

公表時間

11月2日（金）8時50分

2012.11.2

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2012年10月4、5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10月30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10月4日(14:00～17:04)
10月5日(8:59～12:09)

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	(〃)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)

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(4日)
	武正公一	財務副大臣(5日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官(4日、5日 8:59～10:56)
	前原誠司	経済財政政策担当大臣(5日 10:57～12:09)

(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(5日 8:59～9:11)
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(5日 8:59～9:11)
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	河西 慎
金融市場局市場調節課長	正木一博(5日 8:59～9:11)

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（9月18日、19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%台後半から0.09%台前半の間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、短期国債買入れ、および長期国債買入れに対する応札は、いずれもしっかりとしている。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は、国債の発行・償還に伴う季節的な資金需要が生じたこともあって、前回会合以降、「札割れ」は1回にとどまるなど、総じてしっかりした応札がみられている。

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。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。

長期金利についてみると、2年債利回りは、0.1%ないし0.1%を僅かに下回る水準で安定的に推移している。10年債利回りは、欧州債務問題への懸念などから米国の長期金利が低下する中、これにつれて、足もと0.7%台半ばまで小幅に低下している。日経平均株価は、欧州情勢を巡る不透明感などから米欧株価が軟調に推移する中、中国の景気減速懸念などもあって、幾分下落しており、このところ8千円台後半で推移している。REIT価格は、上昇を続けている。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、円の対米ドル相場は、振れを伴いつつも、総じて78円台を中心としたレンジ内で推移している。円の対ユーロ相場は、欧州情勢を巡る不透明感が意識される中、いったん99円台までユーロ安が進んだが、その後は円安

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。」

方向の動きとなっており、足もとでは 101 円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速した状態がやや強まっている。

米国経済は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。企業マインドが、先行きへの不透明感の高まりなどを背景に慎重化しており、生産や設備投資の増勢も鈍化している。一方、家計部門をみると、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中、雇用情勢も緩やかな改善傾向を辿っていることなどを背景に、個人消費は緩やかに増加している。住宅投資も、低金利の後押しなどを背景に、低水準ながらも持ち直しの動きが続いている。物価面では、ガソリン価格上昇の影響から、総合ベースの消費者物価の前年比はプラス幅が拡大している。一方、コアベースの消費者物価の前年比については、東日本大震災の影響から前年に自動車価格が上昇していたこともあって、プラス幅が幾分縮小している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、緩やかに後退している。欧州債務問題が長引く中で、マインドの悪化は企業に続き家計へ、また、周縁国からコア国へ、それぞれ広がっている。そうしたもとの、民間設備投資は減少し、個人消費にも、耐久財を中心に弱めの動きがみられている。輸出も伸び悩んでいる。こうした需要動向のもとで、生産は減少基調にある。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が、ガソリン価格の上昇などを反映して、総合ベースの消費者物価の前年比はプラス幅が幾分拡大している。この間、英国経済は停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、減速した状態が長引いている。輸出は、欧州向けの減少を反映して、弱めの動きとなっている。固定資産投資は民間不動産投資の減速を主因に、また個人消費は自動車販売などの減速を受けて、各々伸びがやや鈍化した状態が続いている。こうした需要動向のもとで、在庫調整圧力が強まっており、生産の増加ペースも鈍化している。もっとも、最近では、本年5月以降に実施された景気浮揚策などを背景に、インフラ投資が増加し、不動産販売が持ち直すなど、一部に改善の兆しも出てきている。N I E s、A S E A N 経済は、持ち直しつつあるが、その動きは企業部門を中心に緩やかになっている。輸出や生産は、欧州や中国向け輸出の減少などを反映して、弱めの動きとなっており、企業マインドも慎重化している。そうしたもとの、設備投資は伸び悩んでいる。一方、個人消費は底堅く推移している。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が持続するなど、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。欧州中央銀行によるユーロ圏国債購入に関する新スキームの決定などを受けて、スペインやイタリアの国債の対独スプレッドはいったん大きく縮小したが、今後の展開を巡る不透明感が払拭されない中、足もとスプレッドが幾分拡大する動きもみられる。米欧の株価は、欧州債務問題や世界経済の減速に対する懸念などから、前回会合時に比べて小幅に下落した。こうした状況のもとで、米国やドイツの長期金利は、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圏内の動きとなっている。新興国・資源国の株価や通貨は、欧州情勢を巡る不透明感などを背景に、幾分弱含んでいる。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、欧州中央銀行による政策対応以降、縮小基調が続いている。ドルのターム物金利の対O I Sスプレッドは縮小傾向を辿っており、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、低い水準で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態がやや強まるもとで、弱めとなっている。実質輸出は、4～6月は3四半期振りに前期比増加したが、7～8月は4～6月対比で大きく減少した。前月比の動きをみると、4月に増加したあとは、8月まで4か月連続で減少している。先行きについて、輸出や鉱工業生産は、当面弱めに推移するとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から次第に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。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、7～9月の鉱工業生産は幅広い業種で減少が見込まれる。10～12月については、なお不確実性が大きいですが、海外経済の持ち直しの後ずれなどによって、全体としては、弱めの動きにとどまるとの感触である。

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、4～6月まで4四半期連続で増加したあと、7月も4～6月対比で増加を続けた。発注の動きを示す公共工

事請負金額も、4～6月の前期比が1～3月よりも伸びを高めたあと、7～8月の4～6月対比もプラスとなった。こうしたもとで、先行きの公共投資についても、引き続き増加するとみられる。

設備投資は、企業収益が総じて改善するもとで、緩やかな増加基調にある。先行きについては、当面海外経済減速の影響を受けつつも、企業収益が総じて改善を続けるもとで、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を続けると予想される。9月短観で2012年度の設備投資計画（ソフトウェアを含み土地投資額を除くベース）をみると、全産業全規模では、6月短観と比べて上方修正され、前年比+7.2%と例年よりも高めの計画となっている。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、改善傾向にある。有効求人倍率は、引き続き改善傾向にあり、完全失業率も、振れを伴いつつも、低下傾向にある。

個人消費は、雇用環境が改善傾向にある中で、底堅く推移している。先行きについては、当面エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるものの、雇用環境の改善傾向が維持されるもとで、引き続き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。

物価面をみると、国際商品市況は、全体としてみれば、一頃に比べ持ち直している。国内企業物価を3か月前比でみると、既往の国際商品市況の反落などから、下落している。先行きは、国際商品市況の動きを反映して、当面、下落幅を縮小していくとみられる。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、足もとでは概ねゼロ%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、緩和した状態にある。

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・社債市場の発行環境は、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、プラス幅が幾分拡大している。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、電力債を中心に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%台のプラスとなっている。

本年3月に貸付の受付期限を延長した被災地金融機関を支援するための資金供給オペについて、この半年間の実施状況をみると、本年4月（第12回貸付実施後）に貸出残高が5,112億円と既往ピークまで増加したあと、最近は概ね4,000億円前後で推移している。

なお、成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）については、その適用利率であるLIBORの改革を巡り関係者の間で議論が行われている情勢であることに鑑み、本年8月、第1期貸付の実施日をいったん延期していた。その後、LIBORを金利指標として存続させることを前提に、改革に向けた議論の進展がみられたことから、第1期貸付を本年10月中に実施することとした。また、第2期貸付については、対象先からの個別投融资の確認依頼を予定どおり10月17日まで受け付けたうえで、11月末から12月初に実施することとした。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保掛け目等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、对外公表することとされた。

III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識で一致した。多くの委員は、欧州中央銀行による新たな国債購入スキームの導入などを背景に、周縁国国債の利回りは幾分低下しているものの、市場で

は、スペインによるユーロ圏諸国への全面支援要請の有無や、ユーロ圏の銀行監督一元化に向けた取り組みなどを巡って、なお不透明感の強い状況が続いていると指摘した。複数の委員は、欧州では、周縁国支援の条件やユーロ統合の方向性を巡って各国の調整が進んでおらず、市場が多少なりとも落ち着くと、政策対応機運が弱まり、各国の利害対立が表面化してくるといふパターンが繰り返されていると付け加えた。そのうえで、何人かの委員は、欧州債務問題への懸念を解消し、市場の安定を実現するためには、金融システムの安定・強化策や、抜本的な財政・経済構造改革を早期に具体化することが不可欠であると指摘した。一人の委員は、9月末に発表されたスペインの銀行の資産査定結果が安心感をもって受け止められたことは、今後、金融・経済情勢の一段の悪化に歯止めをかけるきっかけになり得るとの期待を表明した。別の一人の委員は、市場ではストレステストの前提に疑問を呈する声もあるため、スペインの金融システムが安定に向かうかどうか、引き続き、しっかりとみていく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、減速した状態がやや強まっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態を続けたあと、次第に減速した状態から脱していくと見込まれるとの認識を共有した。減速した状態がやや強まっていることについて、何人かの委員は、欧州債務問題の影響が貿易チャンネルを通じて世界経済全体に波及していることを反映して、多くの国や地域で、製造業を中心に企業マインドが悪化していると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、景気は緩やかに後退しているとの認識を共有した。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、緩やかな景気後退が続くとの見方で一致した。何人かの委員は、周縁国において財政・金融システム・実体経済の負の相乗作用が続いていることの影響はドイツなどのコア国にも波及しており、最近では、消費者マインドが悪化し、小売売上高が減少するなど、企業部門だけでなく、家計部門にも悪影響が及んでいると指摘した。ある委員は、こうした状況を踏まえると、本年7～9月期のユーロエリア経済は、4四半期連続のマイナス成長になる可能性が高いとの見方を示した。

中国経済について、委員は、減速した状態が長引いているとの見方を共有した。その背景として、多くの委員は、輸出全体の2割を占める欧州向け輸出が落ち込んでいることに加えて、在庫調整の動きが素材産業など幅広い分野においてみられていることを指摘した。先行きについて、多くの委員は、徐々に回復傾向が明らかになっていく可能

性は高いものの、回復の時期やスピードについては、在庫調整の進捗ペースや政策効果の波及度合いにも依存するため、不確実性は大きいとの見方を示した。何人かの委員は、金融緩和を含めた年央以降の景気浮揚策の効果に加え、今後は、9月上旬に認可された1兆元規模のインフラ投資が進んでくるため、中国経済は、年末ないし年明け以降、徐々に持ち直していく可能性がある」と述べた。もっとも、何人かの委員は、リーマンショック後の景気刺激策が、設備の過剰や不動産市場の過熱をもたらした経験からか、当時と比べ、当局の政策対応は慎重なものにとどまっていると指摘した。また、複数の委員は、インフラ投資に必要な財源確保の多くが地方政府に任されていることや、収益性を重視する金融機関が慎重な融資姿勢をみせていることを踏まえると、政策対応の実施から数か月で景気が急回復するという、これまでのパターンを期待することは難しいとの見方を示した。何人かの委員は、今後、新政権への移行過程がどのように進み、そこでどのような政策スタンスが示されるかが、当面の中国経済の行方を占う鍵を握っているとの認識を示した。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、個人消費は底堅く推移しているものの、欧州や中国向けを中心に輸出が減少し、生産や設備投資が伸び悩むなど、全体としてみれば、持ち直しの動きが緩やかになってきているとの認識で一致した。先行きについて、何人かの委員は、NIEs諸国を中心に慎重化している企業マインドが設備投資を抑制する可能性はあるが、個人消費が底堅さを維持する中、輸出が次第に増勢に復するとみられることや、更なる金融緩和の余地も小さくないことから、全体として成長ペースを取り戻していくとの見方を示した。

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、先行きについても、緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。企業部門について、何人かの委員は、設備投資や生産の増加ペースが鈍化するなど、弱めの動きがみられると述べた。何人かの委員は、欧州債務問題の長期化に加えて、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」の問題に対する懸念が、企業マインドを抑制していると指摘した。家計部門について、多くの委員は、自動車販売を始め、個人消費は緩やかに増加し、住宅投資にも持ち直しの兆しがみられると述べた。家計部門の支出が比較的しっかりしている背景として、何人かの委員は、雇用情勢の緩やかな改善や金融緩和の効果、株高による資産効果などを指摘した。何人かの委員は、家計のバランスシート調整は着実に進捗

してきており、このことは、今後の支出活動の持続性を支える大きな要因となるとの見方を示した。複数の委員は、金融機関によっては、家計の信用力などに応じて住宅関連融資の姿勢に大きな差があると指摘し、今後の住宅投資を見通すうえでは、こうした資金供給サイドの状況にも注意を払う必要があると述べた。何人かの委員は、「財政の崖」の影響が、家計マインドに十分に織り込まれていない可能性があることには注意を要すると述べた。こうした議論を経て、委員は、先行きの家計部門の動向については、雇用情勢の改善ペースや金融緩和の浸透度合い、大統領選後の財政問題の取扱いなどが鍵を握っており、これらをしっかり点検していくことが重要との認識を共有した。

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。

委員は、海外経済の減速した状態がやや強まっているもとの、わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、9月短観において、企業の業況感が、製造業大企業を中心に幾分慎重化していることは、こうした認識と整合的であると述べた。委員は、輸出や鉱工業生産は、弱めとなっているとの見方で一致した。多くの委員は、輸出の下振れなどから、一般機械や情報関連財などの出荷・在庫バランスが悪化していることや、このところ、鉱工業生産指数の実績が予測指数を下回る傾向が強まっていることなどを指摘した。一方、国内需要について、委員は、復興関連需要などから底堅く推移しているとの認識で一致した。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おり、住宅投資も持ち直し傾向にあるとの見方を共有した。設備投資について、委員は、企業収益が総じて改善するもとの、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。個人消費について、委員は、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるものの、雇用環境が全体として改善傾向にある中で、底堅く推移しているとの見方で一致した。一人の委員は、小売業の販売額は総じてしっかりしているほか、外食産業の売上高にも足もと持ち直しの動きがみられると述べた。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に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。何人かの委員は、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、海外経済の減速を背景に、本年10～12月の生産も弱めの動きにとどまる可能性が高いと述べた。緩やかな回復経路に復していく時期について、何人かの委員は、4月の展望レポートで示した回

復時期から半年程度後ずれし、年明け以降になるとの見方を示した。多くの委員は、復興関連の公共投資が徐々にピークアウトしていくとみられる中、輸出や生産の動きが、企業の収益動向や雇用情勢を通じて、設備投資や個人消費にどのような影響を与えるかが、今後の重要なポイントになると指摘した。

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、基調的な物価がどのように推移するかは慎重に見極める必要があるが、この先数か月は、石油製品価格の動向が物価の前年比押し上げに働くとみられると述べた。何人かの委員は、このところ、製造業を中心とする総労働時間の減少などからみて労働稼働率が低下している可能性があることや、当面、景気が横ばい圏内の動きにとどまるとみられることを踏まえると、その分、需給ギャップの改善ペースは緩やかとなり、物価の先行きパスも下振れることになるとの認識を示した。このうち一人の委員は、2014年度以降、遠からず1%に達するという、4月の展望レポートで示した見通しが実現する蓋然性はこれまでより低下してきていると述べた。ある委員は、大手スーパーにおける低価格戦略の拡がりが、消費者物価に及ぼす影響に注意する必要があると述べた。別の一人の委員は、企業の価格設定行動が変わっていくには、企業や家計の成長期待が高まり、そのもとで賃金や物価の上昇予想が強まっていく必要があるため、相応の時間を要すると指摘した。

複数の委員は、最近、大都市圏や被災地周辺において、地価の下げ止まり傾向が明確化してきていることを指摘した。一人の委員は、東京地区の良質な商業用不動産への関心が高まってきていることなどを紹介したうえで、不動産分野の動向は経済全体のマインドにも大きな影響を与え得ることから、引き続きしっかり点検していく必要があるとコメントした。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、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は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要であるとの見解で一致した。多くの委員は、「財政の崖」の問題が、マインドの慎重化や可処分所得の減少を通じて、米国の家計部門にも幅広く悪影響を及ぼすこととなれば、米国経済の回復力は大きく低下すると指摘した。多くの委員は、日本と中国の経済的な結び付きの強さを踏まえると、最近の日中間の関係が、両国の貿易や投資活動、来日観光客数

などへの影響を通じて、わが国経済を下押す可能性があるため、今後の動向を十分注意してみていく必要があると述べた。中国における景気刺激策の効果が限定的なものにとどまっていることについて、ある委員は、目先の成長よりも物価や資産価格の安定を重視している中国当局の姿勢は、中国経済の持続的成長経路への移行にとって不可欠であり、長い目で見た世界経済の安定に貢献すると考えられる一方、短期的には、日本を含めた世界経済の下振れ要因となり得ると指摘した。何人かの委員は、今後、海外経済の減速が更に長期化するようなことがあれば、内需への影響を含め、わが国の景気回復の時期が一段と後ずれする可能性があるとして指摘し、このうち複数の委員は、生産や景気動向指数の動きなどを踏まえると、事後的に、景気の後退局面入りが認定される可能性も排除できないと述べた。こうした点に関連し、多くの委員は、9月短観における2012年度の設備投資計画をみると、例年のこの時期に比べて高めの伸びを維持しており、6月短観からも上方修正となるなど、今のところ、企業の投資スタンスは引き続きしっかりとしているとの認識を示したが、何人かの委員は、最近の資本財総供給の弱さなども併せて指摘した。一人の委員は、こうした動きに内需変調の兆しも窺われると述べた。そのうえで多くの委員は、今後、投資先送りの動きが広がることがないか、企業の収益見通しと合わせ、十分注意してみていく必要があると述べた。何人かの委員は、為替や株価の動向が、わが国の企業収益や企業マインドにマイナスの影響を及ぼすことがないか注視していきたいとコメントした。ある委員は、震災以降のわが国のLNG依存度の高まりなどを踏まえると、今後、中東情勢が更に緊迫化した場合には、わが国の景気や物価に大きな影響を及ぼす可能性があるとして指摘した。物価の先行きについて、別の一人の委員は、短期的なインフレ予想がなかなか上昇しない中、インフレ率が中長期的にみて安定的な水準（アンカー）に収束していくペースが遅くなる可能性については、十分な注意が必要であると述べた。

2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

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・社債市場の発行環境は、投資家の需要が引き続き底堅い中

で、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。何人かの委員は、業績悪化が懸念される一部の銘柄でC Pの発行スプレッドが拡大していることなどには注意を要するが、これがC P市場全体の安定を損なう状況には至っていないとの見方を示した。委員は、金融機関の貸出金利が低水準で推移しているほか、9月短観の結果を踏まえると、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りについても改善傾向が続いているとの認識を共有した。こうした中、ある委員は、貸出約定平均金利が、短期、長期ともに量的緩和期のボトムを下回る1%程度となるなど、貸出金利はさすがに「岩盤」に近づきつつあるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、金融環境の緩和度合いについては、金利水準などのマクロ的な指標だけで測るのではなく、実際に上手く資金が流れているかどうかといった、ミクロ的な状況も併せて点検していく必要があるとコメントした。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような経済・物価情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「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認識を共有した。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ものであり、こうした認識のもとで、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との見解で一致した。そのうえで、委員は、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との方針で一致した。前回会合における金融緩和の強化について、複数の委員は、景気・物価判断の下振れと先行きのリスクを踏まえて迅速に対応したことは、オーソドックスな政策運営として、市場から正当に受け止められたのではないかとの認識を示した。それらの委員も含め、何人かの委員は、適切な情報発信を通じ、日本銀行の政策に対する信認を確保していくことは、金融政策の波及効果を高めるうえで、きわめて重要であるとの認識を改めて示し

た。ある委員は、景気や物価の見通しが更に下振れたり、見通しを巡るリスクが大きく高まるような場合には、様々な選択肢をあらかじめ排除することなく、その効果とリスクを十分検討したうえで、適切な措置を講じていく必要があると述べた。別の一人の委員は、為替相場への働きかけなどインフレ期待を高める一段の工夫が必要ではないかとの認識を示した。

資産買入等の基金の運営について、委員は、前回会合で増額した基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を中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。長期国債の買入れについて、何人かの委員は、前回会合において入札下限金利を撤廃したこともあり、しっかりとした応札が続いているとコメントした。一人の委員は、堅調な応札の背景には、期末を控えた金融機関の益出しニーズもあると考えられることから、下限金利撤廃の効果という点では、10月以降の応札状況もみていく必要があると指摘した。

包括的な金融緩和政策の効果について、委員は、包括緩和が実体経済に及ぼす影響のうち、第1段階である金融環境への波及という点では、企業や家計が直面する金融環境は緩和した状態にあるとの認識で一致した。こうした緩和効果の波及に関連し、一人の委員は、市場の中ではフローの資産買入れペースを重視している向きも少なくなく、前回会合において基金の残高目標が10兆円程度増額されたものの、本年末までの資産買入れペースには変更がなかったことで、市場の反応が限定的となっている面はないかとの問題意識を示した。この点に関し、複数の委員は、金融緩和の効果については、基金の目標残高を増やすことに伴うストック効果が大きく、フロー効果はそれを補完するものとみておくべきではないかとの見解を示した。そのうち一人の委員は、ストック効果については、基金増額の決定と同時に出尽くす訳ではなく、その後、増額された目標残高に向けて、そのペースはともかく、実際に残高を積み上げていくことにより、日本銀行の政策姿勢に対する信認が徐々に高まっていく点にも効果を見出すことが出来ると述べた。

続いて、包括緩和が及ぼす影響のうち、第2段階である金融環境から実体経済への波及について、議論が行われた。多くの委員は、金融環境はきわめて緩和的であるが、企業の投資や支出の積極化に十分繋がっていないとの認識を示した。何人かの委員は、企業の投資活動が活発化していくためには、潜在需要を掘り起こす企業自身の努力に加え、成長力強化に向けた政府による環境整備も重要であると指摘した。このうちの一人の委員は、わが国では、人口減少率が大きい地域ほど、

銀行の預貸率の低下幅が拡大していると指摘したうえで、金融政策を超える課題も含まれるが、人口動態の成長にもたらす負の影響をどのように克服できるかについて、何らかの工夫の余地がないか考えていきたいと述べた。何人かの委員は、第1段階から第2段階への波及を強めていくために、現在、日本銀行は、成長基盤強化支援資金供給などを通じて、中央銀行としての貢献を続けているが、今後は、企業向け貸出が実際に増加していくよう、金融機関の活動をより直接的に後押しする工夫を検討していく必要もあるのではないかとの見解を示した。

このほか、被災地金融機関を支援するための資金供給オペについて、委員からは、同オペは、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援することを目的としているが、被災地金融機関の資金繰りに比較的余裕があることなどから、このところ利用実績が減少してきているとの指摘があった。そのうえで、今後のオペの利用状況などをみていくこととなった。

V. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日、委員も指摘されていた人口の減少や少子高齢化の問題は、日本経済の最大の制約要因だと認識している。政府としても、これだけ財政赤字が多い中で、予算の使い道を工夫しながら、少子化対策や社会保障の安定・充実に取り組んでいる。日本の経済を良くしていくためには、金融のみならず、政策や予算の使い道の変更、経済の体質を改善するための規制緩和など、様々な施策を総動員して日本の国力を如何に上げていくかが大事なポイントになると思う。
- わが国の景気は、世界景気の減速等を背景として、輸出・生産が弱含むなど、回復の動きに足踏みがみられる。先行きも、当面は弱めの動きが見込まれ、世界景気の更なる下振れなど景気下押しリスクがあるため、警戒レベルを引き上げて注視する必要がある。物価は、下落テンポが緩和しているものの、緩やかなデフレ状況にある。
- そうした中、先日発足した野田第三次改造内閣は、デフレからの早期脱却、経済再生、中長期的な経済成長の実現を重要課題として位置付けている。政府は、デフレ脱却に向けた政策を強力に推進し、成長力を強化していく。
- デフレからの早期脱却に向け、政府と日本銀行は意思疎通を更に

深め、密接に連携していくことが重要である。日本銀行には、政府の取り組みと歩調を合わせ、金融政策面からの最大限の努力をお願いする。まずは、日本銀行が当面目指すこととしている消費者物価上昇率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。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期待する。また、米欧や新興国など海外の金融政策等の影響を含め、わが国の景気下振れリスクに対して、適切に対応頂くようお願いする。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 先日発足した第三次改造内閣は、初閣議で決定した「基本方針」にのっとり、社会保障・税の一体改革の実現に引き続き全力を挙げて取り組むとともに、「デフレからの早期脱却」を重要課題として、「日本再生戦略」を推進することとしている。
- わが国経済は、これまで緩やかながらも回復を続けてきたが、足もと、世界景気の減速等を背景として、回復の動きに足踏みがみられる。世界景気の更なる下振れや、急速な円高の進行・高止まりを含む金融資本市場の変動等、景気を下押しするリスクも無視できない。特に、政府としては、昨今の急速な円高の進行・高止まりは、景気を下振れさせる重大なリスクと考えている。
- こうした状況において、前回の金融政策決定会合において、10兆円規模の追加緩和が決定されたことは、政府としても、時宜を得た適切な措置として評価している。日本銀行におかれては、引き続き、急速な円高の進行や最近の交易上の諸問題などの下振れリスクがわが国経済に与える影響を注意深く監視し、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重要課題であるとの認識を共有し、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。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」との基本方針に従って、金融政策を運営していると承知しているが、物価上昇率は未だ1%に届いていない。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、内外の経済・金融資本市場等の動向を見極めつつ、1%の早期実現に向け、継続的かつ、積極・果断な金融政策運営に取り組んで頂きたい。

これらの発言を受け、ある委員は、日本銀行としては、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よう、現在の緩和的な金融環境を最大限活用して欲しいと考えており、そのためにも、先般政府が策定した「日本再生戦略」の着実な実現を強く期待していると述べた。そのうえで、この委員は、日本銀行としても、政府と十分な意思疎通を図りながら、デフレからの脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、しっかりと使命を果たしていきたいと述べた。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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、佐藤委員、木内委員

反対：なし

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（9月18、19日開催分）が全員一致で承認され、10月11日に公表することとされた。

以 上

2012年10月5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、減速した状態がやや強まっている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。

3. わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている。輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態がやや強まるもとの、弱めとなっている。一方、国内需要は、復興関連需要などから底堅く推移している。すなわち、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、雇用環境が改善傾向にあるなかで、底堅く推移している。設備投資は、企業収益が総じて改善するもとの、緩やかな増加基調にある。この間、企業の業況感、海外経済減速の影響などを背景に、幾分慎重化している。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、概ねゼロ%となっている。

4. 先行きのわが国経済についてみると、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に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. 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は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要である。

6. 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、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。今後とも、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて間断なく金融緩和を進めていく。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方針である。

以 上