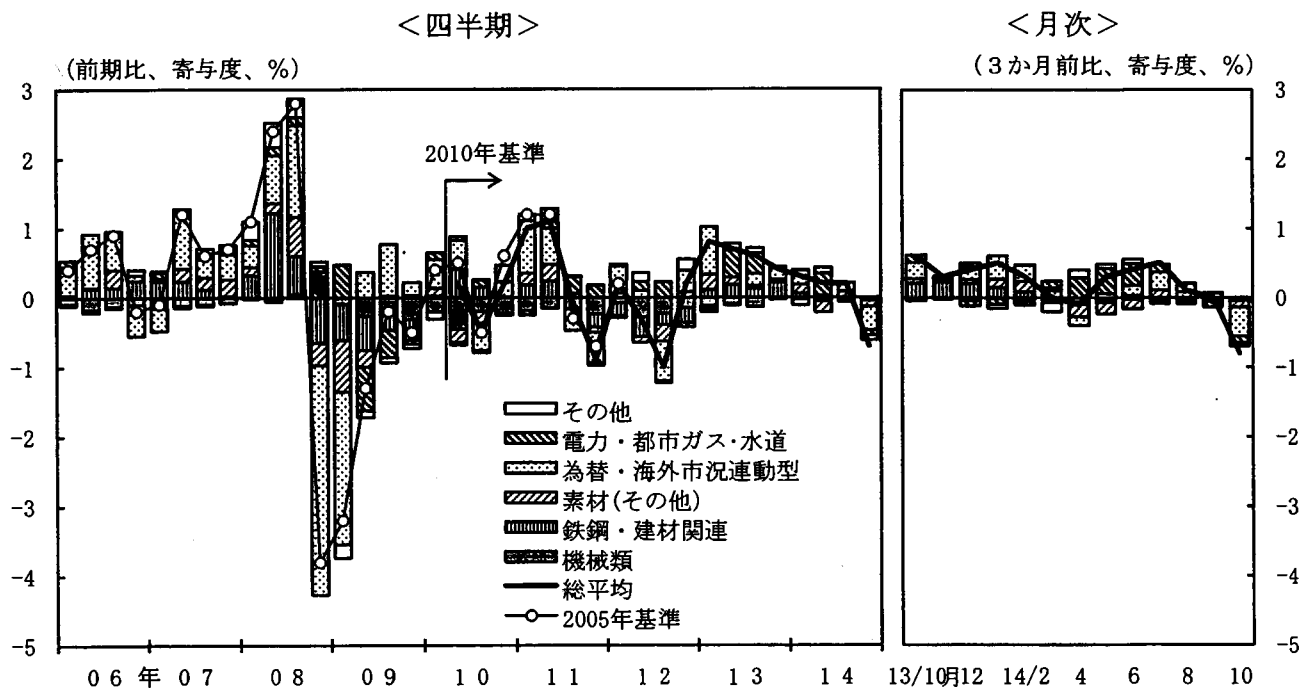
(資料) 日本銀行「企業物価指数」「日本銀行国際商品指数」等

# 国内企業物価

## (1) 前年比



## (2) 前期比、3か月前比 (夏季電力料金調整後)



- (注) 1. 機械類：はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器  
2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類  
3. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品  
4. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属  
5. その他：食料品・飲料・たばこ・飼料、その他工業製品、農林水産物、鉱産物  
6. (2)は、毎年7～9月にかけて適用される夏季割り増し電力料金の影響(国内企業物価に対する寄与度は0.2%程度)を除いて算出。  
7. 2014/4月以降は、消費税を除く計数を用いて消費税引き上げの直接的な影響を調整。  
8. 2014/4Qは、10月の値を用いて算出。

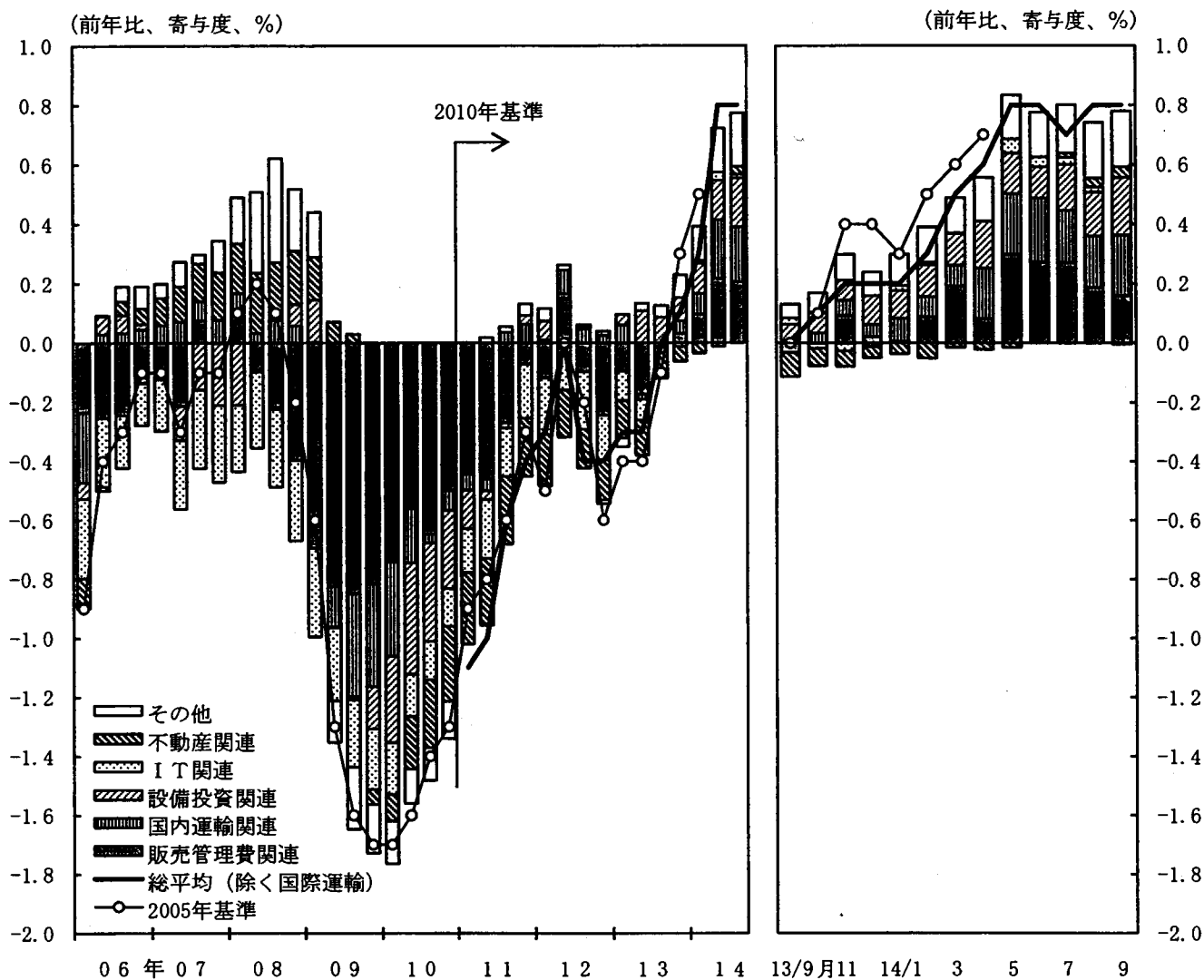
(資料) 日本銀行「企業物価指数」



# 企業向けサービス価格

<四半期>

<月次>

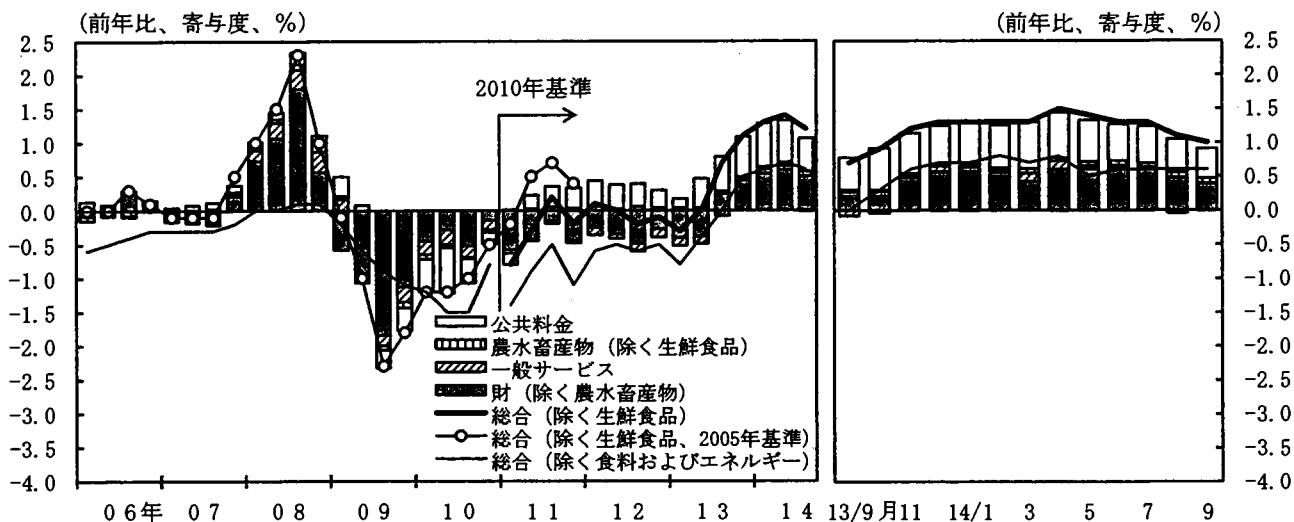


- (注) 1. 販売管理費関連：情報通信（除く新聞・出版）、広告、諸サービス（除くプラントエンジニアリング、土木建築サービス）  
 2. 国内運輸関連：運輸・郵便（除く国際運輸、鉄道旅客輸送、道路旅客輸送、海上旅客輸送、国内航空旅客輸送）  
 3. 設備投資関連：リース・レンタル（除く電子計算機・同関連機器リース、電子計算機レンタル）、土木建築サービス  
 4. IT関連：電子計算機・同関連機器リース、電子計算機レンタル  
 5. 不動産関連：不動産  
 6. その他：金融・保険、鉄道旅客輸送、道路旅客輸送、海上旅客輸送、国内航空旅客輸送、新聞・出版、プラントエンジニアリング  
 7. 2014/4月以降は、消費税を除く計数を用いて消費税率引き上げの直接的な影響を調整。

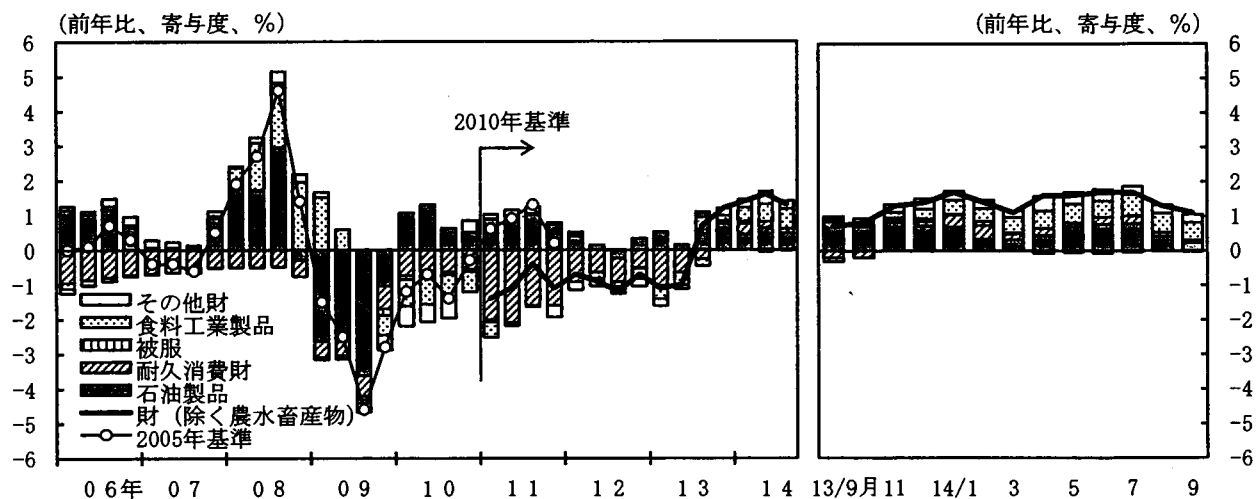
(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

## 消費者物価

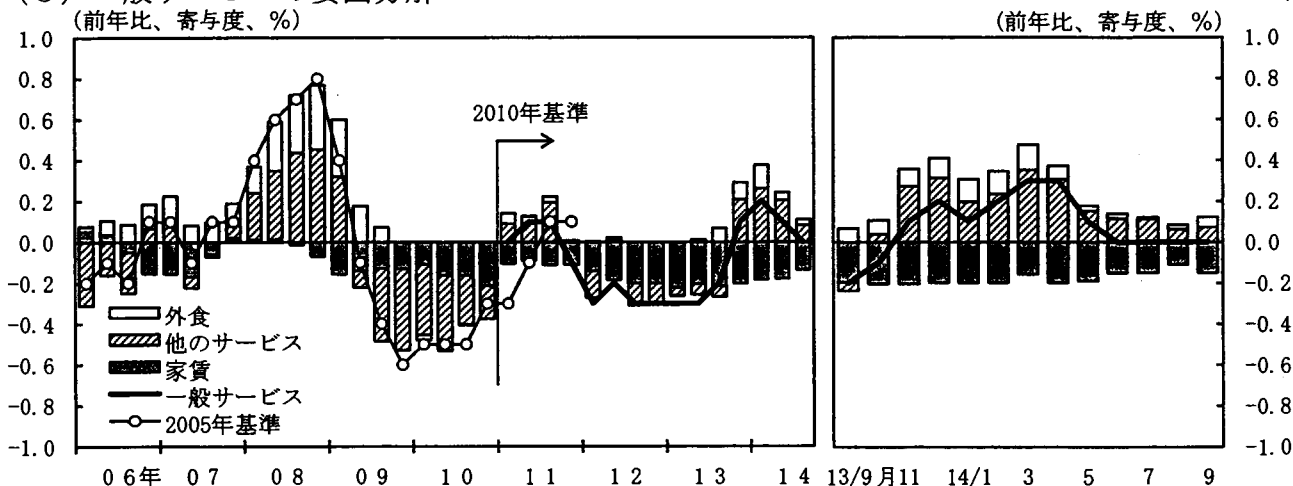
### (1) 総合 (除く生鮮食品)



### (2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解



### (3) 一般サービスの要因分解



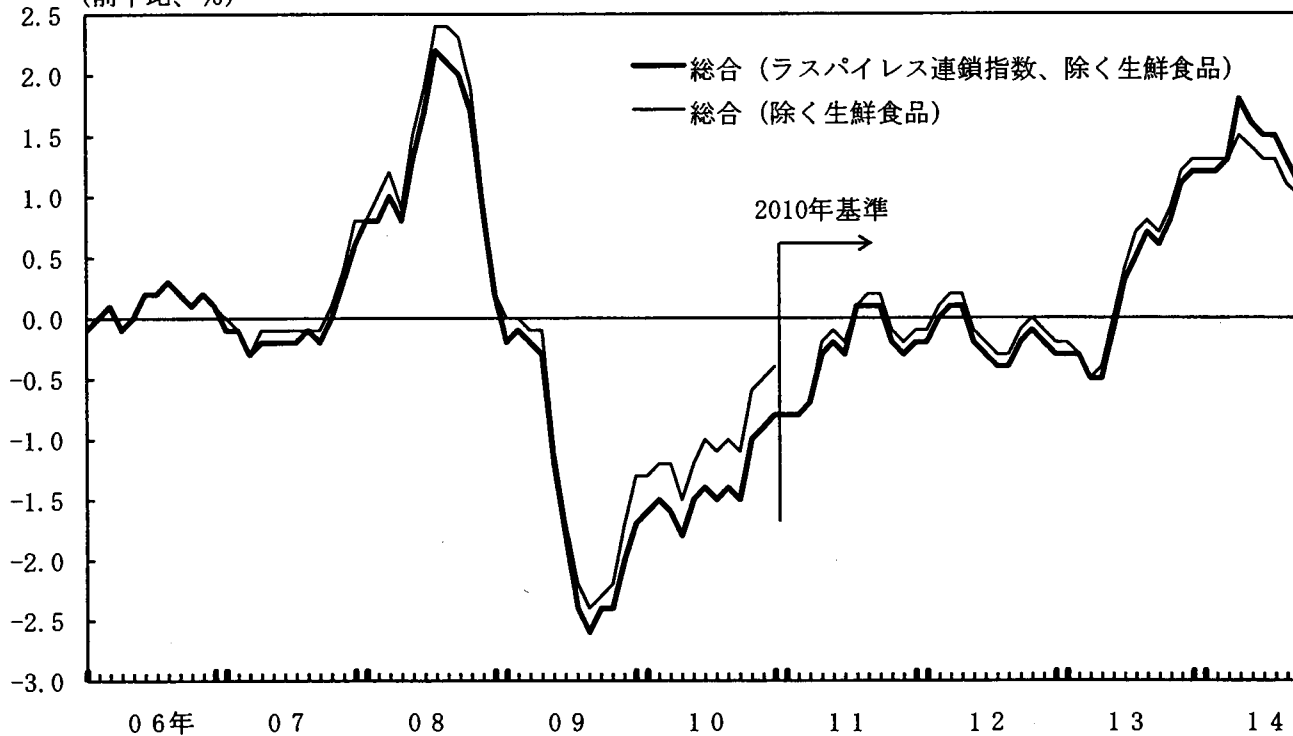
- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。  
ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。  
財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」  
公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」  
被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」  
家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」
2. 「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。
3. 総合 (除く生鮮食品)、総合 (除く食料およびエネルギー)、一般サービスの前年比以外は、指数から作成。
4. 2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

## 消費者物価の基調的な変動

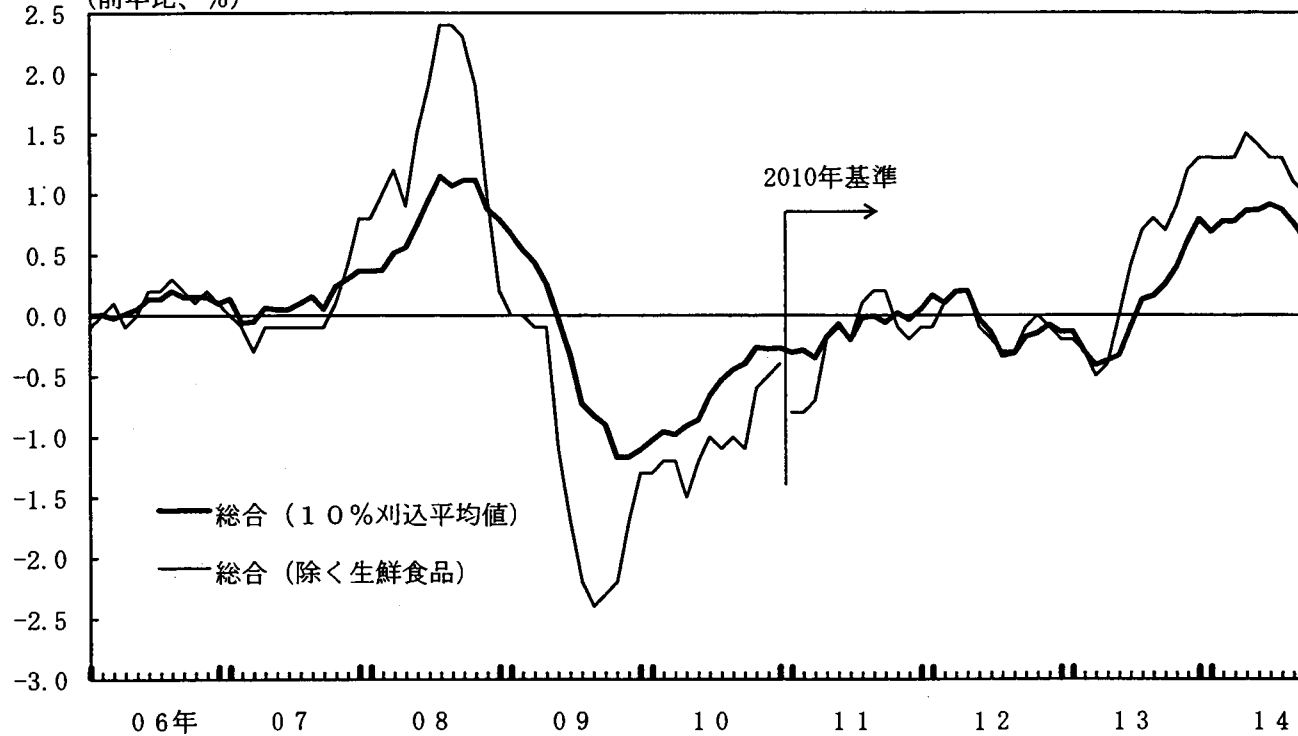
### (1) ラスパイレス連鎖指数

(前年比、%)



### (2) 刈込平均値

(前年比、%)



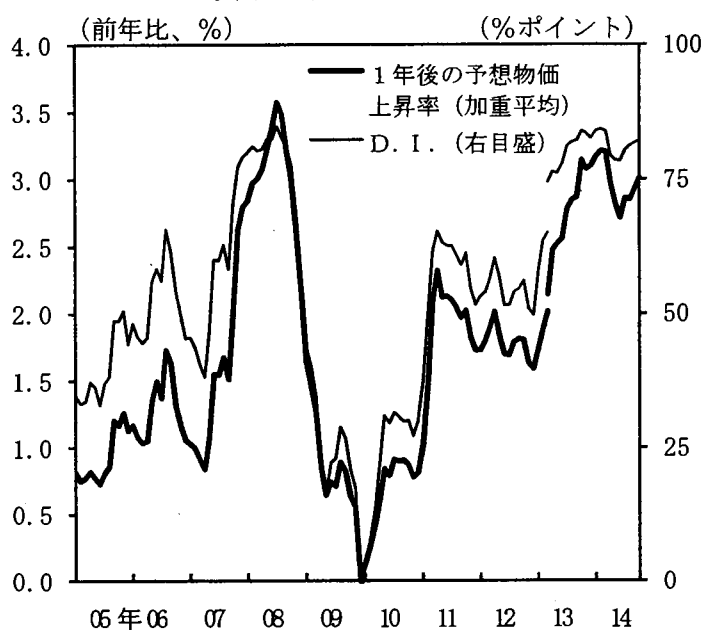
- (注) 1. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。  
2. 2006年のラスパイレス連鎖指数は、固定基準年指数の前年同月比。2010年以前のラスパイレス連鎖指数の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。  
3. 2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

# 予想物価上昇率

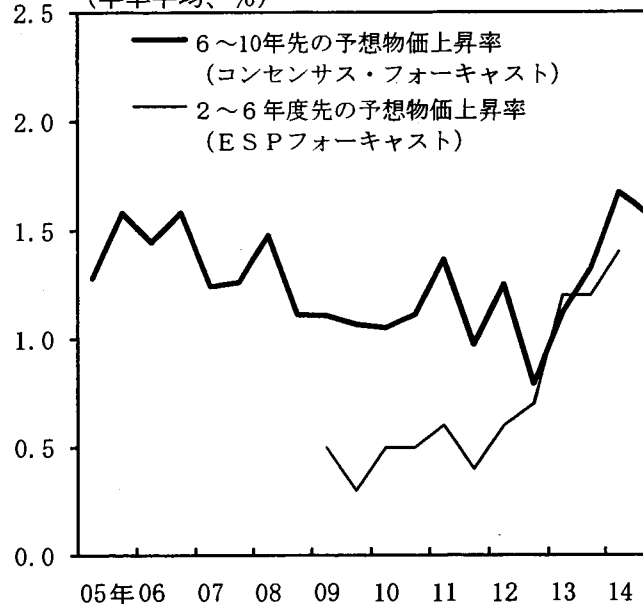
## (1) 家計の予想物価上昇率

<消費動向調査(総世帯)>



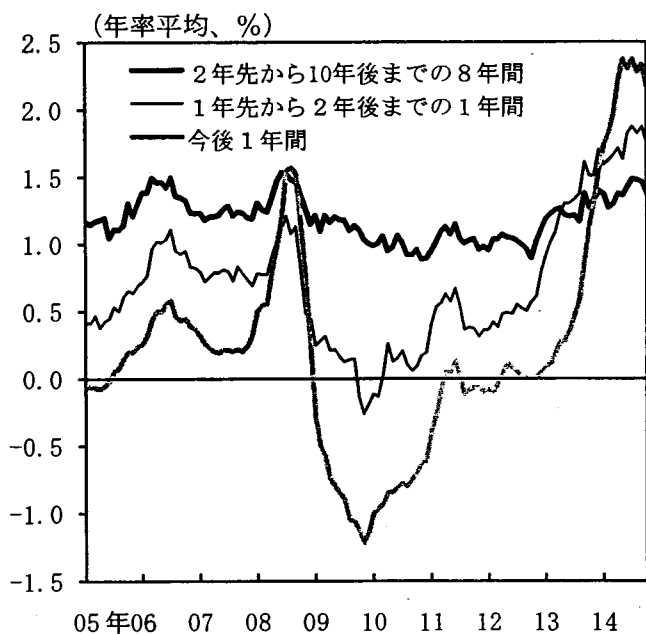
## (2) エコノミストの予想物価上昇率

(年率平均、%)

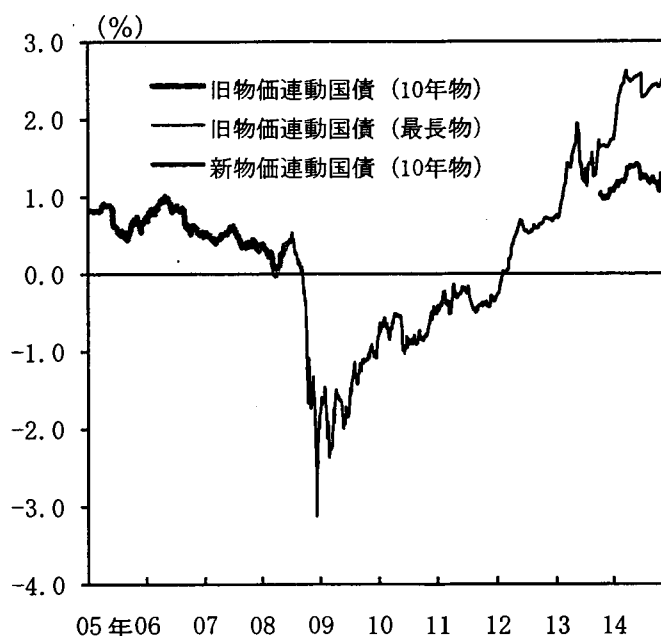


## (3) 市場参加者の予想物価上昇率

<QUICK調査>



<物価連動国債のBEI>

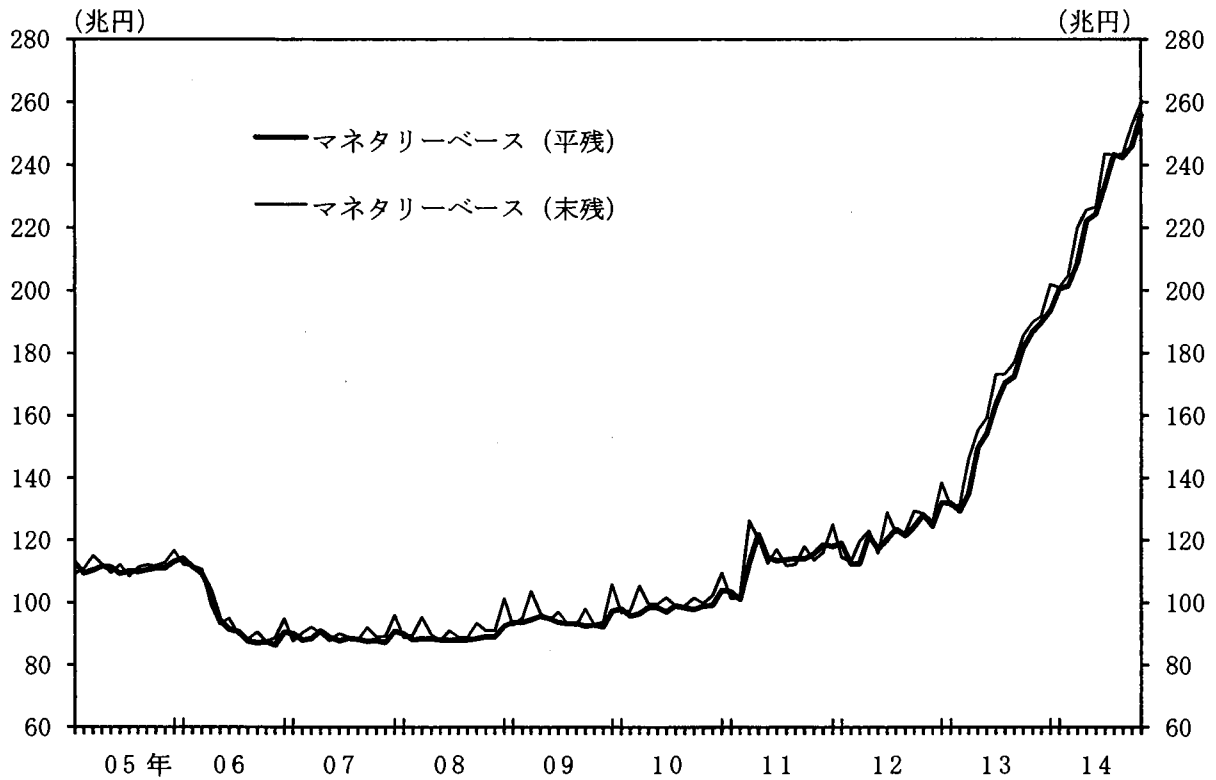


- (注) 1. (1) の消費動向調査の加重平均は、各回答選択肢につき、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率を予想していると仮定して計算。また、D.I. の定義は「上昇する」-「低下する」。なお、2013/4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。
2. (2) の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1,4,7,10月(ただし、2014/4月以前は4,10月)。ESPフォーキャストは6,12月。いずれも、調査時点が属する四半期にプロット。
3. (2) のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。(3) のQUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。
4. (3) のBEIは、固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。

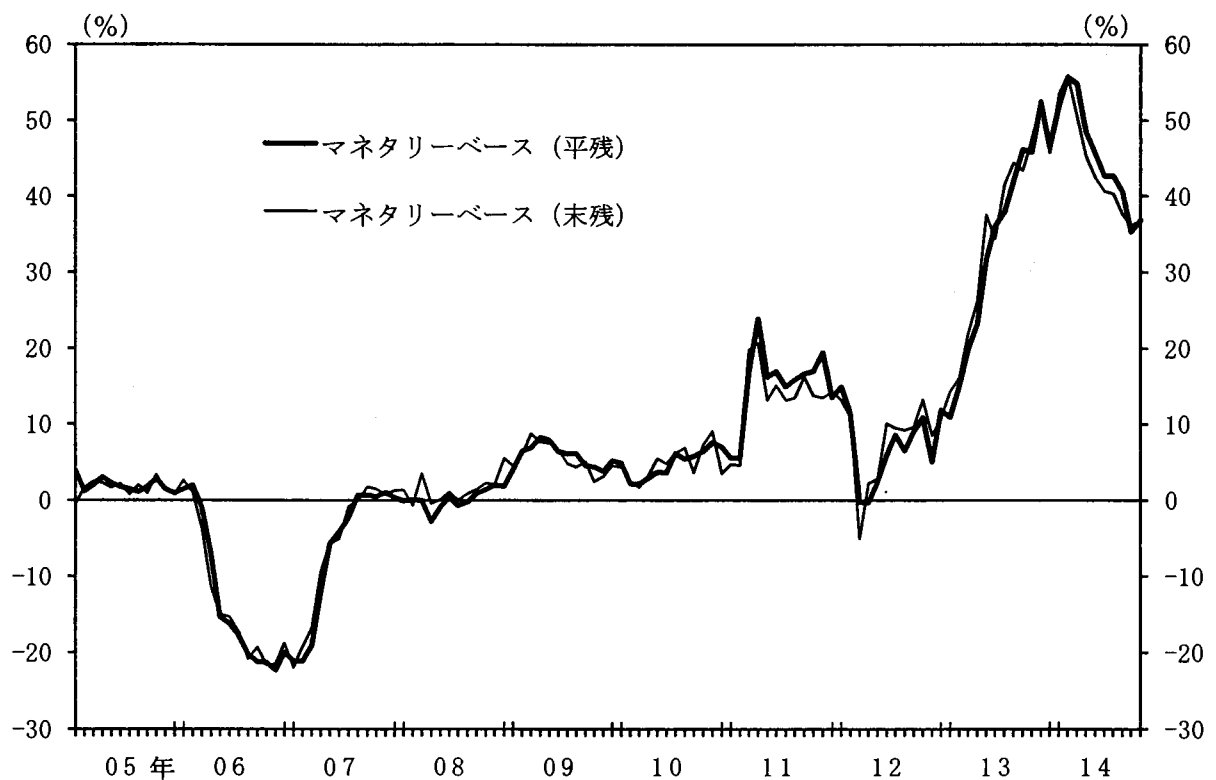
(資料) 内閣府「消費動向調査」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JCER「ESPフォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、Bloomberg

# マネタリーベース

## (1) 水準



## (2) 前年比

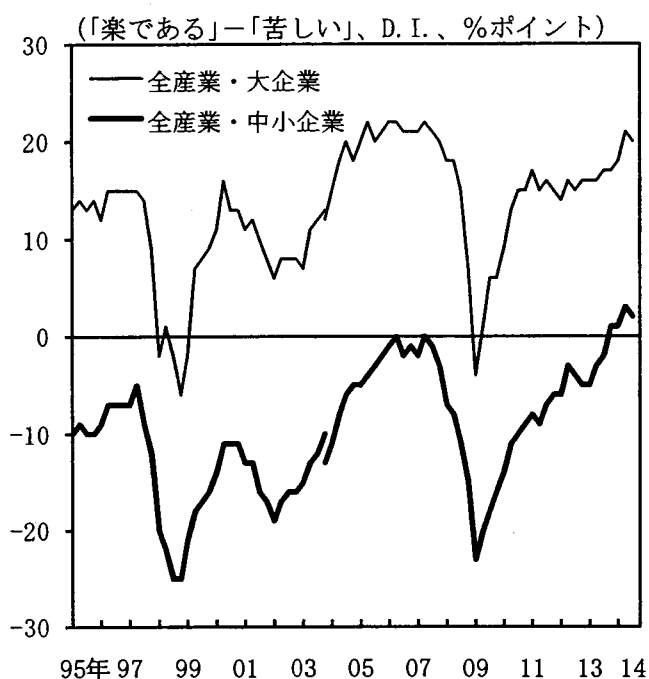


(資料) 日本銀行

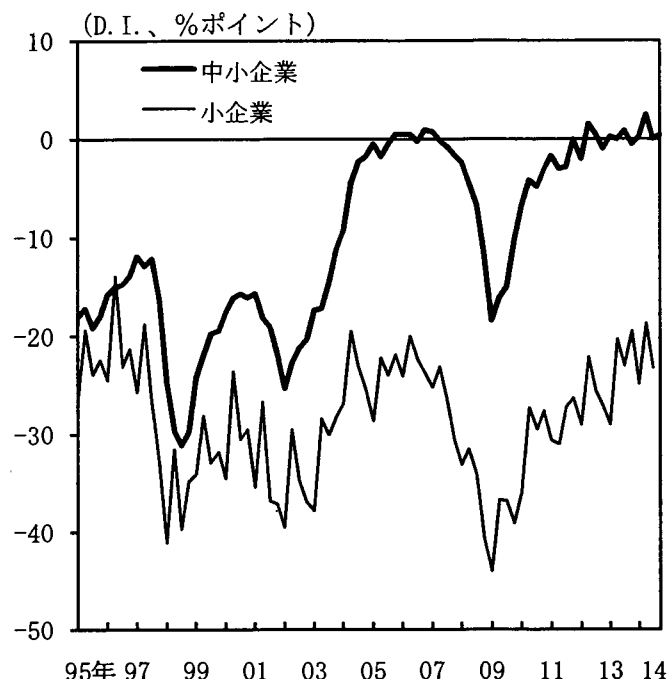
# 企業金融

## (1) 資金繰り

＜短観＞



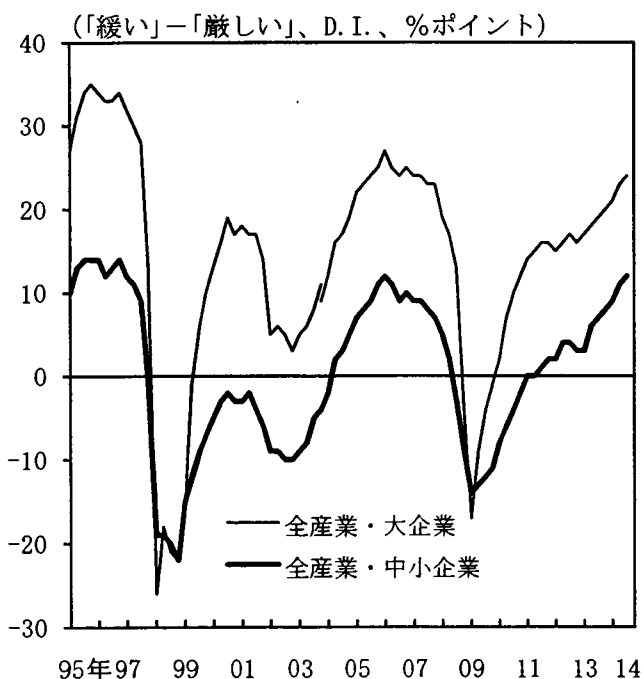
＜日本公庫調査＞



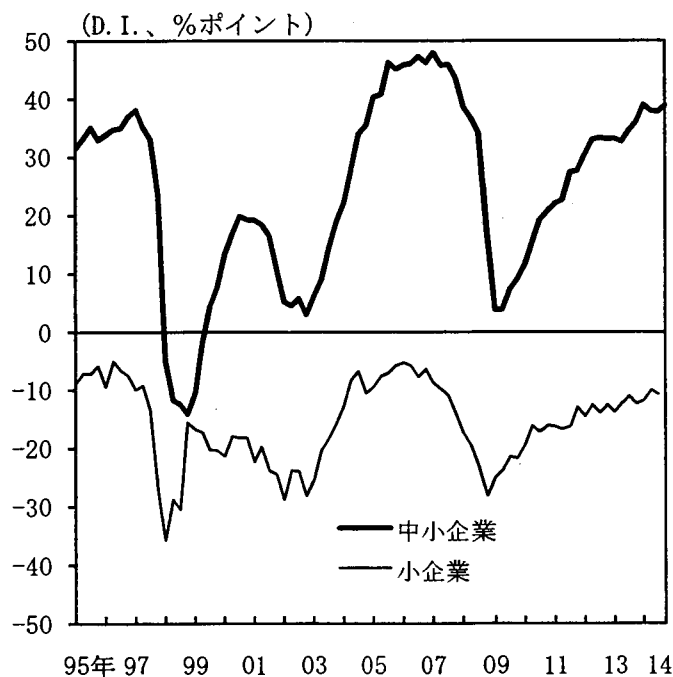
- (注) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から (下の(2)も同じ)。  
 2. D. I. の定義は、日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業は「好転」-「悪化」。  
 3. 日本公庫の中小企業の計数は四半期平均値、2014/4Qは10月の値 (下の(2)も同じ)。

## (2) 企業からみた金融機関の貸出態度

＜短観＞



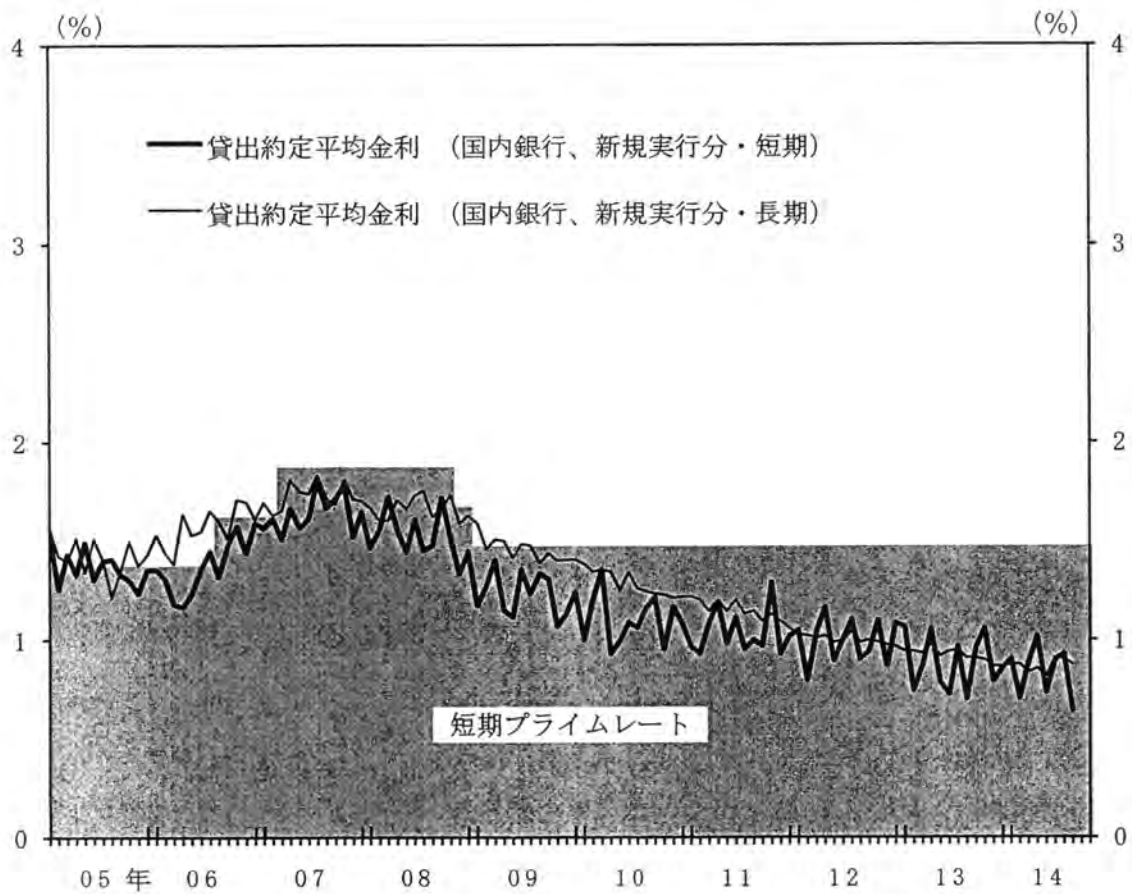
＜日本公庫調査＞



- (注) D. I. の定義は、日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果 (小企業編)」

## 貸出金利

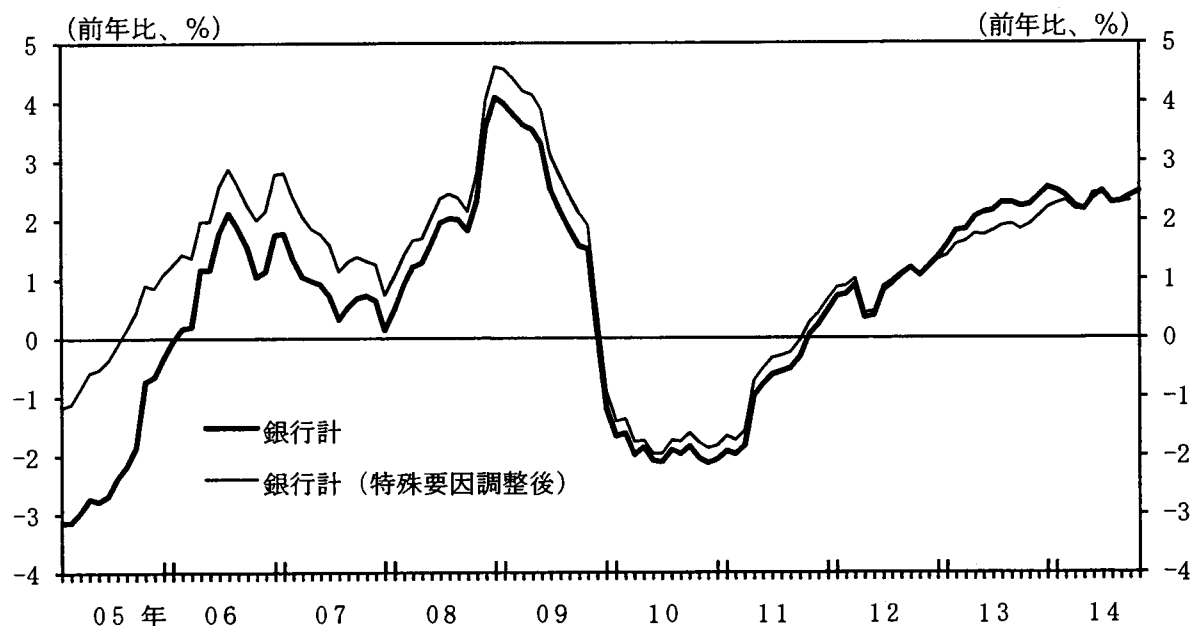


(注) 短期プライムレートは月末時点。

(資料) 日本銀行

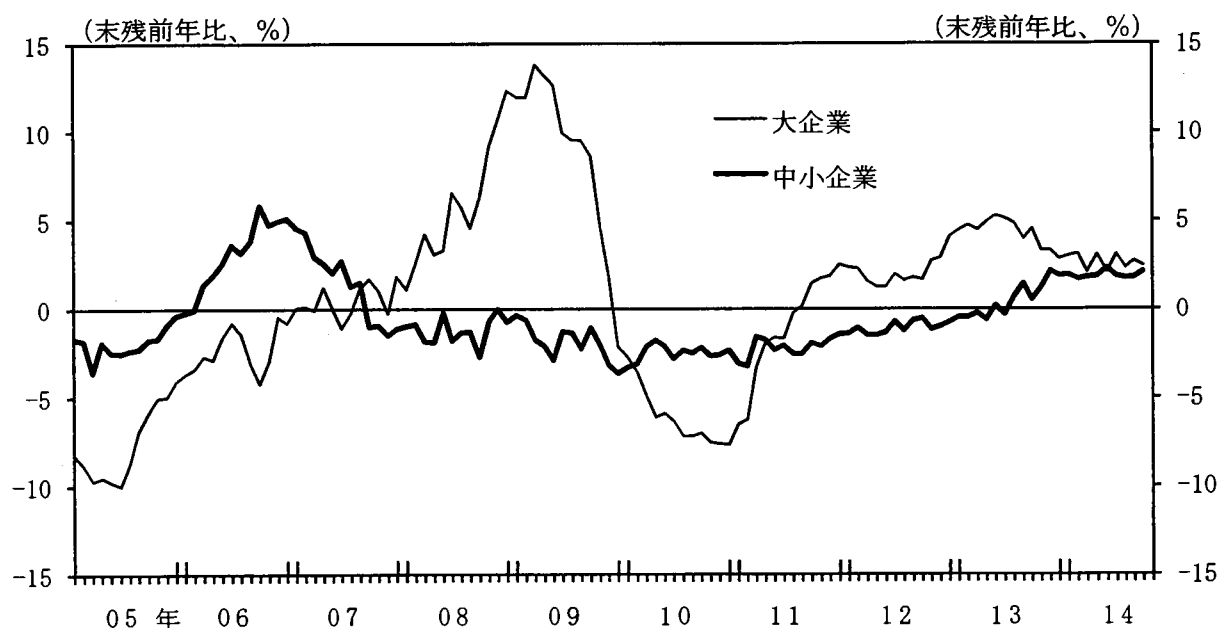
## 金融機関貸出

### (1) 民間銀行貸出



- (注) 1. 総貸出平残ベース。  
 2. 銀行計は、都銀等、地方銀行、地方銀行Ⅱの合計。  
 3. 特殊要因調整後計数は、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持ってみる必要がある。

### (2) 企業向け貸出の内訳

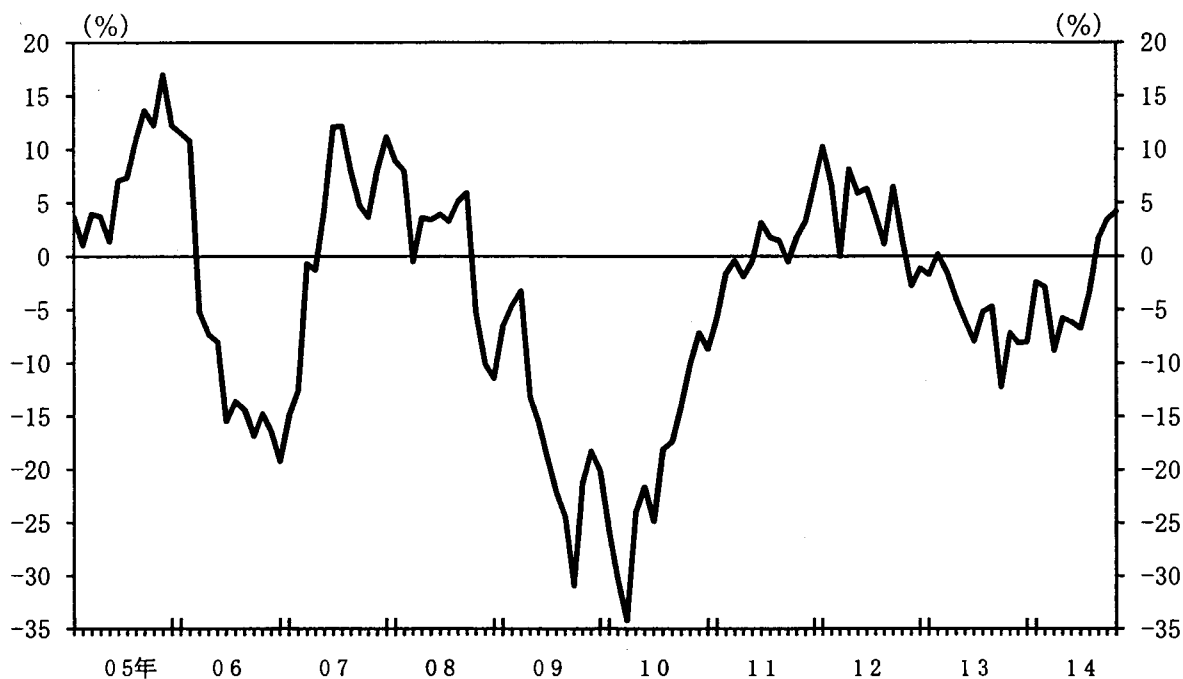


- (注) 1. 計数は国内銀行ベース。  
 2. 中小企業は、資本金3億円（卸売業は1億円、小売業、飲食業、物品賃貸業等は500万円）以下、または常用従業員300人（卸売業、物品賃貸業等は100人、小売業、飲食業は50人）以下の企業。大企業は、法人（含む金融）全体から中小企業を除いたもの。



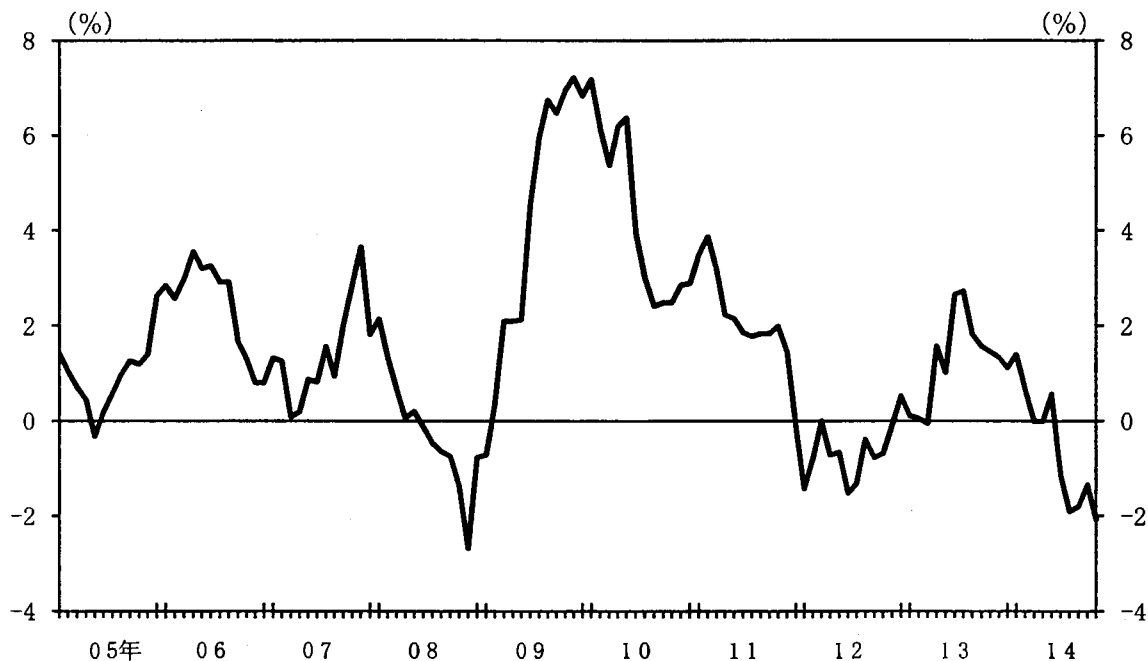
## 資本市場調達

### (1) CP発行残高(末残前年比)



(注) 短期社債(電子CP)の残高前年比。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高前年比。

### (2) 社債発行残高(末残前年比)



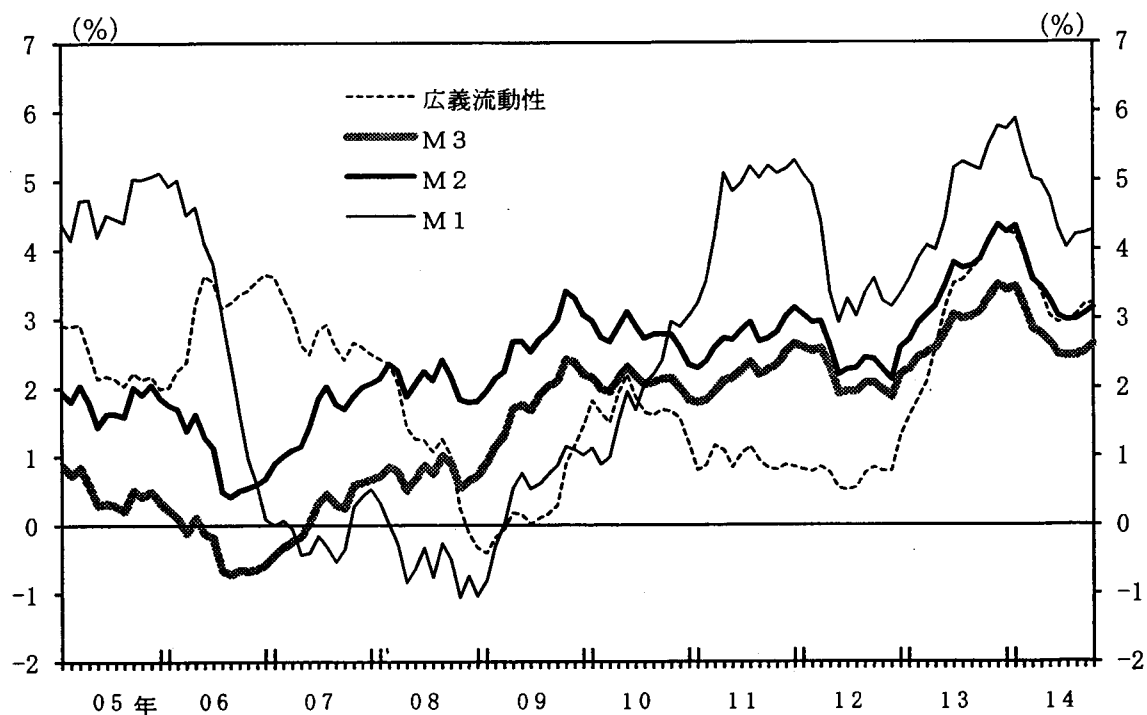
(注) 社債発行残高の前年比は以下の前提のもとで計算している。

- ①国内、海外で発行された普通社債の合計値。
- ②銀行発行分を含む。
- ③国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

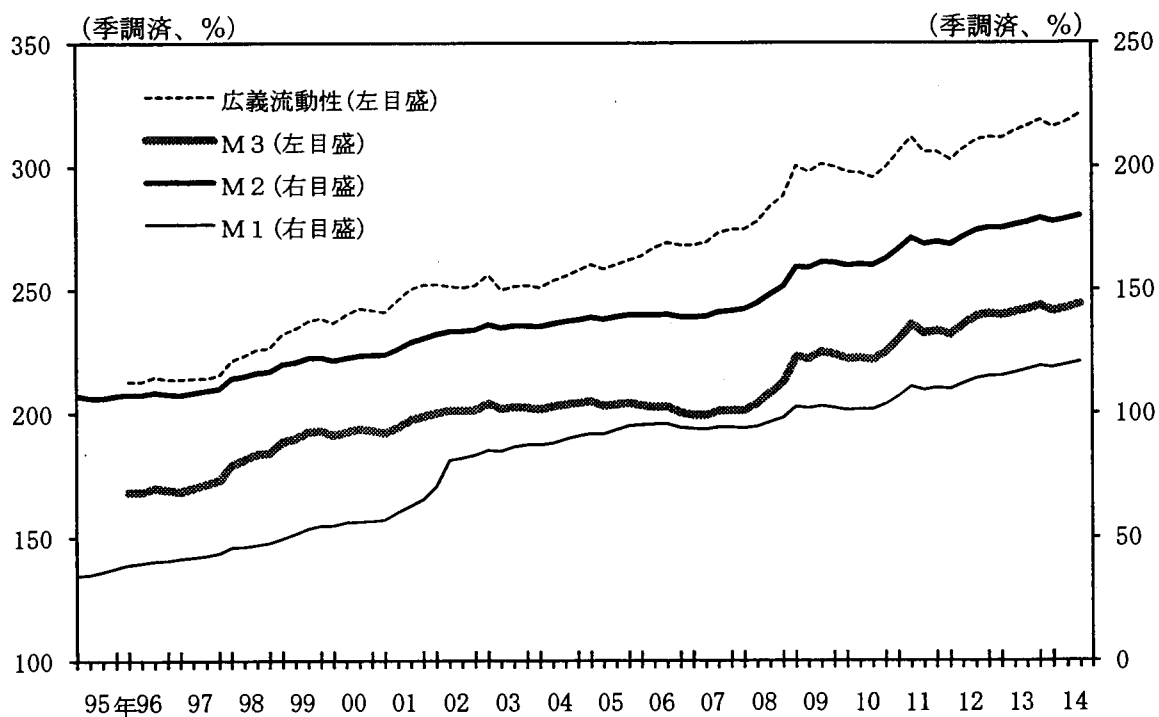
(資料) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区別残高状況」、「一般債振替制度・債券種別発行償還状況」、日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」

## マネーストック

(1) 前年比



(2) 対名目GDP比率

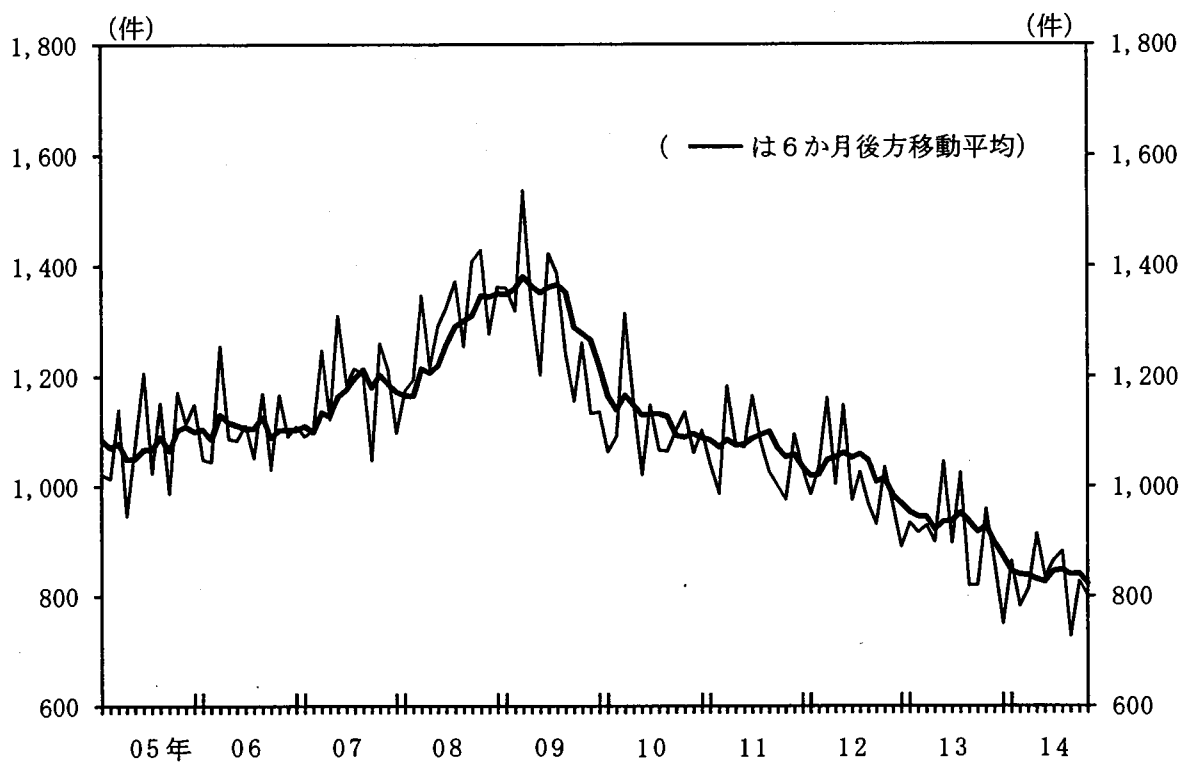


- (注) 1. M1 (現金通貨+預金通貨)、M3 (現金通貨+預金通貨+準通貨+CD) の対象金融機関は、M2 (現金通貨+預金通貨+準通貨+CD) の対象金融機関のほかに、ゆうちょ銀行等を含む。  
 2. (2)の2003/3月以前のM1、M2、M3、広義流動性は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」、「広義流動性-債券現先・現金担保付債券貸借」による計数。これらの季調値を段差修正したうえで、マネーストック統計に接続。  
 3. 2014/3Qの名目GDPは2014/2Qから横這いと仮定。

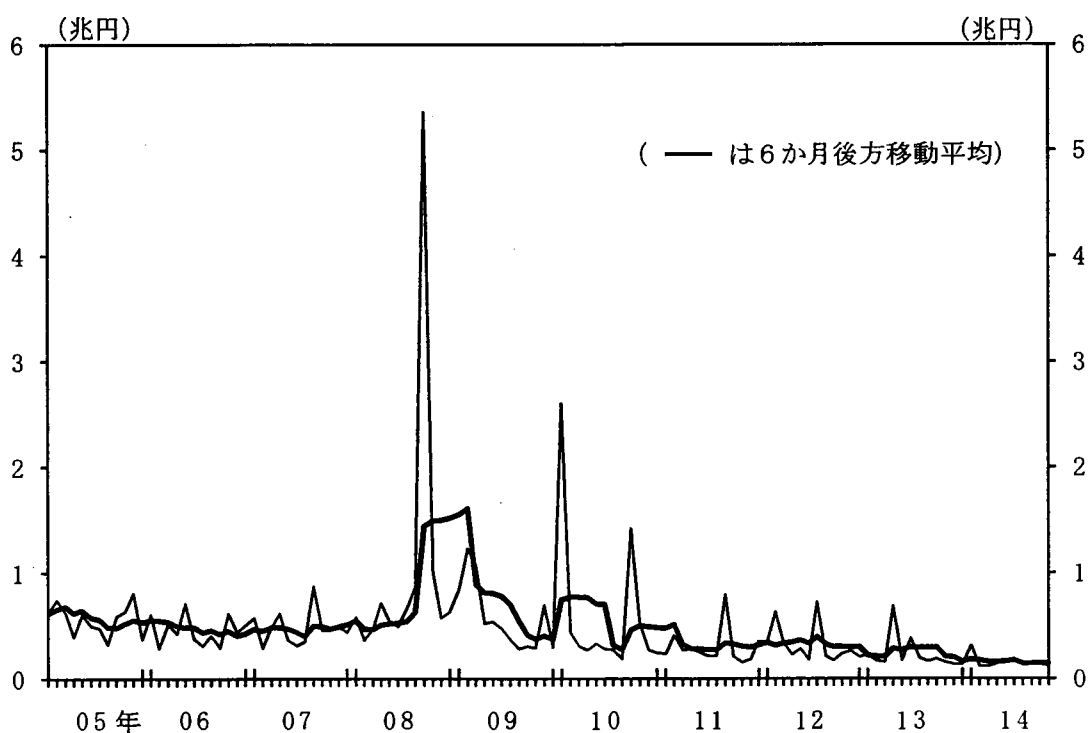
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

# 企業倒産

(1) 倒産件数



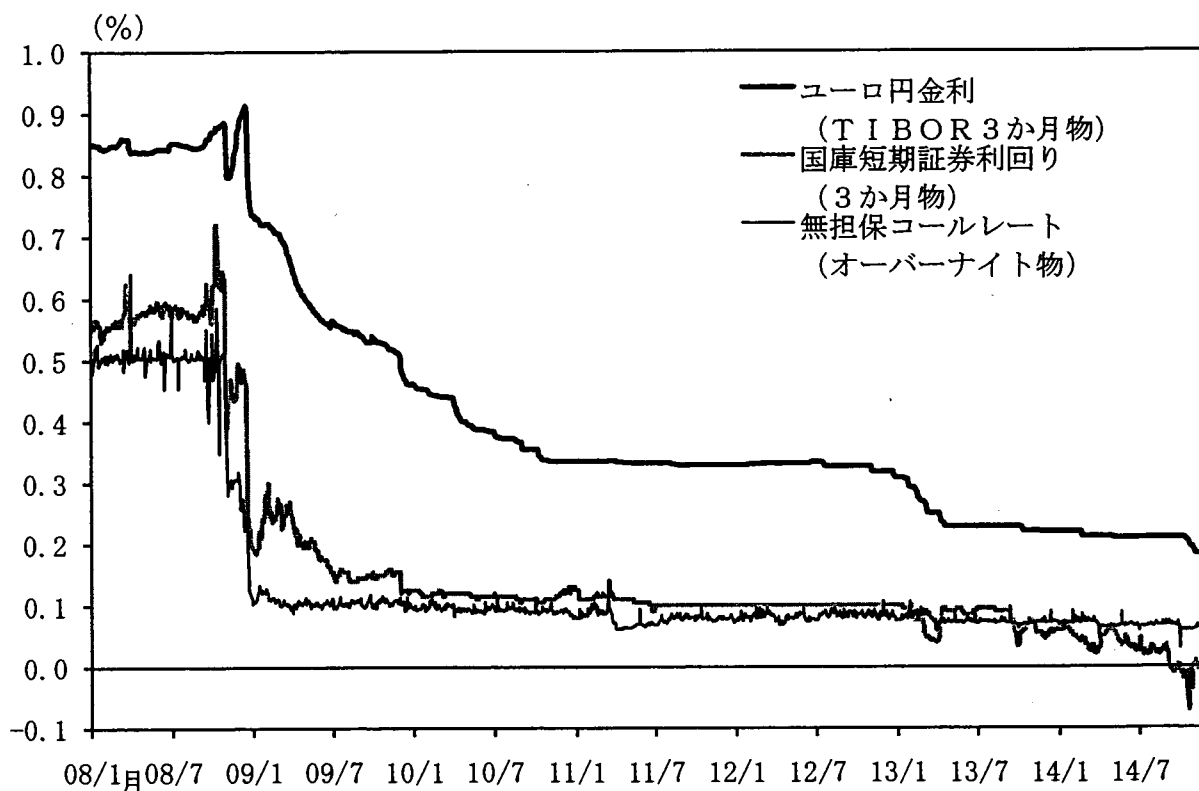
(2) 負債総額



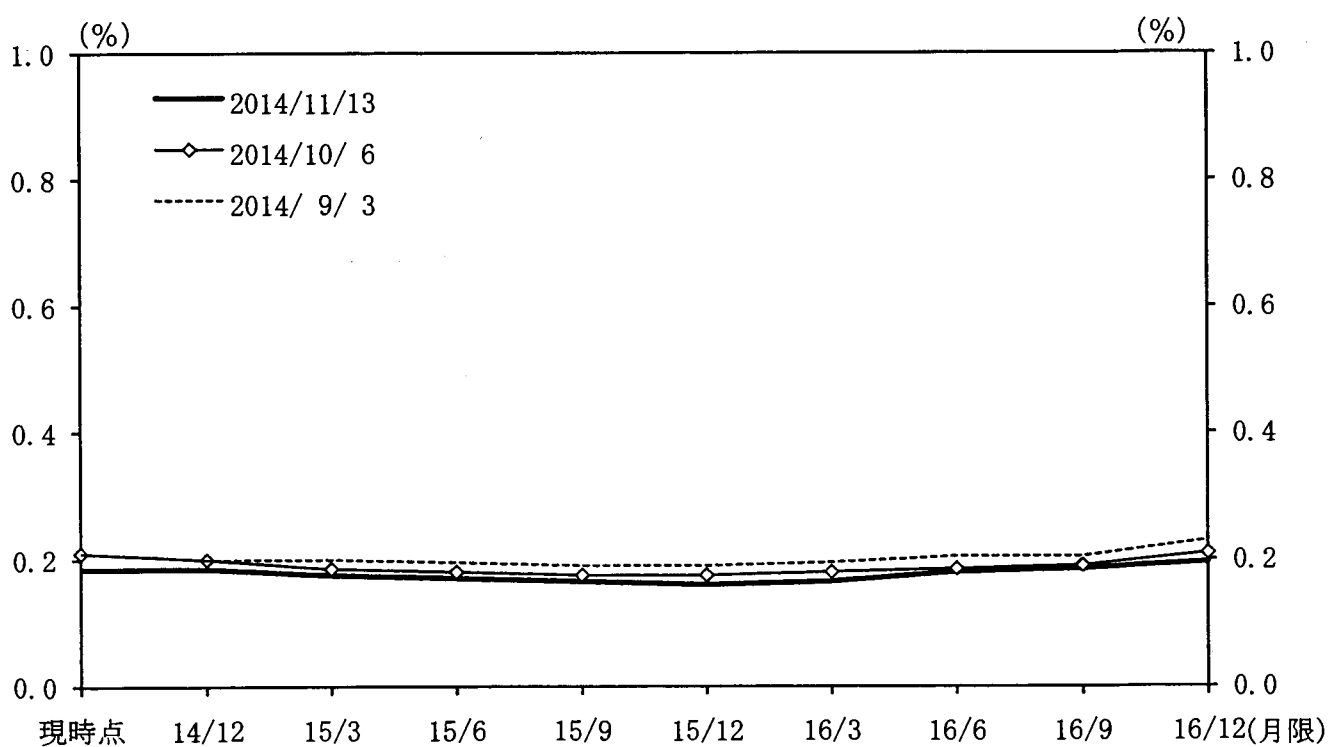
(資料) 東京商工リサーチ「倒産月報」

## 短期金利

(1) 短期金利



(2) ユーロ円金利先物 (3か月)

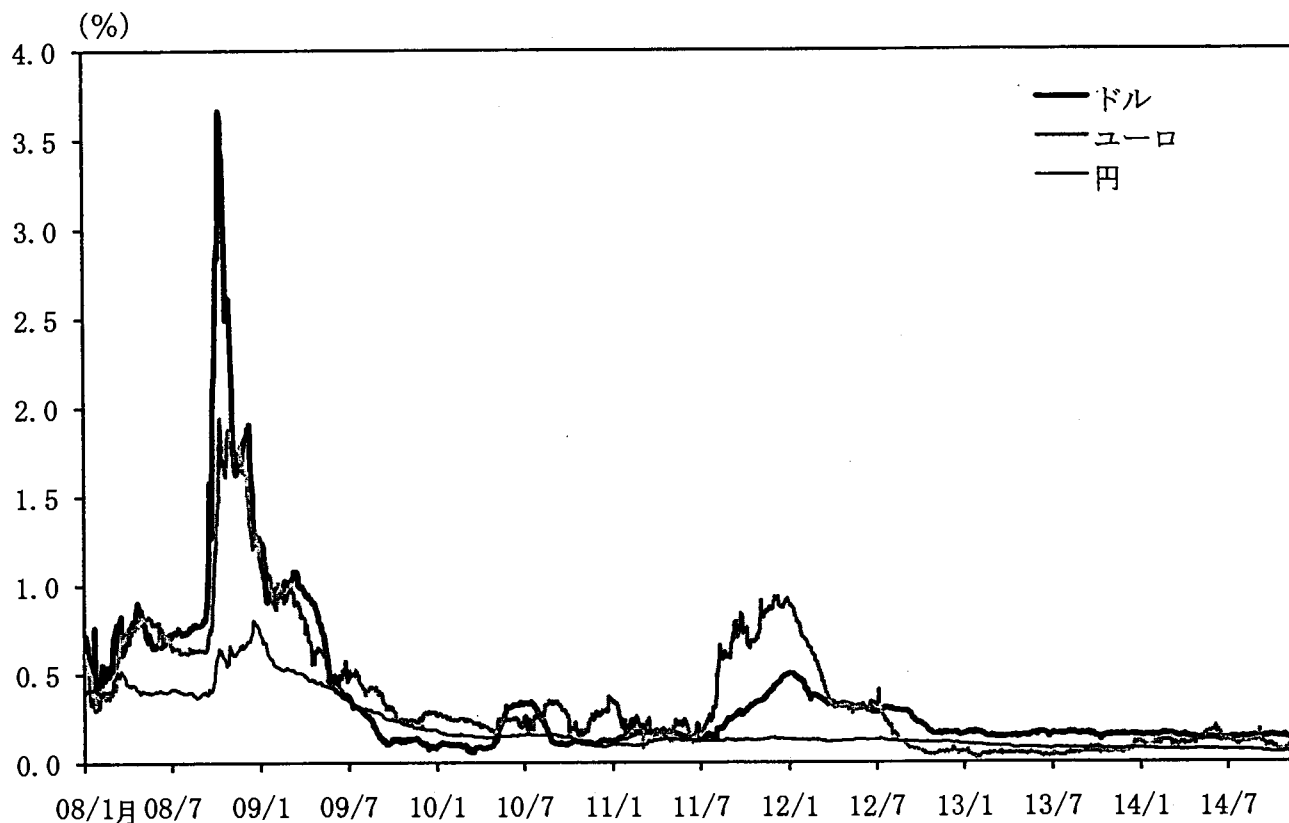


(注) 2009年2月の統合発行以前の国庫短期証券利回りは政府短期証券利回り。

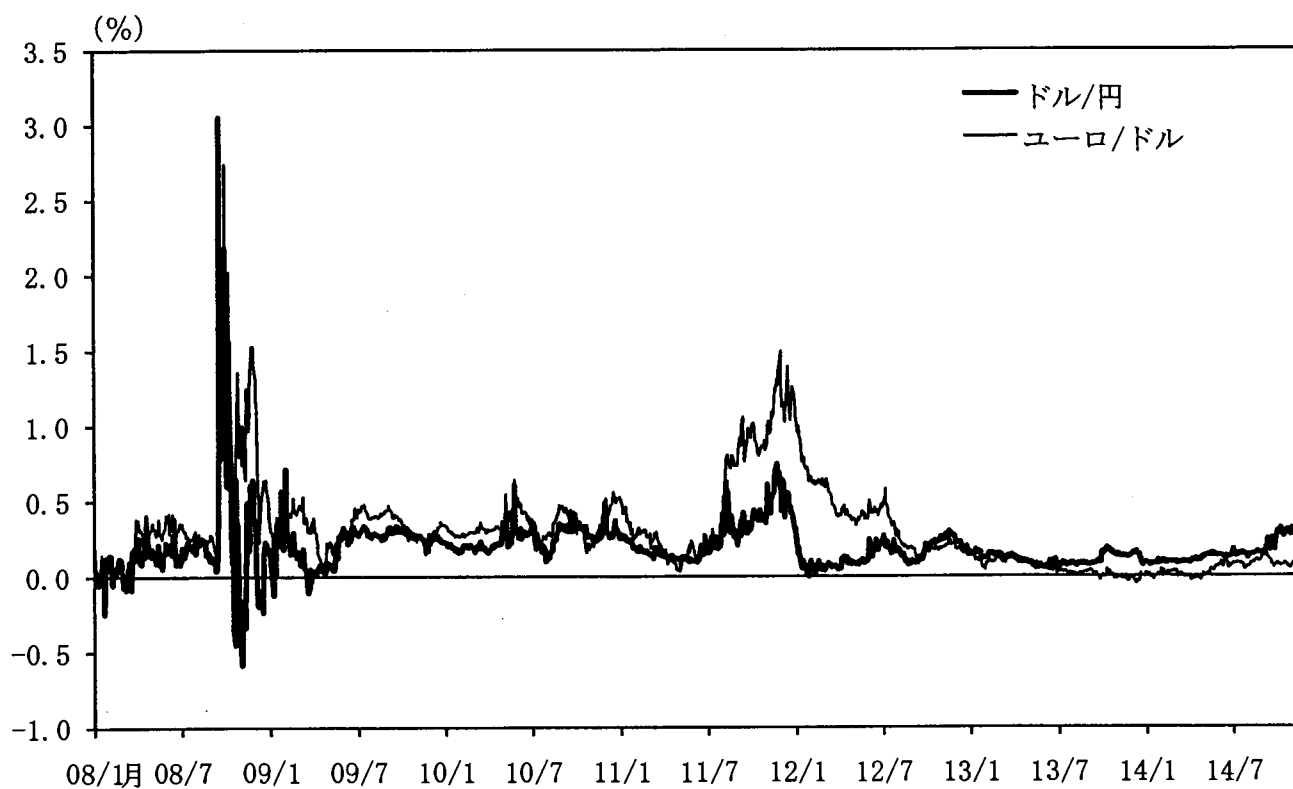
(資料) 全国銀行協会、全銀協TIBOR運営機関、日本相互証券、東京金融取引所、日本銀行

## 主要通貨の短期金融市場

(1) LIBOR-OISスプレッド (3か月物)

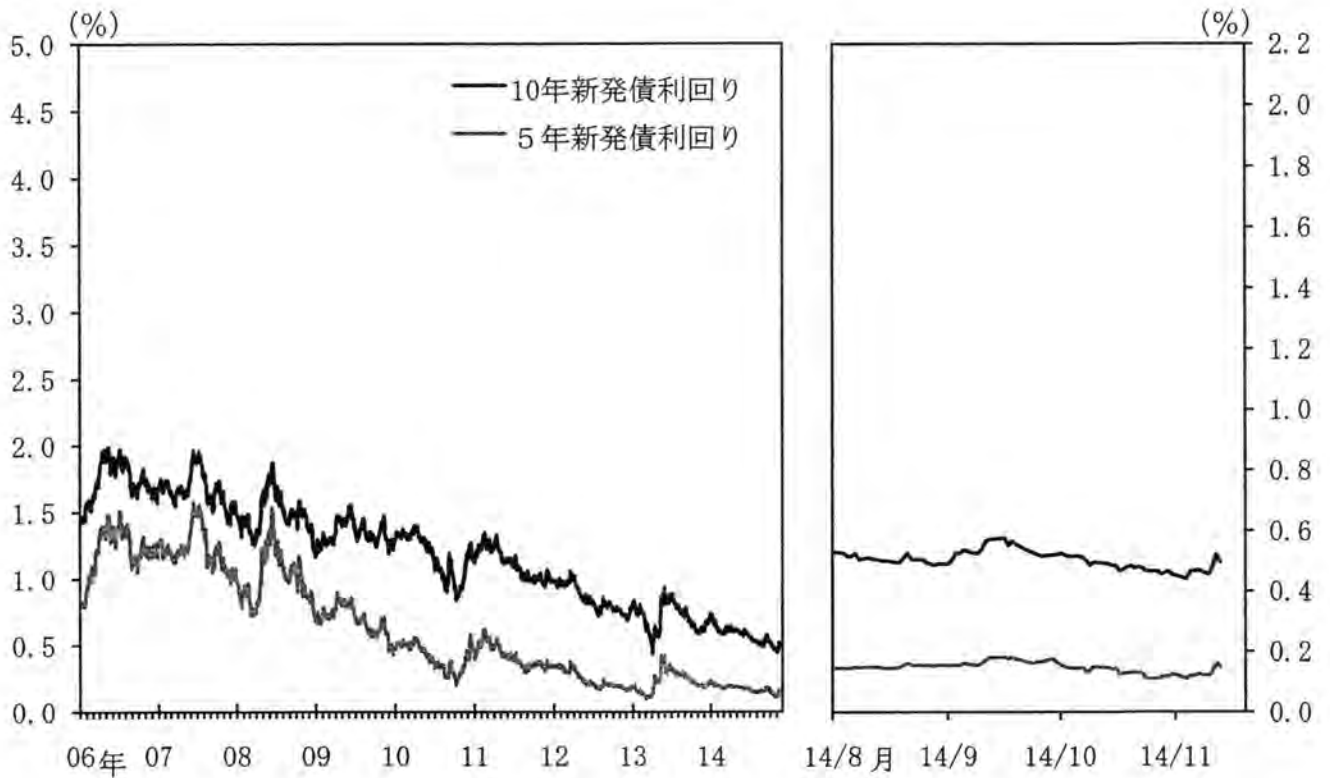


(2) ドル転コストードルLIBORスプレッド (3か月物)

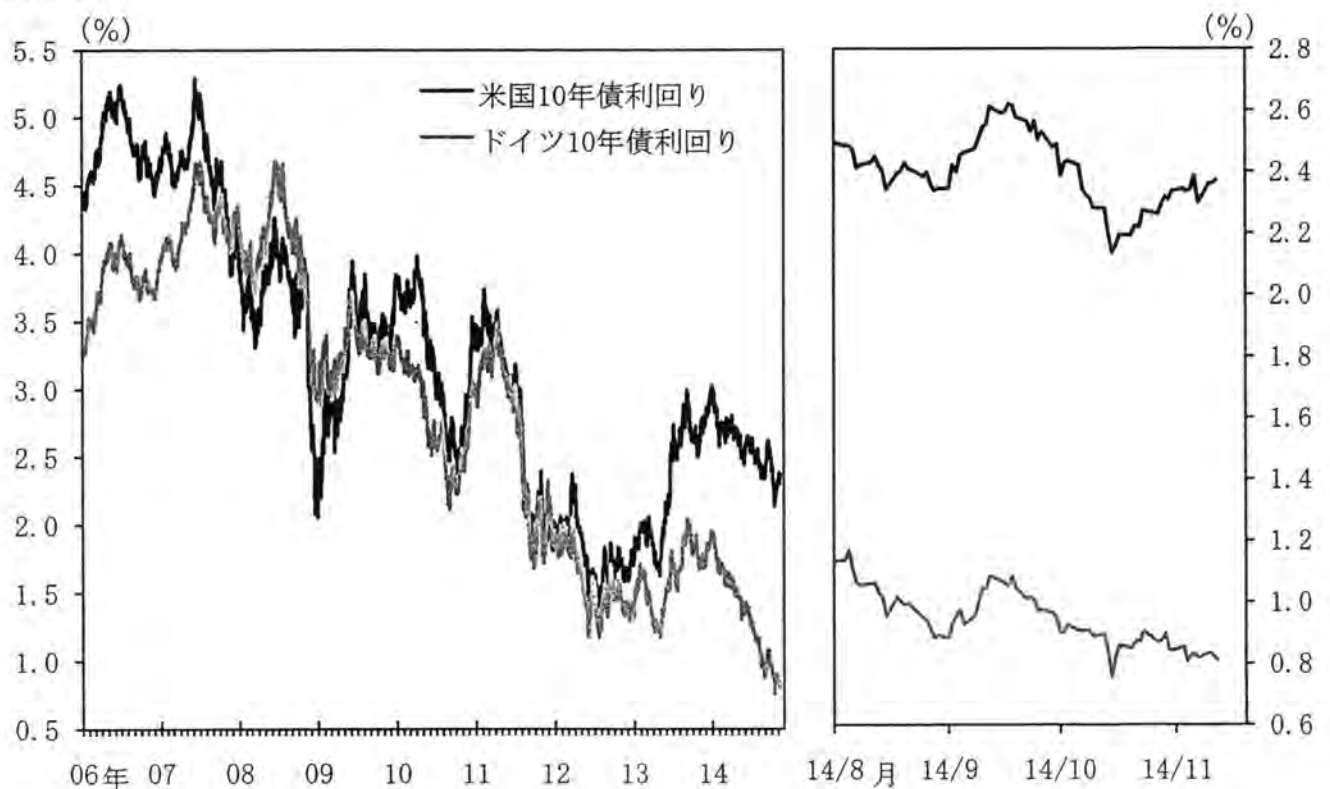


# 長期金利

## (1) 国内



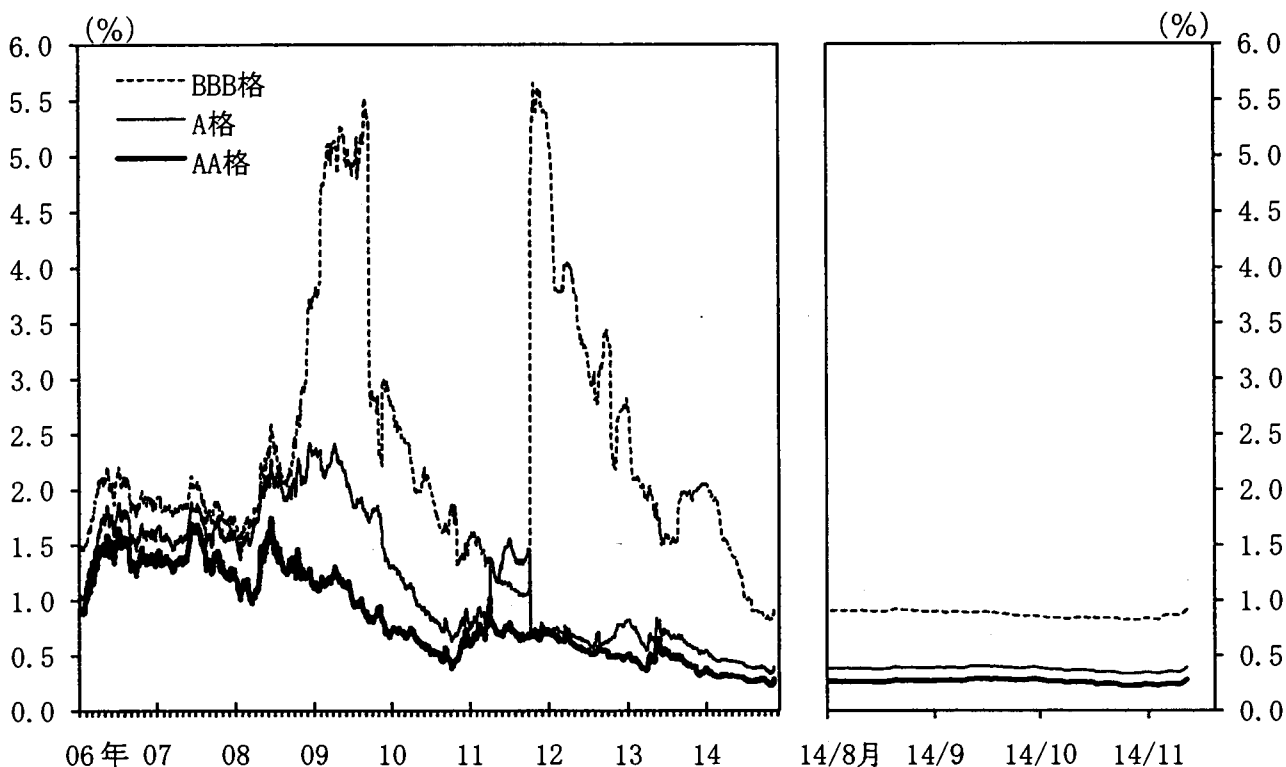
## (2) 海外



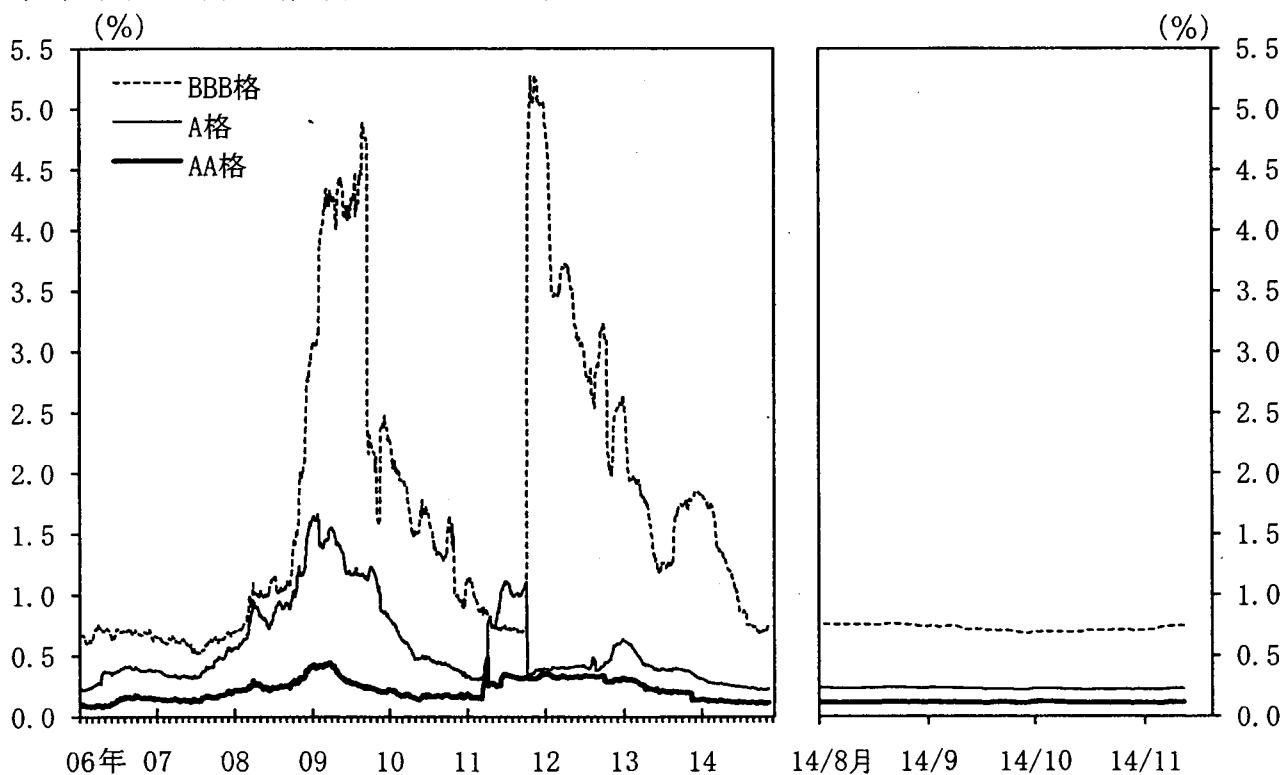
(資料) 日本相互証券、Bloomberg

# 社債流通利回り

(1) 社債流通利回り



(2) 利回り格差 (社債流通利回り - 国債流通利回り)



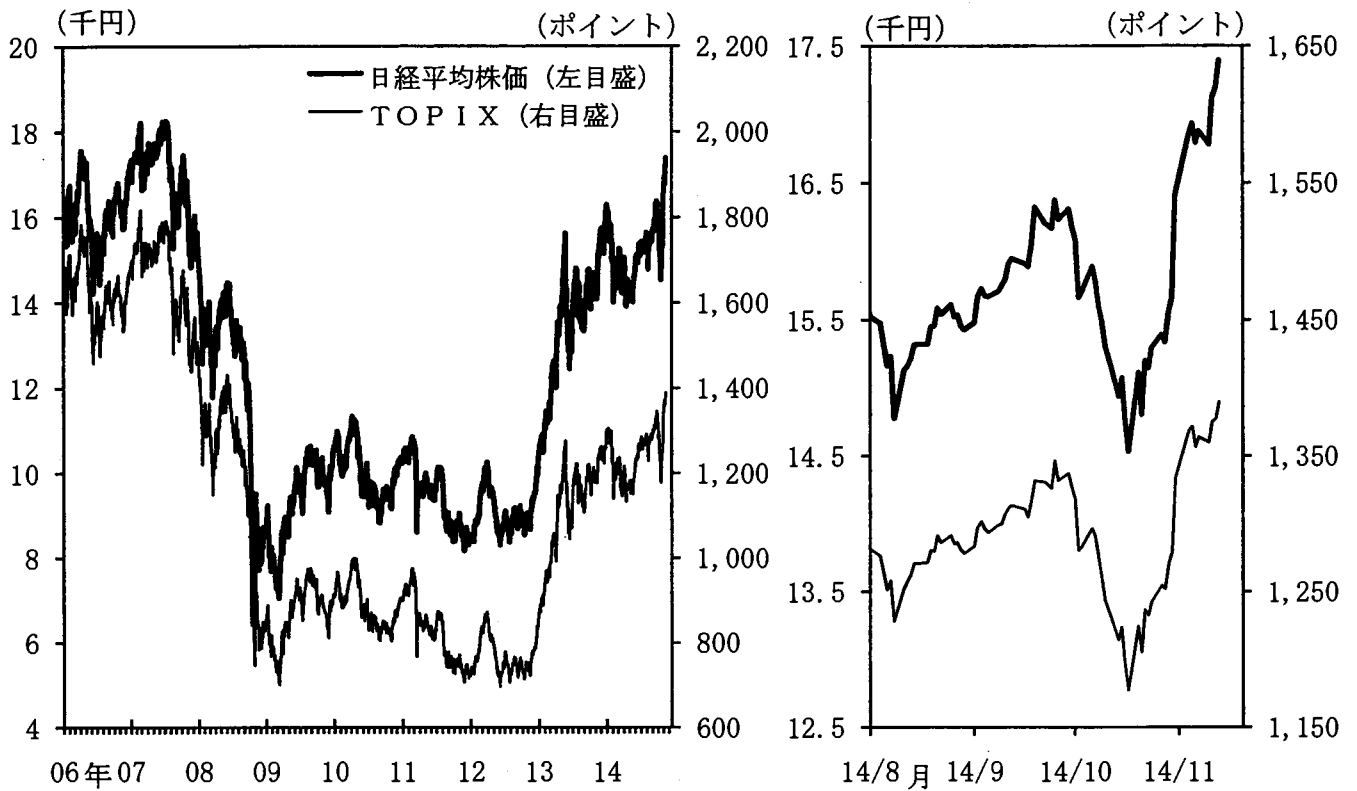
(注) 1. 社債、国債とも残存年数は5年。ただし、社債は、残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。

2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付けは格付投資情報センターによる。

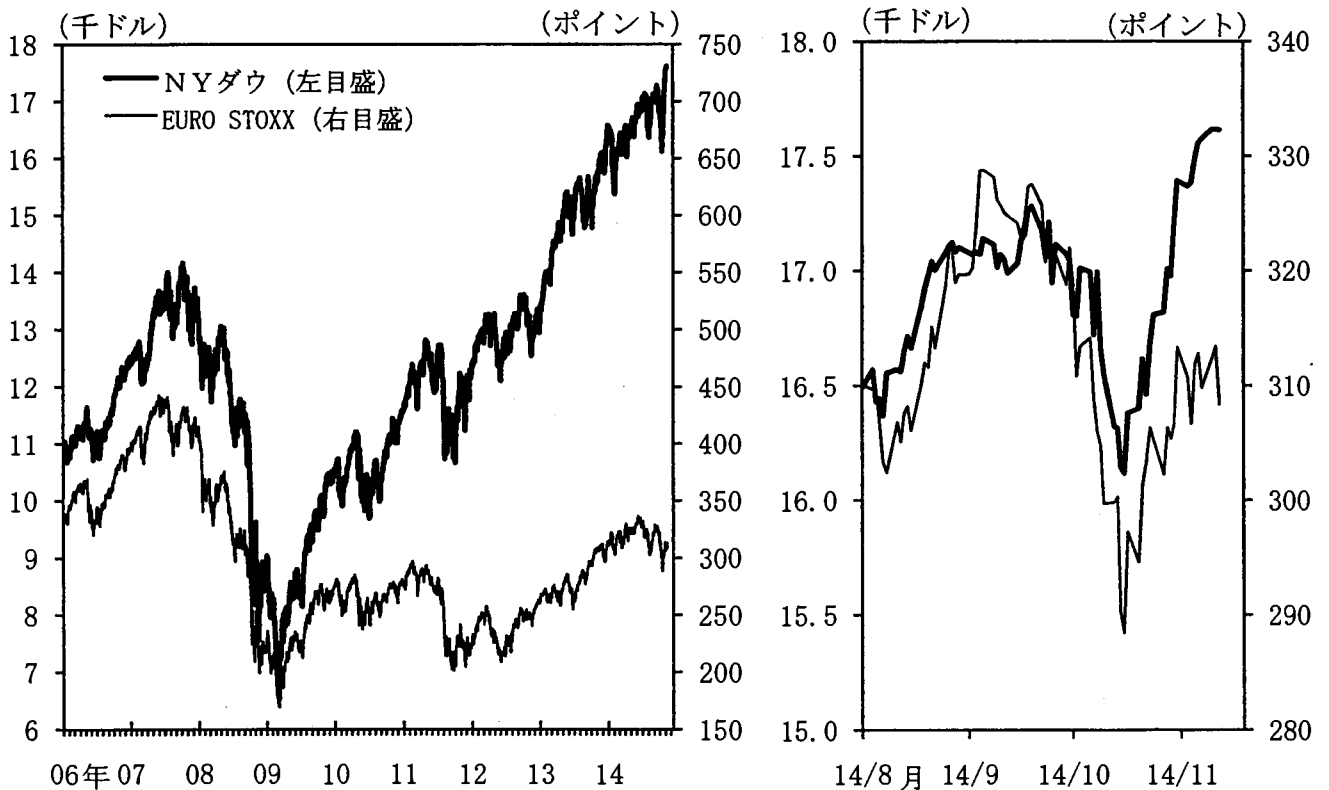
(資料) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」

# 株 価

## (1) 国内



## (2) 海外

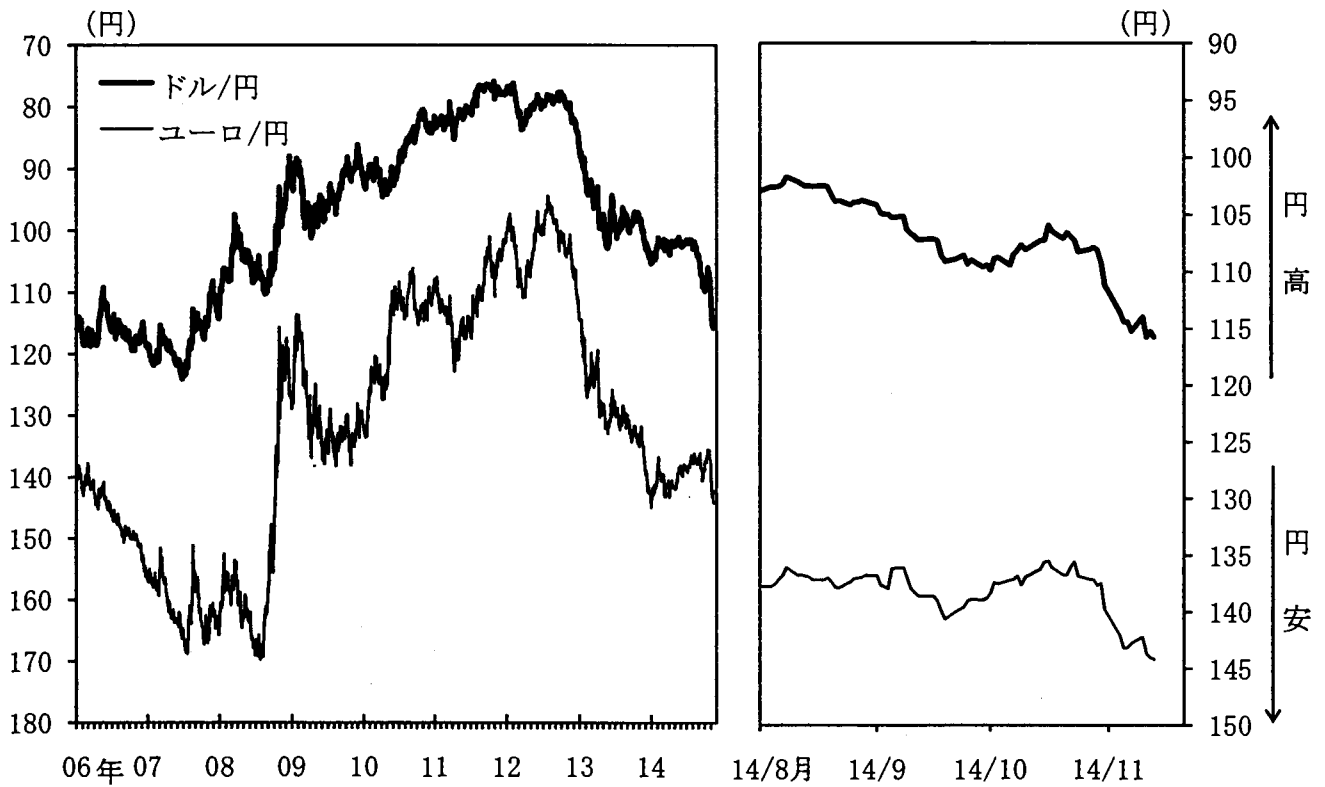


(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、東京証券取引所、Bloomberg

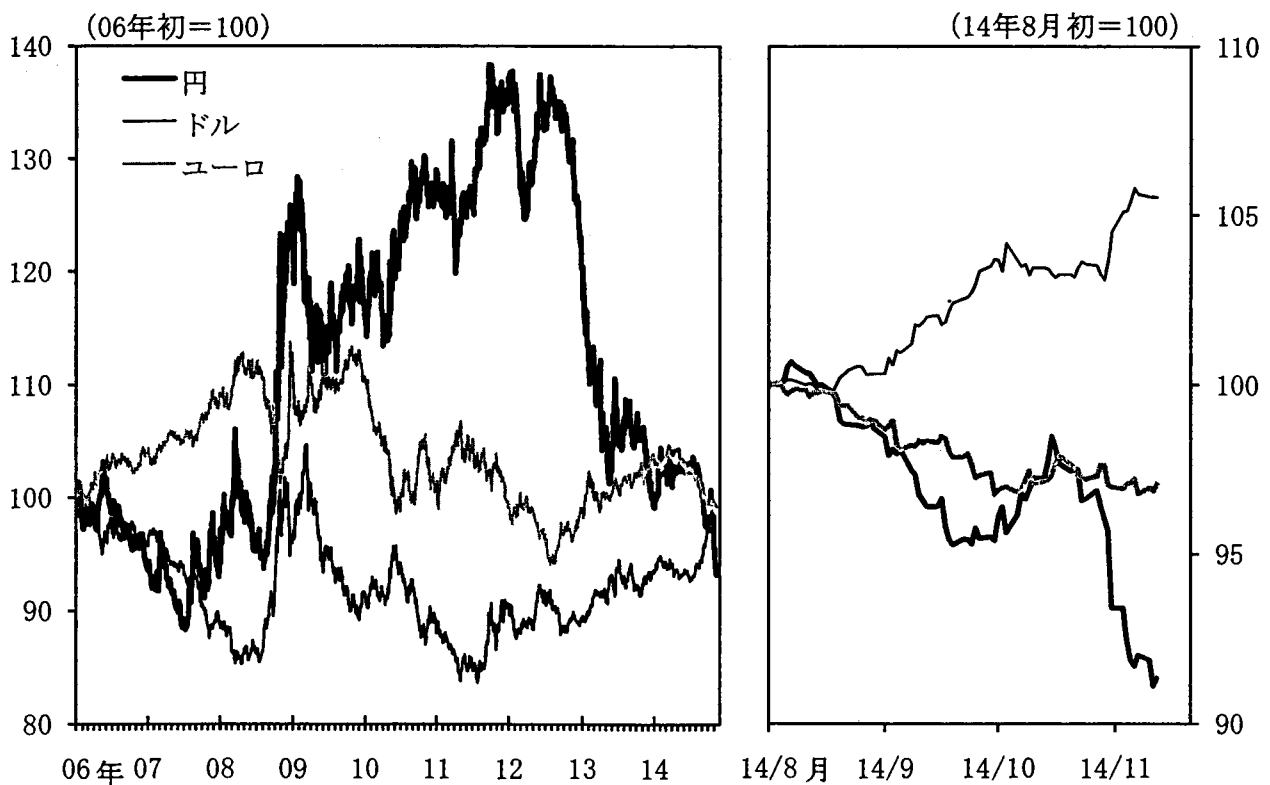


# 為替レート

## (1) 主要通貨



## (2) 名目実効為替レート



(資料) 日本銀行、欧州中央銀行、Thomson Reuters Datastream

要注意

公表時間

11月25日 (火) 8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保存期間満了日：2044年12月31日>

2014.11.25

日本銀行

(案)

---

政策委員会  
金融政策決定会合  
議事要旨

(2014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、2014年11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10月31日(9:00～13:39)

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	宮下一郎	財務副大臣
内閣府	前川 守	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	門間一夫
理事	桑原茂裕
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	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
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	加藤 涼

# 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6、7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251～260兆円台で推移した。

## 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）、GCレポレートとも、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、本行の買入れオペが高水準となるもとで、投資家が年末のデュレーション調整を目的とした短期国債の購入を前倒しで行ったことなどを受けて、マイナス幅がやや拡大した。

長期金利（10年債利回り）をみると、米欧の経済指標の予想比下振れなどを受けたリスクオフの流れのなかで、0.4%台半ばまで低下したが、海外金利と比べると低下幅は限定的なものとなった。株価（日経平均株価）は、海外株価が下落するなかで、為替相場が円高ドル安方向の動きとなったことも相まって、いったんは14千円台半ばまでやや大きく下落した。その後は、堅調な米国企業決算などを背景に海外株価が持ち直すなかで本邦株価も値を戻し、最近では15千円台後半で推移している。REIT価格は、本邦株価下落等を受けて、幾分下落したが、その後値を戻し、最近では前回会合時点と概ね同じ水準となっている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、リスクオフの流れのなかで、日米金利差が縮小したことなどを受け、いったんは105円台まで円高ドル安方向に進んだが、その後は、リスクオフの流れがやや一服したことで、円安ドル高方向の動きとなり、期間を通じてみれば横ばい圏内の動きとなった。この間、ユーロの対ドル相場は、概ね横ばい圏内の動きとなった。

## 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。

---

<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。」

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、堅調な雇用増加が続いているもとの、引き続き堅調に推移している。住宅投資は、緩やかな持ち直し基調が続いている。輸出は、増加が続いている。こうした内外需の増加を背景に、生産活動も、しっかりとした増加基調が続いている。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。個人消費は、緩やかな回復基調を続けている。設備投資は、ドイツを中心に持ち直しに向けた動きが続いている。他方、輸出は、このところ伸び悩んでいる。こうした需要の鈍化やマインドの慎重化を背景に、生産活動の回復ペースが鈍化している。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。

アジア経済をみると、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が、外需の改善や景気下支え策もあって、安定成長を続けている。輸出は、欧米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、不動産投資の伸びが鈍化しており、全体としては緩やかな増勢鈍化が続いている。生産は、このところ伸びを僅かに鈍化させている。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を背景にやや上向いている。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。

新興国の物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、フィリピン、マレーシア、インドネシアでは、このところ低下している。韓国、台湾、タイでは基調として低水準で推移している。一方、ブラジル、ロシアでは、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、不安定な動きが一時強まり、足もとの持ち直しの動きの中でもユーロ圏や新興国のリスク性資産の買い戻しは緩慢で、神経質な地合いが残っている。国際商品市況をみると、原油は需要・供給双方の要因から、下落基調が続いている。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

輸出は、振れを均せば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。先行きについても、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。この間、企業の業況感を月次でみると、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。機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、7～8月の4～6月対比は+3.8%と増加した。先行きの設備投資についても、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみられる。日本政策金融公庫による中小製造業設備投資動向調査（9月）で、中小製造業の2014年度の設備投資の修正計画をみると、4月の当初調査からはっきりと上方修正され、2013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で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、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている。小売業販売額（実質）をみると、4～6月は大幅な減少となったが、7～9月は前期比で+3.0%増加した。月次でも8月、9月と2か月連続で前月比増加となるなど、夏場の天候不順の影響剥落もあって、耐久財以外の分野を中心に駆け込み需要の反動減の影響は和らいできている。大型小売店の売上高（名目）をみても、夏場の天候不順の影響は8月下旬から9月にかけて減衰し、反動減の影響も耐久財以外の分野を中心に和らいできている。この間、耐久財についてみると、家電販売額（実質）については、4～6月に大きく減少したあと、7～9月は増加したが、前期の落ち込み幅と比べると小幅にとどまった。旅行などのサービス消費は、基調としては底堅い動きを続けている。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さらに和らいでいくとみられる。

住宅投資は、首都圏の新築マンション販売で弱めの動きが続いているなど、駆け込み需要の反動減が続いている。先行きについては、当面、駆け込み需要の反動の影響が残るものの、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みられる。

鉱工業生産は、耐久消費財や建設財などにおける在庫調整の動きもあって、1～3月に高めの伸びとなったあと、その反動から4～6月にはっきりと減少し、7～9月の4～6月対比も引き続き減少した。先行きについては、駆け込み需要の反動の影響が次第に和らぐ中で、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みると、国内企業物価の3か月前比は、横ばい圏内の動きとなっている。9月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1.0%となった。先行きについて、国内企業物価は、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

## (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%程度の伸びとなっている。市場の指標などから算出される予想物価上昇率は、やや長い目でみれば上昇してきているが、夏場頃からは多くの指標で横ばいとなっている。



## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

国際金融資本市場について、委員は、一頃みられたリスク回避姿勢の強まりは幾分後退しているものの、依然神経質な地合いが残っているとの見方で一致した。国際商品市況について、大方の委員が、このところ原油価格が下落していることを指摘した。

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、雇用の改善を背景に個人消費が堅調に推移する中、民間需要を中心とした緩やかな景気回復が続いているとの認識で一致した。委員は、先行きについても、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見方を共有した。

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で一致した。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、緩やかな回復が続けるとの見方を共有した。また、委員は、緩やかなデイスインフレ基調の継続に引き続き留意が必要であるとの認識で一致した。

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、堅調な輸出や景気下支え策もあって、安定成長を続け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、概ね安定した成長を続けるとの見方を共有した。この間、複数の委員は、最近の中国経済の成長の勢い鈍化が世界経済や国際商品市況に及ぼす影響について、注意が必要であると述べた。

新興国経済については、委員は、NIEsについては、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を背景にやや上向いているとの見方を共有した。一方、ASEANについては、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との認識で一致した。先行きについて、委員は、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。

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。

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、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みられているが、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しっかりと働いており、基調的には緩やかな回復が続いているとの見方で一致した。

輸出について、委員は、振れを均せば横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。設備投資について、委員は、企業収益の改善が続いていることなどを背景に緩やかに増加しているとの見方を共有した。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で、雇用者所得は緩やかに増加しているとの見方を共有した。個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に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、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできているとの認識で一致した。その一方で、多くの委員が、消費税率引き上げが個人消費を下押しする影響は、駆け込みの大きかった耐久財や住宅を中心に長引いているとの見方を示した。

鉱工業生産について、委員は、足もとの前月比はプラスとなった一方、自動車などの耐久消費財や建設財を中心とした在庫調整の動きはなお続いているとの見方で一致した。

物価面について、大方の委員は、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、このところ物価の下押し要因として働いていると指摘した。多くの委員は、原油価格の下落の影響などから、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、暫くの間、+1%前後で推移するとの見方を示した。多くの委員は、現状程度の原油価格を前提とした場合、前年比でみた物価上昇率への下押し圧力は、来年度前半

頃まで継続することとなるため、物価見通しは7月の中間評価と比べて下振れるとの見方を示した。このうち何人かの委員は、こうした物価面での下押し圧力が、予想物価上昇率に与えるマイナスの影響について懸念を表明した。現状の予想物価上昇率について、何人かの委員は、全体として上昇しているとの認識を示した。別の一人の委員は、やや長い目でみれば上昇傾向は続いているものの、消費税率引き上げの影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率など中長期の予想物価上昇率を示す指標は8月頃から横ばいないし低下していると指摘した。

### 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。

多くの委員は、原油価格の下落は長い目でみて日本経済にとってプラスであるものの、このところの大幅な下落は、消費税率引き上げの後の需要面での弱めの動きと合わせて、短期的には物価の下押し要因として働いていると指摘した。そのうえで、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクが大きいと述べた。これらの委員は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、このタイミングで追加的な金融緩和を行うべきであると述べた。このうち何人かの委員は、わが国では、長年にわたってデフレが続いたため、予想物価上昇率の形成は、実際の物価上昇率の動きに大きな影響を受ける傾向があり、ここで物価上昇の足踏みが長引けば、影響が懸念されると述べた。このうち一人の委員は、このことは、年末から来年にかけて、企業が事業計画を策定したり、賃金交渉を行う重要な時期であることを踏まえると、特に重要であると付け加えた。

また、何人かの委員は、日本銀行は、昨年4月に「量的・質的金融緩和」を導入した際、「2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期に」「物価安定の目標」を実現するとのコミットメントを行っているが、追加緩和を実施するに当たっては、デフレ脱却に向けた揺るぎない決意を示すために、こうした考え方にいささかも変わりがないことをしっかりと説明していく必要があると述べた。このうち一人の委員は、日本銀行は、これまで、何らかのリスク要因によって見通しに変化が生じ、2%の「物価安定の目標」を実現するために必要であれば、躊躇なく調整を行うとの方針を繰り返し述べており、ここで政策対応を

行わなければ、そうしたコミットメントを反故にするものであると理解され、日本銀行に対する信認が大きく損なわれる可能性もあると述べた。この間、別の一人の委員は、今回、追加的な金融緩和を実施することによって、2015年度下期には、2%の「物価安定の目標」の安定的な達成が十分視野に入ると考えられ、そうであれば、その時期には、出口戦略の議論を開始できる状況になる可能性もあると述べた。また、一人の委員は、今回提案された追加緩和措置は、景気の前向きな循環メカニズムが維持される中で、回復を後押しするものであり、企業収益や雇用・賃金などに対してこれまで以上にしっかりとした効果を発揮していくことが期待できると付け加えた。

この間、複数の委員は、もともと「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」を安定的に持続するために必要な時点まで継続するものであり、オープンエンドの措置であることをしっかりと説明していくべきであると述べた。

具体的な追加緩和の内容について、何人かの委員は、今回の措置が人々のマインドに働きかけるものであることを踏まえると、戦力の逐次投入と受け取られないよう、リスク量や副作用も勘案のうえ、可能な限り大きな規模を目指すべきであると述べた。そのうえで、複数の委員は、①マネタリーベースの増加ペースを年間約60～70兆円から約80兆円に拡大するとともに、②長期国債の買入れ額についても、年間約50兆円から約80兆円に拡大することが望ましいと述べた。このうち一人の委員は、このところ短中期金利が大きく低下する一方で、やや長めのゾーンは相対的に高めであることを指摘したうえで、イールドカーブ全体の金利低下を促すという「量的・質的金融緩和」の基本的な狙いを実現するためには、短期国債買入れとのバランスや、長期国債の買入れ平均残存期間などもあわせて検討すべきであると付け加えた。この点に関し、何人かの委員は、資産買入れ方針は、金融市場調節部署が金融市場の動向を踏まえてある程度柔軟に対応できるようにする必要があると述べた。また、複数の委員は、ETFおよびJ-R E I Tといったリスク性資産の買入れについても、思い切って増加すべきであると述べた。この間、委員の質問に対応して、執行部からは、オペレーション面の対応可能性やリスク量などについて補足説明を行った。

一方、何人かの委員は、現時点で追加的な金融緩和を行うことに慎重な見方を示した。これらの委員は、先行きの物価見通しに対するリスクが大きくなっているとの見方は共有しつつも、経済・物価の基本的な前向きのメカニズムは維持されており、現行の金融市場調節方

針・資産買入れ方針を継続することが適当であると述べた。また、何人かの委員は、追加的な金融緩和による効果は、それに伴うコストや副作用に見合わないとして述べた。追加緩和の効果について、何人かの委員は、追加緩和によって金利は一段と低下すると見込まれるものの、名目金利は既に歴史的な低水準にあり、実質金利も大幅なマイナスとなっていることや、資産買入れの効果はその進捗とともに累積的に強まる性質のものであることを踏まえると、経済・物価に対する限界的な押し上げ効果は大きくないと述べた。また、期待への働きかけについて、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」は導入時には人々の期待を変化させる効果を持ったが、追加的にこれを拡大しても、その効果は導入時と比べてかなり限定的なものにとどまると述べた。このうち一人の委員は、効果の持続性についても疑問があると付け加えた。追加緩和のコスト・副作用について、複数の委員は、市場機能の一段の低下を指摘した。このうち一人の委員は、MMFやMRFなどで運用難のリスクが高まる可能性があるとして述べた。さらに、複数の委員は、一段の金利の低下が金融機関の収益や仲介機能に与える影響について懸念を示した。この間、何人かの委員は、年間約80兆円の増加ペースで国債買入れを行うとなれば、フローでみた市中発行額の大半を買い入れることになるため、国債市場の流動性を著しく損なうだけでなく、実質的な財政ファイナンスであるとみなされるリスクが、より高くなると指摘した。また、一人の委員は、結果として円安が進めば、これまで景気回復を下支えしてきた内需型の中小企業への悪影響が懸念されると述べた。

この間、人々のインフレ予想について、ある委員は、人々の行動様式は、緩やかな物価上昇を前提としたものに着実に変わりつつあることを踏まえると、「量的・質的金融緩和」は、その役割を十分に果たしていると評価できるとしたうえで、月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきではないとして述べた。複数の委員は、帰属家賃を除いた消費者物価の前年比は1%台後半で推移しており、消費税率引き上げ分も考慮すると、物価は相応に上昇しているというのが家計の実感であると述べた。この間、別の複数の委員は、2%の「物価安定の目標」は、成長期待の高まりなどを踏まえて中長期的に達成すべきものであり、「2年程度の期間」に過度にこだわるべきではないとして述べた。

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。

もっとも、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、①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、また、②物価安定目標の達成期間を見直すことが適当であるとの見方を示した。この委員は、現在の物価上昇率と予想物価上昇率は、需給ギャップがゼロのもとでの潜在成長力に見合った水準に近いとの見方を示した。よって、現状では、追加緩和よりも成長力を強化するための構造改革が、より重要な局面であると付け加えた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

金融市場調節方針の変更等に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（12時31分中断、12時42分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本銀行による「量的・質的金融緩和」の導入から1年半余りが経過したが、この間、大胆な金融政策を含む「三本の矢」の効果もあり、日本経済はこのところ弱さがみられるものの、緩やかな回復基調が続いており、また近年にない賃上げの動きも広がっている。本日の提案は、経済の好循環をさらに後押しし、持続的な経済成長に繋げるための措置として、政府としても歓迎する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、当面弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって緩やかに回復していくことが期待される。ただし、駆け込み需要の反動の長期化や海外景気の下振れなど、わが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。
- 政府は、第2回政労使会議において、賃金上昇の成果が出つつあることを確認した。経済の好循環を拡大するため、賃金の水準と体

系の両方の改善が必要である。賃金体系は、個々の労使間で決定することが基本であるが、子育て世代や非正規労働者の処遇改善といった大きな方向性は、政労使で共通認識を醸成していきたい。また、女性の力が発揮され、社会が活性化するように、総理を本部長とする「すべての女性が輝く社会づくり本部」を設置した。第1回本部では政策パッケージを決定した。また、関連法案を今国会に提出した。地方創生についても、関連法の改正案を今国会に提出した。国家戦略特区については、追加の規制改革事項を盛り込んだ改正法案を今国会に提出する。沖縄県で第1回区域会議が開催され、指定した全6区域で区域会議が立ち上がった。TPPについては、先日シドニーにおいてTPP閣僚会合が開催され、物品等の市場アクセス交渉および知的財産等のルール分野の交渉をさらに進展させた。

- 本日の金融政策決定会合での議論については、時宜を得たものとする。本日の議論を踏まえて、日本銀行が、引き続き2%の物価安定目標の実現に向けて取り組まれることを期待する。また、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の場で十分に説明して頂きたいと思う。

## V. 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。

#### 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、白井委員

反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

## 2. 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件

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こと、また、買入れの平均残存期間を、現状の 7 年程度から 7 年～10 年程度に延長すること、②ETF および J-R E I T 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こと、また、J P X 日経 400 に連動する E T F を買入れの対象に加える旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、白井委員

反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

## VI. 「経済・物価情勢の展望」に関する検討と決定

### 1. 経済・物価情勢の展望

以上の議論によって決定された金融市場調節方針および資産買入れ方針を前提としたうえで、「経済・物価情勢の展望」に関する議論を行った。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、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方で一致した。そのうえで、従来の見通しと比べると、成長率の見通しは、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから、2014 年度について幾分下振れるものの、2015 年度、2016 年度については、従来の見通し対比、概ね不変との見方を共有した。見通し期間の景気の展開について、委員は、2014 年度下期については、個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響がしばらくは残るものの次第に減衰し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、底堅く推移すると見込まれるとの見方で一致した。設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに働くもとで、長年の投資抑制による設備老朽化に対応した更新投資や、労働需給の引き締まりを受けた省力化投資、為替相場の動きも踏まえた国内拠点の再構築などの投資ニーズの高まりがみられることから、しっかりと増加するとの見方を共有した。輸出は、海外経済が回復するもとで、為替相場の動きも下支えとなり、緩やかな増加に向かっていくとの見方を共有した。2015



年度から 2016 年度にかけては、2 回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、①緩和的な金融環境と成長期待の高まりを受けた国内民間需要の堅調な増加と、②海外経済の成長による輸出の増加に支えられて、前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を上回る成長が続くと見込まれるとの見方で一致した。

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、多くの委員は、消費者物価の前年比は、①当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち 2015 年度を中心とする期間に 2 %程度に達する可能性が高い、また、②その後、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられるとの見方を共有した。一方、一人の委員は、見通し期間の「終盤までに」2 %程度に達する可能性が高いとの見方を示した。別の一人の委員は、見通し期間の中盤頃に 2 %程度を「見通せるようになる」可能性が高いとの見方を示した。さらに別の一人の委員は、消費者物価の前年比は、今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移する可能性が高いとみられるとの見方を示した。

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。

実体経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①輸出動向に関する不確実性、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の 4 点を挙げた。

物価に固有の上振れ・下振れ要因として、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、③物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、④輸入物価の動向の 4 点を挙げた。

## 2. 「経済・物価情勢の展望」の決定

以上の議論を踏まえ、「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。

白井委員からは、物価見通しについて、「見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である 2 %程度に達する可能性が高い」を「見通し期間の終盤までに 2 %程度に達する可能性が高い」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、中曾委員、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物価見通しについて、「次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する」から「見通し期間の中盤頃に2%程度を見通せるようになる」に変更すること、②第1の柱の中心的な見通しについて、「2%程度の物価上昇率を実現し」から「2%程度の物価上昇率を目指し」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：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、「中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、「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「中長期的な予想物価上昇率も安定的に推移する」に変更すること、②物価見通しについて、「当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する」から「今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移する」に変更すること、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：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、中曽委員、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. 対外公表文（「量的・質的金融緩和」の拡大）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(「量的・質的金融緩和」の拡大)〈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6、7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

2014年10月31日  
日 本 銀 行

## 「量的・質的金融緩和」の拡大

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、以下の措置を決定した。

(1) マネタリーベース増加額の拡大（賛成5反対4）<sup>(注1)</sup>

マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）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) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化（賛成5反対4）<sup>(注2)</sup>

① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）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を7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。

② 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（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える<sup>1</sup>。

2. わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎはじめているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断した。

<sup>1</sup> CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。

3. 今後も、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>2</sup>(注3)。

以 上

---

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、白井委員。反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。反対した委員は、これまでの金融市場調節方針を維持すること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、白井委員。反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。反対した委員は、これまでの資産買入れ方針を維持すること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）。

---

<sup>2</sup> 「量的・質的金融緩和」は、こうした方針のもとでオープンエンドで実施している。現在の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続した場合の本年末のバランスシートの見込みおよび今後の各項目の年間増加ペースは別紙のとおり。

## 日本銀行のバランスシートの見通し

(単位：兆円)

	13年末 (実績)	14年末 (見通し)	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	202	275	+約80兆円

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	142	200	+約80兆円
CP等	2.2	2.2	残高維持
社債等	3.2	3.2	残高維持
ETF	2.5	3.8	+約3兆円
J-REIT	0.14	0.18	+約900億円
その他とも資産計	224	297	
銀行券	90	93	
当座預金	107	177	
その他とも負債・純資産計	224	297	