

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成23年10月6、7日開催分)

#### (開催要領)

1. 開催日時：2011年10月6日(14:01～16:31)  
10月7日(9:01～12:32)

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	(注)
	中村清次	(審議委員)
	亀崎英敏	(注)
	宮尾龍蔵	(注)
	森本宜久	(注)
	白井さゆり	(注)
	石田浩二	(注)

(注)西村委員は、7日の会合のみ出席した。

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(6日)
	藤田幸久	財務副大臣(7日)
内閣府	梅溪健児	政策統括官(経済財政運営担当)(6日)
	大串博志	内閣府大臣政務官(7日)

(執行部からの報告者)

理事	山本謙三
理事	中曽宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森徹(7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	関根敏隆
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	千田英継(7日)
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(7日 9:01～9:14)

## ．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6～7日）で決定された方針<sup>1</sup>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。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、安定的に推移している。GCレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは1年物まで含めて0.1%で推移しており、短国のイールドカーブはフラット化した状態が続いている。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。

長期金利は、1.0%前後で推移している。株価は、米欧株価が大きく調整したことが嫌気され、年初来安値となる水準まで下落したが、その後は持ち直し、日経平均株価はこのところ8千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国金利が低水準で推移する一方、介入警戒感が根強いこともあって、狭いレンジ内での動きとなっており、足もとでは76円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっている。輸出や設備投資は緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は、増加基調を維持している。一方、個人消費は、バランスシート問題が重石となる中、雇用環境の改善鈍化や家計のマインド悪化を受けて、ごく緩やかな改善にとどまっている。

---

<sup>1</sup> 「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。」

住宅投資については、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。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境がなお物価押し下げ圧力として作用しているものの、既往の国際商品市況上昇の影響などから、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おり、エネルギーと食品を除いたベースの消費者物価の前年比もプラス幅が拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、横ばい圏内の動きとなっている。輸出は、海外経済の減速を受けて伸び悩んでおり、個人消費は、概ね横ばいとなっている。欧州ソブリン・リスク問題の悪化から、消費マインドの低下はドイツなど主要国にも波及している。一方、民間設備投資は緩やかな増加を続けている。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、四半期ベースでは幾分縮小しているものの、9月単月ではプラス幅がやや拡大した。緩和的な需給環境や賃金の低い伸びが、なお物価押し下げ圧力として作用する一方、加工食品の価格上昇などがインフレ圧力として作用している。この間、英国経済も、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出に減速感が窺われるほか、個人消費の伸びが幾分鈍化しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けている。インド経済は、金融引き締めの影響から幾分減速しているが、高めの成長を続けている。NIEs、ASEAN経済は、内需が底堅く推移していることに加え、輸出や生産が緩やかながら増加していることから、景気の回復が続いている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、既往の食料品・原材料高や労働需給の逼迫を受けた賃金上昇率の高まりを背景に、物価上昇圧力の強い状態が続いている。

海外の金融資本市場では、欧州ソブリン・リスク問題に対する懸念や世界経済の先行きに対する不透明感から、投資家のリスク回避姿勢が強まる中、世界的に株価は引き続き大きく振れるなど、緊張の高まった状況が続いている。投資家の安全資産選好を受けて、米国・ドイツの長期金利が低い水準で推移する一方、欧州各国の国債利回りの対独スプレッドは、全般的に高止まっている。クレジット市場では、低格付け物を中心に社債の対国債スプレッドが拡大基調を辿っているほか、銀行間取引市場では、カウンターパーティ・リスクが意識され、ターム物金利が高水準で推移している。新興国の金融資本市場では、投資家のリスク回避的な姿勢が強まる中、投機

的ポジションの巻き戻しもあって、株価が下落したほか、通貨も総じて軟調に推移している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

生産や輸出は、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、増加を続けている。先行きについては、輸出は、海外経済が、当面減速するものの、基調的には底堅く推移するもとで、海外在庫の復元の動きもあって、緩やかな増加基調を辿るとみられる。こうしたもとで、生産は、緩やかな増加を続けると考えられる。

公共投資は、振れを伴いつつも、このところ下げ止まりつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復もあって、緩やかに増加しており、先行きは増加を続けるとみられる。

雇用・所得環境は、一部に改善の動きがみられるものの、厳しい状態が続いている。

個人消費は、一部に弱さが残っているものの、全体としては持ち直している。先行きは、雇用環境が徐々に改善に向かうもとで、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、供給制約の解消などから、持ち直しの動きが明確になっている。先行きは、被災住宅の再建もあって、徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、このところ下落している。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の動きを反映して、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、弱含みで推移するとみられる。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、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、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。実体経済活動や物価との関係で見ると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。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、発行体の裾野に広がりが見られるなど、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きが見られている。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、銀行貸出は減少幅が緩やかに縮小している。社債・CPの残高は前年を上回っている。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がなおみられているが、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックは、前年比2%台後半の伸びとなっている。

被災地の金融環境をみると、企業の資金繰りは改善傾向にあり、倒産件数も前年を大幅に下回っている。被災地金融機関では、保険金や義援金などの受け入れから預金が増加している一方、復興資金需要はなお本格化していないため、資金繰りに問題は生じていない。こうしたもとで、被災地金融機関支援オペによる資金供給額の合計は約4,500億円と、4月に設定した上限1兆円の半分弱となっている。

## ．「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」等の一部改正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。

## ．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、欧州ソブリン・リスク問題に対する懸念や世界経済の先行きに対する不透明感から、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まっており、緊張の高まった状況が続いているとの認識を共有した。また、投資家の強い安全資産選好を反映して、米国やドイツの国債、あるいは円など、安全とみなされている資産・通貨には、資金が集まりやすくなっているとの見方で一致した。

ソブリン・リスク問題について、多くの委員は、ギリシャの財政再建や構造改革への取り組みが難航する中、欧州諸国の国債を多く保有する欧州系金融機関の財務の健全性に対する懸念が高まっているとの認識を示した。また、欧州金融安定ファシリティの機能拡充や規模拡大に向けた対応に時間を要していることもあって、欧州の金融システム全体に対する不安心理が強まっていると指摘した。複数の委員は、欧州系金融機関に対する懸念は、クレジット市場では、CDSプレミアムの上昇や社債市場のタイト化というかたちで表れていると述べた。何人かの委員は、最近の動きとして、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まった結果、新興国からの資金流出が生じている点に懸念を示した。ある委員は、現在の欧州の状況について、通常時はリスク・フリー資産として金融取引に広範に用いられている国債の信用力に疑義が生じている、政策発動に多くの国の合意・承認が必要で、時間を要する、追加的な金融政策および財政政策の発動余地が限られてきている、といった点では困難があるが、リーマンショック後、金融機関に対する流動性供給や資本強化について、体制整備が進んでいるというプラスの面もあると述べた。

海外の経済情勢について、委員は、現状、先進国を中心に成長が鈍化傾向にあるが、先行きについては、当面減速するものの、基調的には、新興国の成長に支えられて底堅く推移するとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、回復を続けているものの、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっているとの認識を共有した。多くの委員は、個人消費の伸び悩みの背景として、住宅市場の低迷、雇用環境の改善ペースの鈍化、株価下落を受けた消費者コンフィデンスの悪化などを指摘した。何人かの委員は、生産、企業収益、設備投資などは底堅く推移しており、企業部門を中心に回復に向けた動きは維持されているとの見方を示した。先行きについて、委員は、バランスシート調整圧力が引き続き経済の重石となっているもとで、

財政面や金融面からの景気梃子入れ余地が限定的なことから、当面、景気回復は緩やかなペースにとどまるとの見方を共有した。複数の委員は、幾つかの金融機関において住宅ローン関連損失の拡大が見込まれているなど、住宅バブル問題の解決にはなお時間を要する可能性があるとして指摘した。一人の委員は、失業が更に長期化することにより、期待成長率が低下し、低成長の長期化につながる可能性があるとして指摘した。ある委員は、既往の国際商品市況高の調整や、米政府が検討している経済・雇用対策等を踏まえれば、先行きを過度に悲観視するのは適当ではないと述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。多くの委員は、海外経済の減速を受けた輸出の伸び悩みに加えて、家計のマインド悪化に伴う個人消費の弱含みなどから、これまで欧州経済を牽引してきたドイツなど主要国においても、成長が鈍化していることを指摘した。こうした状況について、これらの委員は、ソブリン・リスク問題の影響が、マインドの悪化を通じて、实体经济にも及んできているとの見方を示した。先行きについても、委員は、ソブリン・リスク問題を巡る金融資本市場の緊張が続く中、財政支出の削減や、企業および家計のマインド悪化を背景に、弱い動きが続くとの見方で一致した。

新興国・資源国経済について、委員は、輸出の減少や既往の金融引き締めの影響から、成長テンポが鈍化してきているが、堅調な需要を背景に、総じて高めの成長を維持しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、基本的には、新興国・資源国は高めの成長で世界経済を牽引していくとみられるが、物価安定と成長を両立することができるか、なお不透明感が高いとの認識を共有した。ある委員は、新興国の一部において、物価上昇率が高止まる中で金融引き締めを中断する動きがみられることに言及し、物価安定と成長の両立の難しさが一部で顕現化しているようにみえると述べた。また、何人かの委員は、投資家がリスク回避の一環として新興国から資金を引き揚げる動きをみせている点について、こうした動きが拡がることになれば、新興国の経済活動を金融面から下押す可能性があるとして指摘した。ある委員は、中国においては、やや長い目でみて、地方からの低賃金労働者の供給余地が乏しくなるなど、構造的な転換点が到来しつつあり、潜在成長力が低下する可能性にも留意が必要であると述べた。

以上の議論を経て、欧州では、ソブリン・リスク問題の影響の

深刻化を受けて、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が強まっていくリスクがあること、米国では、雇用の改善テンポが依然として緩慢なうえ、家計のバランスシート調整や住宅市場の調整が長引くもとで、景気は上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続くと考えられること、新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高いこと、など、海外経済の先行きには引き続き留意が必要との見方で一致した。

こうした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、持ち直しの動きが続いているとの見方で一致した。また、生産や輸出について、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、増加を続けているとの認識を共有した。そのうえで何人かの委員は、情報関連財など一部で、輸出の勢いに陰りがみられることを指摘した。委員は、設備投資は緩やかに増加しており、個人消費は持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、9月短観における今年度設備投資計画が堅調であったことを指摘した。また、委員は、住宅投資は持ち直しの動きが明確になっており、公共投資も下げ止まりつつあるとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、海外経済は、当面減速するものの、基調的には底堅く推移すると考えられること、そうしたもとで、輸出は、緩やかな増加基調を辿ること、資本ストックの復元に向けた国内需要が顕現化してくることなどから、わが国経済は緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響に、引き続き最も注意が必要であるとの見方で一致した。多くの委員は、欧州のソブリン・リスク問題が世界経済全体を下押しする中で、輸出が下振れるリスクが高まっているとの認識を示した。このうち、複数の委員は、とりわけ自動車や情報関連の海外需要の下振れには注意が必要であると付け加えた。何人かの委員は、これまでの円高が、輸出や企業収益の悪化をもたらすだけでなく、企業や家計のマインド悪化を通じて、より広範な影響をもたらす可能性に注意が必要であると指摘した。このうちの一人の委員は、円高の定着が一因となって、基幹工場や研究開発拠点の海

外シフトが加速するようなことがあれば、産業空洞化をもたらすとともに、わが国の成長期待が低下する恐れがあると述べた。別の一人の委員は、最近、円高を活かした海外企業の買収例が増していることは、わが国の潜在成長力を高めるものとして、積極的に評価できる面もあると述べた。この間、複数の委員は、電力供給制約の影響も引き続き意識しておく必要があると指摘した。こうした議論を踏まえて、委員は、わが国経済を巡る不確実性は引き続き高く、下振れリスクを意識する必要があるとの認識を共有した。

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、10月以降、昨年引き上げられたたばこ税や傷害保険料のプラス寄与が剥落することもあるとあって、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、国際商品市況の反落やこれまでの円高が、当面、物価の下押し要因として働く可能性に言及した。やや長い目でみた消費者物価の動向について、委員は、需給ギャップの縮小を受けて緩やかに上昇していくとの認識を共有した。ある委員は、国内企業の価格支配力は、震災後に一時的に高まったものの最近では再び低下しているとみられるとしたうえで、円高に伴う企業マインドの悪化などと相俟って、物価安定の実現が後ずれするリスクに留意が必要であると述べた。

この間、消費者物価の基調判断にどのような指数を用いるべきかについても議論がなされた。何人かの委員は、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、先般の基準改定によって低下したが、物価の実勢に変化が生じた訳ではなく、需給ギャップが縮小するもとで、デフレ脱却の方向に向かっていること自体は変わっていないと述べた。一人の委員は、購入頻度の低い品目を除いた消費者物価指数の前年比がはっきりとしたプラスとなっていることを指摘したうえで、人々の物価観は、ヘッドラインの指数でみるほど、低くはないかもしれないと述べた。ある委員は、基調的な物価変動を捉えるうえで完璧な指数を作ることは困難であり、様々な指標を総合的に判断していくという姿勢が重要ではないかとの見解を示したうえで、基調的な物価動向の適切な捉え方については、引き続き検討を行っていく必要があるとコメントした。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、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、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。何人かの委員は、米ドルの調達環境に関して、欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクが強く意識されているものの、邦銀については、落ち着いた調達環境が維持されているとの認識を示した。何人かの委員は、株価の軟調や円高の動きなどに言及しつつ、国際金融市場における緊張の高まりがわが国金融市場に及ぼす影響について、引き続き注意してみていく必要があるとの認識を示した。企業金融について、委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向が続いており、CP市場、社債市場ともに、良好な発行環境が続いているとの認識を共有した。また、企業の資金繰りについて、委員は、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がなおみられているが、総じてみれば改善した状態にあるとの見方で一致した。複数の委員は、9月短観における貸出態度判断DIや資金繰り判断DIの改善からも、こうした状況が確認できると述べた。

## ・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、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで金融資産の買入れを着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、欧州ソブリン・リスク問題の拡がりに起因する国際金融資本市場の不安定化等を背景に、前回会合よりも経済・物価の下振れリスクは幾分高まっているのではないかと述べた。何人かの委員は、今後、必要に応じて適切な措置を講じていくことが重要であるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、事態の展開によっては、先行き更なる金融緩和が必要となる可能性もあるとの認識は、前回会合から変わっていないと付け加えた。複数の委員は、米・欧の中央銀行と協調して行っている米ドル資金供給オペレーションは、国際的な金融市場の安定確保に重要な役割を果たしており、今後ともこうした中央銀行間の協調が重要であると述べた。

10 月末に貸付受付期間が終了する被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、委員は、受付期限を延長し、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き、被災地の金融機関における復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援することが適当との見解で一致した。大方の委員は、延長後の期限について、被災地金融機関の年末、年度末の資金繰りに万全を期す観点から、来年 4 月末とすることが適当と述べた。何人かの委員は、本オペレーションの実施期間と合わせるかたちで決定した、被災地企業等債務にかかる担保適格要件の緩和措置の適用期限についても、同様に 6 か月延長し、2013 年 4 月末としてはどうかと述べた。複数の委員は、今後の対応については、復興資金需要の動向やそれに対する民間金融機関の取り組みのほか、政府等による支援の状況なども踏まえつつ、必要に応じて、中央銀行としての適切な対応を検討していくことが適当であると述べた。

以上の議論を経て、議長は、本オペレーションの貸付受付期間の延長等に関する委員の意見は収斂していると判断し、他の委員もそれに同意したことから、本会合において、基本要領の改正を決定することとした。これを受けて、執行部は基本要領の改正案を作成し、説明を行った。その後、政策委員による検討が行われ、最終的な付議文案として「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件」が作成された。

## ．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。

- 1 わが国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、急速な円高の進行、更には欧米経済の停滞感の高まりが、景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として強い懸念を持っている。
- 1 産業の空洞化を防ぐため、政府としては、第 3 次補正予算等を活用し、中小企業金融の更なる充実など円高の「痛み」を緩和すること、立地補助金の思い切った拡充等により産業空洞化を防ぎ、リスクに負けない強靱な経済を構築すること、日本企業による海外企業の買収や資源権益の獲得等、円高メリットを徹底活用すること等を早急に進めることが重要である。9 月 20 日に中間報告を公表した「円高への総合的対応策」の最終取り纏めも、可能な限り早

急に進めていく。なお、第3次補正予算の成立を待たずに可能な対応は、迅速に行うことが重要であり、「円高に対応した雇用調整助成金の要件緩和」等や、「海外M & Aや資源確保等の促進」等を直ちに着手・実施することとした。

- 1 本日、被災地金融機関支援オペの延長が提案されたことについては、震災の復旧・復興に資する取り組みと評価している。政府としては、円高の進行と欧米経済の停滞懸念による景気下振れリスクが急速に高まりつつあることなどを踏まえ、今後のマクロ経済運営にはより一層細心の注意を払う必要があると考えており、引き続き日本銀行と一体となって取り組んでいきたい。日本銀行におかれても、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、欧米経済の動向や為替市場を含む金融・資本市場の変動が、わが国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、サプライチェーンの立て直し等により持ち直している。先行きは、復興需要により景気の持ち直し傾向が続くと期待されるが、欧州の財政問題を背景とした国際金融情勢の不安定化、海外景気の下振れ懸念や急速な円高の進行等、わが国景気の下振れリスクが強まっていることには十分な留意が必要である。
- 1 物価については、コアCPI上昇率は2か月連続で僅かなプラスとなったが、物価の基調は下落が続いているなど、依然として緩やかなデフレ状況にある。こうした中で、円高の進行がデフレを強め、また、逆にデフレが円高をもたらすという悪循環に陥ることのないよう対処していくことが重要である。
- 1 政府としては、急速な円高の進行等による景気下振れリスクや産業空洞化リスクに先手を打つとの考え方のもと、円高の痛みの緩和、リスクに強靱な経済の構築、円高メリットの徹底活用を柱とした「円高への総合的対応策」の最終取り纏めを早急に行う。これを含む平成23年度第3次補正予算案の早期成立を図り、東日本大震災からの復興に全力で取り組むとともに、円高対応策を迅速に実施することにより、景気下振れリスクを最小化し、日本経済の持続的な成長への道行きを確かなものとするよう努力していく。
- 1 わが国経済は、国際金融情勢の不安定化や投資家のリスク回避姿勢の強まり、景気の下振れリスクの高まり、円高とデフレの悪循環

環の懸念という困難に直面している。日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を引き続き金融面から支えて頂くとともに、政府との一層緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営により経済をしっかりと下支えするようお願いしたい。

## ．採決

### 1．金融市場調節方針

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、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

### 2．「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件

次に、「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレー

シヨン基本要領』等の一部改正に関する件」が、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

・ 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。

・ 議事要旨の承認

議事要旨（9月6、7日開催分）が全員一致で承認され、10月13日に公表することとされた。

以 上

別 紙

2011年10月7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<sup>(注1)</sup>）。

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．わが国の経済は、持ち直しの動きが続いている。すなわち、生産や輸出は、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、増加を続けている。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加しているほか、個人消費についても、全体としては持ち直している。この間、金融環境をみると、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、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。

3．先行きについて、海外経済は、当面減速するものの、基調的には、新興国を中心に底堅く推移すると考えられる。そうしたもとで輸出が緩やかな増加基調をたどることや、資本ストックの復元に向けた国内需要が顕現化してくることなどから、わが国経済は、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。

4．景気のリスク要因をみると、欧州のソブリン問題の帰趨や、バランスシート調整が米国経済に与える影響について、引き続き注意が必要である。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、引き続き、丹念に点検していく必要がある。

物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。

---

<sup>(注1)</sup>賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

また、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

5．被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、その受付期限を6か月延長し、2012年4月末とすることとした。被災地企業等にかかる担保適格要件の緩和措置についても、その適用期限を6か月延長し、2013年4月末とすることとした。

6．日本銀行は、現在、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」<sup>(注2)</sup>に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に対応していく方針である。

以 上

---

(注2) 「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である。」

( 23 年 10 月 27 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 10 月 27 日 ( 9 : 00 ~ 13 : 26 )

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	( " )
	中村清次	( 審議委員 )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	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	藤田幸久	財務副大臣
内閣府	大串博志	内閣府大臣政務官

( 執行部からの報告者 )

理事	山本 謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹
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	関根敏隆
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	千田英継
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	川本卓司

## ．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>1</sup>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%台半ばの間で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、安定的に推移している。G Cレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを中心にごく僅かに強含む動きもみられるが、総じて0.1%程度で安定的に推移している。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。

長期金利は、1.0%程度で推移している。株価は、米欧株価の持ち直しを受けて上昇し、足もとの日経平均株価は8千円台後半で推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、日米金利差が一頃に比べ幾分拡大している一方、本邦輸出企業による円買いが意識されるもとで、総じて狭いレンジ内での動きとなっており、足もとでは76円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっている。個人消費は、バランスシート問題が重石となる中、雇用環境の改善鈍化や家計のマインド悪化を受けて、ごく緩やかな改善にとどまっている。住宅投資については、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。一方、輸出や設備投資は緩やかに

---

<sup>1</sup> 「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。」

増加している。こうしたもとで、生産は増加基調を維持している。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しているものの、既往の国際商品市況上昇の影響などは、なお物価上昇率を押し上げる方向に作用している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、横ばい圏内の動きとなっている。輸出が、海外経済の減速を受けて伸び悩んでいるほか、個人消費は、概ね横ばいとなっている。欧州ソブリン問題の深刻化から、消費マインドの悪化は、ドイツなど主要国にも波及している。そのもとで、生産は減速している。物価面では、緩和的な需給環境や賃金の低い伸びが、引き続き物価押し下げ圧力として作用する一方、加工食品の価格上昇などが、物価上昇圧力として作用している。この間、英国経済も、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出が幾分減速しているほか、個人消費の伸びが、物価上昇の影響などから幾分鈍化しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けている。インド経済も、幾分減速しているが、なお高めの成長を続けている。N I E S、A S E A N経済は、内需が底堅く推移していることに加え、輸出や生産が緩やかながら増加していることから、景気の回復が続いている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、既往の食料品・原材料高や労働需給の逼迫を受けた賃金上昇率の高まりを背景に、物価上昇圧力の強い状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州ソブリン問題に対する欧州連合の包括的な対応策などにより、投資家のリスク回避姿勢が幾分和らいだことや、米国で予想を上回る経済指標が比較的多かったことなどから、欧米の株価は上昇している。また、クレジット市場では、社債の対国債スプレッドが小幅に縮小している。一方、欧州各国の国債利回りの対独スプレッドは、財政と金融システムの負の共振が意識される中、国債や金融機関の格下げの影響などから、高止まりを続けている。銀行間取引市場では、カウンターパーティ・リスクへの警戒感が続く中、ターム物金利が高水準で推移している。新興国の金融資本市場では、投資家の安全資産選好が幾分和らぐもとで、資金流出の動きが一服し、株価は上昇し、通貨は下げ止まっている。

#### 4 . 国内金融経済情勢

##### ( 1 ) 実体経済

わが国経済は持ち直しの動きを続けている。ただし、海外経済減速や円高の影響などから、企業マインドの改善には一服感もみられる。

公共投資は、発注の動きを示す公共工事請負金額が、2か月連続の増加となるなど、このところ下げ止まりつつある。

輸出は、7月、8月に前月比で小幅の増加となったあと、9月は自動車関連を中心に伸び率を高め、7～9月の前期比は+8.7%と大幅な増加となった。

タイで発生した水害により、日系企業の現地生産設備にも被害が広がっている。これがわが国経済に与える影響について、現時点では見極め難い面もあるが、連結ベースでみた企業業績や、わが国の輸出、生産が短期的に下押しされる可能性があり、注意が必要である。

設備投資について、先行指標である機械受注をみると、4～6月に続き、7～8月も増加傾向を続けている。

個人消費について、9月の百貨店売上高やチェーンストア売上高をみると、台風等の天候要因から、前月比で幾分減少している。一方、震災後の落ち込みから回復が鈍かった旅行取扱額は、8月は大幅に増加し、震災前の水準を回復している。

物価面をみると、国際商品市況は下落している。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の動きや為替円高の影響などから、弱含んでいる。先行きについても、当面、弱含みで推移するとみられる。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、やや長い目でみた企業活動の改善を反映して、下落幅が縮小傾向にある。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、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。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は減少幅の縮小傾向が続いている。企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いており、金融機関の貸出運営スタンスも、引き続き積極的となっている。企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がなおみられるが、総じてみれば、改善した状態にある。

## ．金融経済情勢と展望レポート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、欧州では金融システムの安定化に向けた動きも進み始めているが、その具体的な実現を巡る不確実性がなお残ることなどから、緊張状態は続いているとの見方で一致した。多くの委員は、欧州ソブリン問題は、スペインやイタリアといった経済規模の大きな国々に拡がりを見せつつ、欧州系金融機関を巡る資金調達環境の悪化につながっており、欧州の金融システム全体に対する不安心理が一段と強まっているとの認識を示した。何人かの委員は、グローバルな投資家のリスク回避姿勢は根強く、相対的に安全通貨とみなされている円に対して、上昇圧力のかかりやすい地合いが続いていると指摘した。委員は、欧州ソブリン問題の抜本的な解決にあたっては、関係国が歳入・歳出の見直しによって財政健全化を着実に進めるとともに、産業競争力強化など中長期的な成長力を高める構造改革に取り組む必要があり、これには長い時間を要するとの認識を共有した。

海外の経済情勢について、委員は、先進国を中心に成長ペースが鈍化しているものの、新興国・資源国の高めの成長に支えられ、全体としては緩やかな回復傾向を続けているとの見方で一致した。先行きについては、当面は、国際金融資本市場の緊張が残る中、先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、再び成長率を高めていくとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、回復を続けているものの、家計の過剰債務や住宅市場の調整が長引き、雇用の改善も緩慢なもとの回復のペースはごく緩やかなものにとどまっているとの認識を共有した。多くの委員は、生産、企業収益、設備投資など企業部門の指標は底堅く推移している一方、このところ、金融市場の緊張を背景とした消費者マインドの悪化や、低調な住宅需要の動向を反映した住宅価格の下落が目立つことを指摘した。先行きについて、委員は、財政・金融政策の発動余地が限られ、バランスシート調整の圧力が根強く残る中、成長のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの見方で一致した。

ユーロエリア経済について、委員は、ソブリン問題に端を発する金融システム不安の高まりを受けて、家計や企業のマインドが悪化して

いることなどから、減速が明確になっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、ソブリン問題を巡る金融資本市場の緊張が続く、欧州の金融機関は、資産圧縮や貸出運営スタンスの厳格化の動きを強めるなど、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が働くもとで、景気回復の動きは抑制されたものになるとの見方を共有した。

新興国・資源国経済について、委員は、物価上昇による実質購買力の低下や金融引き締めの効果に加え、先進国経済の減速に伴う輸出の減少の影響などから、幾分減速しているが、生産・所得・支出の自律的な好循環が基本的に保たれているもとで、総じて高めの成長が続いているとの見方で一致した。また、多くの新興国・資源国では、インフレ圧力は十分に沈静化していないとの認識を共有した。先行きについて、委員は、多くの国で、当面は幾分減速した状態で推移するものの、その後は、インフレ圧力の低下に伴って、家計の実質購買力が回復することなどから、高めの成長を実現していく可能性が高いとの見方を共有した。何人かの委員は、欧州ソブリン問題を巡る金融市場の緊張が続く中で、グローバルな投資家がリスク回避の動きを強める結果、新興国から資金を引き揚げる動きが広がる可能性には、留意が必要であると述べた。

わが国の金融環境について、委員は、CPや社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。先行きについても、日本銀行による強力な金融緩和の効果が一段と浸透していく中で、緩和の動きが続き、国内民間需要が自律回復に向かう動きを支えていくとの認識を共有した。ある委員は、短中期的な予想物価上昇率がこのところ弱含んでいると指摘したうえで、これが同ゾーンの実質金利の上昇圧力につながり、円高や株安の圧力を強める可能性には注意する必要があると述べた。

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。委員は、わが国経済は、供給面の制約がほぼ解消され、主として需要面の動向に規定される局面に移行しつつある中で、持ち直しの動きが続いているとの見方で一致した。また、生産や輸出について、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、内外の在庫復元を急ぐ自動車関連を中心に、増加が続いているとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、海外経済の減速や円高の影響などから、企業マインドの改善に一服感がみられる点を指摘した。複数の委員は、海

外経済の減速の影響がIT関連財の輸出動向等に、円高の影響が外国人訪日客の回復鈍化等に、それぞれ顕在化しつつあると述べた。タイの水害がわが国経済に与える影響について、多くの委員は、現時点で全体像を見極め難いが、同国を重要な生産拠点のひとつとする自動車や一部電気機械セクターを中心に、企業収益や輸出、生産が一時的に下押しされるリスクに、留意が必要であると述べた。

## 2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、2012年度までは、7月の中間評価時点と比べると、海外経済の減速や円高の影響などから、幾分下振れているとの見解で一致した。そのうえで、委員は、経済にきわめて大きな影響を及ぼしかねない金融市場のショックが回避されるのであれば、海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。

2011年度下期の経済情勢について、委員は、輸出や生産を中心に、海外経済減速や円高の影響を受けるとみられる一方、資本ストック等の復元に向けた復興需要が、公共投資、民間設備投資、住宅投資、さらには耐久消費財需要といった様々な面で、徐々に顕在化してくるとの見方で一致した。また、2012年度の経済情勢について、復興需要が年度を通じて寄与することに加え、海外経済の成長率が緩やかに高まり、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムが働くため、比較的高い成長率となるとの見方を共有した。2013年度については、委員は、復興需要の押し上げ寄与が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012年度対比では鈍化するものの、新興国・資源国を中心とする堅調な海外需要のもとで、潜在成長率を上回る成長が続くとの認識を共有した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きについて、委員は、当面はゼロ%近傍で推移したあと、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもとで、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%台半ばになっていくとの見方で一致した。その前提条件である国際商品市況について、委員は、世界経済の減速などを背景にこのところ軟化しているが、やや長い目でみれば、新興国が高い経済成長を続ける中で、食料やエネルギーを中心に、緩やかな上昇傾向を辿るとの想定を共有した。なお、消費者物価（除く生鮮食品）の見通し計数は、固定基準年指数に基づき作成

しているが、委員は、連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き 2013 年頃の前年比は、見通しに比べ、若干低くなっている可能性があるとの認識で一致した。

委員は、こうした中心的な見通しに関する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、欧州ソブリン問題を中心とする国際金融資本市場を巡る動向、海外経済の動向、復興需要の動向、企業や家計の中長期的な成長期待、の 4 点を挙げた。これらの要因に加え、何人かの委員は、原子力発電所の再稼働時期と電力の供給制約を巡る不確実性にも、注意する必要があると述べた。ある委員は、わが国の金融システムや企業財務が、欧米対比、健全性を維持していることが、上振れ要因として作用する可能性もあると指摘した。

欧州ソブリン問題の帰趨について、委員は、その世界経済への影響も含めて不確実性が大きいとの見解で一致した。そのうえで、為替・金融資本市場において、グローバル投資家のリスク回避姿勢が一段と強まる結果として、円高や株価の下落が進めば、企業や家計のマインドを通じた影響も含め、わが国の景気の下振れ要因となるとの認識を共有した。何人かの委員は、大幅な円高が進行し、輸出企業の採算が悪化した場合、企業収益が下振れし、ひいては雇用・所得環境に悪影響を及ぼす可能性に、特に留意する必要があると述べた。ある委員は、ソブリン問題を巡る金融資本市場の緊張が続く中で、大幅な円高傾向が定着し、基幹工場や研究開発拠点の流出につながれば、国内の投資や雇用の大幅な減少をもたらし得るとの懸念を示した。

海外経済について、委員は、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題について、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が強まっていくことにならないかどうか、新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、注視していく必要があるとの認識を共有した。多くの委員は、欧州ソブリン問題への政策対応次第で、欧州金融機関が、資産圧縮や貸出抑制の動きを一段と強めかねないリスクに注意が必要であると述べた。

企業や家計の成長期待について、複数の委員は、わが国経済が、震災から立ち直る過程で、海外経済の減速や円高、電力の供給制約といった負のショックに直面する結果、企業や家計の成長期待が低下し、

見通し期間内の景気も下振れるリスクがある点に懸念を示した。

物価見通しの上振れ・下振れ要因について、委員は、景気の上振れ・下振れ要因の顕現化による影響、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の変化、輸入物価の動向、の3点を指摘した。このうち企業や家計の中長期的な予想物価上昇率について、ある委員は、デフレ脱却時期の後ずれ予想が強まる場合、民間部門の支出活動などが先送りされる結果、予想物価上昇率や成長期待が高まらない、という状態に陥るリスクに注意が必要であると述べた。

以上を踏まえ、委員は、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行った。

まず、第1の柱、すなわち、先行き2013年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な見通しを総合的に評価すると、委員は、2012年度までの成長率見通しは、7月の中間評価時点と比べると幾分下振れており、わが国経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するとの認識を共有した。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、委員は、景気面では、海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響について、丹念に点検していく必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、欧州ソブリン問題を巡る国際金融資本市場の緊張が続く中で、発生確率は必ずしも大きくないものの、リーマン・ショックのような、わが国経済にきわめて大きな影響を及ぼしかねない金融市場のショックが生じるリスクについても、意識しておく必要があると述べた。物価面では、委員は、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きいほか、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもあるとの見方で一致した。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえ、委員は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価の見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要であるとの認識を共有した。そのうえで、今回の会合で、金融緩和の一段の強化に合意が得られるのであれば、わが国経済は、やや長い目でみて、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくという見通しを、維持すること

ができるとの見解で一致した。

## ．当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

委員は、８月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、資産買入等の基金を増額し、金融緩和を一段と強化することが必要との判断で一致した。

資産買入等の基金の増額を図ることが適当との委員の意見を踏まえ、議長は、買入対象となっている金融資産の市場動向や日本銀行の買入れ余地、日本銀行の財務の健全性との関連などについて、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説明を行った。

- Ⅰ 現在、基金が買入対象としている金融資産の市場規模との関係で見ると、国庫短期証券や残存期間１～２年程度の長期国債については、追加的な買入れの際の制約は、当面、さほど大きくないとみられる一方、ＣＰ、社債、そしてとりわけ不動産投資信託については、そうした市場規模面からの制約はより大きいと考えられる。
- Ⅰ 市場動向という点からみると、国庫短期証券の利回りは、一段の低下余地が乏しいものの、残存期間１～２年程度の長期国債の利回りは、なお幾分低下余地が残されている。ＣＰ発行レートの対短国スプレッドや、社債流通利回りの対国債スプレッドは、低位で安定的に推移している。
- Ⅰ 日本銀行の財務の健全性という観点からみると、指数連動型上場投資信託については、追加的な買入れに際し、価格変動リスクが大きい点に留意する必要があるが、国庫短期証券、長期国債、ＣＰ、社債については、当面、日本銀行の財務面からの制約はさほど強くないとみられる。

以上の執行部の説明を受けて、委員は議論を行い、わが国の金融環境が、国際金融資本市場が不安定な中であっても、緩和の動きを続けるもとで、企業の資金調達は円滑に行われている現状も踏まえると、基金の増額の対象は長期国債とし、それを通じて金融市場全体に緩和効果のさらなる浸透を図ることが適当との見解を共有した。

委員は、わが国の資金調達構造をみると、期間３年以下の貸出等の割合が高いため、それに概ね対応する期間の金利の低下を促すことが、

金融緩和を一段と強化していくうえで効果的であるとしたうえで、基金を通じた長期国債の買入対象は、これまでと同様、残存期間2年までのものとするのが適当との見解で一致した。複数の委員は、円の為替相場と日米の2年金利差の相関が、他の年限に比べると相対的に高めである現状を踏まえると、残存期間1～2年の長期国債の買入れは、為替相場の安定という観点からも効果的であると述べた。

基金の増額の規模について、大方の委員は、8月に、先行きの様々な景気下振れリスクを前もって相当意識したうえで、10兆円程度という思い切った増額を行い、現在は、そのもとで資産買入れを着実に進めている段階であることなどを踏まえると、5兆円程度とすることが適当との見方を示した。基金増額後の買入れ完了の目途について、何人かの委員は、従来と同様2012年末とし、今後の長期国債の買入れペースを、これまでより加速させることが適当と述べた。

これに対して、一人の委員は、企業や家計の予想物価上昇率や成長期待の低下を通じて、見通し期間の景気や物価が下振れるリスクが高まっており、8月の金融緩和の強化に続き、10兆円程度という、インパクトのある規模で基金の増額を行うことが適当との意見を述べた。

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。複数の委員は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利を継続していく方針であることを粘り強く説明し、デフレ脱却に向けた日本銀行の強い姿勢を明確に示すことが重要と指摘した。

先行き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ために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとの考え方で一致した。また、こうした日本銀行の取り組みが、日本経済の中長期的な成長力の強化に結びつくためには、民間、政府を含め各方面が、きわめて緩和的な現在の金融環境を活用しつつ、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要との見解を共有した。

## ・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。

- 1 わが国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。こうした中、為替市場では、急速に円高が進行し、円の対ドル相場は史上最高値を更新するなど、一方的に偏った動きが強まっている。さらには、欧州債務問題に対する懸念が再燃しており、海外経済の停滞感の高まりが、重大な景気下振れリスクとなっており、政府として大変懸念している。
- 1 政府は、現下の円高や、産業空洞化リスクの急激な高まりに機を逸することなく適切に対応する観点から、10月21日、中小企業金融のさらなる充実、立地補助金の拡充、日本企業による海外企業の買収や資源確保など円高メリットの徹底活用、を柱とした円高への総合的対応策を閣議決定した。
- 1 また、平成23年度第3次補正予算の概算を決定した。その中では、東日本大震災からの復興関連の施策を重点的に手当するとともに、産業の空洞化等への対応も盛り込んでいる。今後成立に向けて全力で取り組んでいく。
- 1 本日、さらなる金融緩和について提案されたことは、現下の厳しい経済状況を踏まえた適切な対応と評価する。日本銀行におかれては、今後とも、海外経済の動向や、為替市場を含む金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響等を踏まえながら、果断な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。先行きについても、景気の持ち直し傾向が続くことが期待されるものの、国際金融情勢の不安定化、海外景気の下振れ懸念や急速な円高の進行等、わが国景気の重大な下振れリスクが存在する。タイの洪水被害の悪影響にも十分な注意が必要である。
- 1 政府は、急速な円高の進行等による景気下振れや産業空洞化のリスクに対処していくため、「円高への総合的対応策」を閣議決定した。今後は、第3次補正予算の速やかな成立に努めるとともに、本対応策が迅速に具体的な成果を挙げるよう、各府省副大臣等からなる景気対応検討チームによるP D C Aに立脚した進捗管理を行っていく。日本銀行にもご協力をお願いしたい。
- 1 展望レポートでは、消費者物価の前年比は当面はゼロ%近傍、

2013年度まではゼロ%台半ばにとどまると見込まれているが、これは「中長期的な物価安定の理解」に比べ低い。「物価安定の理解」は、2006年に示されて以降、2008年を除き達成されていない。わが国経済が依然緩やかなデフレ状況にある中で、円高とデフレの悪循環に陥ることがないように対処していくことが重要であり、デフレ脱却が政策課題であるとの認識は、政府と日本銀行で以前から共有しているところである。ご提案のあった金融緩和の強化策については、時宜を踏まえたものと評価させて頂く。日本銀行におかれは、引き続き政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営により、経済を下支えするようお願いしたい。

## 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、中村委員、亀崎委員  
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

資産買入等の基金の残高について、大方の委員は5兆円程度増額し、増額の対象資産を長期国債とすることが適当であるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、資産買入等の基金の残高の増額幅を10兆円程度とする旨の議案を提出したいと述べた。この結果、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

宮尾委員からは、資産買入等の基金の残高を10兆円程度増額し、増額の対象資産は長期国債とする旨の議案が提出され、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：宮尾委員

反対：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員  
森本委員、白井委員、石田委員

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、資産買入等の基金の残高を5兆円程度増額し、増額の対象資産は長期国債とする旨の議案が提出された。採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員  
森本委員、白井委員、石田委員

反対：宮尾委員

宮尾委員は、企業や家計の予想物価上昇率や成長期待の低下を通じて、見通し期間の景気や物価が下振れるリスクが高まっており、8月に続き、10兆円という思い切った資産買入等の基金の増額を行うべきであるとして、議長案に反対した。

## ・対外公表文（「金融緩和の強化について」）の検討

以上の議論を踏まえて、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で経済・物価見通しがさらに下振れするリスクにも注意が必要であるとの認識のもとで、物価安定のもとでの持続的成長経路

への移行をより確かなものとするためには、資産買入等の基金を 50 兆円程度から 55 兆円程度に 5 兆円程度増額し、金融緩和を一段と強化する、という金融政策の運営方針に加え、宮尾委員の提出した議案に関する記述を含んだ対外公表文（「金融緩和の強化について」＜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。

#### ・「経済・物価情勢の展望」の決定

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、10 月 28 日に公表することとされた。

#### 採決の結果

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

反対：なし

#### ・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 1 日に公表することとされた。

以 上

## 金融緩和の強化について

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、資産買入等の基金を 50 兆円程度から 55 兆円程度に 5 兆円程度増額し、金融緩和を強化することを決定した（賛成 8 反対 1<sup>(注1)</sup><sup>(注2)</sup>）。資産買入等の基金の増額に当たっては、長期国債を対象とすることとした<sup>(注3)</sup>。
2. 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」ことを決定した（全員一致<sup>(注4)</sup>）。
3. 日本経済は、供給面の制約が解消されてきている中で、持ち直しの動きが続いている。金融環境をみると、CPや社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いている。日本経済の先行きについては、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。
4. しかし、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要である。日本銀行は、8月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：宮尾委員。

(注2) 本日の金融政策決定会合では、宮尾委員より、資産買入等の基金を 10 兆円程度増額し、60 兆円程度とする議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：宮尾委員、反対：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、森本委員、白井委員、石田委員）。

(注3) 基金の内容等については別紙参照。

(注4) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

段と強化することが必要と判断した。

5．その際、上記の金融環境のもとで企業の資金調達が基本的には円滑に行われている現状を踏まえ、資産買入等の基金を5兆円程度増額する対象は長期国債とし、それを通じて金融市場全体に緩和効果のさらなる浸透を図ることが適当と判断した。なお、日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、銀行券需要の趨勢的な残高に概ね見合うよう、安定的な資金供給を行うという観点から、現在、年間21.6兆円の長期国債を買入れている。

6．日本銀行は、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、今後とも、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。こうした日本銀行の取り組みが、日本経済の中長期的な成長力の強化に結びつくためには、民間、政府を含め各方面が、緩和的な金融環境を活用しつつ、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要と考えている。

以 上

(別紙)

今回の「資産買入等の基金」の増額について

1. 増額の内容

	従来の規模	今回の増額幅	増額後の規模
<b>総額</b>	<b>50</b> 兆円程度	<b>+5</b> 兆円程度	<b>55</b> 兆円程度
資産の買入れ	15.0	+5.0	20.0
長期国債(注)	4.0	+5.0	9.0
国庫短期証券	4.5		4.5
C P等	2.1		2.1
社債等	2.9		2.9
指数連動型上場 投資信託	1.4		1.4
不動産投資信託	0.11		0.11
固定金利方式・ 共通担保資金供給 オペレーション	35.0		35.0
期間3か月	20.0		20.0
期間6か月	15.0		15.0

(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。

2. 2012 年末を目途に増額を完了する。

以 上

( 23 年 11 月 15、16 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 11 月 15 日 (14:00 ~ 16:06)  
11 月 16 日 ( 9:00 ~ 12:44)

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 ) ( 注 )
	西村清彦	( " )
	中村清次	( 審 議 委 員 )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )

( 注 ) 山口委員は、参議院予算委員会出席のため、15 日 15:12 ~ 16:06 の間、会議を欠席した。

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 ( 15 日 )
	藤田幸久	財務副大臣 ( 16 日 )
内閣府	梅溪健児	政策統括官 ( 経済財政運営担当 ) ( 15 日 )
	石田勝之	内閣府副大臣 ( 16 日 )

( 執行部からの報告者 )

理事	中 曾 宏
理事	雨 宮 正 佳
理事	木 下 信 行
企画局長	門 間 一 夫
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	関 根 敏 隆
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
企画局企画役	上 口 洋 司
企画局企画役	浜 野 邦 彦

## ．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27日）で決定された方針<sup>1</sup>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%台前半から0.08%台前半の間で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、安定的に推移している。GCレポレートは、総じてみれば0.1%近傍での推移となっているが、0.1%を下回る水準まで低下する局面もみられている。ターム物金利をみると、短国レートは総じて0.1%程度で安定的に推移している。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。

長期金利は、株価が強含む場面では幾分上昇したが、その後は株価の軟化もあって低下し、足もとでは、1.0%を下回る水準で推移している。株価は、欧州ソブリン問題の帰趨を巡って、米欧株価とともに振れの大きい展開となっている。日経平均株価は、一旦9千円台まで上昇した後、大きく下落し、最近では8千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、既往最高値となる1ドル75円台前半まで円高が進行した後、為替介入の実施を受けて一時79円台まで戻した。その後は、欧州ソブリン問題を巡る懸念が再び強まる中、円高方向に振れており、足もとは77円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなも

---

<sup>1</sup> 「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。」

のにとどまっている。個人消費は、バランスシート問題が重石となる中、雇用環境の改善鈍化や家計のマインド悪化を受けて、ごく緩やかな改善にとどまっている。住宅投資については、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。一方、輸出や設備投資は緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は増加基調を維持している。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しているものの、既往の国際商品市況上昇の影響などは、なお物価上昇率を押し上げる方向に作用している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、横ばい圏内の動きとなっているが、全体に弱めの動きが目立っている。輸出が海外経済の減速を受けて伸び悩む中、民間設備投資が減速し、個人消費は概ね横ばいとなっている。欧州ソブリン問題の深刻化から、家計や企業のマインド悪化は、ドイツなど主要国にも波及している。こうしたもとで、生産は減速している。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の低い伸びが、物価押し下げ圧力として作用しているものの、イタリアの付加価値税引き上げの影響や既往の国際商品市況高の転嫁が続く加工食品などの価格上昇が、物価上昇圧力として作用している。この間、英国経済も、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出が減速しているほか、物価上昇を受けて個人消費の伸びが高水準ながら幾分鈍化しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けている。インド経済も、既往の金融引き締めの影響から、幾分減速しているが、なお高めの成長を続けている。NIEs、ASEAN経済は、全体として回復基調を維持している。輸出や生産は、先進国経済の減速により、増勢に一服感がみられるものの、個人消費を中心に内需が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、労働需給の逼迫を受けた賃金上昇率の高まりなどを背景に、物価上昇圧力の強い状態が続いているが、生鮮食品などの高騰の一服もみられている。

海外の金融資本市場では、ギリシャにおける第2次金融支援の受け入れの是非に関する国民投票実施の表明や、イタリアの政権交代の動きとそれを受けた財政再建見通しに対する懸念の強まりなどを背景として、再び投資家のリスク回避姿勢が強まっている。そうした中、米欧の株価は、欧州を中心に大きく下落し、欧州各国の国債利回りの対独スプレッドは大幅に拡大している。とりわけ、イタリ

アの同スプレッドの拡大は、証券などに関する集中清算機関であるLCHクリアネットによるイタリア国債の証拠金比率の引き上げ措置もあって、急激なものとなっている。クレジット市場をみると、欧州では、社債の対国債スプレッドが全般的に拡大傾向を辿っており、米国では、低格付け物を中心に社債の対国債スプレッドが、高水準横ばい圏内で推移している。欧州の金融機関の資金調達環境をみると、カウンターパーティ・リスクへの警戒感が高まる中、ユーロのターム物金利の対OISスプレッドやスワップスプレッド、ベシス・スワップは拡大している。新興国の金融資本市場では、欧州情勢を巡って神経質な展開が続いているものの、均してみると、株価や通貨は横ばい圏内で推移している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出や生産は、震災後に減少した海外在庫の復元もあって増加を続けているが、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている。先行きについては、当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後、海外経済の成長率が高まることなどから、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、振れを伴いつつも、このところ下げ止まりつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復もあって、緩やかに増加している。先行きについては、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、基調的には、増加を続けると思われる。

雇用・所得環境は、改善の動きがみられるものの、厳しい状態が続いている。

個人消費は、底堅く推移している。先行きは、雇用環境が徐々に改善に向かうもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、供給制約の解消などから、持ち直し傾向にある。先行きは、被災住宅の再建もあって、振れを伴いつつも徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、春頃をピークに下落傾向を

辿ったあと、ごく足もとでは横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の下落などから、弱含んでいる。先行きについても、当面、弱含みで推移するとみられる。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。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。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、発行体の裾野に広がりがみられるなど、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、銀行貸出の前年比は、小幅の増加に転じている。社債、CPとも、残高は前年水準を上回っている。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、マネーストックは、前年比2%台後半の伸びとなっている。

## ．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、引き続き、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にあるとの認識を共有した。多くの委員は、とりわけ、欧州各国の国債利回りの対独スプレッドの上昇がイタリアなど主要国にも広がっていることや、欧州金融安定基金債（EFSF債）の対独国債スプレッドの上昇が続いていることに対し、強い懸念を示した。こうした動きについて、ある委員は、民間部門に対してギリシャ政府向けの債権に関する自発的な債務削減への関与を求めたことが、結果的に金融機関が保有する国債の売却を加速させているのではないかと指摘した。欧州ソブリン問題について、何人かの委員は、共通通貨のもとで賃金と労働生産性のバランスを律するメカニズムの弱い国までもが、資金調達金利の低下を享

受できたことで不均衡の拡大につながった可能性は否めないとの見方を示した。そのうえで、委員は、中央銀行による国債の買入れや流動性の供給は重要ではあるが、そうした措置を採っている間に、関係国が財政健全化を着実に進め、同時に産業競争力の強化など中長期的な成長力を高める構造改革に取り組むことが必要であるとの認識を改めて共有した。ある委員は、資金支援がかえって財政健全化や構造改革を遅らせることのないように、適切に条件付けがなされる必要があるとの考えを示した。何人かの委員は、わずか数年前には、ギリシャを含めほとんどのユーロ圏諸国が同じような金利水準で資金を調達することができていたことを考えると、ひとたび信認が低下した場合には市場環境が急速に変わり得るという事実を重く受け止めるべきであるとコメントした。

海外の金融経済情勢について、委員は、先進国を中心に成長ペースが鈍化しているものの、新興国・資源国の高めの成長に支えられ、全体としては緩やかな回復傾向を続けているとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっているとの見方で一致した。ある委員は、夏場以降、欧州ソブリン問題の緊張度が増す中で、経済の不確実性が高まっており、マインドの低下を通じて、企業や家計の支出スタンスに影響を及ぼしていると指摘した。これに対し、何人かの委員は、自動車販売が堅調であり、それ以外のいくつかの経済指標も市場予想を上回る結果となったことから、夏頃みられたような景気後退懸念は幾分和らいでいると指摘した。先行きについて、委員は、金融緩和の効果が引き続き景気の回復を後押しするものの、財政・金融政策のさらなる発動余地は限られており、バランスシート調整の圧力が根強く残る中、成長ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの見方を共有した。

ユーロエリア経済について、委員は、欧州ソブリン問題に端を発する金融システム不安の高まりを受けて、減速が明確になっているとの認識を共有した。委員は、国債利回りの上昇が周縁国から主要国にも広がっているもとで、欧州の金融機関が貸出運営スタンスを厳格化するなど資産圧縮の動きを強めており、意図しない金融引き締め効果がこれまでよりも強く現れつつあるとの見方で一致した。何人かの委員は、欧州ソブリン問題の影響は、貿易取引や国際金融資本市場を通じて、欧州域内にとどまらず、グローバルにも波及しつつあると指摘した。先行きについて、委員は、欧州ソブリン問題

を巡る金融資本市場の緊張が続く中、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が働きやすく、景気回復の動きは抑制されたものになることは避けられないとの見方を共有した。また、ある委員は、投資家のリスク回避姿勢の強まりが新興国からの資金流出につながる懸念についても言及した。

新興国・資源国経済について、委員は、金融引き締めの効果に加え、先進国経済の減速に伴う輸出の減少の影響などから、幾分減速しているものの、堅調な内需に支えられて、総じて高めの成長が続いているとの見方で一致した。複数の委員は、国によって状況が異なるものの、これまでの金融引き締めの効果もあって、食料品価格を含めて物価上昇圧力が幾分低下し、金融緩和余地が広がっていることは好材料であると述べた。先行きについて、委員は、多くの国で、景気は当面幾分減速した状態で推移した後、インフレ率の低下による実質購買力の回復などから、高めの成長を実現していく可能性が高いとみられるが、物価安定と成長を両立することができるかについては、なお不透明感が高いとの認識を共有した。

こうした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、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっているとの見方で一致した。輸出や生産は、震災後に減少した海外在庫の復元もあって増加を続けているが、海外経済の減速の影響により、資本財や情報関連財などの輸出に弱めの動きがみられているほか、一般機械や電子部品・デバイスなどの生産にも影響が出ており、増加ペースが緩やかになっているとの認識を共有した。委員は、公共投資は下げ止まりつつあり、設備投資は緩やかに増加しているとの見方で一致した。個人消費について、委員は、雇用・所得環境が緩やかに改善する中で、底堅く推移しているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられるとの見方で一致した。また、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。タイの洪水の影響について、何人かの委員は、被害状況を含めなお不確実な要素が多いものの、同国からの部品調達の困難化

などから、自動車や電気機械の関連企業では生産活動を抑制せざるを得ないため、短期的には、わが国の輸出や生産を目に見えるかたちで押し下げる可能性が高いと述べた。何人かの委員は、設備投資の先行指標である機械受注（民需、除く船舶・電力）の10～12月期見通しが減少している点や、住宅投資の先行指標である住宅着工件数が各種住宅取得促進策終了前の駆け込み需要の反動もあってやや大きく減少している点について、これが一過性のものであるかどうか慎重に確認していく必要があるとの認識を示した。そのうちの一人の委員は、設備投資の動きに先行する傾向がある株価が、円高圧力の継続などに伴い大きく下落していることもあり、設備投資の回復が想定通り進むかどうか懸念していると述べた。また、別の委員は、個人消費について、天候要因もあって一部の指標でなお弱めの動きがみられている中、株価の下落が消費者マインドの悪化を通じて下押しに働く可能性についても注意が必要であると付け加えた。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、海外金融経済情勢を巡る不確実性が、わが国経済に与える影響について、引き続き注視していく必要があるとの見方で一致した。とりわけ、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れ要因となる可能性があるとの認識を共有した。また、当面の国際金融資本市場の動向について、委員は、問題解決の糸口が得られるまでは、緊張感の高い状況が継続する蓋然性が高いとの見方で一致した。委員は、米国経済について、バランスシート調整の影響などから減速が長引く可能性があり、新興国・資源国について、物価安定と成長を両立することができるかどうかなお不透明感が高いとの認識を共有した。何人かの委員は、こうした情勢がわが国経済の先行きに及ぼす影響について、既往の円高や海外経済の減速の影響から、輸出関連業種を中心に今年度の収益見通しを下方修正する動きがみられており、設備投資や雇用の下振れにつながるリスクがあると述べた。これらの委員は、輸出関連業種では、既に企業マインドが悪化する兆しがみられている点が気になると付け加えた。公共投資について、複数の委員は、被災地における雇用のミスマッチなどを背景に、予算執行が遅れる可能性があるとの認識を示した。こうした議論を踏まえ、複数の委員は、前回会合以降、下振れリスクが幾分高まっている可能性を指摘した。

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。複数の委員は、東京の10月の消費者物価（除く生鮮食品）は、たばこ税や傷害保険料のプラス寄与の剥落により、前年比マイナス幅が拡大した点に言及した。国際商品市況の先行きについて、委員は、海外金融経済情勢を巡る不確実性が高いもとの、上下両方向に不確実性が大きいとの見方を共有した。複数の委員は、新興国において賃金上昇率の高まりがみられていることや、新興国経済の需要増を背景に国際商品市況が再び強含んでいることなどが、わが国の物価に及ぼす影響については、引き続き注意してみていく必要があると述べた。

## 2. 金融面の動向

委員は、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、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、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、コールレートがきわめて低い水準で推移するなど、引き続き、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。企業金融について、委員は、企業の資金調達コストが緩やかに低下していること、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こと、C/P市場、社債市場ともに、良好な発行環境が続いていること、などの認識を共有した。企業の資金繰りについて、委員は、各種指標でみた企業の資金繰り判断DIが、中小企業も含めて、東日本大震災前の水準や2000年以降の平均を上回るまで概ね改善していることなどから、総じてみれば改善した状態にあるとの認識で一致した。このようにわが国の金融環境が、欧州ソブリン問題が強く意識されるようになった夏場以降も落ち着いた動きをみせている点について、何人かの委員は、米欧の金融環境との違いを指摘した。もっとも、何人かの委員は、株価や不動産投資信託（J-REIT）の軟調、為替円高、米ドル資金調達コストの高まりなどを指摘しつつ、国際金融資本市場の不安定な動きがわが国金融市場にも一部波及していることにも言及した。昨年7月以来となるドル資金供給オペレーションへの応札がみられたことについて、複数の委員は、実務的な手順の確認などを目的とした応札とみられるが、市場でのドル調達コスト上昇も一因となっている可能性を指摘した。こうしたやり取りを経て、委員は、国際金融資本市場の連関が高いもとの、先行き欧州ソブリン問題の影響が日本の金融市場により強く及んでくる可能性について、引き続き注意する必要があるとの認識を共有し

た。

夏場以降の為替円高について、委員は、グローバルに市場参加者がリスク回避の姿勢を強める中で、相対的に安全な資産と認識された円が消去法的に買われている側面が強いとの見方を改めて共有した。そうした認識も踏まえつつ、委員は、為替円高の実体経済面への影響について議論を行った。多くの委員は、円高が経済に及ぼす影響については、プラス・マイナス両面があり、その時々々の経済情勢によって、あるいは時間の経過によっても異なるが、現在のように、海外経済の先行きを巡る不確実性の高い局面においては、輸出や企業収益の減少、企業マインドの悪化などを通じて、円高がマイナスの影響を及ぼす可能性に十分注意する必要があるとの見方を示した。これに関して一人の委員は、為替円高の進行は、10月末に実施された為替介入により、一旦歯止めがかかっているが、わが国経済に全体としてマイナスの影響を及ぼし続ける可能性があるとして指摘した。企業の海外生産シフトについては、何人かの委員は、基本的には海外市場の拡大に対応した企業の成長戦略の一環であり、国内産業の高付加価値化の動きなどと合わせて、経済発展を遂げるうえでは不可欠な産業構造の高度化のプロセスと捉えるべきものであるが、こうした構造調整が円滑に進んでいないことが空洞化懸念の背景になっていると述べた。そのうちの一人の委員は、為替円高は積極的な海外投資の好機としばしば言われるが、先行き円高がさらに進むとの懸念があるとすればそうした投資行動も起きにくいとの見方を示した。別の委員は、2000年代半ばにかけて為替相場が大きく円安に振れ、いったん生産の国内回帰が起こった結果、その後の円高に対して企業を感じる調整負担が重くなる可能性を指摘した。さらに別の委員は、企業の全面的な海外移転を防ぎ、国内のものづくり体制をしっかりと維持することが重要であると指摘したうえで、急激な円高によって海外生産シフトが一気に加速すると、国内で新たな事業や産業が育つペースが追いつかなくなり、国内雇用への悪影響が残るといったリスクがあることなどには注意が必要であると述べた。また、一人の委員は、円高の負の側面のみが語られがちなのは、企業の中長期的な成長期待が低いという、より根本的な問題の一つの現れなのではないかとの見解を示した。

## ・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、8月および10月に増額した基金による金融資産の買入れを着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、前回会合以降みられている一部経済指標などの弱さが一過性のものかどうか慎重に見極めていきたいと述べた。何人かの委員は、国際金融資本市場において、これだけ緊張度が高い状況が続いているにもかかわらず、わが国の金融環境において緩和の動きが続いていることには、累次にわたり実施した資産買入等の基金の増額が一定の効果を発揮しているとの認識を示した。前回会合以降、基金による社債等買入オペレーションにおいて札割れが生じたことについて、何人かの委員は、社債市場が良好な状況にあることが影響しているとの見方を示した。また、別の委員は、量的緩和政策を行っていた時期と比較して、わが国の金融機関の経営状況が総じて安定しており、当時みられたような金融機関の予備的な資金需要の高まりがみられないことも影響していると述べた。さらに、ある委員は、仮に金融機関の資金需要が低いとすれば、今後も札割れが生じ得るため、今後の状況を注視していく必要があると述べた。こうした議論を経て、委員は、今般の札割れについて、日本銀行による強力な金融緩和が浸透してきた証左とみることもできるとの認識を共有した。

## ．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。

- 1 わが国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。そうした中、最近の為替市場における投機的な動き、無秩序な動きのため、足もとでは歴史的な円高が急速に進行している。さらに、欧州債務問題に対する懸念が再燃し、それによる海外経済の停滞感の高まり等が景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として大変懸念している。また、タイの洪水の影響についても注視していく必要がある。
- 1 政府としては、為替市場の投機的な動き、無秩序な動きへの対応

に万全を期し、日本経済への下振れリスクを具現化させないため、先般為替介入を実施した。引き続き市場動向を注視しつつ、適切に対応していく。また、本格的な復興予算である平成 23 年度第 3 次補正予算については、現在国会で審議が行われている。被災地の復興、原発事故の収束、そして円高による空洞化等のリスクへの対応など、日本経済の立て直しを大きく加速するため、一日も早く第 3 次補正予算とその関連法案を成立させて頂き、実行に移していくことが重要と考えている。

- 1 政府としては、円高の進行と海外経済の停滞懸念による景気下振れリスクが非常に高いことなどを踏まえ、今後のマクロ経済運営においては、引き続き細心の注意を払いつつ、機を逸することなく適切に対応していくことが重要であり、日本銀行と一体となって取り組んでいきたいと考えている。日本銀行におかれても、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、海外経済の動向や為替市場を含む金融・資本市場の変動が、わが国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 11 月 14 日に公表した 7 ~ 9 月期の実質成長率は、震災後のサプライチェーンの立て直しが夏にかけて急速に進んだことなどを背景に、年率 + 6.0% と 4 四半期振りのプラスとなった。ただし、足もとではわが国の景気は引き続き持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。先行きについても、景気の持ち直し傾向が続くことが期待されるが、国際金融情勢の不安定化や円高、海外景気の下振れ、タイの洪水被害等、わが国景気の下振れリスクを十分警戒する必要がある。特に欧州の金融情勢については、政府債務危機がイタリアにも波及するなど、危機が深まっており、投資家のリスク回避姿勢が強まっている。こうした世界経済の重大な下方リスクに対し、政府と日本銀行との間で警戒感、危機感を共有し、一層緊密な連携を図る必要がある。
- 1 政府は、平成 23 年度第 3 次補正予算を早急に成立させ、震災からの復興に全力を尽くすとともに、先般決定した「円高への総合的対応策」を本格的に実施していくことにより、急速な円高の進行等による景気下振れリスクや産業空洞化リスクに先手を打って対処していく。さらに、わが国の成長力強化に向け、日本再生の基本戦略を年内に取りまとめていく。

- 1 円高とデフレの悪循環という懸念に加え、欧州の金融情勢が緊迫していることから、日本銀行におかれては政府との一層緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営により、経済をしっかりと下支えすることを願います。

## ．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、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

## ．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。

## ・議事要旨の承認

議事要旨（10月27日開催分）が全員一致で承認され、11月21日に公表することとされた。

以 上

別 紙  
2011年11月16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<sup>(注1)</sup>)。

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．わが国の経済は、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている。すなわち、国内需要をみると、設備投資は緩やかに増加しているほか、個人消費についても底堅く推移している。一方、輸出や生産は、震災後に減少した海外在庫の復元もあって増加を続けているが、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている。この間、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、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。

3．先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられる。もっとも、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、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。

4．景気のリスク要因をみると、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れをもたらす可能性がある。米国経済については、バランスシート調整の影響などから、減速が長引く可能性がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。海外金融経済情勢を巡る以上の不確実性が、わが国経済に与える影響

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

について、引き続き注視していく必要がある。

物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。また、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

5．日本銀行は、資産買入等の基金の規模を累次にわたり大幅に増額し、そのもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」<sup>(注2)</sup>に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

以 上

---

<sup>(注2)</sup> 「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である。」

( 23 年 11 月 30 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 11 月 30 日 ( 20 : 31 ~ 21 : 43 )

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	( " )
	中村清次	( 審議委員 )
	亀崎英敏	( " )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )

本会合を欠席した宮尾龍蔵 ( 審議委員 ) から、政策委員会議事規則第 5 条第 2 項に基づき、議長を通じて、本会合に付議される事項について、書面により意見が提出された。

4 . 政府からの出席者 :

財務省	藤田幸久	財務副大臣
内閣府	大串博志	内閣府大臣政務官

( 執行部からの報告者 )

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹
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	関根敏隆
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	千田英継
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	川本卓司

## ・臨時金融政策決定会合開催の趣旨説明

冒頭、議長より、今回の臨時金融政策決定会合開催について、以下のとおり趣旨説明があった。

- 1 国際金融資本市場では、欧州ソブリン問題を背景に緊張度の高い状況にあり、こうした事態への対応を巡って、中央銀行間で意見交換を行ってきた。そうした議論の結果、各国中央銀行は、米ドル資金供給オペレーションの金利引き下げと期限延長、さらには米ドル以外の通貨への為替スワップ網の拡充を内容とする、協調対応策を採ることが望ましいとの判断に至り、その旨を本日公表する方針にある。
- 1 わが国の金融環境は緩和の動きが続いており、わが国金融機関の外貨資金繰りにも問題は生じていない。しかし、内外市場間の連関が高まるもとで、今後、国際金融資本市場が一段と不安定化した場合、その影響がわが国の金融システムひいては金融環境に及ぶ可能性を排除できない。こうした状況のもと、日本銀行として、各国中央銀行とともに、金融市場の緊張への協調対応策を講じることが適当と考えられる。

## ・金融市場動向に関する執行部からの報告の概要

前回の金融政策決定会合以降、国際金融資本市場では、欧州ソブリン問題を背景に、依然として緊張度の高い状態が続いている。

欧州各国の長期金利やソブリンCDSプレミアムは、財政不安の強い周縁国以外でも、上昇してきている。米国の長期金利は、市場予想を上回る経済指標が増加するもとでも、安全資産としての米国債への根強い需要などから、概ね横ばい圏内で推移している。わが国の長期金利は、金融機関による長期国債の益出し売りの影響などから、幾分上昇している。

為替スワップ市場を通じたドル資金の調達環境をみると、財政不安の強い国の国債を多く保有する欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクが懸念されるもとで、3か月物のユーロ投ドル転コストは、ドル資金供給オペレーションの適用レートを大きく上回る1%台後半まで上昇している。この間、3か月物の円投ドル転コストも徐々に上昇してはいるものの、わが国金融機関では外貨資金のアベ

イラビリティの面で、問題は生じていない。

日米欧の株価は、欧州当局者の政策対応に関する期待もあって、幾分持ち直している。もっとも、為替市場をみると、欧州ソブリン問題を背景に、ユーロの名目実効レートは弱含んで推移している。

## ．中央銀行の協調対応策と日本銀行の措置に関する執行部説明 の概要

本日、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行と協調して、次の3つの措置を講じることは、国際金融システムに対する流動性供給能力の拡充を通じて、内外の金融市場の安定確保につながると判断される。

第1に、米ドル・スワップおよび米ドル資金供給オペレーションに適用される金利を0.5%ポイント引き下げ、これを2011年12月5日以降のオペレーションから適用する。これにより、新たな貸付金利は、貸付期間に応じたドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ市場における実勢金利に0.5%ポイント上乘せしたものとなる。海外では、米ドル資金供給オペレーションの適用金利における市場金利からの上乗せ幅が大きいため、同オペに応札したことが明らかになった場合に、市場調達できないほど信用力が悪化しているのではないかという風評を招くことを惧れて、利用をためらう先が少ないとの指摘がある。今回の引き下げは、こうした点にも配慮し、同オペの安全弁としての機能を高めることにより、米ドル調達金利の安定化機能を強化することを目的としている。

第2に、米ドル・スワップ取極の期限を、現行の2012年8月1日から2013年2月1日まで6か月間延長する。このためには、今回の決定会合において、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等、関連する基本要領等の一部改正を行う必要がある。

第3に、不測の事態への対応措置として、スワップ取極の対象を米ドル、カナダドル、英国ポンド、円、ユーロ、スイスフラン相互に拡大し、6中央銀行間でスワップ取極を締結する。これにより、日本銀行は、他の5中央銀行が必要とする場合に円資金を供給することが可能となるとともに、日本銀行が必要とする場合に現行の米ドルを含む5通貨の調達が可能となる。現時点では、米ドル以外の外国通貨での流動性供給が必要な状況ではないが、仮にそうした必要が生じた場合

に速やかに対応し得るよう、スワップ取極を整えておくことが適当と判断される。今後、市場の状況も踏まえつつ、各国中央銀行との間で、取極の締結作業を進めていくことになる。

## ・ 討議

### 1 . 中央銀行の協調対応策と日本銀行の措置に関する委員会の検討

委員は、国際金融資本市場では、欧州ソブリン問題を背景に緊張度の高い状況にあり、欧州系金融機関の資金調達環境は悪化しているとの見方で一致した。また、欧州ソブリン問題の解決の難しさを考慮すると、市場の緊張状態は長期化する可能性が高いとの認識を共有した。委員は、わが国の金融環境は緩和の動きが続いており、また、わが国金融機関の外貨資金繰りには、問題は生じていないとの見方を共有した。そのうえで、内外市場間の連関が高まるもとで、今後、国際金融資本市場が一段と不安定化した場合、その影響がわが国の金融システムひいては金融環境に及ぶ可能性は排除できないとの見解で一致した。こうした議論を経て、内外の金融市場の安定確保を図るには、資金需要の高まりやすい年末を控えたこのタイミングで、各国中央銀行が協調して、国際金融システムに対する流動性供給能力を拡充することが適当との見解で一致した。複数の委員は、今回の協調対応策の発表が、わが国金融機関の外貨資金繰りについて不要な疑念を生むことのないよう、市場とのコミュニケーションにあたっては十分な注意が必要であると述べた。

米ドル資金供給オペレーションの適用金利の引き下げについて、委員は、米ドル調達金利の安定化機能や、安全弁としての機能は強化されるとの見解で一致した。風評リスクを懸念して同オペの利用をためらう先が海外では少なくないことについて、複数の委員は、適用金利の引き下げにより、信用力に問題のない先でも利用のメリットが大きくなるため、利用をためらわなくなるのではないかと、この見方を示した。これに対し、何人かの委員は、同オペ利用にかかる風評リスクは幾分緩和するとみられるが、その度合いについては不確実性が大きいとの見方を示した。別の一人の委員は、同オペの適用金利引き下げが、金融機関の安易なオペ依存をもたらさないかどうかについても、注意してみていく必要があると述べた。

米ドル・スワップ取極および米ドル資金供給オペレーションの期限延長について、何人かの委員は、これにより同オペが先行き1年以上にわ

たって継続可能となるため、市場に一定の安心感を与える効果があると述べた。

各国中央銀行において米ドル以外の資金供給を可能とする多角的スワップ取極の締結について、委員は、現状はユーロ等の米ドル以外の外貨資金を日本で供給することや、逆に円資金を海外中央銀行が供給することが必要な状況ではなく、実際、市場からもこれらを求める声はないとの認識を共有した。そのうえで、為替スワップ取極を各国中央銀行で相互に締結しておくことは、不測の事態への対応措置として、市場の安定確保に資するとの見解を共有した。

## 2. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討

委員は、次回の金融政策決定会合まで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」という現在の方針を維持することが適当である、との見解で一致した。経済・物価情勢について、委員は、法人季報、GDP統計の改定値、短観など、今後公表される重要な指標も見極めたうえで、次回12月20、21日の金融政策決定会合で集中的に議論することが適当との見方を共有した。

### . 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。

- 1 欧州債務問題に対する懸念の高まりは、わが国経済を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として大変懸念している。
- 1 本日提案された米ドル資金供給オペレーションの拡充は、各国の中央銀行が協調して金融の安定化に向けて取り組む措置の一環であり、欧州の米ドル短期金融市場における緊張が高まっている現下の情勢に鑑み、適切な措置であると評価する。
- 1 日本銀行におかれては、引き続き内外の金融・資本市場の動向を注視するとともに、海外経済の動向や為替市場がわが国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 現下の欧州の財政問題と国際金融市場の状況を踏まえると、本日も提案のあった6中央銀行による協調対応策は、市場の安定確保に

資する適切な措置と考える。この協調対応策を採るに至った背景とその狙いを、的確に市場に対して伝えることが肝要と考える。

- 1 政府としても、国際金融市場の動向とわが国経済への影響について引き続き注視し、必要に応じて適切に対応していきたい。
- 1 日本銀行におかれても、引き続き、政府と警戒感を共有して頂き、緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営によって経済を下支えしていくよう期待したい。

## ．採決

### 1 ．「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件

以上の議論を踏まえ、米ドル・スワップ取極および米ドル資金供給オペレーションの期限延長のために必要な「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正が、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

### 2 ．対外公表文（「国際短期金融市場の緊張への中央銀行の協調対応策」）の検討

中央銀行の協調対応策と日本銀行の措置に関する記述を含んだ対外公表文（「国際短期金融市場の緊張への中央銀行の協調対応策」＜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、他の中央銀行の発表のタイミングに合わせて、公表することとされた。

### 3 ．金融市場調節方針

議長からは、委員の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）

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し、別添のとおり公表すること。

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。

#### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、  
森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

欠席：宮尾委員

#### ・議事要旨の承認日程

本日の臨時金融政策決定会合の議事要旨については、次回 12 月 20、21 日の会合で承認、公表することとされた。また、前回 11 月 15、16 日の決定会合の議事要旨については、予定どおり、12 月 20、21 日の会合で承認、公表することとされた。

以 上

別 紙

2011年11月30日  
日 本 銀 行

## 国際短期金融市場の緊張への中央銀行の協調対応策

カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行は、本日、国際金融システムに対する流動性支援提供能力を拡充するための協調対応策を公表した。本日公表する協調対応策は、金融市場における緊張を和らげることによって、こうした緊張が家計や企業に対する信用供給に及ぼす影響を軽減し、ひいては経済活動を支えることを目的としている。

上記中央銀行は、既存の時限的な米ドル・スワップ取極に適用される金利を 50 ベーシス・ポイント引き下げ、新しい金利を米ドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ・レートに 50 ベーシス・ポイント上乗せしたものとすることに合意した<sup>(注1)</sup>。新しい金利は、2011年12月5日以降実施されるすべてのオペレーションに適用される。米ドル・スワップ取極の期限は、2013年2月1日まで延長される。なお、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行およびスイス国民銀行は、3か月物資金供給の入札オファーを、継続して実施する。

上記中央銀行は、不測の事態への対応措置として、市場の状況によって必要とされる場合に各国・地域において上記中央銀行いずれの通貨でも流動性供給を行えるよう、各中央銀行間でそれぞれ時限的なスワップ取極を締結することにも合意した。現時点では米ドル以外の外国通貨での流動性供給が必要な状況ではないが、仮にそうした必要が生じた場合に速やかに対応し得るよう、取極を整えておくことが適当と判断される。これらのスワップ取極は、2013年2月1日まで継続することとする。

### 日本銀行の措置

日本銀行は、本日、臨時金融政策決定会合を開催し、上記中央銀行と協調して、最近の国際短期金融市場の緊張に対応するための措置を講じることとした。具体的には、現在日本銀行が実施している固定金利方式の米ドル資金供給オペレーションの貸付金

---

<sup>(注1)</sup> オーバーナイト・インデックス・スワップとは、一定期間の翌日物金利と固定金利を交換する金利スワップ取引であり、その金利は、該当期間における平均的な翌日物金利に関する市場の予測を反映したものになる。

利を 0.5%ポイント引き下げ、12 月 5 日以降のオペレーションから適用する。この引き下げにより、新たな貸付金利は、貸付期間に応じたドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ市場の実勢金利に 0.5%ポイント上乗せしたものとなる<sup>(注2)</sup>。また、現在米国連邦準備制度との間で締結している米ドル・スワップ取極、およびこれを原資とする米ドル資金供給オペレーションの期限を、2013 年 2 月 1 日まで 6 か月延長することとした。さらに、上記中央銀行との間で、2013 年 2 月 1 日を期限とする為替スワップ取極を締結することとした。これにより、日本銀行は、5 中央銀行が必要とする場合に円資金を供給することが可能となるとともに、日本銀行が必要とする場合に現行の米ドルを含む 5 通貨の調達が可能となる。

わが国の金融環境は、緩和の動きが続いており、わが国金融機関の外貨資金繰り動向をみても問題は生じていない。しかし、今後、国際金融資本市場が一段と不安定化した場合、その影響がわが国にも及ぶ可能性がある。日本銀行としては、今後とも各国中央銀行と緊密に協力しつつ、金融市場の安定確保に努めていく方針である。

## **各国中央銀行の措置**

各国中央銀行の措置については、下記ウェブサイト参照。

カナダ銀行 <http://www.bankofcanada.ca>

イングランド銀行 <http://www.bankofengland.co.uk>

欧州中央銀行 <http://www.ecb.int>

米国連邦準備制度 <http://www.federalreserve.gov>

スイス国民銀行 <http://www.snb.ch>

以 上

---

<sup>(注2)</sup> 固定金利方式の米ドル資金供給オペレーションの貸付金利は、ニューヨーク連邦準備銀行が貸付期間に応じたドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ市場における実勢金利を勘案して指定する利率に決まっており、これは上記スワップ取極の金利と同じである。

別 添

2011年11月30日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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<sup>(注)</sup>）。

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。

以 上

---

<sup>(注)</sup>賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。欠席：宮尾委員。

( 23 年 12 月 20、21 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 12 月 20 日 (14:00 ~ 16:32)  
12 月 21 日 ( 9:00 ~ 12:11)

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	( " )
	中村清次	( 審議委員 )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	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 (20 日)
	藤田幸久	財務副大臣 (21 日)
内閣府	井上裕行	大臣官房審議官 ( 経済財政運営担当 ) (20 日)
	石田勝之	内閣府副大臣 (21 日)

( 執行部からの報告者 )

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹 (21 日 9:00 ~ 9:23)
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	関根敏隆
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	千田英継 (21 日 9:00 ~ 9:23)
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	浜野邦彦

## ．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、前々回会合（11月15、16日）、前回会合（11月30日）で決定された方針<sup>1</sup>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0.08%台半ばの間で推移した。

米ドル資金供給オペレーションについては、12月13日に実施した3か月物では50億ドル弱、また、同20日に実施した2週間物では90億ドル強と、欧州中央銀行の実行額やリーマン・ショック後のピークと比べれば少額であるが、先般の適用金利引き下げ前と比べれば多めの応札があった。

### 2．金融・為替市場動向

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、強い余剰感が続いており、金利は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。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。

長期金利は、ドイツ国債入札の大幅札割れを契機とした海外投資家による先物売り等もあって、1.0%台後半に上昇したが、その後は割安感からの買いの動きもあり、足もとでは、1.0%を割り込む水準に低下している。株価は、引き続き、欧州ソブリン問題の帰趨を巡って、米欧株価の動きとともに振れの大きい展開となっている。日経平均株価は、一旦年初来安値を付けたあと、幾分持ち直し、最近では8千円台前半で推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、77円台を中心とする狭いレンジ圏内での動きが続いている。

---

<sup>1</sup> 「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。」

### 3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速している。

米国経済は、回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっている。個人消費は増加しているが、バランスシート問題が重石となる中、その回復ペースは、基調としてごく緩やかなものにとどまっている。住宅投資については、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。一方、輸出や設備投資は緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は増加基調を維持している。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している中、エネルギー価格の下落を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比は、プラス幅が幾分縮小している。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、家賃・帰属家賃が引き続き緩やかに上昇していることから、足もとプラス幅が幾分拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、停滞色を強めている。輸出が海外経済の減速を受けて伸び悩む中、民間設備投資が減速し、個人消費も概ね横ばいとなっている。欧州ソブリン問題の深刻化から、家計や企業のマインドは悪化した状態が続いている。こうしたもとで、生産は減少している。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、高めの水準で推移している。緩和的な需給環境や賃金の低い伸びが引き続き物価押し下げ圧力として作用している一方、イタリアの付加価値税引き上げの影響や既往の国際商品市況高の転嫁が続く加工食品などの価格上昇が、物価上昇圧力として作用している。この間、英国経済は、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出が減速し、生産の増加ペースが幾分鈍化している一方、個人消費や固定資産投資は高い伸びを続けている。インド経済は、既往の金融引き締めの影響から、減速している。NIEs、ASEAN経済は、幾分減速している。内需は個人消費を中心になお底堅く推移しているが、輸出や生産は、先進国経済が減速する中、タイの洪水の影響もあって、減少している。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率の高まりなどを背景に、コアベースのインフレ率はなお高めで推移している。一方、総合ベースでは、生鮮食料品の高騰一服などから、伸び率が緩やかに縮小している。

海外の金融資本市場では、総じて高い緊張状態が続いている。12月上旬には、欧州当局の政策対応に対する期待や、6中央銀行の協調対応策を受けて、投資家のリスク回避姿勢が幾分和らいだ局面もみられたものの、その後は、欧州当局の対応が即効薬としては十分でないとの見方が強まり、投資家の姿勢は再び慎重化した。こうした中、米欧の株価は、振れを伴いながらも足もとでは下落傾向にあるほか、欧州各国の国債利回りの対独スプレッドも、拡大・縮小を経て、足もとにかけては、イタリアを中心に拡大している。クレジット市場をみると、社債の対国債スプレッドは、米国では高めの水準ながら横ばいの動きとなっている一方、欧州では拡大傾向を辿っている。欧州の金融機関の資金調達環境をみると、カウンターパーティ・リスクへの警戒感を背景にユーロのターム物金利の対OISスプレッドやベシス・スワップは振れを伴いつつも高止まりしている。新興国の金融資本市場においては、株価や通貨は、米欧の動向に連れて変動し、足もとは下落している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出や生産は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響もあって、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後、海外経済の成長率が高まることなどから、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、下げ止まっている。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復もあって、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などを受けつつも、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、基調的には緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、改善の動きがみられるものの、厳しい状態が続いている。

個人消費は、底堅く推移している。先行きは、雇用環境が徐々に改善に向かうもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きは、被災住宅の再建もあって、振れを伴いつつも徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、春頃をピークに下落傾向を辿ったあと、足もとでは横ばい圏内の動きとなっている。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下落などから、弱含んでいる。先行きについても、当面、弱含みで推移するとみられる。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。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。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、銀行貸出の前年比は、小幅の増加となっている。社債、ＣＰとも、残高は前年水準を上回っている。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、マネーストックは、前年比3%程度の伸びとなっている。

## （３）「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

12月7日に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分については、1,629億円の新規貸付を実行し、貸付残高は上限の3兆円となっている。前回9月の資金供給より、貸付残高が上限に達しているため、今回の新規貸付は、期前返済等により生じた貸付枠の範囲内で実行した。また、特則分については、新規の貸付額は175億円となった。貸付残高は527.5億円と、上限の5,000億円と比べてなお少額にとどまっているが、貸付先として新たに5先が加わるなど、金融機関のＡＢＬ（動産・債権担保融資）の活用に向けた動きがみられている。

## ・「5中央銀行との間で締結するスワップ取極の要綱等の制定」について

## 1. 5 中央銀行との間で締結するスワップ取極の要綱および米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの基本要領等の制定に関する執行部提案

11月30日の臨時金融政策決定会合において、5中央銀行（カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行）との間で、不測の事態への対応措置として、市場の状況によって必要とされる場合に、各国・地域において、6中央銀行がいずれの通貨でも流動性供給を行えるよう、2013年2月1日を期限とするスワップ取極を締結することとした。

その後、執行部では、これら中央銀行とともに、スワップ取極の具体的な内容について検討を進めてきた。また、スワップ取極に基づいて調達した米ドル以外の外貨により、日本銀行が資金供給を行う場合の枠組みについて、併せて検討を行った。今般、これらの検討作業が終了したことを受け、以下の要綱等の制定を提案したい。

- 1 日本銀行が必要とする場合、米ドル以外の4通貨（カナダドル、英ポンド、ユーロ、スイスフラン）での流動性供給を可能とするための、米国連邦準備制度を除く4中央銀行との間の「為替スワップ取極要綱」、米ドル以外の4通貨の「資金供給オペレーション基本要領」および「資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」の制定
- 1 5中央銀行が必要とする場合、日本銀行が円資金を提供することを可能とするための、5中央銀行との間の「為替スワップ取極要綱」の制定

## 2. 委員会の討議・採決

委員会の討議・採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定され、要綱等については、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

## . 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、引き続き、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、EU首脳会議において中長期的な財政規律の強化に向けた動

きがみられたことを好感するかたちで、欧州諸国の国債利回りが低下する動きがみられたと指摘した。そのうえで、これらの委員は、主要格付機関が欧州諸国のソブリン格付引き下げの可能性を示唆したこともあって、投資家の慎重なスタンスが大きく変化するには至っていないように窺われると述べた。複数の委員は、一部ではわが国の政府債務残高の大きさを改めて意識する向きがあることに注意が必要であると述べた。欧州系金融機関の資金調達環境について、委員は、6中央銀行による協調策や、ECBによる3年物オペの導入を受けて、資金繰りへの不安感は幾分後退したとの認識で一致した。何人かの委員は、多角的スワップ取極の締結という、これまでになかった体制を6中央銀行が協調して構築したことも不安感の後退に寄与しているとコメントした。そのうえで、多くの委員は、ユーロLIBORは、この間のECBによる政策金利引き下げなどを受けて低下したものの、ドルLIBORが緩やかな上昇傾向を続けているほか、ユーロ投ドル転コストの高止まりが続くなど、国際金融資本市場が緊張度の高い状態にあることには変わりがないと述べた。先行きについて、委員は、欧州ソブリン問題を解決するうえで即効薬はなく、市場の緊張状態が長期間続く可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、年明け後、財政懸念国の国債や欧州金融機関の社債のリファイナンスが本格化することに言及した。また、複数の委員は、来年6月末までに9%の自己資本比率の達成が求められている中で、欧州系金融機関によるドル建て資産を中心とした資産の圧縮の動きが既にみられており、今後、こうした動きが加速し得ることに懸念を示した。この点に関連し、別の複数の委員は、現状は、欧州系金融機関による資産圧縮のペースが緩やかであるため、他の金融機関が何らかのかたちで埋めていくことが可能となっている面があると指摘した。何人かの委員は、新興国では欧州系金融機関のプレゼンスが小さくないだけに、それらの資産圧縮のペースが加速した場合の新興国経済への影響などについては、不確実な面が大きく、注意してみていく必要があると述べた。

海外の金融経済情勢について、委員は、欧州ソブリン問題を背景とした国際金融資本市場の動揺やそれに伴うコンフィデンスの低下、新興国における既往の金融引き締めの影響などから、減速しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面は、欧米を中心に減速が続くものの、その後は、新興国に牽引される形で、成長率は徐々に高まっていくとの見方を共有した。ある委員は、インフ

レ率が高めの水準で推移しており、今後の政策運営の難度を高める可能性があるという点は、新興国・資源国だけでなく、欧米でも同様であり、留意が必要と指摘した。

ユーロエリア経済について、大方の委員は、周縁国のみならず、ドイツなど主要国でも停滞色が出てきており、全体として停滞色が強まっているとの認識を示した。ある委員は、足もとの経済指標をみると、ドイツは他の欧州諸国に比べればなお堅調であると述べた。主要国でも停滞色が出てきている背景として、多くの委員は、コンフィデンスの悪化により家計や企業の支出スタンスが慎重化していること、緊縮財政の強まりが景気を下押ししていること、欧州金融機関の貸出スタンス慎重化により金融面からの下押し圧力も強まっていること、などを挙げた。何人かの委員は、欧州ソブリン問題の影響は、貿易取引や国際金融資本市場を通じて、欧州域内にとどまらず、グローバルにも波及しつつあると指摘した。先行きについて、委員は、緊縮財政の継続や金融環境の悪化を背景に、当面、停滞色の強い状態が続くとの認識を共有した。その後についても、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が働き続けることから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとの見方で一致した。さらに、委員は、欧州ソブリン問題の展開次第では、金融システムの不安定化などを通じて、欧州経済が大きく下振れる可能性があり、欧州経済の更なる落ち込みは、世界的な景気後退の引き金となり得るため、今後とも注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっているとの見方で一致した。何人かの委員は、景気の全体像を変えるものではないが、クリスマス商戦の序盤が堅調であるなど、個人消費の動きが底堅いことは注目されると述べた。ある委員は、こうした動きの背景には、好調な企業部門を通じた雇用・所得面の改善があると指摘した。これに対し、複数の委員は、市場では、一頃の悲観的な見方がやや後退しているように窺われるが、リーマン・ショック以降、悲観と楽観を短期間に繰り返してきていることを踏まえると、見方が再び修正されることはないか、経済指標などを丹念に点検していく必要があると述べた。複数の委員は、足もとの失業率の低下は、労働参加率の低下による部分が大きく、長期失業者の全体に占める比率や平均失業期間をみると、引き続き過去最悪の状況にあるとコメントした。先行きについて、委員は、バランスシート調整の圧力が残るなど回復の基盤が

引き続き脆弱であることに加えて、政策面での対応余地がなくなってきたことを踏まえると、回復は続けるとしても、そのテンポは緩やかなものにとどまるとの見方で一致した。何人かの委員は、貯蓄率の低下余地が限られていることや、給与税減税の行方が不透明であることなどから、足もと底堅さがみられる個人消費の先行きについても不確実性が高いとコメントした。何人かの委員は、金融面における米国と欧州の密接なつながりを踏まえると、欧州ソブリン問題の深刻化が米国金融システムに波及しやすいと考えられる点には留意する必要があると述べた。

新興国・資源国経済について、委員は、既往の物価上昇による実質購買力低下や金融引き締めに加え、欧州経済の減速に伴う輸出減少の影響などから、幾分減速しているとの見方で一致した。欧州ソブリン問題の波及について、複数の委員は、一部の国では、貿易面を通じた影響だけでなく、欧州系金融機関による資産圧縮の動きの影響もみられていると指摘した。中国について、ある委員は、足もと減速感がみられる住宅市場の動向とその影響を注視していると述べた。物価を巡る動向について、何人かの委員は、中国など金融引き締めの影響などからインフレ率が低下しつつある国では、実質購買力の回復が個人消費を後押しするほか、金融緩和の余地も拡大していると考えられる一方、インフレが鎮静化しておらず金融政策の舵取りが難しい国もなお少なくないと指摘した。こうした点について、複数の委員は、新興国・資源国経済は、国によって状況が異なってきたおり、一括した評価が難しくなっていると付け加えた。ある委員は、新興国・資源国経済の先行きを考える際の着目点として、成長ポテンシャルの高さ、金融緩和の余地、欧州ソブリン問題の波及、の3点を挙げた。そのうえで、委員は、金融・財政面での政策対応余地が小さくないことから、先行き景気の大幅な減速は避けられるとみられるが、物価安定と成長を両立することができるかどうか、引き続き不透明感が高いとの認識を共有した。

こうした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、海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服しているとの見方で一致した。委員は、設備投資は、被災した設備の修復もあって、緩やかな増加基調にあるほか、個人消費も、サービス消費を中心に底堅く推移しているとの認識を共有した。委員は、住宅投資は持ち直し傾向にあり、公共

投資も下げ止まっているとの認識を共有した。輸出や生産について、委員は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響もあって、横ばい圏内の動きとなっているとの見方で一致した。複数の委員は、欧州ソブリン問題の影響は、直接・間接の貿易面のルートを通じて、既にわが国の輸出・生産にも及び始めていると述べた。企業の業況感について、多くの委員は、海外経済減速の影響などを背景に製造業大企業で慎重化しているものの、内需関連業種では改善が続いており底堅いと述べた。こうした内需関連業種の業況感の底堅さの背景として、一人の委員は、復興需要の顕現化に加え、円高に伴う交易条件の改善が、内需関連企業の収益に従来以上に強く表れている可能性があるとして指摘した。

景気の先行きについて、委員は、当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。何人かの委員は、展望レポート時の想定に比べて、海外経済の減速の度合いは幾分強く、復興需要の顕現化の時期もやや後ずれしているようにみえるとの見解を示した。複数の委員は、企業部門の活動は幾分弱めである一方、家計部門の活動は幾分強めであり、全体で見れば、概ね展望レポート時の想定範囲内なのではないかと述べた。設備投資の先行指標である機械受注の足もとの動きが弱いことについて、複数の委員は、これが一時的な動きかどうか、丹念な点検が必要であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、足もとの株価の弱さには、先行きの企業収益に対する慎重な見方が投影されており、そうした中で設備投資が下押しされる可能性に言及した。こうした議論を経て、委員は、海外経済の成長率の持ち直しとともに、わが国経済も緩やかな回復軌道に復していくという基本シナリオは概ね維持されているとの見方を示したうえで、1月に予定している展望レポートの中間評価において、この点を改めて確認していくとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、1月の中間評価では、GDP統計が2000年基準から2005年基準に切り替わり、2010年度から2011年度への統計上のゲタが低下したことが、経済の実態に影響を与える訳ではないものの、2011年度の実質GDP成長率見通しの下振れ要因として作用するとコメントした。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、海外金融経済情勢

を巡る不確実性がわが国経済に与える影響について、引き続き注視していく必要があるとの見方で一致した。とりわけ、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れ要因となる可能性があるとの認識を共有した。また、来年の早い時期に予定されている財政懸念国の国債や欧州金融機関の社債のリファイナンス本格化や、欧州国債全般を巡る格下げ方向の動きが、国際金融資本市場の緊張感を一段と高める可能性があるとの見方で一致した。何人かの委員は、海外経済が一段と下振れた場合には、為替円高と相俟って輸出が基調として減少に転じるとともに、株価の下落やマインドの悪化などから、国内設備投資等の内需も下振れる蓋然性が高まると述べた。国内固有のリスク要因として、何人かの委員は、電力供給の不確実性や復興関連予算の執行の遅れなどを指摘した。

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。複数の委員は、短観の生産・営業用設備判断DIや雇用人員判断DIの動きからみて、国内需給環境は改善を続けており、物価下落圧力は緩和する方向にあると判断されると述べた。国際商品市況の先行きについて、委員は、上下双方向に不確実性が大きいとの認識を共有した。複数の委員は、上昇要因としてイラン情勢の悪化を、下落要因として欧州ソブリン問題の深刻化を、それぞれ意識しておく必要があると付け加えた。

## 2. 金融面の動向

委員は、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、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、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、コールレートがきわめて低い水準で推移するなど、引き続き、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。ある委員は、金利入札オペにおいて札割れが続出しており、短期金融市場の資金余剰感は一段と高まっているとコメントした。米ドルの資金調達環境について、何人かの委員は、欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクが強く意識されているものの、邦銀については、総じて落ち着いた調達環境が維持されているとの認識を示した。企業金融について、委員は、企業の資金調達コストが緩やかに低下しており、企業からみた金融機関の貸出態度は、引き続き改善傾向に

あるとの認識で一致した。CP市場について、委員は、良好な発行環境が続いているとの認識を共有した。社債市場について、何人かの委員は、低格付銘柄や業績悪化懸念から格下げがなされた銘柄ではスプレッドが幾分拡大していることを指摘した。これらの委員も含め、委員は、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おり、企業の資金繰りは、改善した状態にあるとの認識を共有した。

この間、何人かの委員は、欧州ソブリン問題の一段の深刻化を受けて、TOPIXが一時リーマン・ショック後の最安値近傍まで下落するなど、わが国の株価が低迷を続けていることに言及し、これが企業のマインドなどを押し下げ、景気へ負の影響を及ぼし得ることに懸念を示した。

## ・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、何人かの委員は、国際金融資本市場において、緊張度が高い状況が続いているにもかかわらず、わが国の金融環境において緩和の動きが続いていることには、累次にわたり実施した資産買入等の基金の増額が一定の効果を発揮しているとの見解を示した。基金による社債等買入オペレーションにおいて札割れが続いていることについて、複数の委員は、金融緩和が浸透していることの表れであり、引き続き、買入れを続けていくことが、投資家の安心感を通じて、社債の発行環境を良好に保つことにつながるのではないかと指摘した。先行きについて、複数の委員は、欧州ソブリン問題の深刻化から金融市場の動揺が強まる場合なども念頭において、引き続き、金融市場の安定確保に全力を挙げていく構えが必要ではないかと述べた。別の複数の委員は、金融市場の安定という観点からは、6中央銀行の協調対応策など、既に打ち出している対策をしっかりとアピールしていくことも重要であると指摘した。

以上の議論を経て、委員は、8月および10月に増額した基金による金融資産の買入れを着実に進め、その効果の波及を確認していく

ことが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、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ために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらに金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があるとの見解で一致した。

米ドル資金供給オペレーションについて、委員は、適用金利の引き下げによって以前よりも利用しやすくなり、米ドル調達金利の安定化機能や安全弁としての機能は強化されているとの認識で一致した。適用金利の引き下げ後も円投ドル転コストの高止まりが続いていることについて、何人かの委員は、邦銀の資金繰りに何らかの問題が生じていることを表している訳ではなく、年末を控えて為替スワップ市場の流動性が低下していることを表している面が大きいと指摘した。複数の委員は、年明け後にドル資金市場の不安定化をもたらしかねない欧州関連のイベントがあるため、本オペを継続的に実施していくことの重要性は大きいと述べた。

成長基盤強化を支援するための資金供給の特則分について、委員は、金融機関が A B L の活用に向けた取り組みを進めるうえでの「呼び水」としての役割を果たしているという認識で一致した。新規の貸付額が 175 億円にとどまったことについて、一人の委員は、A B L の市場規模や体制整備に要する時間などからみて、想定範囲内の結果であるが、今後とも金融機関による A B L への取り組みを促すよう努めていくことは必要と述べた。

## ．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。

- 1 わが国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。円高や欧州債務問題に対する懸念による海外経済の停滞感の高まり等が、引き続き景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として大変懸念している。
- 1 本格的な復興予算である平成 23 年度第 3 次補正予算が 11 月に成立した。第 3 次補正予算は、過度な円高への対応にも資する施策を盛り込んでおり、速やかに執行することで、わが国経済社会の再生を実現していく。さらに、12 月 20 日に、第 4 次補正予算の

概算について閣議決定した。これは、追加財政需要に対応するためのものであり、公債の追加発行を行わずに編成している。

- 1 また、先般 12 月 10 日、平成 24 年度税制改正大綱を閣議決定し、成長戦略に資する税制措置、税制の公平性確保と課税の適正化等の措置を図ることとしている。今後、この大綱に沿った所要の法案を国会に提出することとしている。
- 1 政府としては、円高や海外経済の停滞懸念による景気下振れリスクが非常に高いことなどを踏まえ、今後のマクロ経済運営においては、引き続き細心の注意を払いつつ、適切に対応していくことが重要と考えており、日本銀行と一体となって取り組んでいきたいと考えている。日本銀行におかれても、引き続き、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、海外経済の動向や為替市場を含む金融・資本市場の変動が、わが国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、引き続き持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。先行きについては、円高や海外景気の下振れ等のリスク要因に十分警戒する必要がある。特に、欧州政府債務危機については、EU 首脳会議等の取り組みが行われているものの、金融資本市場の不安定な状況が続いている。また、先行きの世界経済の減速を見込んで、海外の中央銀行で金融を緩和する動きがみられる。こうした中で、政府と日本銀行が引き続き警戒感、危機感を共有し、緊密な連携を図ることが重要である。
- 1 政府は、震災からの復興に全力を尽くすとともに、円高等による景気下振れリスクに対処するため、「円高への総合的対応策」及び第 3 次補正予算を、迅速かつ着実に実行していく。また、エコカー補助金 3,000 億円を含む第 4 次補正予算を閣議決定した。今後、震災復興と日本経済の再生に重点を置いた平成 24 年度予算を早急に編成し、これらの速やかな国会提出および成立に努める。
- 1 さらに、政府は、中期的に財政再建へ向けた歩みを着実に進めるため、現在、社会保障・税一体改革に全力を挙げているところである。他方、わが国経済は、依然緩やかなデフレが続いており、デフレからの脱却は 10 年以上に亘る未だ克服できない課題となっている。復興需要が見込まれる今こそ、政府と日銀が一丸となっ

て、デフレからの脱却に腰を据えて取り組むべき時である。日本銀行におかれては、景気下振れの回避に加え、デフレ脱却に向け、適切かつ果断な金融政策運営をお願いする。

## ・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、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

## ・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1＞）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。

・議事要旨の承認

議事要旨（11月15、16日開催分、11月30日開催分）が全員一致で承認され、12月27日に公表することとされた。

・先行き1年間の金融政策決定会合の開催予定日の承認

最後に、2012年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日が、別紙2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

2011年12月21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<sup>(注1)</sup>）。

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．わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服している。すなわち、国内需要をみると、設備投資は緩やかな増加基調にあるほか、個人消費についても底堅く推移している。一方、輸出や生産は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響もあって、横ばい圏内の動きとなっている。企業の業況感については、内需関連業種に底堅さがみられるものの、全体としては、改善の動きが鈍化している。この間、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、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。

3．先行きのわが国経済は、当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、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。

4．景気のリスク要因をみると、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れをもたらす可能性がある。米国経済については、バランスシート調整の影響などから、減速が長引く可能性がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。海外金融経済情勢を巡る以上の不確実性が、わが国経済に与える影響について、引き続き注視していく必要がある。

物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

また、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

5．日本銀行は、資産買入等の基金の規模を累次にわたり大幅に増額し、そのもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」<sup>(注2)</sup>に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

以 上

---

<sup>(注2)</sup> 「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である。」

2011年12月21日  
日本銀行

## 金融政策決定会合等の日程（2012年1月～12月）

	会合開催	議事要旨公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(参考) 金融経済月報 公表
2012年1月	23日<月>・24日<火>	2月17日<金>		25日<水>
2月	13日<月>・14日<火>	3月16日<金>		15日<水>
3月	12日<月>・13日<火>	4月13日<金>		14日<水>
4月	9日<月>・10日<火> 27日<金>	5月7日<月> 5月28日<月>	27日<金>	11日<水>
5月	22日<火>・23日<水>	6月20日<水>		24日<木>
6月	14日<木>・15日<金>	7月18日<水>		18日<月>
7月	11日<水>・12日<木>	8月14日<火>		13日<金>
8月	8日<水>・9日<木>	9月24日<月>		10日<金>
9月	18日<火>・19日<水>	10月11日<木>		20日<木>
10月	4日<木>・5日<金> 30日<火>	11月2日<金> 11月26日<月>	30日<火>	9日<火>
11月	19日<月>・20日<火>	12月26日<水>		21日<水>
12月	19日<水>・20日<木>	未定		21日<金>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

「議事要旨」・・・・・・・・・・・・・・・・・・8時50分

「経済・物価情勢の展望」基本的見解・・・・・・・・・・15時

背景説明を含む全文・・・・翌営業日の14時

(ただし、「経済・物価情勢の展望(2012年4月)」の背景説明  
を含む全文は4月28日<土>の14時に公表)

「金融経済月報」・・・・・・・・・・・・・・・・・・14時

(「概要」の英訳は14時、全文の英訳  
は翌営業日の16時30分)

( 24 年 1 月 23、24 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2012 年 1 月 23 日 (14:00 ~ 16:14)  
1 月 24 日 ( 9:00 ~ 12:26)

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	( " )
	中村清次	( 審議委員 )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	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 (23 日)
	藤田幸久	財務副大臣 (24 日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官 (23 日)
	大串博志	内閣府大臣政務官 (24 日)

( 執行部からの報告者 )

理事	山本 謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
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	関根敏隆
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
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	川本卓司

## ．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（2011年12月20、21日）で決定された方針<sup>1</sup>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%台前半から0.09%の間で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

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、強い余剰感が続いており、金利は安定的に推移している。G Cレポレートは、総じて0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短期レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で安定的に推移している。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。

米ドル資金の調達環境をみると、米ドル資金供給オペへの旺盛な応札から、金融機関のドル資金ニーズが徐々に充足されてきていることに加え、欧州中央銀行（ECB）による3年物の無制限資金供給オペが欧州系金融機関の当面の資金繰り不安の後退につながっていることなどから、為替スワップ市場のドル調達プレミアム（ドル転コストの対ドルLIBORスプレッド）は、年明け以降、明確に縮小している。

長期金利は、銀行勢を中心とした底堅い需要を背景に、低位横ばい圏内での動きとなっており、足もとでは0.9%台半ばで推移している。株価は、米国株価が堅調に推移していることを好感し、底堅く推移しており、日経平均株価は足もとでは8千円台後半となっている。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、このところ76～77円台を中心とする狭いレンジでの動きが続いている。ユーロは、ECBの金融緩和を受けてユーロ圏金利が低下基調を辿るもとで、幅広い通貨に対して弱含んでおり、円の対ユーロ相場は、一時98円を割り込んだ。

---

<sup>1</sup> 「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。」

### 3 . 海外金融経済情勢

世界経済は、減速している。

米国経済は、回復を続けているが、そのテンポは緩やかなものにとどまっている。このところ一部に底堅い動きもみられているが、バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石となっている。そうしたもとで、個人消費は増加しているが、その回復ペースは、基調として緩やかなものにとどまっている。住宅投資については、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。一方、輸出や設備投資は緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は増加基調を維持している。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している中、既往のエネルギー価格の下落を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比は、プラス幅が幾分縮小している。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、家賃・帰属家賃が引き続き緩やかに上昇していることから、プラス幅が幾分拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、停滞色を強めている。輸出が海外経済の減速を受けて伸び悩む中、民間設備投資が減速し、個人消費も概ね横ばいとなっている。欧州ソブリン問題の深刻化から、家計や企業のマインドは悪化した状態が続いている。こうしたもとで、生産は減少している。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、高めの水準で推移しているが、既往の国際商品市況下落の影響から、幾分低下してきている。この間、英国経済は、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出が減速し、生産の増加ペースが幾分鈍化している一方、個人消費や固定資産投資は高い伸びを続けている。インド経済は、既往の金融引き締めの影響から、減速している。N I E S、A S E A N 経済は、幾分減速している。N I E S、A S E A N の内需は個人消費を中心になお底堅く推移しているが、輸出や生産は、先進国経済が減速する中、タイの洪水の影響もあって、減少している。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率の高まりなどを背景に、コアベースのインフレ率はなお高めで推移している。一方、総合ベースでは、生鮮食料品の高騰一服などから、伸び率が緩やかに縮小している。

海外の金融資本市場をみると、資金市場では短期のドル調達金利

が低下するなど、幾分改善する動きもみられるものの、ギリシャの債務削減交渉の難航などを背景に、欧州ソブリン問題に対する懸念は根強く、緊張度の高い状態が続いている。こうした中、米長期金利は、低水準で横ばい圏内の動きとなっており、ドイツの長期金利は緩やかに低下している。欧州各国国債の対独スプレッドは、拡大・縮小を経て、足もとにかけては、ポルトガル等で拡大している。米欧のクレジット市場では、社債の対国債スプレッドは、高めの水準で横ばいの動きとなっている。他方、欧州系金融機関の資金調達環境をみると、3年物オペを含むECBによる大量の資金供給が、欧州系金融機関の資金繰りに一定の安心感をもたらす中で、ユーロのターム物金利の対OISスプレッドは、振れを伴いつつ幾分低下している。この間、米国株価は上昇しており、これに連れる形で欧州の株価も上昇している。新興国の金融資本市場をみると、多くの国で株価は上昇し、通貨も幾分上昇している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出や生産は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響も残るもとで、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後、海外経済の成長率が高まることなどから、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、下げ止まっている。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復もあって、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などを受けつつも、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、基調的には緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、改善の動きがみられるものの、厳しい状態が続いている。

個人消費は、底堅く推移している。先行きは、雇用環境が徐々に改善に向かうもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きは、被災住宅の再建もあって、徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、昨年春頃をピークに下落傾向を辿ったあと、足もとでは横ばい圏内の動きとなっている。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下落などから、弱含んでいる。先行きは、国際商品市況の動きを反映して、当面、横ばい圏内で推移するとみられる。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。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。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、銀行貸出の前年比は、小幅の増加となっている。また、社債の残高は概ね前年並みとなる一方、ＣＰの残高は引き続き前年を上回っている。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、マネーストックは、前年比3%程度の伸びとなっている。

## ．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、資金市場では、ＥＣＢによる大量の資金供給や６中央銀行によるドル資金供給面での協調対応によって幾分改善する動きもみられているが、欧州ソブリン問題に対する懸念は根強く、全体として緊張度の高い状態が続いているとの見解を共有した。多くの委員は、ポルトガルの国債利回りが上昇しているほか、スペイン、イタリア等の国債利回りについても年明け以降の順調な国債入札もあって中短期ゾーンを中心に低下しているものの、依然として水準は高いとの認識を示した。欧州ソブリン問題に対する懸念が根強い背景として、多くの委員は、財政懸念

国における財政再建の進捗には、なお時間を要するとみられていること、ギリシャの債務問題への対応において民間投資家の負担が大きくなっていること、欧州金融安定基金（EFSF）の資金基盤の拡充において具体的な成案が得られていないこと、等を挙げた。何人かの委員は、ECBや6中央銀行による流動性供給面での対応は、「時間を買う」政策であり、その間にソルベンシー（支払能力）の問題の解決に向けてしっかり取り組んでいく必要があると述べた。

先行きについて、委員は、当面、市場の緊張状態が続く可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、財政懸念国の国債や欧州系金融機関の社債のリファイナンスが本格化する春頃にかけて、市場の緊張が高まりやすく、とくに注意が必要であると述べた。また、多くの委員は、6月末までに9%の自己資本比率の達成が求められている中で、欧州系金融機関による資産圧縮の動きが加速する可能性があることに懸念を示した。さらに、一人の委員は、ギリシャでは、経済がマイナス成長を続けるもとの、財政再建を進めていくことが難しくなっており、仮に財政再建の動きが頓挫すれば、欧州連合（EU）、国際通貨基金（IMF）等の支援体制が崩れるリスクがあると指摘した。

海外経済について、委員は、欧州ソブリン問題を背景とした国際金融資本市場の動揺や、新興国における既往の金融引き締めの影響などから、減速しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面、ユーロエリア経済を中心に減速が続くものの、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、成長率は徐々に高まっ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、これまで堅調を維持してきたドイツも含め、全体として停滞色が強まっているとの見方で一致した。ドイツでも停滞色がみられている背景として、多くの委員は、企業や家計のマインド悪化や金融機関の与信スタンス慎重化を通じて、欧州ソブリン問題の影響が波及してきている点を挙げた。一方、ドイツ経済について、ある委員は、雇用環境の改善傾向が続くなど、他の欧州諸国と比べれば、なお堅調な面もあると付け加えた。先行きについて、委員は、緊縮財政の継続や欧州系金融機関による資産圧縮の動きなどを背景に、当面、停滞色の強い状態が続くとの認識を共有した。そのうえで、委員は、欧州ソブリン問題の展開次第では、金融システムの不安定化などを通じて、欧州経済が大きく下振

れる可能性があり、欧州経済の更なる落ち込みは、世界的な景気後退の引き金となり得るため、今後とも注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

米国経済の現状について、委員は、回復を続けているが、そのテンポは緩やかなものにとどまっているとの見方を共有した。そのうえで、このところ底堅い動きがみられている点を巡って様々な言及があった。何人かの委員は、良好な企業収益を背景に設備投資が増加を続けているほか、雇用環境が緩やかに改善するもとで個人消費にも底堅い動きがみられるなど、一頃の景気に対する悲観的な見方は後退していると述べた。このうちの一人の委員は、銀行貸出の前年比は商工業向けだけでなく、個人向けでもプラスとなっており、最近の底堅い経済指標の動きと整合的であると付け加えた。これに対し、何人かの委員は、このところ一部に底堅い動きもみられているとしても、バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石となっており、個人消費や住宅投資の伸びは緩やかなものにとどまっていると指摘した。このうちの一人の委員は、最近の経済指標が底堅い動きを示している背景には、季節調整の歪みや暖冬の特殊要因により嵩上げされている面もあるので、注意してみていく必要があると指摘した。ある委員は、企業業績の好調やそれを受けた米国株価の上昇を説明する要因として、コスト削減の進捗、新興国ビジネスの高い成長、既往のドル安による輸出採算の改善、金利低下を受けた金融機関収益の持ち直しの4つがあり、今後の持続性は新興国経済の高い成長にかかっている面が大きいとの見方を示した。

米国経済の先行きについて、委員は、以上の議論を踏まえつつ、緩やかなペースで回復を続けるとの見方で一致した。多くの委員は、プラス材料として、緩和的な金融環境、雇用の増加、インフレ率の低下などを、マイナス材料として、雇用の二極化、住宅価格の軟調、財政支出削減の強まりなどを挙げた。何人かの委員は、リーマン・ショック以降の回復過程で、楽観と悲観を短期間に繰り返してきており、今後も、企業部門の相対的な好調と、家計部門のバランスシート調整圧力の重石が相克する中で、先行きの回復経路を巡る不確実性は高いと述べた。

新興国・資源国経済について、委員は、既往の物価上昇による実質購買力低下や金融引き締めに加え、欧州経済の減速に伴う輸出減少の影響などから、全体として幾分減速しているとの見方で一致し

た。欧州経済の減速の影響について、複数の委員は、地理的に近い中東欧だけでなく、NIEs・ASEANなどでも、貿易面を通じた悪影響が顕在化してきている点に懸念を示した。欧州系金融機関による資産圧縮の影響について、何人かの委員は、市場性資産の売却は相応に進んでいるが、貸出資産の削減は進んでいないことから、今のところ新興国・資源国経済への影響は大きなものとなっていないとの見方を示した。先行きについて、大方の委員は、都市化の進展などに支えられ、成長ポテンシャルは引き続き高いとの認識を示したうえで、インフレ率は依然高水準ながら徐々に低下してきており、こうした傾向が続けば、家計の実質購買力の回復等を通じて、再び成長率が高まっていくとの見解を示した。何人かの委員は、中国などインフレ率が低下しつつある国では、ソフトランディングに向け金融緩和の余地も拡大していると考えられる一方、ブラジルやインドのように、インフレが鎮静化しておらず金融政策の舵取りが難しい国もなお少なくないと指摘した。これらの委員は、景気・物価いずれの面でも、国・地域間でばらつきが拡大しており、一括りで評価することは難しくなっているとの認識を示した。中国経済の先行きを巡るリスク要因として、ある委員は、不動産価格の下落が中小企業向け貸出に及ぼし得る負の影響を注視していると述べた。

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、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっているとの見方で一致した。輸出や生産について、委員は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響も残るもとで、横ばい圏内の動きとなっているとの見方を共有した。設備投資について、委員は、被災した設備の修復もあって、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。個人消費について、委員は、サービス消費を含め底堅く推移しているとの認識を共有した。委員は、住宅投資は持ち直し傾向にあり、公共投資も下げ止まっているとの認識で一致した。個人消費を中心に内需が堅調に推移している背景として、何人かの委員は、震災以降、一旦抑制されていた需要が顕在化していることに加えて、円高のプラス面が内需に対して薄く広く及んできている可能性があるとして指摘した。複数の委員は、有効求人倍率や毎月勤労統計の常用労働者数など雇用環境に改善の動きがみられるほか、消費者コンフィデンスも総じて底

堅く推移している点に注目しているとコメントした。

景気の先行きについて、委員は、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。震災復興関連の需要について、何人かの委員は、消費関連を中心としたペントアップ需要、被災地の生活再建支出、被災した設備の修復といった動きは既にみられており、規模の大きい2011年度第3次補正予算の執行が進めば、押し上げ効果はより明確なものとなるとの見方を示した。

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。何人かの委員は、原油が地政学リスクを背景にこのところやや強含んでいるものの、これまでのところ物価情勢に大きな変化は窺われないと付け加えた。

## 2. 金融面の動向

委員は、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、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。何人かの委員は、銀行貸出の前年比が、電力向けや企業買収関連の資金需要を背景に、小幅のプラスとなっている点に注目しているとコメントした。

何人かの委員は、欧州ソブリン問題の長期化や各国の金融緩和等を背景に、対ユーロを中心に円高圧力が根強く、これがわが国の株価や企業マインド、ひいては景気の下押し圧力につながるかどうか、注視していく必要があると述べた。複数の委員は、家計や企業の短期的なインフレ予想がこのところ幾分低下していることに言及した。このうちの一人の委員は、こうした動きは、生鮮食品やそ

の他購入頻度の高い品目の物価上昇率の動向に影響されていると考えられると述べた。別の一人の委員は、短期的なインフレ予想の低下により、インフレ率が長期のアンカーに収束していく速度が遅くなる可能性があるとして付け加えた。複数の委員は、各種のプルーデンス規制や安全資産選好の強まりが金融機関の国債投資を積極化させていることや、長期金利上昇が金融システムに及ぼす影響などについて理解を深めておく必要があると指摘した。別の一人の委員は、緩和的な金融環境が長期間続くもとで、金融セクターに意図せざる不均衡が蓄積していくことはないかどうか、個別金融機関の経営状況も含め丹念に点検していく必要があると述べた。

### 3. 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、委員は、2011年度の成長率は、昨年10月の展望レポートの見通しと比べると、下振れるとの見方で一致した。見通し下振れについて、委員は、海外経済の成長率が、欧州ソブリン問題の影響などから当初の想定以上に減速しているという実体的な要因に加えて、過去の実績値の改定に伴い2011年度への発射台（いわゆる統計上の「ゲタ」）が低下したという技術的な要因も大きいとの認識を共有した。委員は、わが国経済が緩やかな回復経路に復していくという展望レポートのシナリオは、回復の時期が2012年度前半へと若干後ずれしているものの、維持されており、2012年度および2013年度の成長率については概ね見通しに沿って推移するとの認識で一致した。そのうえで、一人の委員は、概ね見通しの範囲内ではあるが、為替円高や海外経済の減速、株価低迷等の影響から、輸出と設備投資が下振れることを織り込み、2012年度と2013年度の成長率見通しについて、幾分下方修正を行ったと付け加えた。

物価面では、委員は、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）とも、概ね見通しに沿って推移するとの見解で一致した。国内企業物価の先行きについて、委員は、東京電力による企業向け電力料金の値上げが2012年度の上振れ要因として作用するが、これは原油以外の国際商品市況の反落の影響により概ね相殺されるとの考え方を共有した。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、ある委員は、想定する原油価格の上方修正等という上振れ要因と、需給ギャップの改善ペース鈍化という下振れ要因が、概ね相殺し合う結果であると述べた。消費者物価の先行

きについて、一人の委員は、基本的なシナリオは維持されており概ね見通しの範囲内ではあるものの、インフレ予想の弱含みの影響等から、幾分下方修正を行ったと述べた。何人かの委員は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるには、なお時間を要するものの、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に向けて着実に歩みを進めているとの認識を示した。

先行きの見通しを巡るリスク要因について、委員は、内外経済を巡る不確実性は大きく、とりわけ、欧州ソブリン問題の影響は、引き続き最大のリスク要因であるとの見解で一致した。欧州ソブリン問題に関連して、国際金融資本市場の緊張が高まり得る具体的なきっかけとして、多くの委員は、春頃にかけて集中している財政懸念国の国債や欧州系金融機関の社債のリファイナンスの成否、ギリシャの債務削減交渉と第2次支援策の帰趨、欧州系銀行の自己資本比率引き上げに伴う資産圧縮の動き、欧州国債の更なる格下げの可能性等を挙げた。委員は、これらのイベント・リスクが顕現化した場合には、国際金融資本市場を介した影響を通じて、世界経済ひいては日本経済の下振れをもたらす可能性には注意が必要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、多くの委員は、下振れリスクは一頃に比べ低下しているものの、バランスシート調整圧力や財政面からの景気下押し圧力、さらには欧州ソブリン問題の影響の波及に、引き続き注意していく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、このところインフレ率が低下してきている中国を含め、物価安定と成長を両立する形で経済がソフトランディングできるかどうか、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。多くの委員は、欧州系金融機関による資産圧縮のペースが加速した場合、新興国・資源国経済への影響は、アジア向けを含め大きなものとなってくることが避けられないと述べた。複数の委員は、欧州ソブリン問題の影響としては、投資家のリスク回避姿勢の高まりが新興国資本市場からの急激な資金流出につながるリスクについても意識しておく必要があると指摘した。国内固有のリスク要因として、何人かの委員は、原発再稼働の時期を巡る電力供給の不確実性や、復興関連予算の執行の遅れなどを挙げた。

物価面のリスク要因として、委員は、国際商品市況の先行きに関する不確実性が大きいとの見方で一致した。原油価格については、

イラン情勢を巡る地政学リスクが意識され、このところやや強含んで推移しているが、仮にイラン情勢が緊迫化した場合、原油価格の大幅上昇等を通じて、わが国を含め、世界経済に大きな影響を与え得るだけに、今後の展開を注意深く見ていく必要があるとの認識を共有した。複数の委員は、消費者物価がプラス圏で定着するようになるには時間がかかると予想されることを踏まえると、家計や企業が物価は中長期的にも上昇しにくいという予想を強めていくことにより実際の物価が下振れる可能性に、注意する必要があるとの見方を示した。

## ・ 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、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、包括的な金融緩和政策が強力な金融緩和効果を発揮してきた中で、金融面を通じた欧州ソブリン問題の影響波及は、これまでのところ遮断されているとの見解を示した。何人かの委員は、欧州ソブリン問題が国際金融資本市場や世界経済に深刻なショックをもたらし、その影響がわが国の金融システムや金融環境に及ぶリスクも念頭に置いて、金融システム面の措置を含め、中央銀行として十分に備えを固めておくことが重要と述べた。一人の委員は、基金の増額等を通じて金融緩和を一段と強化する必要性と、非伝統的手段の持つリスクやコストとを、慎重に比較考量しながら、今後の対応を見極めていく必要があると述べた。

政策金利を巡る時間軸について、委員は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していくとの方針を、これまで以上に粘り強く対外的に説明していくことがきわめて重要との認識を共有した。何人かの委員は、こうした時間軸の示し方は、現下の日

本経済の情勢等を踏まえると、金融政策の透明性や有効性の観点から適切であるが、米国FRBがコミュニケーション政策を見直していることもあり、情報発信のあり方については不断に点検を続けていくことが重要であると付け加えた。このうちの一人の委員は、情報発信に当たっては、時間軸を通じた景気刺激効果は、景気回復が進むにつれて徐々に強まっていく性格のものであることを、しっかりと説明してい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、金融資産の買入れ等を着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当との認識を共有した。何人かの委員は、このところ、社債等買入れや国庫短期証券買入れにおいて札割れが生じ、6か月物の固定金利オペの応札倍率が低下していることは、強力な金融緩和が市場に浸透していることの一つの表れであるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、金融市場の状況次第では、引き続き札割れが生じ得るとの見方を示したうえで、今後もオファーを地道に継続し、市場の安心感を維持していくことが重要と指摘した。別の一人の委員は、金融緩和を強化するために、基金を導入した以上、基金の積み上げの期限が本年末であることを念頭に置いて、買入れが実現できるよう一段と努力する必要があると述べた。一人の委員は、J-REIT（不動産投資信託）の価格はこのところ投資家のリスク回避の動きなどから軟調に推移しているものの、基金によるJ-REITの買入れは、引き続き市場に一定の安心感をもたらしていると考えておいて良いのではないかとの認識を示した。

11月下旬に決定した米ドル資金供給オペレーションの適用金利引き下げについて、多くの委員は、金融機関の旺盛な応札がみられるもとで、為替スワップ市場等を通じたドル調達金利は年初以降、低下しており、相応の効果を発揮してきているとの見方を改めて示した。

成長基盤強化を支援するための資金供給について、複数の委員は、特則分の貸付額は大きくないものの、「呼び水」としての効果は発揮されているとの認識を示したうえで、日本銀行としては、引き続き金融機関によるABLへの前向きな取り組みを後押ししていく必要があると述べた。

## ．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。

- 1 本日、平成 23 年度第 4 次補正予算および平成 24 年度予算を国会に提出した。今後、速やかな成立に向けて、全力で取り組んでいきたい。
- 1 1 月 6 日、政府・与党社会保障改革本部で、社会保障・税一体改革素案を決定した。今後、年度内に消費税法の改正を含む、税制抜本改革の関連法案を国会に提出し、社会保障の安定財源確保と財政健全化の同時達成を目指していく。財政健全化の重要性については、政府・日本銀行で共有されていると考える。
- 1 同素案には「デフレ脱却に向けて日本銀行と一体となって取り組んできた。引き続き、景気の下振れの回避に万全を期すため適切な経済財政措置を講ずるとともに、デフレ脱却と経済活性化に向けた更なる方策を講じ、日本経済の再生に取り組む」とあり、今後の経済運営には万全を期す必要がある。
- 1 本日は、中間評価について議論があった。この中では、2013 年度まで消費者物価の前年比上昇率は小幅にとどまり、中心は 1 % 程度とする「中長期的な物価安定の理解」よりも低い状況が続くと見込まれている。さらに、欧州の政府債務問題が欧州の金融システムや国際金融資本市場に影響を及ぼすことにより、海外経済が下振れし、わが国景気を下振れさせる重大なリスクとなっている。日本銀行にも、こうした厳しい状況について認識を共有し、政府との密接な情報交換・連携のもと、デフレ脱却や景気下振れの回避に向けて、適切かつ果敢な金融政策運営に取り組んで頂くようお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、緩やかに持ち直しており、先行きもこの傾向は続くと期待される。平成 24 年度経済見通しでは、来年度の実質成長率は + 2.2 % 程度、名目では + 2.0 % 程度と見込んでいる。欧州政府債務危機の影響により、海外景気が下振れし、わが国の景気が下押しされるリスクには十分な警戒が必要である。
- 1 2013 年度の消費者物価の前年比について、政策委員見通しの中央値をみると、今回の中間評価では + 0.5 % と、「中長期的な物価安定の理解」に比べ低い。社会保障・税一体改革を円滑に推進するためにも、デフレからの脱却に、政府と日本銀行が一丸

となって、今まで以上に断固とした姿勢で取り組むべきである。

- 1 デフレ脱却のためには、需給ギャップ縮小に向けた努力が必要である。政府は、「円高への総合的対応策」および第3次、第4次補正予算を迅速かつ着実に実行する。また、わが国の潜在成長率を高め、民間部門の投資意欲を引き出す観点から、「日本再生の基本戦略」の具体化を通じ成長力の強化に取り組む。
- 1 政府と日本銀行は、一体となって、速やかに安定的な物価上昇を実現することを目指して取り組んでいくことが極めて重要である。1月17日には野田総理と白川総裁の会談が開催され、認識の共有が図られるよう、今後もこれを定期的で開催していくことが合意された。日本銀行には、政府のデフレ脱却と経済活性化に向けた取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したい。デフレ脱却に向け、「中長期的な物価安定の理解」の中心値1%程度を早期に実現するための方策や、市場とのコミュニケーションの深化を含め、果敢な取組みを期待する。

## 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形で、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、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

#### ・ 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。

#### ・ 議事要旨の承認

議事要旨（2011年12月20、21日開催分）が全員一致で承認され、1月27日に公表することとされた。

以 上

2012年1月24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<sup>(注1)</sup>）。

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．わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっている。すなわち、国内需要をみると、設備投資は緩やかな増加基調にあるほか、個人消費についても底堅く推移している。一方、輸出や生産は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響も残るもとの、横ばい圏内の動きとなっている。この間、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、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。

3．先行きのわが国経済は、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、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。

4．10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、2011年度の成長率は、海外経済の減速に加え、過去の実績値の改定の影響もあって、下振れるとみられる。もっとも、わが国経済は、2012年度前半には、緩やかな回復経路に復していくとみられ、2012年度および2013年度の成長率については概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、概ね見通しに沿って推移すると予想される。

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

5．景気のリスク要因をみると、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れをもたらす可能性がある。米国経済については、このところ一部に底堅い動きもみられているが、バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石となっている。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。海外金融経済情勢を巡る以上の不確実性が、わが国経済に与える影響について、引き続き注視していく必要がある。

物価面では、国際商品市況の先行きについては、地政学リスクの影響を含めて、不確実性が大きい。また、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

6．日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」<sup>(注2)</sup>に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である。また、日本銀行は、資産買入等の基金の規模を累次にわたって大幅に増額することにより金融緩和を強化してきており、そのもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

以 上

---

(注2) 「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である。」

(参考1)

2011～2013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)
2011年度	-0.4～-0.3 <-0.4>	+1.8～+1.9 <+1.8>	-0.1～0.0 <-0.1>
10月時点の見通し	+0.2～+0.4 <+0.3>	+1.7～+2.0 <+1.8>	0.0～0.0 <0.0>
2012年度	+1.8～+2.1 <+2.0>	-0.1～+0.2 <+0.1>	0.0～+0.2 <+0.1>
10月時点の見通し	+2.1～+2.4 <+2.2>	+0.1～+0.3 <+0.2>	0.0～+0.2 <+0.1>
2013年度	+1.4～+1.7 <+1.6>	+0.6～+1.0 <+0.8>	+0.4～+0.5 <+0.5>
10月時点の見通し	+1.3～+1.6 <+1.5>	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.4～+0.6 <+0.5>

(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)2011年度の実質GDP成長率の修正には、過去の実績値の改定に伴い、2011年度への発射台(年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前年比)が約0.5%ポイント低下したことの影響も大きい。

(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。

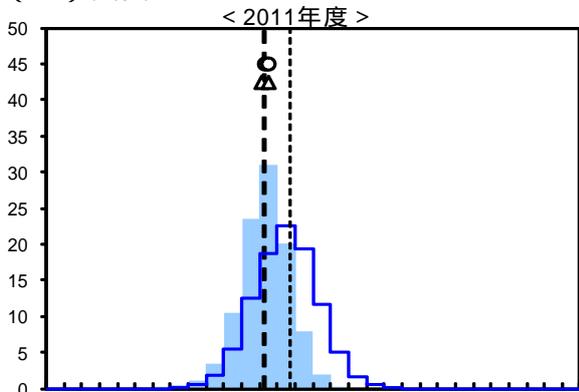
対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	-0.5～-0.3	+1.7～+1.9	-0.1～0.0
10月時点の見通し	+0.2～+0.4	+1.7～+2.1	-0.1～+0.1
2012年度	+1.8～+2.2	-0.2～+0.2	-0.2～+0.3
10月時点の見通し	+2.0～+2.4	+0.1～+0.4	-0.1～+0.3
2013年度	+1.4～+1.8	+0.5～+1.0	+0.2～+0.6
10月時点の見通し	+1.2～+1.7	+0.6～+1.0	+0.3～+0.7

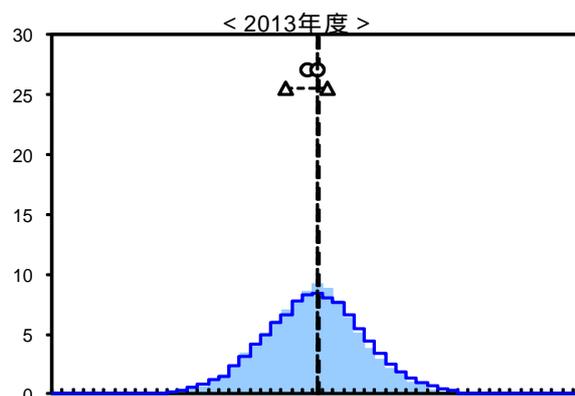
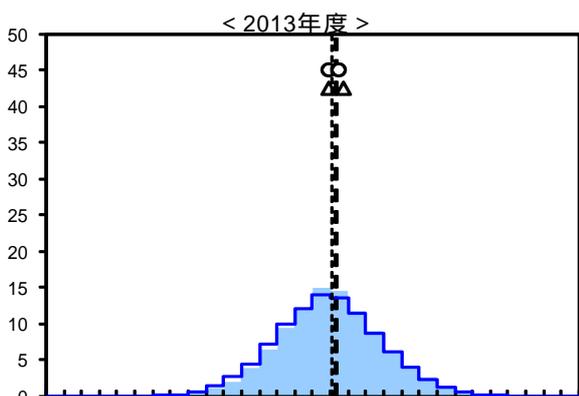
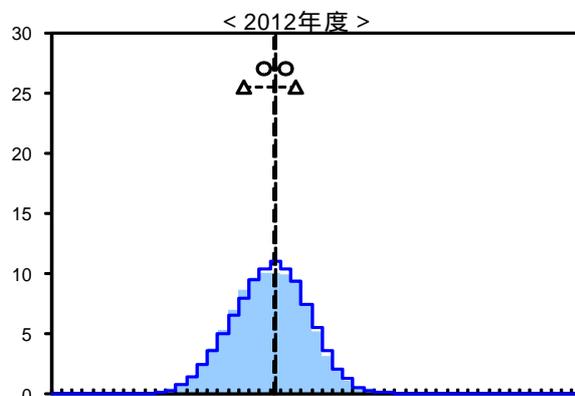
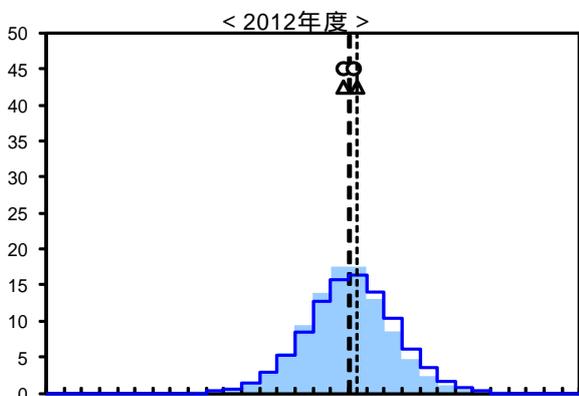
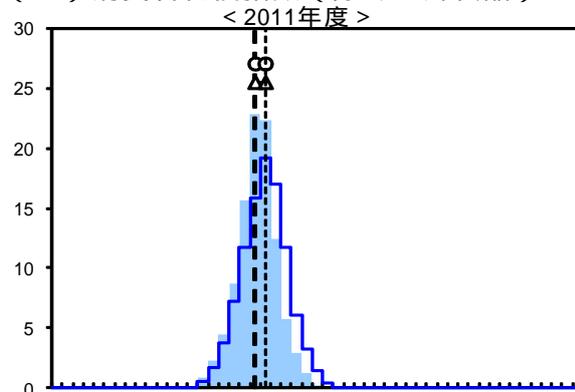
(参考2)

## 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)



標  
-6.0  
-5.5  
-5.0  
-4.5  
-4.0  
-3.5  
-3.0  
-2.5  
-2.0  
-1.5  
-1.0  
-0.5  
0.0  
0.5  
1.0  
1.5  
2.0  
2.5  
3.0  
3.5  
4.0  
4.5  
5.0  
5.5  
6.0  
6.5  
7.0  
7.5  
8.0以上

標  
-2.0  
-1.8  
-1.6  
-1.4  
-1.2  
-1.0  
-0.8  
-0.6  
-0.4  
-0.2  
0.0  
0.2  
0.4  
0.6  
0.8  
1.0  
1.2  
1.4  
1.6  
1.8  
2.0  
2.2  
2.4  
2.6  
2.8  
3.0以上

(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2011年10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、で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、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、2011年10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。

( 24 年 2 月 13、14 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2012 年 2 月 13 日 (14:00 ~ 16:34)  
2 月 14 日 ( 9:01 ~ 12:38)

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	( " )
	中村清次	( 審議委員 )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	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 (13 日)
	藤田幸久	財務副大臣 (14 日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官 (13 日)
	石田勝之	内閣府副大臣 (14 日)

( 執行部からの報告者 )

理事	山本謙三	
理事	中曽 宏	
理事	雨宮正佳	
理事	木下信行	
企画局長	門間一夫	
企画局審議役	梅森 徹	( 14 日 10:10 ~ 12:38 )
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	関根敏隆	
国際局長	大野英昭	

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二	
政策委員会企画役	橘 朋廣	
企画局企画調整課長	千田英継	( 14 日 10:10 ~ 12:38 )
企画局企画役	上口洋司	
企画局企画役	河西 慎	

## ．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（2012年1月23、24日）で決定された方針<sup>1</sup>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%台前半から0.08%台後半の間で推移した。

米ドル資金の調達環境が着実に改善していることもあって、米ドル資金供給オペへの応札額は減少している。

### 2．金融・為替市場動向

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、強い余剰感が続いており、金利は安定的に推移している。G C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、短期レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で安定的に推移している。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。

米ドル資金の調達環境をみると、主要な資金の出し手であるMMMF等が、慎重化させていた欧州系金融機関への資金放出姿勢を軟化させる動きがみられるなど、緊張度が和らいでいる。為替スワップ市場のドル調達プレミアム（ドル転コストの対ドルLIBORスプレッド）は、対円でゼロ近傍となっているほか、対ユーロについても、なお高めの水準ながら縮小基調を辿っている。

長期金利は、米国長期金利に連れるかたちで上下したものの、総じてみれば低位横ばい圏内での動きとなっている。株価は、米国株価が堅調に推移していることを好感して底堅く推移しており、日経平均株価は一時終値ベースで約3か月振りに9千円台を回復した。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、わが国貿易収支の赤字転

---

<sup>1</sup> 「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。」

化や米国における低金利長期化見通しなどを材料に上下し、最近では 77 円台後半で推移している。

### 3 . 海外金融経済情勢

世界経済は、減速している。

米国経済は、バランスシート調整の重石はあるものの、緩やかな回復を続けており、このところ雇用や個人消費などの面で改善の動きがみられている。雇用者数は緩やかに増加を続けており、失業率もこのところ低下している。消費者コンフィデンスは 2011 年夏前の水準まで回復しており、自動車販売は供給制約の解消もあって増加している。輸出や設備投資は緩やかに増加しており、生産も増加基調を維持している。一方、住宅投資については、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。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中、エネルギー価格の前年比プラス幅の縮小を受け、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。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、家賃・帰属家賃が引き続き緩やかに上昇していることから、プラス幅が幾分拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は停滞色を強めている。輸出が海外経済の減速を受けて伸び悩む中、民間設備投資が減速し、個人消費も概ね横ばいとなっている。こうしたもとで、生産は減少している。この間、家計や企業のマインドをみると、ドイツでは持ち直しの動きがみられるものの、周縁国を中心に悪化した状態が続いている。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、高めの水準で推移しているが、既往の国際商品市況下落の影響から、幾分低下してきている。この間、英国経済は、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出が減速し、生産の増加ペースが幾分鈍化している一方、個人消費や固定資産投資は高い伸びを続けている。インド経済は、既往の金融引き締めの影響から減速しており、NIEs、ASEAN 経済も幾分減速している。NIEs、ASEAN の内需は、設備投資に減速感が窺われる一方、個人消費はなお底堅く推移している。輸出や生産は、先進国向け輸出の減少に歯止めがかかりつつある中、タイの洪水による混乱の収束もあって、減少ペースが緩やかになってきている。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、コアベースのインフレ率は高めで推移している。一方、総合ベースでは、生鮮食料品の高騰一服などから、伸び率が緩やかに縮小している。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を巡る市場の緊張は、昨年末頃に比べると幾分和らいでいる。欧州系金融機関の資金調達環境は、ECBによる3年物オペの効果有一段と浸透する中、改善を続けている。ユーロのターム物金利の対OISスプレッドは縮小しており、ドルのターム物金利の対OISスプレッドは縮小に転じている。長期の調達環境についても、金融債は、クレジットスプレッドが縮小するもとで、発行額が増加している。米国やドイツの長期金利は、米国における金融緩和期待の高まりから1月末にかけて一旦大きく低下したが、その後、米国の良好な雇用関連指標やギリシャ問題の進展に対する期待から、上昇している。欧州各国国債の対独スプレッドは、殆どの国で縮小している。米欧のクレジット市場では、社債の対国債スプレッドは、依然高水準ながら幾分縮小する動きもみられている。米国株価は上昇しており、欧州の株価も金融株を中心に上昇している。新興国の金融資本市場をみると、グローバルな金融緩和期待の高まりなどを受けて、多くの国で株価や通貨が上昇している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出や生産は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっている。月次でみると、12月は、タイ洪水の影響が和らぐ中で増加している。先行きについては、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後、海外経済の成長率が高まることなどから、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、下げ止まっている。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にある。先行きについては、当面、海外経済減速や円高の影響などを受けつつも、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、基調的には緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、改善の動きがみられるものの、厳しい状態が

続いている。

個人消費は、震災後一旦抑制された需要の復元もあって、底堅く推移している。先行きは、雇用環境が徐々に改善に向かうも、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きは、被災住宅の再建もあって、徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、横ばい圏内の動きながら、このところ強含んでいる。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の動きを反映して、概ね横ばいとなっている。先行きは、当面、横ばい圏内で推移するとみられる。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。实体经济活動や物価との関係で見ると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。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、銀行貸出の前年比は、プラス幅が拡大している。CP残高の前年比はプラス幅がやや拡大する一方、社債残高の前年比はCPへの振り替わりもあって最近では幾分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、3%程度のプラスとなっている。

## ・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、ECBの3年物オペ等による大量の資金供給の効果が浸透する中、欧州系金融機関の資金調達

環境は改善を続けており、これを背景に、欧州債務問題を巡る市場の緊張は、昨年末頃に比べると幾分和らいでいるとの見解で一致した。何人かの委員は、短期資金市場ばかりでなく、長期国債市場やクレジット市場でも幾分緊張が和らいでいるとの見方を示した。そのうえで、委員は、個別国の財政改革など不均衡の是正と競争力の強化、市場の混乱を封じ込めるための「防火壁」の拡充、ユーロ圏内部の財政ガバナンスの強化、といった危機対応の取り組みは、依然として不確定要素が多く、市場の緊張が再び高まる可能性には十分注意する必要があるとの認識を共有した。

海外経済について、委員は、欧州債務問題や新興国・資源国における既往の金融引き締めの影響などから減速しているものの、米国経済ではこのところ改善の動きがみられているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面、ユーロエリア経済を中心に減速が続くものの、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで、成長率は再び高まっ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、欧州債務問題の影響が企業や家計のマインド悪化や金融機関の与信スタンス慎重化を通じて及んでおり、全体として停滞色を強めているとの見方で一致した。そのうえで、多くの委員は、ドイツ経済については、最近、企業や家計のマインドに改善の動きがみられている点を指摘した。先行きについて、委員は、緊縮財政の継続や金融機関による資産圧縮の動きなどを背景に、当面、停滞色の強い状態が続くとの認識を共有した。さらに、委員は、欧州債務問題の展開次第では、金融システムの不安定化などを通じて、欧州経済ひいては世界経済全体が大きく下振れる可能性があるため、今後とも注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

米国経済の現状について、委員は、バランスシート調整の重石はあるものの、このところ改善の動きがみられており、緩やかな回復を続けているとの見方を共有した。大方の委員は、最近の改善の動きの具体例として、雇用および消費関連の指標に言及した。このうち何人かの委員は、企業部門の好調が家計部門へと及んでいく自律回復のメカニズムが働きつつある可能性を指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境に支えられ、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、回復のペースを緩やかなものにとどめる要因として、住宅価格の軟調な動きや財政支出削減の強まりなどを挙げた。

新興国・資源国経済について、委員は、既往の物価上昇による実質購買力低下や金融引き締めに加え、欧州経済の減速に伴う輸出減少の影響などから、全体として幾分減速しているとの見方を共有した。複数の委員は、NIEs、ASEAN経済は、引き続き欧州経済減速の影響を受けているものの、タイの洪水の影響が薄れてきているため、輸出は持ち直してきていると指摘した。先行きについて、委員は、インフレ率の低下に伴い、金融政策の緩和余地が拡大する中、家計の実質購買力の回復等により内需が堅調に推移し、再び成長率が高まっていくとの見解で一致した。何人かの委員は、幾つかの国でインフレ率の低下を受けて引き締めから緩和に転じている点に言及した。

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。

景気の現状について、委員は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっているものの、内需は震災復興関連の需要もあって底堅い展開を辿っているとの見方で一致した。輸出や生産について、委員は、海外経済の減速や円高の影響などから、引き続き横ばい圏内の動きとなっているとの見方を共有した。ある委員は、12月の生産の実績が7か月振りに前月時点の見通しを上回ったことに触れ、生産活動の下押し圧力が和らいできているとみられると述べた。別のある委員は、世界的なIT関連の在庫調整進捗が、情報関連の輸出や生産に前向きな影響を及ぼしているとの見方を示した。設備投資について、委員は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。何人かの委員は、企業収益の下振れやそれが株価持ち直しを遅らせる影響に留意する必要があると述べた。複数の委員は、企業マインドを表す指標がやや改善していることを指摘した。個人消費について、委員は、震災後一旦抑制された需要の復元もあって、底堅く推移しているとの認識を共有した。何人かの委員は、エコカー補助金の再導入などにより、1月の乗用車新車登録台数が大幅に増加したことに言及した。委員は、住宅投資は持ち直し傾向にあり、公共投資も下げ止まっているとの認識で一致した。この間、2011年の貿易収支が48年振りに赤字となったことについて、ある委員は、当面、貿易収支は赤字で推移するものの、所得収支の黒字がこれを大きく上回るとみられることから、経常収支の赤字化は考え難いと述べた。

景気の先行きについて、委員は、当面、横ばい圏内の動きを続け

るとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。そのうえで、委員は、欧州債務問題の今後の展開やその帰趨、電力需給の動向や円高の影響など、引き続き、景気の先行きを巡る不確実性が大きいとの見解で一致した。ある委員は、新興国における成長と物価安定の両立の不確実性が高い中、イランを中心とした中東情勢の不透明感についても注視していく必要があると述べた。別のある委員は、わが国の経済活動が依然として低い水準にあることに注意しなければならないと述べた。

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。そのうえで、複数の委員は、食料・エネルギーを除く消費者物価やGDPデフレーターの下落が続いている点に留意する必要があると付言した。そのうちの一人の委員は、GDPデフレーターと消費者物価指数の動きに乖離がみられる要因について、円高局面における輸出企業の価格設定行動、原材料高局面における輸入企業の価格設定行動、投資財等の著しい品質向上の影響、の3点に整理したうえで、物価情勢の判断に当たっては、消費者物価指数を中心としつつ幅広い指標を点検することが適当であると述べた。

## 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。何人かの委員は、民間部門総資金調達の前年比減少率が縮小してきていることについて、経済活動に関する明るい兆しとして、注目していると述べた。この点に関して、別の一人の委員は、民間部門総資金調達の動きについては、大幅に減少したあとだけに、水準が依然として低いことには留意する必要があると述べた。複数の委

員は、家計や企業の短期的なインフレ予想がこのところ幾分低下していることに言及した。このうちの一人の委員は、こうした動きは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を遅くする方向に作用するので、十分な注意が必要であるとの見方を示した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営を検討するに当たって、委員は、金融政策運営に関する情報発信については、かねてから、より良いあり方を模索する不断の検討が必要との認識が委員間で共有されてきたこと、そうした中、前回会合では、米国F R Bにおいて情報発信のあり方を巡る検討が進められていることを踏まえ、何人かの委員から改めて、「中長期的な物価安定の理解」や、それに基づく時間軸の示し方について、検討していく必要があるとの問題提起があったこと、実際に、米国F R Bが物価安定に関する「長期的な目標（longer-run goal）」を示したことを契機に、中央銀行の物価安定に対する姿勢について関心が改めて高まっていること、等を踏まえ、金融政策運営に関する情報発信のあり方について議論することにした。

まず、「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率）について議論が行われた。

「中長期的な物価安定の理解」の位置付けについて、大方の委員は、日本銀行の政策姿勢が伝わり難いとの指摘が一部にあることに触れ、日本銀行が目指すべき中長期的に持続可能な物価安定と統合的な物価上昇率を「各政策委員の理解」として示していることが、その一因となっているとの認識を示した。これらの委員は、概念的定義、時間的視野、中心的指標といった、日本銀行の物価安定に関する基本的な考え方は変わらないが、これまで「各政策委員の理解」として示してきた物価上昇率を全政策委員の一致した見解である「日本銀行としての判断」というかたちで公表すれば、日本銀行が目指す物価の安定をより明確にできるのではないかと述べた。こうした意見を踏まえて、中長期的に持続可能な物価安定と統合的な物価上昇率として、政策委員全員で共有できる数値表現について検討することとなった。

具体的な数値表現を検討するに当たって、何人かの委員は、従来同様、物価指数の計測誤差（バイアス）、物価下落と景気悪化の悪循環への備え（のりしろ）、家計や企業が物価の安定と考える状態（国民の物価観）の3つの観点を踏まえる必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、財政政策の発動余地が狭まっていること等を踏まえると、従来より厚めののりしろを確保する必要があるとの見解を示した一方、その他の委員は、3つの観点について、昨年4月の「中長期的な物価安定の理解」の点検時から大きな動きはないと考えられると述べた。多くの委員は、政策姿勢を明確に示すためには、ピンポイントの数値で示すことが望ましいが、日本経済の構造変化や国際的な経済環境などを巡り、先行きの不確実性が大きいことを踏まえると、ある程度幅を持って示しておく必要性も小さくないとの見解を示した。何人かの委員は、現在の国民の物価観が低めであること等を勘案し、当面は、現在「中心」として示している物価上昇率1%を目指すとしても、より長い目でみた場合には、目指すべき物価上昇率は1%を上回る水準に高まる可能性があり、この機会を捉えて、こうした可能性を踏まえた表現に変更することが考えられるとの見解を示した。このうち複数の委員は、「1~2%」という表現も一案であると述べた。また、ある委員は、為替相場が長期トレンドとして一方向に傾くことがないように、長期的には主要国の多くと共通の物価上昇率を目指す必要があり、現状、それは「2%」であると述べた。別の一人の委員は、わが国が直面している経済状況は海外主要国と異なることから、必ずしもこれらの国と同じ水準まで目指すべきことにはならないと述べた。これに対し、何人かの委員は、従来の「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度」という表現を大きく変える必要はないと考えていると述べた。こうした議論を経て、委員は、当面、目指すべき物価上昇率は「1%」とし、より長い目でみた場合には、中長期的に目指すべき物価上昇率が変わり得ることを踏まえ、「2%以下のプラスの領域にある」と幅を持って表現することが適当との見解で一致した。

委員は、こうした日本銀行が目指すべき中長期的に持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率をどのように呼ぶかについても、併せて議論を行った。多くの委員は、これまでの「理解」という言葉の語感からは、日本銀行が受け身的に経済物価情勢の改善を待っているかのような印象を受けがちであり、能動的に達成を目指す姿勢が

伝わりづらいとの認識を示した。また、何人かの委員は、「目標」は、一定の物価上昇率を維持するために、短期的な物価の振れに対して機械的な政策運営を行う印象を与えがちである、「目標」や「定義」は、固定的・硬直的な語感があり、日本経済の構造変化や国際的な経済環境などを巡り、先行きの不確実性が大きい状況下では相応しくない、「目安」は、政策姿勢を示していく上では「理解」と同様、曖昧さが残る、と述べた。こうした議論を経て、委員は、上述の中長期的に持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率について、「中長期的な物価安定の目途」と呼ぶことが適当との見解で一致し、その英語表現については「The price stability goal in the medium to long term」とすることが相応しいとの認識を共有した。

次に、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸政策について、議論が行われた。

委員は、「中長期的な物価安定の目途」の導入と併せて、「日本銀行は、『中長期的な物価安定の理解』に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、」という時間軸の表現についても見直すことにより、政策姿勢の明確化を図ることが望ましいとの考え方を共有した。そのうえで、委員は、「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」というかたちで、先行きの政策運営に関する条件をより明確化することが適当との見解で一致した。同時に、実質的なゼロ金利政策以外に実際に行ってきている政策措置も念頭に置きつつ、時間軸政策の対象となる政策運営に関する記述を「実質ゼロ金利政策を継続していく」から「実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」に置き換える方が、より正確かつ能動的な表現となり、日本銀行の政策姿勢が伝わり易くなるとの見解で一致した。何人かの委員は、見直し後の表現であれば、日本銀行として、今後も必要に応じて追加的な手段を講じていく姿勢にあることがより分かり易いとコメントした。このうちの一人の委員は、こうした見直しにより、時間軸政策の効果は強化されることになると述べた。また、別のある委員は、時間軸政策の継続期間について、特定の時期で示す方法や、特定の指標等の公表値と紐付ける方法と比較して、現在日本銀行が採用している、経済物価情勢に関する政策当局の予想と紐付ける方法は、先行きの金融政策に関する期待の安定化を図るとともに、政策の信頼性を維持する観点か

ら望ましいとの見方を示した。複数の委員は、今後の金融政策運営に当たっても、これまで同様、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、わが国経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを確認していくことが重要であり、このことについて、適切な情報発信に努めていく必要があると述べた。

委員は、こうした政策運営に関する情報発信のあり方の見直しに併せて、一段の金融緩和強化策を講じることが、日本銀行の政策姿勢の明確化を行動で裏付け、その効果を高める観点から望ましいという認識を共有した。複数の委員は、こうした政策の組み合わせにより、長めの金利や企業・家計等の意思決定に働きかけ、金融緩和の効果をさらに強めることが期待できると述べた。また、委員は、このタイミングで金融緩和の強化策を講じることが、先行きの内外経済の不確実性がなお大きい中で、最近みられている前向きの動きを金融面からさらに強力に支援し、わが国経済の緩やかな回復経路への復帰をより確実なものとする観点からも重要であるという考え方を共有した。こうした認識や考え方を踏まえて、具体的な金融緩和強化策についての議論が行われた。

まず、資産買入等の基金について、大方の委員は、日本銀行の政策姿勢の明確化を行動で裏付ける観点から、10兆円程度という思い切った規模の増額を行うことが適当との見解を示した。これらの委員は、買入れの対象については、現在の金融環境等を勘案すると、長期国債とすることが適当との認識を共有した。このうち複数の委員は、本年末までに増額を完了することが適当と述べた。何人かの委員は、今回10兆円程度の増額を行うとすると、趨勢的な銀行券需要見合いの買入れと合わせ、日本銀行による長期国債の買入れ全体としてみると、年率換算で約40兆円という大規模なものとなることに言及し、こうした買入れが財政ファイナンスを目的としたものでないことを明確に意識し、対外的にも説明していくことが重要との見解を示した。何人かの委員は、わが国経済のデフレからの脱却は、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、民間企業、金融機関、政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが重要であるとの見解を述べた。

次に、委員は、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、「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を示した。

最後に、多くの委員は、成長基盤強化を支援するための資金供給について、本年3月末に貸付受付期限が到来することに言及し、その延長の要否について今後検討する必要があると述べた。このうちの何人かの委員は、わが国経済にとって成長力強化が引き続き大きな課題であることを踏まえると、期限を延長する方向で検討し、その際、制度設計に一段の工夫が可能かどうかも併せて検討することが適当との見解を示した。何人かの委員は、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについても同様に、本年4月末の貸付受付期限到来前に延長の要否について検討する必要があると述べた。これらの発言を受けて、次回の金融政策決定会合において、成長基盤強化を支援するための資金供給の延長の要否等について、執行部より検討内容を報告することとなった。この間、委員は、欧州債務問題がわが国の金融市場ひいては金融システムの安定を脅かすことのないよう、万全を期していくことを改めて確認した。そうした観点から、ある委員は、米ドル資金供給オペレーションについて、欧州債務問題を巡る国際金融資本市場の緊張が和らいでいることから、オペ需要は一頃に比べて弱まっているが、ドル資金の調達環境が再び変調するリスクに備えて、今後も定期的にオペを実施し、市場の安定確保に努めていくことが重要と述べた。

## ・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。

- 1 わが国経済をみると、昨日公表された平成23年10～12月期の実質GDP成長率は、マイナスとなった。先行きについてみると、緩やかな持ち直しが続くとみられるものの、欧州の政府債務危機に端を発する金融システムへの懸念や金融資本市場への影響等による海外景気の下振れ、長引く円高等により、わが国の景気が下押しされる重大なリスクが存在し、政府として大変懸念している。
- 1 2月8日、平成23年度第4次補正予算が成立した。引き続き、平成24年度予算の速やかな成立に向けて、全力で取り組んでいく。また、政府としては、1月6日に決定した「社会保障・税一体改革素案」に沿って、引き続き年度内に消費税法の改正を含む税制抜本改革の関連法案を国会に提出することをはじめ、改革に取り

組むことにより、社会保障の安定財源確保と財政健全化を同時達成すべく取り組んでいる。

- 1 デフレ脱却に向け、政府・日銀が一体となって今後の経済運営に万全を期すことが重要である。本日、基金を 10 兆円増額するとともに、「中長期的な物価安定の目途」を導入し、当面、物価上昇率 1 % を目指すことについて議論が行われたことは、時宜を捉えた積極的な対応として評価する。日本銀行におかれては、今後とも政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営に取り組んで頂くようお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国は慢性的なデフレから抜け出せない状況が続いている。デフレの背景には、需給ギャップや、企業のわが国経済への成長期待の低下、民間部門のデフレ期待の定着があると考えられる。社会保障・税一体改革の円滑な推進のためにも、10 年以上の課題であるデフレ脱却に、政府と日本銀行が一丸となって今まで以上に断固とした姿勢で取り組むべきと改めて申し上げる。
- 1 デフレ脱却に向け、政府は累次の補正予算を通じた拡張的な財政政策により、需給ギャップの縮小に努めている。また、潜在成長率を高め民間の投資意欲を引き出す観点から、新成長戦略の実行加速や日本再生の基本戦略の具体化を通じ成長力強化に取り組む。
- 1 日本銀行には、こうした政府の取り組みと歩調を合わせ、デフレ脱却に向けた取り組みの結果を出すべく、金融政策面からの最大限の努力をお願いする。1月 25 日には、F R B が長期的なインフレ率の目標を、個人消費支出デフレーターで前年比 + 2 % と設定した。これは、金融政策運営の透明性を強化し、金融緩和を継続するとのコミットメントと併せ、市場の期待に働きかけるものと考ええる。
- 1 本日、新しい施策のご提示があった。これは、金融政策運営の透明性の向上と説明責任の強化という世界的な潮流を踏まえた適切なものと考ええる。今後とも透明性の向上に向けた不断の努力をお願いする。

## ．採決

### 1．金融市場調節方針

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、中村委員、亀崎委員、  
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

次に、資産買入等の基金の残高について、委員は、10兆円程度増額し、増額の対象資産を長期国債とすることが適当であるとの認識を共有した。このことを受けて、「『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。

## ． 対外公表文の検討

### 1 ． 「金融緩和の強化について」

以上の議論の結果、わが国経済の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、日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化するため、「中長期的な物価安定の目途」の導入、緩和姿勢の明確化、資産買入等の基金の増額の3つの措置に関する記述を含んだ対外公表文（「金融緩和の強化について」＜別紙1＞）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。

### 2 ． 「『中長期的な物価安定の目途』について」

次に、新たに導入する「中長期的な物価安定の目途」についての基本的な考え方等を記述した対外公表文（「『中長期的な物価安定の目途』について」＜別紙2＞）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。

## ． 議事要旨の承認

議事要旨（2012年1月23、24日開催分）が全員一致で承認され、2月17日に公表することとされた。

以 上

2012年2月14日  
日 本 銀 行

### 金融緩和の強化について

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、以下の決定を行った。

(1) 中長期的に持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率として、「中長期的な物価安定の目途」を示すこととする<sup>(注1)</sup>。日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする。

(2) 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、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とする。

(3) 資産買入等の基金を55兆円程度から65兆円程度に10兆円程度増額する。買入れの対象は長期国債とする<sup>(注2)</sup>。現在、資産買入等の基金の残高は43兆円程度であるため、今回の増額分と併せ、本年末までに残高は22兆円程度増加することになる<sup>(注3)</sup>。

2. 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」ことを決定した（全員一致<sup>(注4)</sup>）。

---

(注1) 「『中長期的な物価安定の目途』について」を参照。

(注2) 基金の内容等については別紙参照。

(注3) 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。

(注4) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

- 3．わが国経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっている。一方、わが国の金融環境については、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．わが国経済の先行きについては、欧州債務問題の今後の展開やその帰趨、電力需給の動向や円高の影響など、引き続き不確実性が大きい。もっとも、最近では、欧州債務問題を巡る国際金融資本市場の緊張は、昨年末頃に比べると幾分和らいでいる。米国経済では、バランスシート調整の重石はあるものの、このところ改善の動きがみられている。わが国についても、内需は震災復興関連の需要もあって底堅い展開を辿っている。
- 5．日本銀行は、先行きの内外経済の不確実性がなお大きい中で、最近みられている前向きの動きを金融面からさらに強力に支援し、わが国経済の緩やかな回復経路への復帰をより確実なものとする必要があると判断した。このため、今回、わが国経済のデフレ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、日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化することを決定した。日本銀行としては、引き続き強力な金融緩和を推進していく。併せて、わが国経済の成長基盤強化にも、中央銀行の立場から取り組んでいく。この間、欧州債務問題がわが国の金融市場ひいては金融システムの安定を脅かすことのないよう、万全を期していく。
- 6．わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。この課題への取り組みは、わが国経済の新たな経済成長の基礎を築いていくうえで不可欠である。デフレからの脱却は、こうした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。以上を念頭に、民間企業、金融機関、そして政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である。

以 上

## 今回の「資産買入等の基金」の増額について

## 1. 増額の内容

	導入時の 規模	従来の 規模	今回の増額幅	増額後の規模
<b>総額</b>	<b>35</b> 兆円 程度	<b>55</b> 兆円 程度	<b>+ 10</b> 兆円 程度	<b>65</b> 兆円 程度
資産の買入れ	5.0	20.0	+ 10.0	30.0
長期国債 <sup>(注)</sup>	1.5	9.0	+ 10.0	19.0
国庫短期証券	2.0	4.5		4.5
C P等	0.5	2.1		2.1
社債等	0.5	2.9		2.9
指数連動型上場 投資信託	0.45	1.4		1.4
不動産投資信託	0.05	0.11		0.11
固定金利方式・ 共通担保資金供給 オペレーション	30.0	35.0		35.0
期間 3 か月	20.0	20.0		20.0
期間 6 か月	10.0	15.0		15.0

(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。

## 2. 2012 年末を目途に増額を完了する。

以上

「中長期的な物価安定の目途」について

1. 日本銀行は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を理念として、金融政策を運営している。その際の「物価の安定」は、中長期的に持続可能なものでなければならない。
2. 本日の政策委員会・金融政策決定会合では、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた日本銀行の姿勢をさらに明確化する取り組みの一環として、「中長期的な物価安定の目途」を新たに導入した。
3. 「中長期的な物価安定の目途」は、日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したものである。この「中長期的な物価安定の目途」について、日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とすることとした。従来は、「中長期的な物価安定の理解」として、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率の範囲を示していた。
4. 「中長期的な物価安定の目途」の背後にある「物価の安定」についての基本的な考え方については、以下のとおり、これまでと同様であることを確認した。

概念的定義：「物価の安定」とは、家計や企業等が物価水準の変動に煩わされることなく、経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況である。

時間的視野：十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めるべきものである。

中心的指標：物価指数としては、国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本となり、中でも、統計の速報性の点などからみて、消費者物価指数が重要である。

5. 「中長期的な物価安定の目途」を具体的な数値として示すに当たっては、これまでの点検と同様、物価指数の計測誤差（バイアス）、物価下落と景気悪化の悪循環への備え（のりしろ）、家計や企業が物価の安定と考える状態（国民の物価観）、の3つの観点を踏まえて検討した。その際、日本経済の構造変化や国際的な経済環境などを巡り、先行きの不確実性が大きいことに留意する必要がある。このため、「中長期的な物価安定の目途」について、現時点では、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にある」とある程度幅を持って示すこととした。そのうえで、「当面は1%を目途」として、金融政策運営において目指す物価上昇率を明確にした。
6. 「中長期的な物価安定の目途」は、今後も原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととする。

以 上

(24年3月12、13日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2012年3月12日(14:00～16:52)  
3月13日(9:00～14:02)

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	( 〃 )
	中村清次	(審議委員)
	亀崎英敏	( 〃 )
	宮尾龍蔵	( 〃 )
	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 (12日)
	藤田幸久	財務副大臣 (13日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官 (12日)
	大串博志	内閣府大臣政務官 (13日)

(執行部からの報告者)

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹 (13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	関根敏隆
国際局長	大野英昭

(事務局)

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継 (13日)
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	峯岸 誠

## 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（2012年2月13、14日）で決定された方針<sup>1</sup>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%台半ばの間で推移した。

資産買入等の基金における資産買入れおよび共通担保資金供給オペレーションによる貸付けを円滑に進めていく観点から、買入れ対象となる長期国債の銘柄見直しやオペレーションの応札限度額の見直しなどの対応を行った。

### 2. 金融・為替市場動向

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、強い余剰感が続いており、金利は安定的に推移している。G C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、短期国レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で安定的に推移している。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。

ドルやユーロの調達環境をみると、欧州中央銀行（E C B）による第2回目の3年物オペもあって欧州系金融機関の資金繰り懸念が後退していることや、ギリシャ支援策を巡る不透明感が低下したことを受けて投資家のリスク回避姿勢が緩和していることなどから、緊張度が和らいでいる。為替スワップ市場のドル調達プレミアム（ドル転コストの対ドルL I B O Rスプレッド）は、対円でゼロ近傍となっているほか、対ユーロについても、なお高めの水準ながら縮小基調を辿っている。

長期金利は、短中期ゾーンでは前回会合での資産買入等の基金による長期国債買入れ増額等の決定を受けて、一段と低下している。

---

<sup>1</sup> 「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。」

一方、長期ゾーンでは株高や米国長期金利に連れた金利上昇の可能性が意識されていることもあって、横ばい圏内での動きとなっている。日経平均株価は、投資家のリスク回避姿勢が緩和する中、上昇しており、10 千円前後で推移している。REIT 価格も海外勢による買い戻しなどもあって、水準を切り上げている。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国経済指標の改善が続く中、わが国貿易収支の赤字転化や日米の金利差の拡大などが円売り材料視されるかたちで、円安方向の動きとなっており、最近では 82 円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

世界経済は、全体としてなお減速した状態から脱していないが、米国経済にこのところ改善の動きがみられているほか、欧州経済も停滞感の強まりに歯止めがかかっている。

米国経済は、緩やかな回復を続けている。雇用情勢の緩やかな改善を受けて、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、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。一方、輸出や設備投資は緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は緩やかに増加を続けている。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とで、エネルギー価格の前年比プラス幅が縮小したことを受け、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。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、家賃・帰属家賃が引き続き緩やかに上昇していることから、プラス幅が幾分拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は停滞感の強まりに歯止めがかかっている。輸出が海外経済の減速を受けて伸び悩む中、民間設備投資が減速し、個人消費も概ね横ばいとなっている。こうしたもとで、生産は減少している。一方、家計や企業のマインドは悪化に歯止めがかかってきており、ドイツなどで持ち直しの動きもみられている。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が、総合ベースの消費者物価の前年比は、このところの原油価格の上昇もあって高めの水準で推移している。この間、英国経済は、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けてい

る。輸出が減速し、個人消費も年明け以降幾分弱めの指標がみられているも、生産の増加ペースは幾分鈍化している。一方、固定資産投資は高い伸びを続けている。インド経済は、既往の金融引き締めの影響から減速している。NIEs、ASEAN経済は、幾分減速している。個人消費は底堅く推移しており、輸出や生産にもこのところ改善の動きがみられるものの、設備投資に減速感がうかがわれる。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、コアベースのインフレ率は高めで推移している。一方、総合ベースでは、生鮮食料品の高騰一服などから、伸び率が緩やかに縮小している。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を巡る市場の緊張は和らいでいる。とりわけ欧州系金融機関の資金繰り不安に対する懸念は、ギリシャ支援の進展やECBによる3年物オペの効果の浸透などから、一段と低下している。欧州系金融機関の資金調達環境をみると、ユーロのターム物金利の対OISスプレッドは縮小が続いている。ドルの資金調達環境をみても、ドルのターム物金利の対OISスプレッドは緩やかに縮小しているほか、ベースス・スワップ（ユーロ／ドル）でみたドル調達プレミアムも一頃に比べると低い水準で推移している。長期の調達環境をみると、金融債のクレジットスプレッドは縮小傾向にあり、発行額は周縁国の銀行も含め増加している。この間、長期金利は、米国では横ばい圏内の動きとなり、ドイツでは低下した。欧州各国国債の対独スプレッドは、ギリシャの債務交換協議を巡る不透明感が意識される場面では拡大する動きもみられたが、その後は戻しており、イタリア国債の利回りははっきりと低下している。米欧のクレジット市場では、社債の対国債スプレッドは、依然高水準ながら緩やかな縮小傾向にある。米欧の株価は投資家のリスク回避姿勢が緩和する中、市場予想を上回る米国の経済指標などを受けて、上昇している。新興国の株価や通貨は、中東情勢や欧州債務問題を巡る不透明感が引き続き意識されているものの、グローバルな金融緩和期待の継続などを背景に、均してみれば横ばい圏内の動きとなっている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出や生産は、海外経済の減速や円高の影響などから、引き続き横ばい圏内の動きとなっている。ただし、生産予測指数が3月に

けて増加を続けるなど、先行きの持ち直しをうかがわせる動きがみられ始めている。先行きについては、輸出は、海外経済の成長率が高まることなどから、次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかに増加していくと考えられる。生産は、国内需要が堅調に推移し、海外経済も次第に成長率を高めるもとの、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、下げ止まっている。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。発注の動きを示す公共工事請負金額は、7～9月に前期比で増加に転じたあと、10～12月の前期比、1月の10～12月対比ともに増加幅を拡大しており、今後、公共投資の増加につながっていくと考えられる。

設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にある。先行きについては、当面、海外経済減速などの影響は残るものの、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、基調的には緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、改善の動きがみられるものの、厳しい状態が続いている。

個人消費は、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、底堅さを増している。先行きについては、雇用環境が徐々に改善に向かうもとの、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きは、被災住宅の再建もあって、徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、このところ強含んでいる。国内企業物価を3か月前比でみると、概ね横ばいとなっている。先行きは、国際商品市況の動きなどを反映して、当面、強含むとみられる。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。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。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、銀行貸出の前年比は、プラス幅が拡大している。CP残高の前年比はプラスで推移する一方、社債残高の前年比はCPへの振り替わりもあって最近では幾分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、3%程度のプラスとなっている。

## Ⅱ. 「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」に関する執行部からの報告の概要

2月13日、14日の金融政策決定会合では、わが国経済がデフレから脱却するためには、日本銀行の強力な金融緩和の推進に加え、日本経済の成長力強化が不可欠であり、民間金融機関の成長基盤の強化に向けた自主的な取り組みに対し、引き続き中央銀行の立場からの支援を行っていく必要があるとの議論があった。何人かの委員からは、成長基盤強化を支援するための資金供給（以下、「成長支援資金供給」）については、期限を延長する方向で検討し、その際、制度設計に一段の工夫が可能かどうか併せて検討することが適当との見解が示された。そのうえで、今回の金融政策決定会合において、成長支援資金供給の延長の可否等について、執行部より検討内容を報告することとされた。執行部では、こうした議論を受けて検討を行ってきたので、その結果を報告する。具体的には、本日の金融政策決定会合において、以下の決定を行うことが考えられる。

第1に、2010年6月に導入した成長支援資金供給（本則）について、資金供給額が上限の3兆円に達したあとも相応の借入れ希望が寄せられていることを踏まえ、新規貸付の受付期限を2014年3月末まで2年間延長するとともに、貸付枠を3兆円から3兆5千億円に5千億円増額する。

第2に、2011年6月に導入した出資や動産・債権担保融資（いわゆるABL）などを対象とした成長支援資金供給（ABL特則）について、現行5千億円の貸付枠のもとで、新規貸付の受付期限を2014年3月末まで2年間延長する。

第3に、金融機関による成長基盤強化に向けた取り組みをより幅広く支援するため、本則では対象としていない小口の投融資を対象として、新たに5千億円の貸付枠（小口特則）を導入する。新規貸付の受付期限は2014年3月末までとする。

第4に、金融機関がわが国企業の拡大するグローバル需要への対応を後押しするために行う自主的な取り組みを外貨資金供給の面から支援するため、成長に資する外貨建て投融資を対象に、日本銀行が保有する米ドル資金を用いて、新たに1兆円相当の貸付枠（米ドル特則）を導入する。ただし、実務的な観点からより具体的な検討を進める必要があるため、本日の金融政策決定会合においては、基本的な方針を骨子素案として公表するにとどめ、改めて次回の金融政策決定会合において、金融機関などとの意見交換や実務的な検討の結果を報告することとしたい。

本日の金融政策決定会合においては、今4月末に受付期限を迎える、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの受付期限の延長を決定することも考えられる。同オペレーションについては、引き続き被災地金融機関における復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援する観点から、現行1兆円の貸付枠のもとで、貸付の受付期限を2013年4月末まで1年延長することが考えられる。併せて、被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置についても、その適用期限を2014年4月末まで1年間延長することが考えられる。

### 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、幾分落ち着きを取り戻してきているとの認識を共有した。この背景として、多くの委員は、①ECBの3年物オペ等による大量の資金供給の効果もあって、欧州系金融機関の資金調達環境が改善を続けていること、②ギリシャの債務再編について一定の進展がみられていること、③米国経済の改善を示す経済指標がみられていること、などを指摘した。委員は、欧州系金融機関のデレバレッジの影響が、欧州系金融機関のシェアの高い地域や融資分野を中心にみられているが、これまでのところ影響は軽微にとどまっているとの見方を共有した。

海外経済について、委員は、全体としてなお減速した状態から脱していないが、米国経済にこのところ改善の動きがみられているほか、欧州経済も停滞感の強まりに歯止めがかかっているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、新興国・資源国に牽引されるかたちで、成長率は再び高まっていくとの見方を共有した。そのうえで、一人の委員は、先進国の回復力に大きな期待ができない以上、世界経済の成長率が高まっていく自律的なメカニズムをどのように捉えていくかについて慎重な検討が必要であると指摘した。別の一人の委員は、昨年後半以降の世界経済の減速は、欧州債務問題を巡る市場の緊張などから生じた面が強いため、こうした下押し圧力の減衰がこのところの改善の背景になっているとの見方を述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、停滞感の強まりに歯止めがかかっているとの認識を共有した。複数の委員は、製造業PMIが緩やかに改善してきていることや、ドイツやフランスにおいて、消費者コンフィデンスの持ち直しの動きがみられていることを指摘した。先行きについて、委員は、緊縮財政の継続や金融機関による資産圧縮の動きなどを背景に、当面、停滞色の強い状態が続くとの見方を共有した。その先の展開について、一人の委員は、これまでのユーロ安の効果などから、欧州コア国の輸出や生産が持ち直す中で、停滞色は徐々に薄らいでいくとの見方を示した。

米国経済について、委員は、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、雇用・所得環境が緩やかに改善するもとで個人消費が増加していることや、家計や企業のコンフィデンスの改善がみられていることを指摘した。複数の委員は、このところの雇用者数の改善は季節調整の歪みによって嵩上げされている可能性があることや、雇用関連指標の改善に比べると経済の回復ペースは緩やかであることを指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境に支えられ、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、回復のペースを緩やかなものにとどめる要因として、住宅価格の軟調な動きや財政支出削減の強まりなどに加えて、ガソリン高などによる物価の上昇とそれに伴う家計の実質購買力の低下を挙げた。

新興国・資源国経済について、委員は、既往の物価上昇による実質購買力の低下や金融引き締めに加え、欧州経済の減速に伴う輸出減少の影響などから、幾分減速しているという認識で一致した。そのうえで、何人かの委員は、NIEs、ASEANの輸出や生産は、

中国経済が全体として高成長を続け、タイの洪水の影響が薄れてきているもとで、このところ改善の動きがみられている点を指摘した。中国の個人消費関連指標が年明け以降弱めとなっていることについて、一人の委員は、春節の影響を受けて実勢がみえにくくなっている面があるので、3月以降の指標と併せて確認していきたいと述べた。新興国・資源国経済の先行きについて、委員は、インフレ率の低下に伴い、金融政策の緩和余地が拡大しているほか、家計の実質購買力の回復等により内需が堅調に推移すると見込まれることもあって、再び成長率が高まっていくとの見方で一致した。

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。

景気の現状について、委員は、1月中間評価時の見通しに沿って、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にあるとの見方で一致した。輸出や生産について、委員は、海外経済の減速や円高の影響などから、引き続き横ばい圏内の動きとなっているとの見方を共有した。設備投資について、委員は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。複数の委員は、株価が上昇し、為替が円安方向の動きとなる中で、このところ企業マインドの改善がみられていることは好材料であると述べた。そのうちの一人の委員は、企業の設備投資はキャッシュフローなどとの対比で見るとなお抑制された水準にあり、企業マインドが改善していく中で、今後増加していくかどうか注目していると付け加えた。個人消費について、委員は、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、底堅さを増しているとの認識を共有した。委員は、住宅投資は持ち直し傾向にあり、公共投資も下げ止まっているとの認識で一致した。

景気の先行きについて、委員は、1月の中間評価時の見通しに沿って、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。多くの委員は、このところ、生産や公共投資などにも先行きの持ち直しをうかがわせる動きがみられ始めている点を指摘した。そのうちの一人の委員は、わが国経済は震災から1年を経過してほぼ震災前の水準に復しており、わが国の自律的な景気回復力が試される大事な局面を迎えていると述べた。

景気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や国際商品市況の動向、新興国・資源国における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大きいとの見解で一致した。欧州債務問題について、委員は、リーマン・ショックのようなテール・リスクが顕在化する可能性はひとまず低下したとみられるものの、欧州債務問題に対する市場の見方が急変する可能性には引き続き注意が必要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員はこの問題が世界経済に対する重石となる構図は大きく変わらないとの見方で一致した。多くの委員は、①「防火壁」の強化、②財政ガバナンスの強化、③競争力の回復、といったより根本的な課題への対応にはなお時間を要すると指摘した。そのうちの一人の委員は、何らかの問題が顕在化すると一気に金融市場に不安が拡がる一方、「防火壁」が不十分で対応に時間を要するとすれば、今後も金融市場の不安定化は繰り返される蓋然性が高いと付け加えた。原油価格の上昇について、多くの委員は、イラン情勢を巡る地政学リスクの高まり、欧州債務問題を巡る緊張の緩和、米国経済の改善の動き、世界的な金融緩和など、様々な要因を指摘した。そのうえで、何人かの委員は、イラン情勢を巡る地政学リスクの高まりによる面が大きいとすると、海外経済の下振れのみならず、交易条件の悪化に伴う企業収益や家計の購買力の低下といった経路も通じて、わが国景気の下振れをもたらす可能性があるため、注意してみていく必要があると述べた。何人かの委員は、わが国の電力需給を巡る不確実性にも引き続き留意する必要があると述べた。

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。一人の委員は、消費者物価（除く食料およびエネルギー）の前年比マイナス幅が引き続き大きめとなっている点が気がかりであると述べた。これに対し、別の一人の委員は、現行の2010年基準の消費者物価指数では、エコポイント制度の影響から価格下落率の大きいデジタル家電のウエイトが大きくなっており、これが消費者物価の前年比を押し下げていることを割り引いてみる必要があると述べた。複数の委員は、消費者物価について、前年比が上昇した品目の比率から下落した品目の比率を差し引いた計数や刈込平均値が上昇基調にある点などに言及しつつ、緩やかながら基調的に物価が上昇に向かっているとの認識を示した。複数の委員は、最近の原油価格の上昇が今後どのように物価指標の動きに反映され

ていくのか注意してみていく必要があると述べた。

物価の先行きを巡るリスクについて、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認識を共有した。

## 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。ある委員は、短期的なインフレ予想が引き続き低い水準であることに言及したうえで、こうした動きは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を遅くする方向に作用するので、十分な注意が必要であるとの見方を示した。

## IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

### 1. 「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」の取扱い

成長支援資金供給について、委員は、執行部提案のとおり、成長支援資金供給の拡充を図ることが適当との認識で一致した。大方の委員は、デフレからの脱却は、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照らすと、前回会合において、政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化したことと、今回の成長支援資金供給の拡充は一つの政策パッケージと位置付けるべきものとの認識を共有した。そのうえで、ある委員は、今回の施策を打ち出すとともに、わが国経済のデフレの背景についてしっかりと説明していくことが重要であると付言した。これまでの成長支援資金供給の効果について、複数の委員は、一定の呼び水効果を発揮しているとの認識を示した。また、何人かの委員

は、金融機関が引き続き成長基盤強化に取り組むための態勢整備を進めていることを踏まえ、日本銀行として、こうした金融機関の取り組みをしっかりと支援していくことが適当であるほか、今般、執行部から示された一連の措置は、かねて金融機関から寄せられていたニーズと整合的であり、適切な対応と考えられるとの意見を述べた。本則について、複数の委員は、資金供給残高が上限の3兆円に達したあとも、毎回既往貸付の返済により生じる新規貸付余力を上回る借入希望が金融機関から寄せられている点に言及したうえで、こうした金融機関のニーズにしっかりと応えていく必要があると指摘した。そのうえで、これらの委員は、金利引き下げ競争への懸念を再び強めることのないように配慮する必要があることも踏まえると、5千億円の増額幅は適切であると述べた。ABL特則について、委員は、金融機関における取り組みの拡がりが見られている現状において、こうした動きをしっかりと定着させるためにも、支援を継続することが適当との認識で一致した。小口特則について、複数の委員は、これまで大口案件に絞ってきたが故に対象となりにくかった中小・零細企業の中にも潜在的な成長力を秘めた先が含まれていることを踏まえると、こうした先の発掘を支援していくことが適当との見方を示した。これらの委員は、貸付規模が小さいことを踏まえると、貸付枠は5千億円とすることが適当と述べた。米ドル特則について、委員は、①本措置がわが国の成長基盤の強化につながるという点をしっかりと担保すること、②本措置が中・小型の投融資案件を含めて幅広く活用され、呼び水効果を発揮するための工夫を講じること、③適切な市場金利を適用すること、④政府系金融機関等の施策と明確な切り分けを行うこと、⑤本措置が為替の水準に影響を及ぼすとの誤解を招くことがないように十分に配慮すること、といった点が重要であるとの認識を共有した。米ドル特則の貸付枠について、委員は、その他の貸付枠とのバランスや日本銀行の外貨資産保有残高を勘案すると、1兆円相当とすることが適当との認識で一致した。委員は、そうした問題意識に沿って、米ドル特則の具体的なスキームを議論するため、執行部に対して、金融機関との意見交換等を通じて、実務面を含めた検討を行い、次回の金融政策決定会合において検討結果を報告するよう、議長から指示することが適当との認識で一致した。また、委員は、今回の会合では、米ドル特則についての骨子素案を取りまとめ、公表することが適当であると

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、委員は、受付期限を延長し、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き、被災地の金融機関における復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援することが適当との見解で一致した。受付期限の延長期間について、委員は、復興関連需要が強まるタイミング等を巡りなお不確実性が大きいことや、本措置の貸付期間が1年であり、期日返済により復活する貸付枠を十分に再利用するという観点などを踏まえると、担保要件の緩和措置と併せて、1年とすることが適当との認識を共有した。このような認識のもとで、委員は、こうした対応方針が固まった以上、今回の決定会合において決定・公表することが適当との考え方で一致した。ある委員は、復興資金需要の動向なども踏まえつつ、必要に応じて、中央銀行としての適切な対応を検討していくことが適当であると述べた。

## 2. 当面の金融政策運営

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、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、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していくこと、ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とすること、を確認した。

資産買入等の基金について、委員は、前回会合以降、中短期ゾーンの国債利回りが一段と低下しており、累次にわたり実施した資産買入等の基金の増額は、金融市場に対して一定の効果を発揮しているとの認識で一致した。さらに、多くの委員は、最近の株価や為替の動きは、欧州債務問題を巡る緊張感の緩和や米国経済の回復を示す経済指標を受けて、グローバル投資家のリスク回避姿勢が後退していることを反映したものと考えられるが、前回会合の決定はそうした動きの後押しにもつながっている可能性があるとの認識を示した。一人の委員は、円高修正や株価の持ち直しがみられる状況下において、前回会合で明確化された政策姿勢への理解を市場に一段と浸透させることを通じて、企業の設備投資需要等を顕在化させるこ

とが望ましく、そうした観点から、前回会合に続き、長期国債を対象として、資産買入等の基金を増額することが適当との見解を述べた。こうした見解に対し、大方の委員は、現時点における経済・物価の情勢を踏まえると、2月に増額した基金による金融資産買入れ等を着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当との考えを示した。累次の資産買入等の基金の増額によって国債買入規模が拡大している点について、何人かの委員は、日本銀行が財政ファイナンスを行っているという疑念を生じさせることを通じて市場の不安定化につながることはないよう、こうした国債買入れの目的を引き続きしっかりと説明し続けていくことが重要と述べた。何人かの委員は、このところ、固定金利オペについて、6か月物について札割れが生じているほか、3か月物についても応札倍率が低下していることに言及し、札割れは強力な金融緩和が市場に浸透していることの一つの表れであるが、本年末の期限に向けて買入れが実現できるよう、一段と努力する必要があると述べた。ある委員は、米ドル資金供給オペレーションについて、国際金融資本市場の緊張が和らいでいることから、オペ需要は一頃に比べて弱まっているが、ドル資金の調達環境が再び変調するリスクに備えて、今後も定期的にオペを実施し、市場の安定確保に努めていくことが重要と述べた。

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済をみると、緩やかな持ち直しが続くと思われるものの、欧州の政府債務危機を巡る今後の情勢、原油価格の上昇や為替レートの変動等により、わが国の景気が下押しされるリスクには、政府として引き続き大きな懸念を有している。
- 先般3月8日、平成24年度予算が衆議院で可決された。予算関連法案と併せ、速やかな成立に向けて全力で取り組んでいく。また、先般2月17日、社会保障・税一体改革大綱を閣議決定した。年度内の税制抜本改革関係法案の提出をはじめ、関連法案の提出に向けて準備を加速していく。また、行政改革、政治改革にも積極的に取り組む方針が示されている。政府としては、これらと併せ、成長戦略を加速し、安心できる社会保障制度と経済の好循環を実現させるべく取り組んでいく。

- 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの延長については、震災からの復興に資すると受け止めている。政府・日銀は、デフレ克服が最重要課題であるとの考えで一致しているが、消費者物価の前年比上昇率は依然としてマイナス圏で推移している。成長支援資金供給のような成長力強化に向けた取り組みは、デフレ脱却に資する適切な取り組みであると評価しており、今後ともしっかりと対応を進めて頂きたい。
- また、政府としては、前回会合で決定された一連の措置は、時宜を得た対応と評価している。日本銀行におかれては、政府と緊密な情報交換・連携を図りつつ、先般明確化された方針のもと、引き続きデフレ脱却に向け、適切な情報発信等を行いながら、積極的かつ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、緩やかに持ち直している。先行きも、政策効果に支えられ、この傾向が続くと期待されるが、欧州債務危機や原油価格の高騰等の下振れリスクに十分な警戒が必要である。
- 政府は、震災復興や景気の下振れ回避、デフレ脱却に断固として取り組む。特に 10 年以上の課題であるデフレ脱却に向け、引き続き政府と日銀が緊密な連携のもと、一丸となって取り組むことが重要である。そのため、需給ギャップの縮小、企業の期待成長率の改善、民間部門の期待物価上昇率の向上が必要。
- デフレ脱却に向け、政府は、実質 GDP 2% 程度の押し上げ効果を持つ平成 23 年度第 3 次および第 4 次補正予算の迅速かつ着実な実行により、需給ギャップ縮小を図るとともに、平成 24 年度予算の早期成立に努めている。また、わが国の潜在成長率を高め民間の投資意欲を引き出す観点から、新成長戦略の実行加速や日本再生の基本戦略の具体化を通じて成長力強化に取り組む。
- 前回会合の措置を受け、金融資本市場では株価の上昇や過度な円高の是正など前向きな動きがみられる。この動きをしっかりと定着させ、早期のデフレ脱却につなげるため、日本銀行には引き続き政府と歩調を合わせ、金融政策面から最大限の努力を求めたい。前回、当面 CPI 上昇率 1% を目指すことを決定されたが、まずはその結果を出すことがきわめて重要であり、金融

資産の買入れを含めた柔軟かつ果敢な金融政策運営を期待する。

- 成長支援資金供給および被災地金融機関支援オペ等の措置については、時宜にかなったものである。米ドル資金貸付枠については、政府と日銀の役割を踏まえながら、その意図・目的が市場に的確に理解されるよう情報発信することが必要である。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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、中村委員、亀崎委員、  
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」の増額に関する件

宮尾委員からは、資産買入等の基金の残高を増額する旨の議案が

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：宮尾委員

反対：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、  
森本委員、白井委員、石田委員

#### 3. 「成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資に関する特則」の制定等に関する件

採決の結果、前記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

#### 4. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件

採決の結果、前記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

### VII. 対外公表文の検討

以上の議論の結果、①成長支援資金供給の拡充、②被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの受付期限の延長、③成長を支援するための米ドル資金供給の骨子素案を含めた対外公表文（「当面の金融政策運営および成長基盤強化支援の拡充等について」＜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（2012年2月13、14日開催分）が全員一致で承認され、3月16日に公表することとされた。

以 上

2012年3月13日  
日 本 銀 行当面の金融政策運営<sup>(注1)</sup> および成長基盤強化支援の拡充等について

1. わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。この課題への取り組みは、わが国経済の新たな経済成長の基礎を築いていくうえで不可欠である。デフレからの脱却は、こうした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。以上を念頭に、民間企業、金融機関、そして政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である。
2. こうした認識のもとで、日本銀行は、2月に政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化した。これに続き、本日の政策委員会・金融政策決定会合においては、以下の通り、成長基盤強化を支援するための資金供給（以下、成長支援資金供給）を拡充することを決定した。円貨、外貨両面での拡充により、貸付額の総額は、3兆5千億円から5兆5千億円に2兆円増加する。
  - (1) 成長支援資金供給（本則）では対象としていない小口の投融資を対象に、新たに5千億円の貸付枠（小口特則）を導入する（別紙1）。
  - (2) 成長に資する外貨建て投融資を対象に、日本銀行が保有する米ドル資金を用いて、新たに1兆円の貸付枠（米ドル特則）を導入する（骨子素案、別紙2）。本特則については、議長は、執行部に対し、次回の金融政策決定会合までに具体的な検討を行い、報告するよう指示した。
  - (3) 2010年6月に導入した成長支援資金供給（本則）について、新規貸付の受付期限を2014年3月末まで2年延長するとともに、貸付枠を3兆円から3兆5千億円に5千億円増額する。
  - (4) 2011年6月に導入した出資や動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）などを対象とした成長支援資金供給（ABL特則）について、現行5千億円

---

<sup>(注1)</sup> 本日の金融政策決定会合では、宮尾委員より、資産買入等の基金を5兆円程度増額し、70兆円程度とする議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：宮尾委員、反対：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、森本委員、白井委員、石田委員）。

の貸付枠のもとで、新規貸付の受付期限を 2014 年 3 月末まで 2 年延長する。

3. 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、現行 1 兆円の貸付枠のもとで、貸付の受付期限を 2013 年 4 月末まで 1 年延長することとした。被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置についても、その適用期限を 2014 年 4 月末まで 1 年延長した。

4. 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は、以下のとおりとすることを決定した（全員一致<sup>(注2)</sup>）。

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に促す。

5. 海外経済をみると、全体としてなお減速した状態から脱していないが、米国経済にこのところ改善の動きがみられているほか、欧州経済も停滞感の強まりに歯止めがかかっている。国際金融資本市場も幾分落ち着きを取り戻してきている。

わが国の経済は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある。国内需要をみると、設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にあるほか、個人消費についても、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、底堅さを増している。一方、輸出や生産は、海外経済の減速や円高の影響などから、引き続き横ばい圏内の動きとなっている。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。

6. 先行きのわが国経済については、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。実際、このところ、生産や公共投資などにも先行きの持ち直しをうかがわせる動きがみられ始めている。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。

景気のリスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や国際商品市況の動向、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

---

<sup>(注2)</sup> 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

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、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断している。そのうえで、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、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とする。

併せて、本日拡充を決定した成長支援資金供給を通じて、わが国経済の成長支援にも取り組んでいく。

以 上

## 成長支援資金供給における小口投融資を対象とした新たな貸付枠の概要

### 1. 対象とする投融資

わが国経済の成長に資すると認められる、1件当たり 100 万円以上 1,000 万円未満の投融資。金額以外の要件は本則<sup>(注1)</sup>と同じ。

### 2. 対象先金融機関

成長支援資金供給の対象先金融機関。

### 3. 資金供給方式

有担保貸し付け<sup>(注2)</sup>。

### 4. 貸付期間

1年とし、3回の借り換えを可能とする(最長4年)。

### 5. 貸付利率

貸付実行日における誘導目標金利<sup>(注3)</sup>。現行は年0.1%。

### 6. 貸付総額

5,000 億円。

### 7. 対象先金融機関毎の貸付限度額

(1) 対象先金融機関毎の貸付残高の上限は、本則と合算で、1,500 億円。

(2) 各対象先金融機関は、2010 年 4 月以降に行った、期間 1 年以上の個別投融資の残高の範囲内で、借入れを行うことができる。

### 8. 貸付受付期限

2014 年 3 月末(新規貸付の最終実行期限は同年 6 月末)。

以 上

<sup>(注1)</sup> 「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領」(2010 年 6 月 15 日決定)に基づく資金供給。1 件当たりの金額が 1,000 万円以上の投融資が対象。

<sup>(注2)</sup> 金融機関が日本銀行との間の各種取引のために差入れる担保を使用。

<sup>(注3)</sup> 日本銀行が金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート(オーバーナイト物)の水準をいう。現行、0~0.1%。

## 成長を支援するための米ドル資金供給の骨子素案

### 1. 対象とする投融資

わが国経済の成長に資すると認められる、1年以上の外貨建て投融資。各対象先金融機関は、成長に向けた取り組みと対象とする投融資の関係が明確になるよう、取り組み方針を策定し、日本銀行の確認を受ける。

### 2. 対象先金融機関

成長支援資金供給の対象先金融機関のうち、ニューヨーク連邦準備銀行に米ドル口座を保有する先および同行に口座を保有する先へ米ドル決済を委託している先。

### 3. 資金供給方式

米ドル資金の有担保貸し付け<sup>(注)</sup>。

### 4. 貸付期間

1年とし、3回の借り換えを可能とする(最長4年)。

### 5. 貸付利率

市場金利。

### 6. 貸付総額

日本銀行が保有する米ドル資金のうち、1兆円相当。

### 7. 貸付受付期限

2014年3月末(新規貸付の最終実行期限は同年6月末)。

### 8. 対象先金融機関毎の貸付限度額等

対象先金融機関毎の貸付限度額や具体的な貸付利率等については、成長に資すると認められる外貨建て投融資への金融機関の取り組み状況等を踏まえて、さらに検討を進める。

以 上

---

<sup>(注)</sup> 金融機関が日本銀行との間の各種取引のために差入れる担保を使用。

(参 考)

成長支援資金供給の全体像

	本則	A B L 特則	小口特則	米ドル特則
導入時期	2010年6月	2011年6月	2012年3月	2012年3月 (骨子素案)
貸付枠	3兆円 →3兆5千億円	5千億円	5千億円	1兆円相当の 米ドル資金
対象投融資	1,000万円以上の 投融資	100万円以上の A B L、出資	100万円以上 1,000万円未満 の投融資	外貨建て投融資
貸付期間	借り換えを 含め最長4年	借り換えを 含め最長4年	借り換えを 含め最長4年	借り換えを 含め最長4年
適用金利	年0.1%	年0.1%	年0.1%	市場金利
新規貸付 受付期限	2012年3月末 →2014年3月末	2012年3月末 →2014年3月末	2014年3月末	2014年3月末
2012年3 月13日時 点の貸付 総額	2兆9,998億円	891億円	—	—

(注) 今回決定されたのは、シャド一部分

# 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

## 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」
- (図表 2) 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」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」、経済産業省「鉱工業総供給表」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「商業販売統計」、総務省「消費者物価指数」、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」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 国土交通省「地価公示」
- (図表 18) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) ブルームバーグ社

- (図表 21) ブルームバーグ社
- (図表 22) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 23) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (図表 24) 日本相互証券
- (図表 25) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 26) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 27) 東京証券取引所
- (図表 28) 日本銀行
- (図表 29) 国際決済銀行
- (図表 30) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 31) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子CP）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 32) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 35) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、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」
- (図表 36) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 37) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 38) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 39) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 43) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」