

公表時間

11月25日（火）8時50分

2014.11.25

日本銀行

---

# 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）、G Cレボレートとも、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見ると、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、N I E s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、A S E A N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、C P・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を続け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、出口戦略の議論が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-REIT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。このうちの一人の委員は、MMFやMR F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、② E T F 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>

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)。

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(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、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。

(別紙)

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	