

公表時間

8月14日（火）8時50分

2012.8.14

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2012年7月11、12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、2012年8月8、9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：2012年7月11日(14:00～16:29)
7月12日(9:00～12:46)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	白川方明	(総 裁)
	山口廣秀	(副 総 裁)
	西村清彦	(〃)
	宮尾龍蔵	(審議委員)
	森本宜久	(〃)
	白井さゆり	(〃)
	石田浩二	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 (11日)
	藤田幸久	財務副大臣 (12日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官 (11日)
	大串博志	内閣府大臣政務官 (12日)

(執行部からの報告者)

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	梅森 徹 (12日)
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	大野英昭

(事務局)

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	菅野浩之 (12日)
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	川本卓司

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（6月14日、15日）で決定された方針¹のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.07%台半ばから0.08%台半ばの間で推移した。

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、強い資金余剰感が続いている。こうしたもとで、資産買入等の基金を円滑に運営していく観点から、エンド日の柔軟な設定など、固定金利オペに対するオペ先の応札意欲を高めるための対応を続けているが、6か月の固定金利オペで札割れが続いているほか、残存期間1年以下の国債買入れでも札割れが発生している。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で安定的に推移している。GCレポレートは、0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で安定的に推移しているが、発行レートは0.1%をごく僅かに下回っていることが多い。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

日経平均株価は、6月中旬のギリシャの再選挙の結果や6月末の欧州首脳会合での合意内容が好感され投資家のリスク回避姿勢が幾分後退したこともあって、一時9千円台を回復する動きとなったが、その後反落し、足もとは8千円台後半で推移している。REIT価格も、株価の動きに連れた動きとなり、一旦上昇したあと、幾分低下している。長期金利は、国債の大量償還などを背景に余剰資金を抱えた一部投資家による積極的な買いがみられる中、低水準で推移しており、足もとは0.8%を幾分下回っている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、引き続き総じて横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、投資家のリスク回避姿勢が幾分後退する中、円の対米ドル相場、対ユーロ相場はともに下落方向の動きと

¹ 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。」

なったが、その後、欧州中央銀行による利下げや欧州債務問題に対する不透明感の高まりなどから、対ユーロ相場を中心に幾分円高方向に戻している。足もとでは、対米ドル相場は 79 円台、対ユーロ相場は 97 円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、緩やかながら改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱していない。

米国経済は、企業マインドなどに弱めの動きもみられるが、基調としては緩やかな回復を続けている。雇用情勢の緩やかな改善傾向を受けて、個人消費は増加しているが、バランスシート問題がなお重石となっていることもあって、その回復ペースは、基調として緩やかなものとなっている。住宅投資については、販売面で持ち直しの兆しもみられるが、住宅価格が軟調に推移する中、なお低水準で推移している。企業部門についてみると、輸出の増勢は鈍化しており、一部のマインド指標も低下している。もっとも、設備投資は増加基調を維持しているほか、生産も緩やかな増加を続けている。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境が引き続き物価押し下げ圧力として作用するも、ガソリンなどエネルギー価格が徐々に下落していることから、総合ベースの消費者物価の前年比はプラス幅が縮小している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は停滞している。輸出は持ち直しの動きが続いている。一方、周縁国を中心に家計や企業のマインドが悪化しているも、民間設備投資は減少し、個人消費も概ね横ばいとなっている。こうしたも、生産は減少している。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、ガソリン価格などの下落を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比は幾分プラス幅が縮小している。この間、英国経済も停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、なお高めの成長を続けながらも、そのペースは鈍化している。輸出は、米国向けなどで持ち直しの動きもみられている。一方、内需については、固定資産投資は、民間不動産投資の減速を主因に、また個人消費は、家電など耐久財消費の減速を受けて、各々高めながらも伸びが鈍化している。こうしたも、生産の増加ペースは鈍化している。N I E s、A S E A N 経済は、持ち直しつつある。内需は、設備投資が緩やかに増加しているほか、個人消費は底堅く推移している。輸出や生産は、欧州や中国向け輸出の伸び悩みなどから、増勢が鈍化している。物価面をみると、これらの

国・地域の多くでは、労働需給の逼迫を受けた賃金上昇などを背景に、コアベースの物価上昇率は高めで推移している。一方、総合ベースでは、食料品価格の高騰一服などから、伸び率が緩やかに縮小している。インド経済は、減速に歯止めがかかっている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を巡る懸念等から、神経質な動きが続いている。6月中は、中旬のギリシャの再選挙の結果や月末の欧州首脳会合での合意内容が好感され投資家のリスク回避姿勢が幾分後退したものの、7月入り後は、再び不透明感が意識されている。欧州各国国債の対独スプレッドをみると、ギリシャでは、再選挙後に大幅に縮小している。一方、スペインやイタリア、アイルランドなどについては、欧州首脳会合以降、一旦縮小したが、その後戻す動きとなっている。米欧の株価は、欧州債務問題に対する懸念の後退を受けて上昇したが、その後は再び下落に転じるなど、やや振れの大きな展開となっている。ドイツの長期金利は、欧州中央銀行が利下げを行う中、低下している。米国の長期金利は、横ばい圏内で推移したあと、市場予想を下回る経済指標の公表などをを受けて、幾分低下している。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは横ばいの動きとなっている。新興国・資源国の株価や通貨は、総じてみれば、横ばい圏内の動きとなっている。欧州系金融機関の資金調達環境は、引き続き総じて落ち着いている。ユーロのターム物金利の対O I Sスプレッドは、概ね横ばいで推移している。為替スワップ市場のドル調達プレミアムは幾分拡大している一方、ドルのターム物金利の対O I Sスプレッドは概ね横ばいとなっている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直しの動きがみられている。先行きについては、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、1～3月に前期比で増加したあと、4月の1～3月対比はほぼ横ばいとなった。発注の動きを示す公共工事請負金額は、1～3月に前期比で増加したあと、4～5月の1～3月対比も大幅に増加した。こうしたもとで、先行きについても、引き続き増加するとみられる。

設備投資は、企業収益が改善するもとで、緩やかな増加基調にある。先行きについては、企業収益が改善を続けるもとで、被災した設備の

修復・建替えや耐震・事業継続体制の強化の動きなどもあって、緩やかな増加基調を続けると予想される。6月短観で2012年度の設備投資計画（ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、全産業全規模では、3月短観と比べて上方修正され、前年比+4.0%となった。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、有効求人倍率が改善を続け、失業率も低下傾向にあるなど、改善傾向にある。

個人消費は、消費者マインドの改善傾向に加え、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、緩やかな増加を続けている。先行きについては、雇用環境が改善傾向を辿るもとの、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、被災住宅の再建もあって、持ち直し傾向にある。先行きは、引き続き持ち直し傾向を辿ると考えられる。

生産は、振れを伴いながら、緩やかに持ち直しつつある。先行きについては、国内需要が引き続き堅調に推移し、輸出も次第に持ち直していくもとの、緩やかに増加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、復興関連需要を中心とした国内需要の増加や、化学や情報関連における在庫調整の進捗などを背景に、7～9月にかけて緩やかに増加すると見込まれる。

物価面をみると、国際商品市況は、6月にかけて反落したあと、概ね横ばいとなっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の反落などから、下落に転じている。先行きは、国際商品市況の動きなどを反映して、当面、緩やかな下落を続けるとみられる。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、マイナス幅が縮小傾向を辿り、足もとでは小幅のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。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、プラス

で推移している。CP残高の前年比もプラスで推移している。一方、社債残高の前年比は、電力債の償還超が続くもとで、マイナスとなっている。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、2%程度のプラスとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、欧州債務問題を巡る懸念等から、神経質な動きが続いており、当面十分注意してみていく必要があるとの認識で一致した。委員は、6月末の欧州首脳会合で一定の前進がみられているが、今回合意されたスペインに対する金融支援の具体的な実現方法を含め、財政・経済構造改革や金融システム面の対応を巡って不透明感が高く、市場の緊張感が高まりやすい状況が続いていることには変わりがないとの見方を共有した。複数の委員は、欧州債務問題を巡り市場は緊張と緩和を繰り返しているが、その周期は段々と短くなってきているとの見方を示した。この間、委員は、金融システムの安定確保という観点からは銀行間の資金調達市場の状況が重要であるが、この点は欧州中央銀行による大量の資金供給の効果などから、総じて安定した状態が続いており、リーマンショック時のように国際金融資本市場が動揺し、これを起点に世界経済が大きく下振れるといった昨年未頃に強く懸念されたような事態が生じる可能性は低下しているとの認識を共有した。もっとも、何人かの委員は、欧州債務問題の解決には時間を要するとみられる中で、問題解決に向けた各国の政府・中央銀行などの動きが市場の期待と乖離することなどにより、市場が急速に不安定化するリスクには、引き続き十分注意する必要があると付け加えた。

米独を中心に長期金利が既往最低水準まで低下している点について、委員は、欧州債務問題への懸念が払拭されない中で、安全資産とみなされている米、独、そして日本の国債に対する需要が高まっていることが影響しているとの見方を共有した。複数の委員は、米独の長期金利が名目成長率を下回る水準となっていることを指摘したうえで、いずれ金利が成長率と整合的な水準に上昇する可能性がある一方、成長率が金利水準と整合的な水準に低下する可能性も考えられると述べた。そのうえで、これらの委員は、その動向については、わが国の長期金利にも影響する可能性があるため、注視していく必要がある

と指摘した。

海外経済について、委員は、緩やかながら改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱していないとの見方で一致した。先行きについて、委員は、不確実性は引き続き大きいと見込まれるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、基調としては緩やかな回復を続けており、先行きも、緩和的な金融環境などを背景として、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。多くの委員は、企業マインドなどに弱めの動きがみられるほか、雇用の増勢も鈍化している一方、ガソリン価格の下落などを背景に個人消費が底堅い動きをみせ、住宅販売にも持ち直しの兆しがみられているとの認識を示した。非農業部門雇用者数の伸びが鈍化し、失業率の低下が足踏みしている点について、何人かの委員は、暖冬などの影響を取り除くため、過去半年程度の数字を均してみれば、雇用情勢は引き続き緩やかな改善方向にあると判断されたとの見解を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、輸出に持ち直しの動きがみられるものの、域内需要の低迷を背景に停滞しており、先行きについても、周縁国を中心に緊縮的な財政運営や厳しい金融環境が続くとみられるもとで、当面、停滞した状態が続くと見方で一致した。複数の委員は、周縁国の内需の弱さが、コア国の生産や企業マインドを下押ししていると指摘した。別の複数の委員は、ユーロ経済の弱さは、中国など同地域への輸出依存度が高い国ばかりでなく、こうした国との貿易を介して間接的に輸出を行っている日本などの国々についても、経済の下押し圧力となっていると述べた。これらの委員は、欧州債務問題の影響について、先行きが不透明なことが、世界的に企業マインドに悪影響を及ぼしていると指摘し、これが企業の設備投資の下振れにつながる懸念があると述べた。別の一人の委員は、欧州債務問題の深刻化が、株安や円高の進行を招き、これが企業や家計のマインド等を通じて、日本の景気を下押しするリスクに引き続き注意を要すると付け加えた。

中国経済について、委員は、高めの成長を続けつつも減速した状態がやや長引いているとの見方を共有した。何人かの委員はこうした背景について、既往の金融引き締めや不動産取引抑制策に加えて、欧州向けの輸出の減速が影響していると指摘した。先行きについて、委員は、回復の時期は多少後ずれしているものの、各種の政策対応が講じられる中で、徐々に回復傾向が明らかになっていく可能性が高いとの見方で一致した。N I E s、A S E A N経済について、何人かの委員

は、輸出の増勢は鈍化しているが、原油価格の反落などを背景とした実質購買力の回復や金融緩和などの政策対応もあって、個人消費や設備投資が堅調に推移していることから、全体としてみれば、持ち直しつつあるとの見方を述べた。

こうした議論ののち、複数の委員は、先行き海外経済が減速から脱していく際のメカニズムとして、米国経済と中国経済が相互に好影響を及ぼしながら、世界経済の牽引役としての役割を担うことになる可能性が高いと述べた。一人の委員は、先行きの海外経済の成長率を評価するうえでは、金融危機や欧州債務問題の影響によって、海外経済の潜在成長率が低下している可能性も念頭においておく必要があると付け加えた。

以上の海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

景気の現状について、委員は、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつあるとの見方で一致した。委員は、公共投資は震災関連予算の執行進捗を背景に増加を続けているほか、設備投資は、企業収益が改善するもとの、緩やかな増加基調にあるとの見方で一致した。この間、一人の委員は、5月の機械受注などの一部の指標で弱めの動きがみられる点を指摘し、今後の動きを慎重に確認していく必要があると述べた。個人消費について、委員は、消費者マインドの改善傾向に加え、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、緩やかな増加を続けているほか、住宅投資も持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。このように内需が堅調な背景として、複数の委員は、前回会合での議論にも言及しつつ、①エコカー補助金などの政策効果、②被災地における生活再建消費や、被災した設備の修復・建替え、耐震・事業継続体制の強化、メガソーラーなど新たな発電設備増強の動きなどを含めた広い意味での震災関連需要、③企業収益の改善を背景とした企業マインドの改善とそれを受けた賃金・所得の上げ止まり、④高齢化消費を中心とした潜在需要の掘り起こしの進捗、⑤円高を背景とした実質購買力の向上、といった要因を指摘した。委員は、こうした復興関連需要や堅調な個人消費の動向を反映して、6月短観における企業の業況判断D Iは内需関連業種を中心に緩やかに改善していることが確認されたとの認識を共有した。また、輸出について、委員は、持ち直しの動きがみられているとの見方で一致した。生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、振れを伴いながら、緩やかに持ち直しつつあるとの認識を共有した。複数の委員は、足もとの生産の回復が力強さを欠いている点を指摘したうえで、

基本的には海外需要の弱めの動きが表れているものとみられるが、生産面の動きからは内需の堅調さが必ずしも十分確認できない面もあるので、今後のデータをしっかりとみていきたいと述べた。

景気の先行きについて、委員は、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、外需の回復が明確化するまでの間、内需の堅調さが持続するかどうかのポイントであるとの認識を共有した。この点、複数の委員は、エコカー補助金の予算切れや震災後のペントアップ需要の一巡など、足もと堅調な個人消費を支えている要因のうちのいくつかは今後剥落することが見込まれるが、一方で企業収益や雇用・所得環境の改善など、ある程度持続性を持ち得る要因も働くと見込まれると指摘した。多くの委員は、6月短観で示された2012年度の事業計画について、売上・収益が改善するもとの、企業が設備投資を増加させていく方針であることが確認されたことを指摘したうえで、先行き企業収益が改善していけば、設備投資の増加が見込まれるほか、雇用・所得環境の改善を通じて個人消費を下支えすることも期待できるとの見方を示した。一人の委員は、昨年度の厳しい企業業績を背景に夏の賞与が弱めの動きとなると見込まれることを指摘したうえで、こうした動きや各種政策による需要刺激策の終了が個人消費の動向に影響を及ぼさないかも注意してみていく必要があると付け加えた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。多くの委員は、国際商品市況の下落を背景に、当面の物価は弱含みで推移するとしても、これが実質購買力の向上を通じて個人消費を支える効果も期待されるため、基調的にみると、需給ギャップが着実に縮小するもとの、物価が緩やかな改善傾向を辿るとの見通しは変わらないとの認識を示した。一人の委員は、需給バランスの状況が現在と近い水準にあった2004年頃と比較して、①中国における賃金上昇を背景に輸入物価の低下圧力が和らいでいること、②流通構造の再編などがかなり進展しており、一段の効率化余地が低下していると考えられること、③企業による利益重視の価格設定行動がみられるようになってきていること、④消費者の低価格志向は根強いものの、一部に高付加価値消費へのシフトもみられていること、などを指摘したうえで、当時と比較すれば、マクロ的な需給バランスの改善に連れて物価が上昇しやすい面があるとの見方を述べた。

2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していることや、金融機関のバランスシートの健全性が保たれていることなどを背景に、きわめて安定しているとの見方で一致した。委員は、CP市場では良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境も総じてみれば良好な状態が続いているとの認識を共有した。委員は、企業の資金調達コストは緩やかに低下しており、資金のアベイラビリティの面でも改善傾向が続いているとの見方を共有した。複数の委員は、6月短観において、企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰り判断などの金融環境指標が2000年以降の平均をはっきりと上回る水準まで改善していることが確認されたと述べた。

3. 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、委員は、成長率は、概ね4月の展望レポートの見通しに沿って推移するとの見方で一致した。2012年度の成長率見通しについて、委員は、海外需要は想定より弱めの動きとなる一方、国内需要は上振れ気味に推移するとみられ、内外需のバランスは若干変化しているが、全体としては、概ね4月時点の見通しと変わらないとの見方を共有した。多くの委員は、海外需要が想定よりも弱めの動きとなっている背景として、欧州債務問題の影響などから、海外経済が全体としてなお減速した状態から脱しておらず、先行きも海外経済が持ち直す時期が若干後ずれするとみられることを指摘した。一方、国内需要は上振れ気味に推移するとみられる背景について、多くの委員は、広い意味での復興需要の増加が公的需要・民間需要の両面で景気押し上げに寄与する点を指摘した。一人の委員は、4月時点と比べ、原油価格が下落していることは、実質購買力の改善を通じて消費などを下支えする面があると述べた。2013年度について、委員は、復興需要による景気押し上げ効果が徐々に減衰していくことなどから、成長率は2012年度対比では幾分鈍化するものの、海外経済が高めの成長を実現するもとの、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと考えられるとの見通しを共有した。

物価面では、委員は、2012年度の国内企業物価は、原油価格の下落や基準改定の影響もあって、4月の展望レポートの見通しに比べてやや下振れるものの、2013年度は、概ね見通しに沿って推移するとの見解で一致した。消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、概ね

4月の展望レポートの見通しに沿って推移すると見込まれるとの認識を共有した。2012年度の消費者物価が見通しに沿って推移すると考える背景について、委員は、成長率見通しが4月時点と概ね同じであり、マクロ的な需給バランスも同程度のペースで改善していくと見込まれるほか、中長期的な予想物価上昇率も安定的に推移するなど、物価を巡る基本的な要因に大きな変化はないとの認識を共有した。一人の委員は、2012年度の消費者物価（除く生鮮食品）の見通しの4月時点からの変化について、最近の原油価格の下落の影響は、電力料金の引き上げの影響などによって相当程度相殺されていると付け加えた。そのうえで、消費者物価の前年比について、委員は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとの、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間の後半にかけてゼロ%台後半となり、その後、1%に遠からず達する可能性が高いとの見方を改めて共有した。一人の委員は、消費者物価指数を構成する財、サービス、家賃、エネルギーについて、過去の賃金や需給バランスとの関係などから予想される先行き見通しを示したうえで、幅をもって解釈する必要はあるが、消費者物価の見通しは十分に蓋然性が高いものであるとの見解を述べた。

先行きの景気見通しを巡るリスク要因について、委員は、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性が引き続き大きいとの認識を共有した。欧州債務問題について、委員は、その深刻化に伴う国際金融資本市場の不安定化や海外経済の下振れが、引き続き、最も強く意識しておくべきリスク要因であるとの認識を共有した。米国経済を巡る不確実性について、何人かの委員は、バランスシート調整圧力がなお残る中、欧州債務問題の影響に加え、来年初に財政支出削減や増税が一斉に実施される、いわゆる「財政の崖」を巡る動きやその影響について、注視する必要があると指摘した。新興国・資源国を巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題が貿易や金融を通じて波及するリスクには引き続き注意を要するほか、景気減速がやや長引いていることへの対応として、金融緩和などの政策対応を進めている中国を含め、物価安定と成長を両立できるかどうか、なお不透明感が高い状況が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、国内固有のリスク要因として、復興関連需要の出方や波及を巡る不確実性、電力需給を巡る不確実性、財政の持続性を巡る市場の信認の動向を付け加えた。

物価面のリスク要因として、委員は、国際商品市況や中長期的な予

想物価上昇率の動向などを、注視する必要があるとの見方で一致した。何人かの委員は、家計や企業の短期的な予想物価上昇率が物価上昇率の実績の影響を受けやすい点を指摘したうえで、消費者物価の前年比上昇率が低い状態が長く続き、物価は上昇しにくいという予想が強まることにより、実際の物価が下振れる可能性にも注意する必要があるとの見方を示した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

当面の金融政策運営について、委員は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であるとの見解を共有した。また、この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくという認識に基づき、日本銀行は、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進しており、引き続き適切な金融政策運営に努めていくという方針で一致した。一人の委員は、中長期的な物価安定の目途を実現していくうえでは、物価が景気と関係なく上昇することは望ましくなく、景気が良くなり需給ギャップが改善するもとの、企業収益や賃金の上昇ともバランスの取れたかたちで物価上昇が実現していくよう、金融緩和の最適なペースを引き続き意識する必要があると付け加えた。また、委員は、欧州債務問題に伴って神経質な動きが続いている国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく必要があるとの認識を改めて共有した。複数の委員は、欧州債務問題を起点として大きなリスクが顕在化した場合などには、わが国に色々なルートで悪影響が及ぶ可能性があるため、様々な選択肢を予め排除することなく、適切に対応できるよう備えておく必要があると述べた。

資産買入等の基金について、委員は、4月末に増額した基金による資産買入れ等の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めるとともに、その効果を確認していくことが適当との見解で一致した。このところ、応札額が未達となるいわゆる「札割れ」が固定金利オペ等において頻繁に発生し、基金の着実な積み上げに支障が生じていることについて、委員は、「札割れ」の発生自体は、短期の市場実勢レートが低下し、しばしば0.1%を下回るようになっていることによ

るものであり、日本銀行による強力な金融緩和が市場に浸透していることのひとつの表れではあるが、日本銀行の強力な金融緩和を推進する姿勢を明確にする観点からは、そうした状況のもとでも、資産買入等の基金の積み上げを着実にやっていくことがきわめて重要であり、そのための具体的な方策を検討すべきであるとの認識を共有した。基金の積み上げを着実に実現するための対応策として、複数の委員は、「札割れ」が続いている固定金利オペを減額し、同じ短期の資産である短期国債の買入りに振り替えることが適当であるとの考え方を示した。短期国債の買入れについて、何人かの委員は、増額した場合には「札割れ」が発生する可能性があるため、買入れをより確実にを行うための何らかの工夫が必要であると指摘した。固定金利オペの減額幅について、一人の委員は、これまでの固定金利オペの積み上げ状況や最近の金融機関の応札状況などを踏まえると、5兆円が1つの目安となると述べた。

以上の委員の議論を踏まえ、議長は、固定金利オペの「札割れ」を減らし、資産買入等の基金の積み上げを着実に実現していくための具体的な対応案について、執行部に説明を求めた。

議長の指示を受けて、執行部は以下のとおり対応案の説明を行った。

- 第1に、「札割れ」が頻発している固定金利オペを減額し、同じ短期の資産である短期国債買入れを増額することが考えられる。金額はオペの状況に照らし、5兆円程度とすることが適当である。
- 第2に、現在、短期国債の市場実勢金利がしばしば0.1%を下回っていることを踏まえると、増額した短期国債を円滑に買入れていくには、現在年0.1%としている入札下限金利を撤廃することが考えられる。その際には、同じ短期の資産であるCPの買入れについても、同様に入札下限金利を撤廃することが適当と考えられる。
- 第3に、固定金利オペについて、金融機関の資金需要に柔軟に対応するため、「期間3か月」と「期間6か月」の区分をなくし、「期間6か月以下」とすることが考えられる。

以上の執行部の説明を受けて、委員は再び議論を行った。委員は、固定金利オペを5兆円程度減額し、同じ短期の資産である短期国債買入れを5兆円程度増額することが適当との認識で一致した。

また、委員は、短期国債の買入れをより確実にを行うため、当該買入れにおける入札下限金利を撤廃することとし、同じ短期の資産であるCPについても、同様に買入れにおける入札下限金利を撤廃することが適当との認識を共有した。この措置に伴う短期の市場金利への影響

について、委員は、固定金利オペや補完当座預金制度の適用金利をこれまでと同様0.1%とし、これらの金利との間で金利裁定が働くことを踏まえると、市場金利が大きく低下するとは考えにくいとの認識を共有した。この間、一人の委員は、市場において一部で補完当座預金制度に基づく付利金利の引き下げの思惑が生じていることが「札割れ」につながっている面があり、今回の措置がこうした付利金利の引き下げ予想を強めることがないように、適切な情報発信を行う必要があると指摘した。こうした指摘を踏まえ、委員は、今回の一連の措置と補完当座預金制度に基づく付利金利との関係について改めて議論を行い、現在の0.1%の超過準備への付利と「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という金融市場調節方針の組み合わせのもとで、金融緩和効果が最大限発揮されるとの認識を改めて確認した。

固定金利オペについて、委員は、「期間3か月」と「期間6か月」をその時々々の市場の状況に応じて柔軟に使い分けていくことが適当であるが、そのうえで、さらにきめ細かく資金需要に対応していく必要がある場合に備えて、「期間6か月以下」と広い表現で示していくことが適当との認識で一致した。今回の一連の措置について、何人かの委員は、資産買入等の基金の積み上げをより着実に進めることに資するものであり、本年末に65兆円程度、来年6月末には70兆円程度まで積み上げていくとしている資産買入等の基金の積み上げは予定どおり達成することが可能であると述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 現在、政府としては、社会保障と税の一体改革に全力で取り組んでいるところである。一体改革関連法案についても、早期成立に向け、引き続き、全力で取り組む。
- わが国経済は、復興需要等を背景として、緩やかに回復しつつあり、先行きについても、回復の動きが確かなものになると期待される。ただし、欧州債務問題に対する懸念は依然として高く、円高の進行を含めた金融資本市場の変動や、海外景気の下振れなど、わが国の景気が下押しされるリスクがある。政府としては、欧州債務問題を最も強く意識しておくべきリスク要因と考えている。日本銀行におかれても、引き続き、欧州債務問題がわが国経済に与える影響を注意深く監視し、わが国経済が下振れないよう万全の対応を期す

とともに、そうした姿勢を内外にしっかりと情報発信して頂きたい。

- 政府・日銀は、デフレ脱却がわが国における最重要課題であることを共有し、これまでも緊密な情報交換・連携を図りつつ、政策努力を続けてきた。一昨日、デフレ脱却等経済状況検討会議において、経済の好循環や所得の増加を伴う成長を実現するための第一次報告が取りまとめられた。
- 日本銀行は、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」との基本方針に従い金融政策運営を行っているが、本日の展望レポートの中間評価では、1%には届いていない。本日の提案は、資産買入等の基金を着実に積み上げるための措置と受止めている。引き続き、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の金融資本市場等の動向をしっかりと見極めつつ、今回の中間評価で示された見通しはもとより、1%の実現に向け、継続的かつ積極・果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は緩やかに回復しつつあり、先行きも、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。ただし、欧州債務問題による海外景気の下振れリスクや電力供給にかかるリスクがある。特に、このところ、海外では景気の下振れリスクに対応し、各国の中央銀行で金融緩和策が取られていることに留意が必要である。
- 緩やかなデフレ状況が続いているが、このところ物価の下落テンポは緩和し、今後も需給ギャップの縮小が見込まれるなど、現在はデフレ脱却に向けたチャンスと考える。長年の課題であるデフレと決別するためには、金融政策と同時に、デフレを生みやすいわが国経済の構造的要因を改革していくことがきわめて重要である。
- 一昨日には、デフレ脱却に向け、平成25年度までを念頭に、政府として重視すべき政策分野を定めた「デフレ脱却等経済状況検討会議第一次報告」を決定した。これらの政策分野に平成25年度予算や税制、規制改革などの政策手段を動員することで、デフレ脱却に向け全力で取り組む。今後、「日本再生戦略」も取りまとめ、デフレから脱却し成長力を高める施策を強力に推進していく。
- 展望レポートの中間評価では、消費者物価上昇率は日銀が当面目指している1%には届いていない。まずは、1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことがきわめて重要である。政府も社会保障

の安定財源確保と財政健全化の同時達成に向け全力を尽くしている。一体改革関連法案をめぐる議論でもデフレ脱却を含め経済成長の重要性を指摘する声も多く、デフレ脱却はきわめて重要な課題である。日本銀行にはデフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続するようお願いする。現在はデフレ脱却のチャンスであることを踏まえ、政府の取り組みと歩調を合わせ、果敢な対応を期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員

反対：なし

2. 「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件

委員は、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めていく観点から、①固定金利オペを5兆円程度減額し、短期国債買入れを5兆円程度増額すること、②短期国債およびCPの買

入れにおける入札下限金利を撤廃すること、③固定金利オペについて、「期間3か月」と「期間6か月」の区分をなくし、「期間6か月以下」とすることが適当との認識を共有した。そのうえで、「『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件」が採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、資産買入等の基金の着実な積み上げに資する措置に関する記述を含んだ対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（6月14、15日開催分）が全員一致で承認され、7月18日に公表することとされた。

以 上

2012年7月12日
日本銀行

当面の金融政策運営について

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

2. 海外経済は、緩やかながら改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱していない。国際金融資本市場では、欧州債務問題を巡る懸念等から、神経質な動きが続いており、当面十分注意してみていく必要がある。

3. わが国の景気は、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつある。公共投資は増加を続けている。設備投資は、企業収益が改善するもとの、緩やかな増加基調にある。また、個人消費は、消費者マインドの改善傾向に加え、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、緩やかな増加を続けているほか、住宅投資も持ち直し傾向にある。輸出にも、持ち直しの動きがみられている。以上の内外需要を反映して、生産は、振れを伴いながら、緩やかに持ち直しつつある。こうしたもとの、企業の業況感をみると、内需関連業種を中心に緩やかに改善している。この間、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。

4. 先行きのわが国経済については、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

5. 4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価について、2012年度の国内企業物価は、見通しに比べてやや下振れるものの、2013年度は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。

6. 景気のリスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性が引

き続き大きい。物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などを、注視する必要がある。

7．日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。こうした認識のもとで、日本銀行は、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進している。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく。

8．なお、このところ、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション等において応札額が未達となるケースがみられている。日本銀行は、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて前述の金融緩和を間断なく進めていく観点から、本日の会合で以下の措置を決定した^(注)。

(1) 固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを5兆円程度減額し、短期国債買入れを5兆円程度増額する。

(2) 短期国債の買入れをより確実に行うため、当該買入れにおける入札下限金利(現在、年0.1%)を撤廃する。CPの買入れについても同様とする。

(3) 固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションについて、金融機関の資金需要に柔軟に対応するため、「期間3か月」と「期間6か月」の区分をなくし、「期間6か月以下」とする。

以 上

(注) 基金の全体像については別紙参照。

(参考 1)

2012 ~ 2013 年度の政策委員の大勢見通し

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012 年度	+2.2 ~ +2.4 < +2.2 >	-0.3 ~ 0.0 < -0.2 >	+0.1 ~ +0.3 < +0.2 >
4月時点の見通し	+2.1 ~ +2.4 < +2.3 >	+0.4 ~ +0.7 < +0.6 >	+0.1 ~ +0.4 < +0.3 >
2013 年度	+1.6 ~ +1.8 < +1.7 >	+0.6 ~ +0.8 < +0.6 >	+0.5 ~ +0.7 < +0.7 >
4月時点の見通し	+1.6 ~ +1.8 < +1.7 >	+0.7 ~ +0.9 < +0.8 >	+0.5 ~ +0.7 < +0.7 >

(注 1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を 1 個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注 2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(注 3) 国内企業物価について、4月時点の見通しは 2005 年基準、今回の見通しは 2010 年基準に基づく。

(注 4) 消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き 2013 年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある。

(注 5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

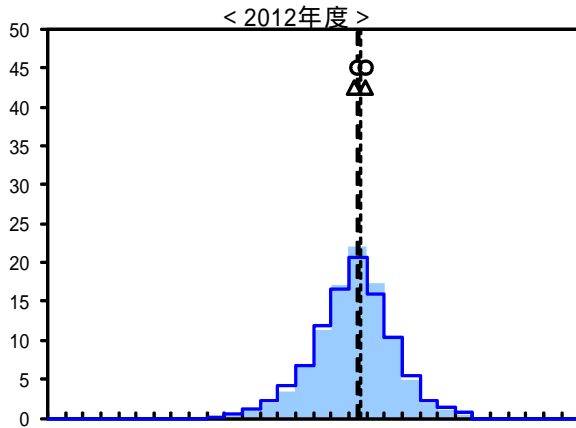
対前年度比、%。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012 年度	+2.1 ~ +2.4	-0.5 ~ 0.0	+0.1 ~ +0.4
4月時点の見通し	+2.1 ~ +2.4	+0.3 ~ +0.8	+0.1 ~ +0.4
2013 年度	+1.5 ~ +1.8	+0.5 ~ +1.0	+0.4 ~ +0.8
4月時点の見通し	+1.5 ~ +1.8	+0.6 ~ +1.0	+0.4 ~ +0.8

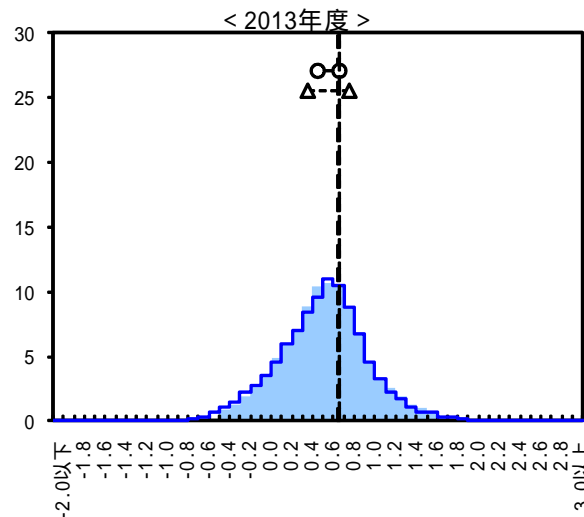
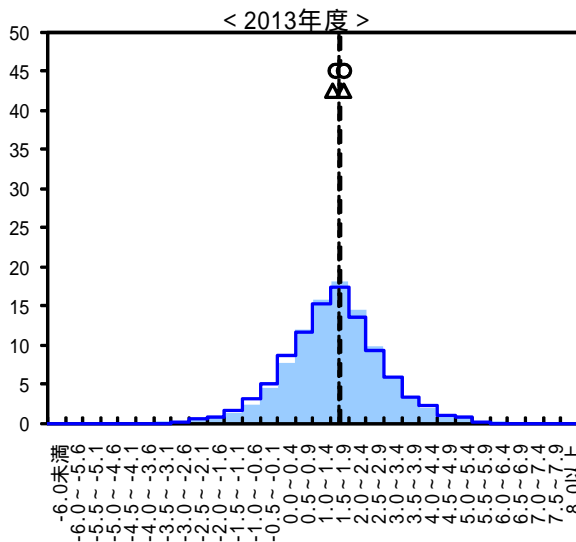
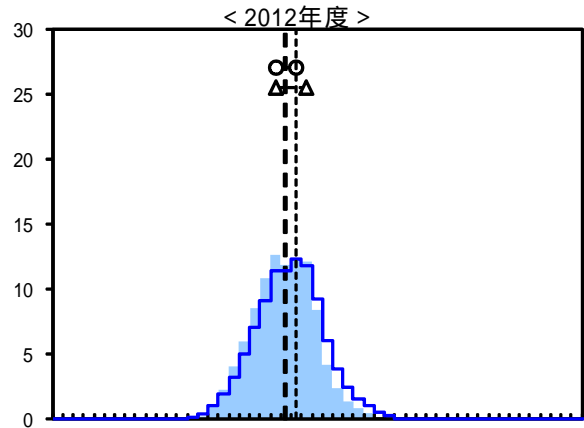
(参考2)

リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2012年4月時点の確率分布を表す。

(注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、 \bigcirc で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、 Δ で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

(注3) 縦の細点線は、2012年4月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。

(注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

「資産買入等の基金」の規模

	導入時 (10年10月)	従来		今回変更後		増減幅
	(11年12月末)	(12年12月末)	(13年6月末)	(12年12月末)	(13年6月末)	
(積み上げ完了の目途)		(A)		(B)		(B) - (A)
総額	35 兆円程度	65 兆円程度	70 兆円程度	65 兆円程度	70 兆円程度	兆円程度
資産の買入れ	5.0	35.0	40.0	40.0	45.0	+5.0
長期国債 ^(注)	1.5	24.0	29.0	24.0	29.0	
国庫短期証券	2.0	4.5	4.5	9.5	9.5	+5.0
C P等	0.5	2.1	2.1	2.1	2.1	
社債等	0.5	2.9	2.9	2.9	2.9	
指数連動型上場 投資信託	0.45	1.6	1.6	1.6	1.6	
不動産投資 信託	0.05	0.12	0.12	0.12	0.12	
固定金利方式・ 共通担保資金供給 オペレーション	30.0	30.0	30.0	25.0	25.0	-5.0
期間3か月	20.0	20.0	20.0			
期間6か月	10.0	10.0	10.0			

(注) 日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買入れを行っている。

以上