

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 24 年 10 月 4、5 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2012 年 10 月 4 日 (14:00～17:04)  
10 月 5 日 ( 8:59～12:09)
2. 場 所：日本銀行本店
3. 出席委員：  
議長 白川方明 (総 裁)  
山口廣秀 (副 総 裁)  
西村清彦 ( “ )  
宮尾龍蔵 (審議委員)  
森本宜久 ( “ )  
白井さゆり ( “ )  
石田浩二 ( “ )  
佐藤健裕 ( “ )  
木内登英 ( “ )
4. 政府からの出席者：  
財務省 佐藤慎一 大臣官房総括審議官 (4 日)  
武正公一 財務副大臣 (5 日)  
内閣府 松山健士 内閣府審議官 (4 日、5 日 8:59～10:56)  
前原誠司 経済財政政策担当大臣 (5 日 10:57～12:09)

(執行部からの報告者)

理事	中 曾 宏
理事	早 川 英 男
理事	木 下 信 行
理事	門 間 一 夫
企画局長	内 田 眞 一
企画局審議役	梅 森 徹 (5 日 8:59～9:11)
企画局政策企画課長	神 山 一 成
金融市場局長	青 木 周 平
調査統計局経済調査課長	鎌 田 康 一 郎
国際局長	大 野 英 昭

(事務局)

政策委員会室長	飯 野 裕 二
政策委員会企画役	橘 朋 廣
企画局企画調整課長	菅 野 浩 之 (5 日 8:59～9:11)
企画局企画役	奥 野 聡 雄
企画局企画役	河 西 慎
金融市場局市場調節課長	正 木 一 博 (5 日 8:59～9:11)

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月18日、19日）で決定された方針<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%台前半の間で推移した。

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

### 2. 金融・為替市場動向

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

長期金利についてみると、2年債利回りは、0.1%ないし0.1%を僅かに下回る水準で安定的に推移している。10年債利回りは、欧州債務問題への懸念などから米国の長期金利が低下する中、これにつれて、足もと0.7%台半ばまで小幅に低下している。日経平均株価は、欧州情勢を巡る不透明感などから米欧株価が軟調に推移する中、中国の景気減速懸念などもあって、幾分下落しており、このところ8千円台後半で推移している。REIT価格は、上昇を続けている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、引き続き総じて横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、振れを伴いつつも、総じて78円台を中心としたレンジ内で推移している。円の対ユーロ相場は、欧州情勢を巡る不透明感が意識

---

<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。」

される中、いったん 99 円台までユーロ安が進んだが、その後は円安方向の動きとなっており、足もとでは 101 円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速した状態がやや強まっている。

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

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

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

そうしたもとで、設備投資は伸び悩んでいる。一方、個人消費は底堅く推移している。物価面をみると、これらの国・地域の多くでは、労働需給の逼迫を受けた賃金上昇が持続するなど、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状態が続いている。

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

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、4～6月まで4四半期連続で増加したあと、7月も4～6月対比で増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額も、4～6月の前期比が1～3月よりも伸びを高めたあと、7～8月の4～6月対比もプラスとなった。こうしたもとで、先行きの公共投資についても、引き続き増加するとみられる。

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

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

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

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

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

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場の発行環境

は、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラス幅が幾分拡大している。CP残高の前年比もプラスで推移している。一方、社債残高の前年比は、電力債を中心にマイナスとなっている。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、2%台のプラスとなっている。

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

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

## II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

### 1. 執行部からの提案内容

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

### 2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

#### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識で一致した。多くの委員は、欧州中央銀行による新たな国債購入スキームの導入などを背景に、周縁国国債の利回りは幾分低下しているものの、市場では、スペインによるユーロ圏諸国への全面支援要請の有無や、ユーロ圏の銀行監督一元化に向けた取り組みなどを巡って、なお不透明感の強い状況が続いていると指摘した。複数の委員は、欧州では、周縁国支援の条件やユーロ統合の方向性を巡って各国の調整が進んでおらず、市場が多少なりとも落ち着くと、政策対応機運が弱まり、各国の利害対立が表面化してくるといふパターンが繰り返されていると付け加えた。そのうえで、何人かの委員は、欧州債務問題への懸念を解消し、市場の安定を実現するためには、金融システムの安定・強化策や、抜本的な財政・経済構造改革を早期に具体化することが不可欠であると指摘した。一人の委員は、9月末に発表されたスペインの銀行の資産査定結果が安心感をもって受け止められたことは、今後、金融・経済情勢の一段の悪化に歯止めをかけるきっかけになり得るとの期待を表明した。別の一人の委員は、市場ではストレステストの前提に疑問を呈する声もあるため、スペインの金融システムが安定に向かうかどうか、引き続き、しっかりとみていく必要があると述べた。

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

ユーロエリア経済について、委員は、景気は緩やかに後退しているとの認識を共有した。先行きについても、周縁国を中心に緊縮的な財政運営や厳しい金融環境が続くとみられるもとの、当面、緩やかな景気後退が続くとの見方で一致した。何人かの委員は、周縁国において財政・金融システム・実体経済の負の相乗作用が続いていることの影

響はドイツなどのコア国にも波及しており、最近では、消費者マインドが悪化し、小売売上高が減少するなど、企業部門だけでなく、家計部門にも悪影響が及んでいると指摘した。ある委員は、こうした状況を踏まえると、本年7～9月期のユーロエリア経済は、4四半期連続のマイナス成長になる可能性が高いとの見方を示した。

中国経済について、委員は、減速した状態が長引いているとの見方を共有した。その背景として、多くの委員は、輸出全体の2割を占める欧州向け輸出が落ち込んでいることに加えて、在庫調整の動きが素材産業など幅広い分野においてみられていることを指摘した。先行きについて、多くの委員は、徐々に回復傾向が明らかになっていく可能性は高いものの、回復の時期やスピードについては、在庫調整の進捗ペースや政策効果の波及度合いにも依存するため、不確実性は大きいとの見方を示した。何人かの委員は、金融緩和を含めた年央以降の景気浮揚策の効果に加え、今後は、9月上旬に認可された1兆元規模のインフラ投資が進んでくるため、中国経済は、年末ないし年明け以降、徐々に持ち直していく可能性があるとして述べた。もっとも、何人かの委員は、リーマンショック後の景気刺激策が、設備の過剰や不動産市場の過熱をもたらした経験からか、当時と比べ、当局の政策対応は慎重なものにとどまっていると指摘した。また、複数の委員は、インフラ投資に必要な財源確保の多くが地方政府に任されていることや、収益性を重視する金融機関が慎重な融資姿勢をみせていることを踏まえると、政策対応の実施から数か月で景気が急回復するという、これまでのパターンを期待することは難しいとの見方を示した。何人かの委員は、今後、新政権への移行過程がどのように進み、そこでどのような政策スタンスが示されるかが、当面の中国経済の行方を占う鍵を握っているとの認識を示した。

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

米国経済について、委員は、基調としては緩やかな回復を続けてお

り、先行きについても、緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。企業部門について、何人かの委員は、設備投資や生産の増加ペースが鈍化するなど、弱めの動きがみられると述べた。何人かの委員は、欧州債務問題の長期化に加えて、来年初に財政支出削減や増税が一斉に実施される、いわゆる「財政の崖」の問題に対する懸念が、企業マインドを抑制していると指摘した。家計部門について、多くの委員は、自動車販売を始め、個人消費は緩やかに増加し、住宅投資にも持ち直しの兆しがみられると述べた。家計部門の支出が比較的しっかりしている背景として、何人かの委員は、雇用情勢の緩やかな改善や金融緩和の効果、株高による資産効果などを指摘した。何人かの委員は、家計のバランスシート調整は着実に進捗してきており、このことは、今後の支出活動の持続性を支える大きな要因となるとの見方を示した。複数の委員は、金融機関によっては、家計の信用力などに応じて住宅関連融資の姿勢に大きな差があると指摘し、今後の住宅投資を見通すうえでは、こうした資金供給サイドの状況にも注意を払う必要があると述べた。何人かの委員は、「財政の崖」の影響が、家計マインドに十分に織り込まれていない可能性があることには注意を要すると述べた。こうした議論を経て、委員は、先行きの家計部門の動向については、雇用情勢の改善ペースや金融緩和の浸透度合い、大統領選後の財政問題の取扱いなどが鍵を握っており、これらをしっかり点検していくことが重要との認識を共有した。

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

委員は、海外経済の減速した状態がやや強まっているもとので、わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、9月短観において、企業の業況感が、製造業大企業を中心に幾分慎重化していることは、こうした認識と整合的であると述べた。委員は、輸出や鉱工業生産は、弱めとなっているとの見方で一致した。多くの委員は、輸出の下振れなどから、一般機械や情報関連財などの出荷・在庫バランスが悪化していることや、このところ、鉱工業生産指数の実績が予測指数を下回る傾向が強まっていることなどを指摘した。一方、国内需要について、委員は、復興関連需要などから底堅く推移しているとの認識で一致した。委員は、公共投資は震災関連予算の執行進捗を背景に増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にあるとの見方を共有した。設備投資について、委員は、企業収益が総じて改善するもとので、緩やかな増加基調にあるとの認識を共

有した。個人消費について、委員は、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるものの、雇用環境が全体として改善傾向にある中で、底堅く推移しているとの見方で一致した。一人の委員は、小売業の販売額は総じてしっかりしているほか、外食産業の売上高にも足もと持ち直しの動きがみられると述べた。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、海外経済の減速を背景に、本年10～12月の生産も弱めの動きにとどまる可能性が高いと述べた。緩やかな回復経路に復していく時期について、何人かの委員は、4月の展望レポートで示した回復時期から半年程度後ずれし、年明け以降になるとの見方を示した。多くの委員は、復興関連の公共投資が徐々にピークアウトしていくとみられる中、輸出や生産の動きが、企業の収益動向や雇用情勢を通じて、設備投資や個人消費にどのような影響を与えるかが、今後の重要なポイントになると指摘した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。多くの委員は、基調的な物価がどのように推移するかは慎重に見極める必要があるが、この先数か月は、石油製品価格の動向が物価の前年比押し上げに働くとみられると述べた。何人かの委員は、このところ、製造業を中心とする総労働時間の減少などからみて労働稼働率が低下している可能性があることや、当面、景気が横ばい圏内の動きにとどまるとみられることを踏まえると、その分、需給ギャップの改善ペースは緩やかとなり、物価の先行きパスも下振れることになるとの認識を示した。このうち一人の委員は、2014年度以降、遠からず1%に達するという、4月の展望レポートで示した見通しが実現する蓋然性はこれまでより低下してきていると述べた。ある委員は、大手スーパーにおける低価格戦略の拡がりや、消費者物価に及ぼす影響に注意する必要があると述べた。別の一人の委員は、企業の価格設定行動が変わっていくには、企業や家計の成長期待が高まり、そのもとで賃金や物価の上昇予想が強まっていく必要があるため、相応の時間を要すると指摘した。

複数の委員は、最近、大都市圏や被災地周辺において、地価の下げ止まり傾向が明確化してきていることを指摘した。一人の委員は、東

京地区の良質な商業用不動産への関心が高まってきていることなどを紹介したうえで、不動産分野の動向は経済全体のマインドにも大きな影響を与え得ることから、引き続きしっかり点検していく必要があるとコメントした。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要であるとの見解で一致した。多くの委員は、「財政の崖」の問題が、マインドの慎重化や可処分所得の減少を通じて、米国の家計部門にも幅広く悪影響を及ぼすこととなれば、米国経済の回復力は大きく低下すると指摘した。多くの委員は、日本と中国の経済的な結び付きの強さを踏まえると、最近の日中間の関係が、両国の貿易や投資活動、来日観光客数などへの影響を通じて、わが国経済を下押す可能性があるため、今後の動向を十分注意してみていく必要があると述べた。中国における景気刺激策の効果が限定的なものにとどまっていることについて、ある委員は、目先の成長よりも物価や資産価格の安定を重視している中国当局の姿勢は、中国経済の持続的成長経路への移行にとって不可欠であり、長い目で見た世界経済の安定に貢献すると考えられる一方、短期的には、日本を含めた世界経済の下振れ要因となり得ると指摘した。何人かの委員は、今後、海外経済の減速が更に長期化するようなことがあれば、内需への影響を含め、わが国の景気回復の時期が一段と後ずれする可能性があるとして指摘し、このうち複数の委員は、生産や景気動向指数の動きなどを踏まえると、事後的に、景気の後退局面入りが認定される可能性も排除できないと述べた。こうした点に関連し、多くの委員は、9月短観における2012年度の設備投資計画をみると、例年のこの時期に比べて高めの伸びを維持しており、6月短観からも上方修正となるなど、今のところ、企業の投資スタンスは引き続きしっかりとしているとの認識を示したが、何人かの委員は、最近の資本財総供給の弱さなども併せて指摘した。一人の委員は、こうした動きに内需変調の兆しも窺われると述べた。そのうえで多くの委員は、今後、投資先送りの動きが広がることがないか、企業の収益見通しと合わせ、十分注意してみていく必要があると述べた。何人かの委員は、為替や株価の動向が、わが国の企業収益や企業マインドにマイナスの影響を及ぼすことがないか注視していきたいとコメントした。ある委員は、震災以降のわが国のLNG依存度の高まりなどを踏まえると、

今後、中東情勢が更に緊迫化した場合には、わが国の景気や物価に大きな影響を及ぼす可能性がある」と指摘した。物価の先行きについて、別の一人の委員は、短期的なインフレ予想がなかなか上昇しない中、インフレ率が中長期的にみて安定的な水準（アンカー）に収束していくペースが遅くなる可能性については、十分な注意が必要であると述べた。

## 2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していることや金融機関のバランスシートの健全性が保たれていることなどを背景に、きわめて安定しているとの見方で一致した。委員は、C P・社債市場の発行環境は、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、業績悪化が懸念される一部の銘柄でC Pの発行スプレッドが拡大していることなどには注意を要するが、これがC P市場全体の安定を損なう状況には至っていないとの見方を示した。委員は、金融機関の貸出金利が低水準で推移しているほか、9月短観の結果を踏まえると、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りについても改善傾向が続いているとの認識を共有した。こうした中、ある委員は、貸出約定平均金利が、短期、長期ともに量的緩和期のボトムを下回る1%程度となるなど、貸出金利はさすがに「岩盤」に近づきつつあるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、金融環境の緩和度合いについては、金利水準などのマクロ的な指標だけでなく、実際に上手く資金が流れているかどうかといった、ミクロ的な状況も併せて点検していく必要があるとコメントした。

## IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

当面の金融政策運営について、委員は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であるとの認識を共有した。また、この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものであり、こうした認識のもとで、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進しているとの見解で一致した。そのうえで、委員は、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していくとの方針で一致した。前回会合における金融緩和の強化について、複数の委員は、景気・物価判断の下振れと先行きのリスクを踏まえて迅速に対応したことは、オーソドックスな政策運営として、市場から正当に受け止められたのではないかとの認識を示した。それらの委員も含め、何人かの委員は、適切な情報発信を通じ、日本銀行の政策に対する信認を確保していくことは、金融政策の波及効果を高めるうえで、きわめて重要であるとの認識を改めて示した。ある委員は、景気や物価の見通しが更に下振れたり、見通しを巡るリスクが大きく高まるような場合には、様々な選択肢をあらかじめ排除することなく、その効果とリスクを十分検討したうえで、適切な措置を講じていく必要があると述べた。別の一人の委員は、為替相場への働きかけなどインフレ期待を高める一段の工夫が必要ではないかとの認識を示した。

資産買入等の基金の運営について、委員は、前回会合で増額した基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めるとともに、その効果を確認していくことが適当との見解で一致した。長期国債の買入れについて、何人かの委員は、前回会合において入札下限金利を撤廃したこともあり、しっかりとした応札が続いているとコメントした。一人の委員は、堅調な応札の背景には、期末を控えた金融機関の益出しニーズもあると考えられることから、下限金利撤廃の効果という点では、10月以降の応札状況もみていく必要があると指摘した。

包括的な金融緩和政策の効果について、委員は、包括緩和が实体经济に及ぼす影響のうち、第1段階である金融環境への波及という点では、企業や家計が直面する金融環境は緩和した状態にあるとの認識で一致した。こうした緩和効果の波及に関連し、一人の委員は、市場の中ではフローの資産買入れペースを重視している向きも少なくなく、前回会合において基金の残高目標が10兆円程度増額されたものの、本年末までの資産買入れペースには変更がなかったことで、市場の反

応が限定的となっている面はないかとの問題意識を示した。この点に関し、複数の委員は、金融緩和の効果については、基金の目標残高を増やすことに伴うストック効果が大きく、フロー効果はそれを補完するものとみておくべきではないかとの見解を示した。そのうち一人の委員は、ストック効果については、基金増額の決定と同時に出尽くす訳ではなく、その後、増額された目標残高に向けて、そのペースはともかく、実際に残高を積み上げていくことにより、日本銀行の政策姿勢に対する信認が徐々に高まっていく点にも効果を見出すことが出来ると述べた。

続いて、包括緩和が及ぼす影響のうち、第2段階である金融環境から実体経済への波及について、議論が行われた。多くの委員は、金融環境はきわめて緩和的であるが、企業の投資や支出の積極化に十分繋がっていないとの認識を示した。何人かの委員は、企業の投資活動が活発化していくためには、潜在需要を掘り起こす企業自身の努力に加え、成長力強化に向けた政府による環境整備も重要であると指摘した。このうちの一人の委員は、わが国では、人口減少率が大きい地域ほど、銀行の預貸率の低下幅が拡大していると指摘したうえで、金融政策を超える課題も含まれるが、人口動態の成長にもたらす負の影響をどのように克服できるかについて、何らかの工夫の余地がないか考えていきたいと述べた。何人かの委員は、第1段階から第2段階への波及を強めていくために、現在、日本銀行は、成長基盤強化支援資金供給などを通じて、中央銀行としての貢献を続けているが、今後は、企業向け貸出が実際に増加していくよう、金融機関の活動をより直接的に後押しする工夫を検討していく必要もあるのではないかとの見解を示した。

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

## V. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日、委員も指摘されていた人口の減少や少子高齢化の問題は、

日本経済の最大の制約要因だと認識している。政府としても、これだけ財政赤字が多い中で、予算の使い道を工夫しながら、少子化対策や社会保障の安定・充実に取り組んでいる。日本の経済を良くしていくためには、金融のみならず、政策や予算の使い道の変更、経済の体質を改善するための規制緩和など、様々な施策を総動員して日本の国力を如何に上げていくかが大事なポイントになると思う。

- わが国の景気は、世界景気の減速等を背景として、輸出・生産が弱含むなど、回復の動きに足踏みがみられる。先行きも、当面は弱めの動きが見込まれ、世界景気の更なる下振れなど景気下押しリスクがあるため、警戒レベルを引き上げて注視する必要がある。物価は、下落テンポが緩和しているものの、緩やかなデフレ状況にある。
- そうした中、先日発足した野田第三次改造内閣は、デフレからの早期脱却、経済再生、中長期的な経済成長の実現を重要課題として位置付けている。政府は、デフレ脱却に向けた政策を強力に推進し、成長力を強化していく。
- デフレからの早期脱却に向け、政府と日本銀行は意思疎通を更に深め、密接に連携していくことが重要である。日本銀行には、政府の取り組みと歩調を合わせ、金融政策面からの最大限の努力をお願いする。まずは、日本銀行が当面目指すこととしている消費者物価上昇率1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことがきわめて重要である。デフレ脱却が確実となるまで、強力な金融緩和を継続するよう期待する。また、米欧や新興国など海外の金融政策等の影響を含め、わが国の景気下振れリスクに対して、適切に対応頂くようお願いする。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 先日発足した第三次改造内閣は、初閣議で決定した「基本方針」にのっとり、社会保障・税の一体改革の実現に引き続き全力を挙げて取り組むとともに、「デフレからの早期脱却」を重要課題として、「日本再生戦略」を推進することとしている。
- わが国経済は、これまで緩やかながらも回復を続けてきたが、足もと、世界景気の減速等を背景として、回復の動きに足踏みがみられる。世界景気の更なる下振れや、急速な円高の進行・高止まりを含む金融資本市場の変動等、景気を下押しするリスクも無視できない。特に、政府としては、昨今の急速な円高の進行・高止まりは、

景気を下振れさせる重大なリスクと考えている。

- こうした状況において、前回の金融政策決定会合において、10兆円規模の追加緩和が決定されたことは、政府としても、時宜を得た適切な措置として評価している。日本銀行におかれては、引き続き、急速な円高の進行や最近の交易上の諸問題などの下振れリスクがわが国経済に与える影響を注意深く監視し、万全の対応を期すとともに、そうした姿勢を内外にしっかりと情報発信して頂きたい。
- 政府・日銀は、デフレ脱却がわが国における重要課題であるとの認識を共有し、これまでも緊密な情報交換・連携を図りつつ、政策努力を続けてきた。日本銀行は、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」との基本方針に従って、金融政策を運営していると承知しているが、物価上昇率は未だ1%に届いていない。引き続き、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の経済・金融資本市場等の動向を見極めつつ、1%の早期実現に向け、継続的かつ、積極・果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたい。

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

## VI. 採決

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

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

## 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

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

反対：なし

### VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

### VIII. 議事要旨の承認

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

以 上

2012年10月5日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

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

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

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

4. 先行きのわが国経済についてみると、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要である。

6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い経済

主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。こうした認識のもとで、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進している。今後とも、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて間断なく金融緩和を進めていく。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。

以 上

(24年10月30日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2012年10月30日(9:00～14:41)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省 武正公一 財務副大臣

内閣府 松山健士 内閣府審議官 (9:00～10:24)

前原誠司 経済財政政策担当大臣 (10:25～14:41)

(執行部からの報告者)

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田真一
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	鎌田康一郎
国際局長	大野英昭

(事務局)

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	菅野浩之
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	今久保圭

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月4日、5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%台前半の間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、年度下期入り後も、金融機関の益出し売りの影響などから、長期国債買入れおよび短期国債買入れに対する応札は、いずれもしっかりとしている。固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションについても、前回会合以降、「札割れ」は1回にとどまるなど、総じてしっかりした応札がみられている。

### 2. 金融・為替市場動向

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

長期金利についてみると、2年債利回りは、0.1%で安定的に推移している。10年債利回りは、0.7%台後半の狭いレンジで揉み合う展開が続いている。日経平均株価は、為替の円安方向の動きもあって、幾分上昇したが、引き続き、8千円台後半での推移となっている。REIT価格は、上昇を続けている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、引き続き総じて横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は幾分円安方向の動きとなり、足もとでは79円台で推移している。円の対ユーロ相場も、円安方向の動きとなっている。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、減速した状態が強まっている。

---

<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。」

米国経済は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復を続けている。輸出が伸び悩み、企業マインドが慎重化しているもとで、生産や設備投資の増勢は鈍化している。一方、家計部門をみると、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中、雇用情勢も緩やかな改善傾向を辿っているもとで、個人消費は緩やかに増加している。住宅投資も、低金利の後押しなどを背景に、低水準ながらも持ち直しの動きが続いている。物価面では、ガソリン価格上昇の影響から、総合ベースの消費者物価の前年比はプラス幅が拡大している。一方、コアベースの消費者物価の前年比については、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、緩やかに後退している。欧州債務問題が長引く中で、マインドの悪化は企業に続き家計へ、また、周縁国からコア国へ、それぞれ拡がっている。そうしたもとで、民間設備投資は減少し、個人消費にも、耐久財を中心に弱めの動きがみられている。輸出も伸び悩んでいる。こうした需要動向のもとで、生産は減少基調にある。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用しているが、ガソリン価格の上昇などを反映して、総合ベースの消費者物価の前年比は一頃に比べ幾分拡大している。この間、英国経済は停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、減速した状態が長引いている。個人消費は、全体としては底堅く推移している。固定資産投資も、インフラ投資の増加から、増勢の鈍化に歯止めがかかりつつある。一方、輸出は、欧州向けの減少を反映して、弱めの動きが続いている。こうした需要動向のもとで、在庫調整圧力が根強く残っているため、生産の増勢は鈍化した状態が続いている。NIEs、ASEAN経済は、持ち直しつつあるが、その動きは企業部門を中心に緩やかになっている。輸出や生産は、欧州向け輸出の減少などを反映して、弱めの動きが続いており、企業マインドも慎重化している。そうしたもとで、設備投資は伸び悩んでいる。一方、個人消費は底堅く推移している。物価面をみると、これらの国・地域の多くでは、労働需給の逼迫を受けた賃金上昇が持続するなど、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。スペインやイタリアの国債

の対独スプレッドは、スペインの格付けが据え置かれたことなどが好感され、はつきり縮小している。米欧の株価は、欧州情勢や経済指標などを材料に振れの大きな動きとなる中、足もと下落している。こうした状況のもとで、米国やドイツの長期金利は、低水準で僅かに上昇している。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは横ばい圏内の動きとなっている。欧州系金融機関の資金調達環境は、引き続き総じて落ち着いている。ユーロのターム物金利の対O I Sスプレッドは、緩やかな縮小基調が続いている。ドルのターム物金利の対O I Sスプレッドは縮小傾向を辿っており、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。この間、新興国・資源国の株価や通貨は、前回会合対比、弱含んでいる。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

7～9月の実質輸出は、4～6月の増加の反動もあって、大幅減少となった。月次で見ると、9月の前月比は5か月連続で減少している。この間、7～9月の鉱工業生産は、2四半期連続で減少し、減少幅が拡大した。

企業の業況感に関する月次調査では、製造業において慎重化の動きがやや目立ってきている。そうしたもとで、設備投資については、中小企業の7～9月実施割合や2012年度計画に関する調査は依然しっかりしているものの、輸出関連の影響を受けやすい機械受注統計には弱めの動きが出ている。

公共投資は、出来高統計にみられるように増加を続けているものの、発注を示す請負金額は7～9月に前期比横ばいとなり、先行きの増勢鈍化を示唆している可能性がある。

雇用については、足もとでは、製造業を中心に、新規求人が減少しているほか、所定外労働時間が伸び悩んでいる。

個人消費については、底堅さを維持しているとはみられるが、年前半までの増勢が一服していることが明確になりつつある。

物価については、国内企業物価を3か月前比で見ると、既往の国際商品市況の動きを反映して、マイナス幅を縮小している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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・社債市場の発行環境は、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に増加の動きがみられ、銀行貸出の前年比はプラス幅が幾分拡大している。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。

## II. 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

国際金融資本市場の動向について、委員は、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢は、一頃に比べるとやや後退しているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、ギリシャの財政・経済構造改革の進展や、スペインの欧州安定メカニズム（ESM）への支援要請の有無、銀行監督の一元化に向けた取り組み等を巡って不透明感の強い状況はなお続いており、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識を共有した。

海外経済について、委員は、昨年後半以降、欧州債務問題の悪影響が貿易や企業マインドのルートを通じて世界的に広がっており、最近では、多くの国や地域で、製造業部門を中心に減速の度合いが強まっているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの見方を共有した。一人の委員は、海外経済の回復時期が後ずれしたり、回復ペースが緩やかになる可能性を意識する必要があると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに後退しているとの認識を共有した。複数の委員は、欧州経済の不振が貿易チャンネルを通じて中国経済のブレーキになり、世界貿易量の伸びを強く圧迫していると述べた。先行きについて、委員は、域外輸出の増加からユーロエリアのコア国が成長率を徐々に高めていくものの、周縁国では緊縮財政が続くことから、全体でみても回復の勢いに乏しい状態が続く可能性が高いとの見方を共有した。

中国経済について、委員は、インフラ投資などに動意がみられるが、素材産業など幅広い分野で在庫の積み上がりが解消しておらず、在庫調整局面が長引いていることから、ここ数か月でみると、成長ペースの減速の度合いもやや強まっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるものの、金融・財政両面での景気刺激策の効果が顕在化し、在庫調整が進展していくにつれて、成長率は徐々に高まっていくとの見方で一致した。何人かの委員は、根強い在庫調整圧力や政策効果を巡る不確実性などを踏まえると、成長率が明確に回復するには時間を要するとみられると述べた。

N I E s、A S E A N 経済について、委員は、欧州や中国の最終需要の弱さの影響もあって、輸出や製造業の設備投資といった企業部門を中心に、持ち直しの動きが緩やか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、個人消費を中心に内需が堅調さを維持する中で、輸出が次第に増勢に転じていくことにより、持ち直しの動きがはっきりしていくとの見方で一致した。

米国経済について、委員は、個人消費が緩やかに増加し住宅市場で持ち直しの兆しもみられるなど、全体としては緩やかな回復基調を続けているが、世界経済の減速やいわゆる「財政の崖」を巡る先行き不透明感の高まりから企業マインドが慎重化するもとの、設備投資や輸出、生産の増勢が鈍化しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、緊縮的な財政政策の影響を受けつつも、緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、欧州や中国経済をはじめ、世界経済の減速が強まっている中で、米国経済が回復を続けることができるか注視していると述べた。複数の委員は、「財政の崖」の影響により、2013年前半の経済活動が大きく抑制される可能性があるとして付け加えた。

わが国の金融環境について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を間断なく推進する中で、緩和した状態が続いているとの認識で一致した。委員は、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、C P ・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。先行きについて、委員は、こうした緩和的な金融環境は、国内民間需要の自律回復への動きを後押ししていくとの見方で一致した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。委員は、海外経済の減速

した状態が強まっていることを反映して、輸出や鉱工業生産が減少し、内需にもその影響が一部及び始めているとの認識で一致した。一人の委員は、海外経済減速の影響は製造業の設備投資に及び始めているとの見方を示した。委員は、9月の会合以降、景気は一段と下振れているとの認識を共有した。日中関係の影響について、一人の委員は、ハードデータでは十分に確認できていないが、支店長会議の報告などミクロ情報から判断すると、輸出や生産、観光需要に影響が出ているとの見方を示した。複数の委員は、生産や景気動向指数の動きなどを踏まえると、事後的に、景気の後退局面入りが認定される可能性がある」と述べた。こうした議論を経て、委員は、景気は弱含みとなっており、先行きも、当面横ばい圏内の動きにとどまるとの見方で一致した。

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、先行きも、当面ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

## 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、7月の中間評価時点と比べると、海外経済の減速の影響などから、下振れているとの見解で一致した。そのうえで、委員は、今回の会合で金融緩和を一段と強化するのであれば、海外経済の成長率が再び高まることや、広い意味での復興関連需要などに支えられ、日本経済は次第に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、政府などによる成長力強化の取り組みが成果をあげることで、景気回復の持続性が増していくとの見方を強調した。

2012年度下期から2013年度にかけての景気展開について、委員は、輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速が長引くもとの、当面弱めに推移するとの見方を共有した。2013年度の成長率について、委員は、復興関連需要による景気押し上げ効果が公的需要中心に徐々に減衰していくものの、海外経済の持ち直しが次第に明確になるにつれて、企業収益や雇用者所得の増加を伴いながら国内民間需要がしっかりと伸びとなるため、潜在成長率をはっきりと上回るとの見方で一致した。2014年度について、委員は、海外経済が過去の長期平均を上回る成長を実現するほか、企業収益の改善や成長期待の高まりを背景に低金利の持つ景気刺激効果も強まっていき、これが国内民間需要を下支えするとみられることなどから、消費税率引き上げに伴う変動を除いた基調でみれば、潜在成長率を幾分上回る成長経路を辿るとの

認識で一致した。また、消費税率引き上げの影響について、委員は、2013年度下期には、税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で発生すると予想されるため、一時的にかなり高めの成長となる一方、2014年度の成長率は、上期を中心に駆け込み需要の反動が出ることから、小幅のプラスにとどまる可能性が高いとの認識を共有した。

消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、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、消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていくとの見方を示した。前提となる国際商品市況について、これらの委員は、当面は、海外経済の減速を反映して、均してみれば横ばい圏内で推移した後、新興国の経済成長に伴う食料・エネルギーの需要拡大などを背景に、基調的には緩やかな上昇傾向を辿ると想定されると述べた。一人の委員は、家計の購入単価の上昇傾向やパート労働の改善傾向などが、今後、消費者物価の上昇につながる可能性を指摘した。こうした見方に対し、複数の委員は、マクロ的な需給バランスと消費者物価との相関が依然として緩やかであることを踏まえると、マクロ的な需給バランスの改善が物価上昇率を引き上げる力を控えめにみておくべきであり、「1%に着実に近づいていく」との評価は難しいのではないかと指摘した。このうち一人の委員は、物価の先行きを考えるうえでは、労働市場の需給バランスの改善が重要であるが、単位労働コストがここ2四半期はつきりと減少していることなどを踏まえると、先行きについては慎重な見方をとらざるを得ないと付け加えた。

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

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①国際金融資本市場と海外経済の動向、②企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性、③消費税率引き上げの影響に関する不確実性、④わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題、の4点を挙げた。海外経済を巡るリスクについて、多くの委員は、欧州各国の財政・金融システム・経済構造改革などの取り組みに対する懸念が再燃した場合には、国際金融資本市場における緊張が再び高まることを通じて、欧州経済のみならず、世界経済ひいてはわが国経済の下振れ要因となり得ると指摘した。米国経済について、これらの委員は、家計のバランスシー

ト調整圧力がなお根強く残っているもとで、欧州債務問題の悪影響に加えて、「財政の崖」の問題など財政政策の不確実性も意識されていることが、景気の抑制要因として強く働き得ると述べた。中国経済を巡る中長期的なリスクとして、何人かの委員は、過剰設備の問題の克服を通じて、従来の高度成長から持続可能な安定成長へ順調に移行できるかとの点を指摘した。また、多くの委員が、日中関係の影響は既に現れているが、リスク要因として、影響の広がり懸念されると指摘した。何人かの委員は、全体として、下振れ要因をより強く意識すべき状況ではあるが、いくつかの上振れ要因もあると指摘した。具体的には、米国について、住宅部門の回復が加速することで個人消費が刺激されたり、財政政策の不確実性が払拭されることで企業活動が活発化するといった上振れ要因や、わが国について、政府による成長力強化の取り組みが予想以上の成果を挙げるという上振れ要因もあると述べた。

物価に固有の上振れ・下振れ要因について、委員は、①マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度に不確実性があること、②企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、③輸入物価の動向、の3点を指摘した。マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度について、何人かの委員は、企業の低価格戦略や家計の低価格志向、短期的なインフレ予想の低迷がマクロ的な需給バランスに対する物価の感応度を低下させる可能性には、特に注意する必要があると述べた。

こうした経済・物価見通しに対する上振れ・下振れ要因に関する議論を経て、委員は、リスク・バランスとしては、下振れリスクの方をより注意する必要があるとあり、金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも引き続き注意が必要であるとの認識を共有した。

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2014年度までの経済・物価情勢について、大方の委員は、①わが国経済は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる、②消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には、当面の「中長期的な物価安定の目途」であ

る1%に着実に近づいていくとみられる、③したがって、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、やや長い目でみれば、日本経済は、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく、との見解を示した。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、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、①欧州債務問題に端を発するテイル・リスクはやや後退しているが、国際金融資本市場や海外経済を巡り、なお大きな不確実性があり、重要な下振れリスクである、②中長期的な成長期待については、成長力強化への取り組みの成果次第では、上振れ・下振れ双方向の可能性はある、③消費税率引き上げの経済への影響については、内外の過去の事例を踏まえると、不確実性が高い、④財政の持続可能性確保へ向けた取り組みも、経済動向に大きな影響を及ぼし得る、との認識を共有した。また、委員は、物価面では、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度や中長期的な予想物価上昇率、国際商品市況の動向などを、注視する必要があるとの認識を共有した。委員は、やや長い目でみて、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因という観点から、金融面の不均衡について点検すると、政府債務残高が累増している中で、金融機関の貸出は伸び悩む一方、国債保有は顕著な増加傾向にあるため、何らかのきっかけで長期金利が上昇した場合、金融機関の経営、ひいては日本経済全体に大きな影響を与える可能性がある点に留意しておく必要があることを改めて確認した。

### III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

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

委員は、経済・物価のシナリオは、海外経済、輸出、生産に加え、内需の一部でも、9月の金融緩和の強化時にみていたよりもさらに下振れており、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするためには、金融緩和を一段と

強化する必要があるとの見解で一致した。そのうえで、委員は、9月に続き、資産買入等の基金を大幅に増額することが適当であるとの認識を共有した。基金の増額幅について、多くの委員は、長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にするため、リスク性資産を含めて10兆円規模で増額することが適当と述べた。一人の委員は、為替相場への働きかけなどインフレ期待を高める一段の工夫が必要ではないかとの認識を示した。

包括的な金融緩和政策の効果について、委員は、包括緩和が実体経済に及ぼす影響のうち、第一段階である金融環境への波及という点では、企業・家計が直面する金融環境は緩和した状態にあるとの認識を共有した。一方、第二段階である金融環境から実体経済への波及という点では、委員は、金融環境はきわめて緩和的であるが、こうした緩和的な金融環境が十分に活用されていないとの認識を共有した。第二段階における緩和効果の一層の浸透を図るため、委員は、金融機関の一段と積極的な行動と、企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す工夫をしていくべきとの認識を共有した。複数の委員は、金利の低下余地は限られてきているが、現在の金融環境が十分に活用されていけば、金融緩和が経済・物価へ及ぼす影響が強まることが期待できると付け加えた。

こうした議論を踏まえ、資産買入等の基金の増額と貸出増加を支援するための資金供給の具体的な検討を行うため、議長は、増額対象となり得る金融資産のリスク量や市場規模、新たな資金供給として考えられる枠組みなどについて、執行部に説明を求めた。

議長の指示を受けて、執行部は以下のような説明を行った。

- 日本銀行のリスク許容度や市場規模等との関係で、短期国債と長期国債については、増額することに大きな問題はない。リスク性資産については、CP・社債、REITは、市場規模との関係では増額に制約がある。また、ETFとREITは、リスク量が比較的大きい。
- 新たな資金供給については、金融機関の取り組みを中央銀行の機能を用いて支援する場合、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給し、その際、資金供給の総額の上限は設定せず、無制限とすることが考えられる。こうした枠組みを1年程度実施した場合の資金供給の規模は、過去のデータ

に基づく試算によると 15 兆円程度になると考えられる。

以上の執行部説明を受けて、委員は、まず、資産買入等の基金の増額について議論を行った。委員は、基金の増額幅について、長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にするため、10 兆円規模で増額することが適当との認識で一致した。多くの委員は、9月の10兆円と合わせるとかなり思い切った幅の増額になると述べた。買入対象の資産について、委員は、短期国債、長期国債だけでなく、日本銀行のリスク許容度も考慮したうえで、リスク性資産も幅広く増額の対象とすべきとの認識を共有した。一人の委員は、貸出金利などに幅広く影響を及ぼし得る国債買入れを中心に増額することが適当と述べた。何人かの委員は、リスク性資産の増額の完了期限が本年末に迫っている一方で、わが国の景気が弱含みとなっていることを踏まえると、引き続き、リスク性資産を幅広く買い入れていくことが適当との見解を示した。このうち一人の委員は、リスク性資産を増額対象とすることにより、過度な不安心理の抑制が期待できると付け加えた。複数の委員は、リスク性資産を大量に買い入れると、日本銀行に損失が発生し、最終的に納税者負担につながる可能性に注意する必要があるとコメントした。一人の委員は、こうした強力な緩和措置がより広く周知されるよう、対外的にしっかりと説明していくべきと述べた。

続いて、委員は、貸出増加を支援するための資金供給について議論を行った。委員は、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給することが適当との見解で一致した。また、委員は、資金供給の総額の上限を設定せず、無制限とすることが、金融機関の貸出増加への取り組みの大きな支えになるとの認識を共有した。一人の委員は、新たな措置が金融機関の積極的な取り組みを通じて潜在的な資金需要を掘り起こすきっかけになることを期待すると述べた。具体的な枠組みについて、委員は、金融機関の取り組みを効果的に支援していくためには、本措置の実施期間は1年程度としたうえで、資金供給の対象先は預金取扱金融機関、貸出増加の算出対象は金融機関向けを除く対民間貸出とし、円貨建て・外貨建て双方を含めて幅広く捉えることが適当との見解で一致した。一人の委員は、非居住者向けの円貸出を貸出増加の算出対象に加えることは、円高圧力の緩和という副次的な効果も期待できると付け加えた。また、委員は、貸付金利は貸付実行時の誘導目標金利による

3年までの固定金利とし、貸付期間は最長4年まで延長可能とすることを通じて、金融機関による低利かつ長期の資金調達を可能とすることが、金融機関の取り組みの後押しにつながるとの認識を共有した。成長基盤強化支援との関係について、委員は、成長基盤の強化に取り組むことと、金融機関が貸出の総額を増やすことは相互に補完的であるため、日本銀行の政策姿勢を明確化する観点からは、既存の成長基盤強化支援と新設する貸出増加支援の2つを合わせて貸出支援基金と位置付けることが適当との認識で一致した。複数の委員は、2つの支援策は重複する面もあるが、それぞれが異なる役割を担うことになると付け加えた。一人の委員は、成長基盤強化支援を導入した当初に聞かれた、貸出競争を煽っているとの批判が、政策意図が浸透するにつれ後退していった経験を踏まえると、今回も、政策意図をきちんと説明していく必要があると述べた。

貸出支援基金の創設には、貸付条件や方法等に関する具体的な検討を行う必要があるため、議長は、具体策を検討のうえ、改めて金融政策決定会合に報告するよう、執行部に対して指示を行った。

また、コミットメントの文言について、複数の委員は、「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」との文言を変更し、それを対外公表文に明記することで、金利などへの働きかけをさらに強め、日本銀行の緩和姿勢をより明確にすることができないかと問題提起した。これに対して大方の委員は、現時点でコミットメントの文言を修正することには慎重な見解を表明した。これらの委員は、市場金利をみると、イールドカーブの中期ゾーンまできわめて低位で、日本銀行が金融緩和を継続していくことに対して市場で疑念が生じているとは考えられず、コミットメントの文言の変更が必要な状況にはないと指摘した。複数の委員は、将来的に文言の修正が効果をもつ局面になることも考えられるが、現時点ではないと述べた。また、資産買入等の基金の運営についても、これらの委員は、現行のコミットメントのもとで、増額を完了したら直ちに基金残高を取り崩すという運営を想定している市場関係者がいるとは考えにくいと付け加えた。何人かの委員は、仮に基金の運営について市場に誤解があるのであれば、増額完了後も、「1%」を目指して強力に金融緩和を推進していくというコミットメントの考え方に即して基金を運営していくことを、改めて対外的に説明していくことで払拭すべきとコメントした。複数の委員は、日本銀

行の現状認識を正確に伝えるため、まだ「1%」を見通せるとの判断には至っていないことをしっかりと説明していくことが重要であると付け加えた。

次に、デフレ脱却に向けた取り組みに関して、議長から、次のような提案があった。

- 日本銀行も政府も、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するというきわめて重要な課題を達成するため、努力を続けてきているが、ここへきて、わが国の景気は弱含みとなっており、日中関係の影響の広がりなど新たなリスク要因も出てきている。
- こうした厳しい情勢認識のもとで、この課題を達成していくため、政府と日本銀行が最大限の努力を行うことや、それぞれが果たすべき役割について、両者が共有している認識を、改めて対外的に明確なかたちで示してはどうか。

この提案を受け、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していく姿勢を改めて明確に伝えるとともに、政府が、デフレ脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠との認識を示すことで、それぞれの政策効果がより効果的なものになるとの見解で一致した。一人の委員は、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な成長経路への復帰に向けて、日本銀行と政府がそれぞれ果たすべき役割を改めて確認し、その点を対外的に示していくことは重要であるとの見方を示した。別の一人の委員は、日本銀行として、強力な金融緩和を推進していくことを改めて確認するとともに、政府には、成長力強化に向けた取り組みを強力に推進していくことを期待したいと述べた。これらの委員は、これによって、日本銀行の独立性に関し疑義をもたれることがあってはならないと付け加えた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、引き続き底堅さもみられるが、世界景気の減速等を背景として、このところ弱めの動きとなっており、先行きも、当面は弱めの動きが続くと見込まれる。対外経済環境を巡る不確実性は高いと考えられ、高い警戒レベルで注視する必要がある。物価

は、下落テンポが緩和しているものの、緩やかなデフレ状況にある。

- 「デフレ脱却に向けた取組について」の提案は、デフレ脱却に向けた政府・日本銀行の決意と両者一体となった取り組みを明確に示すものとして高く評価する。特に、デフレからの早期脱却を政府・日本銀行共通の課題と確認し、連名の文書として内外に明確なかたちで共同して表明、発表することはこれまでになく、10年以上にわたるわが国の課題であるデフレ脱却に向けた重要な一歩となる。
- 日本経済の再生に道筋を付けることは、現内閣の取り組むべき現下の最大の課題である。景気下押しリスクに対応し、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けた取り組みを加速するため、まずは緊急性の高い施策について、先日、予備費の使用決定を行った。また、遅くとも11月中を目途に経済対策を策定することとしている。この中で、「日本再生戦略」の重点3分野の施策を前倒ししていく。
- 展望レポートでは消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価上昇率は1%に届いておらず、さらなる努力が必要である。政府が、「日本再生戦略」に基づき、デフレ脱却に向け、2013年度までを念頭に政策手段を動員することを踏まえ、日本銀行も、できる限り早期に「物価安定の目途」を実現するため、金融政策において最大限の努力をお願いする。本日提案のあった「資産買入等の基金」の増額は、時宜を得たものとする。日本銀行には、引き続きデフレ脱却が確実となるまで、強力な金融緩和を継続するよう期待する。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、わが国経済の基調判断を、世界景気の減速等を背景として、このところ弱めの動きとなっているとし、3か月連続で下方修正した。先行きについては、欧州や中国等、対外経済環境を巡る不確実性が高く、こうした中で世界景気のさらなる下振れや金融資本市場の変動等が、わが国の景気を下押しするリスクとなっている。
- 景気下押しリスクに対応し、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けた取り組みを加速していくことが喫緊の課題という認識のもと、経済対策の第一弾として、緊急性の高い施策について予備費の使用を閣議決定したところである。政府としては、遅くとも11月中を目途として、経済対策の決定に向けた作業を進めていく。
- 日本銀行においても、機を逸することなく適切な行動をとって頂くことが重要である。今回「資産買入等の基金」の11兆円の増額

が提案されたことは、時宜を得た適切な措置と評価している。他方、消費者物価上昇率1%に達する時期については、不確実性が大きい。日本銀行においては、引き続き金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の経済・金融資本市場等の動向を見極めつつ、当面目指すこととしている1%の早期実現に向け、継続的かつ、積極・果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたい。

- デフレからの早期脱却は、政府によるマクロ経済政策及び構造改革と、日本銀行の金融政策が相俟って初めて実現されるものである。デフレからの早期脱却を政府・日本銀行の共通課題として明示し、両者が一体となって最大限の努力を行うことを文書のかたちで共同発表することは、デフレ脱却に向けた大きな一歩となる。政府としては、提案を大いに歓迎するとともに、この「共通理解」に掲げた政府側の取り組みを着実に遂行していく所存である。

## V. 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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

### 2. 「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件

委員は、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、資産買入等の基金について、長期国債を5兆円程度、国庫短期証券を5兆円程度、CP等を0.1兆円程度、社債等を0.3兆円程度、指数連動型上場投資信託を0.5兆円程度、不動産投資信託を0.01兆円程度増額することが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件が採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

### 3. 「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、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員は、消費者物価の前年比が2014年度には1%に着実に近づいていくとの物価見通しに関する記述と、消費者物価の前年比上昇率1%が見通せるようになるまで強力に金融緩和を推進していくとの政策運営方針に関する記述について、変更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。

佐藤委員からは、物価見通しの記述について、「消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていく」から「消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じていく」に変更し、政策運営方針の記述について、1%を「見通せるようになるまで」から「安定的に達成するまで」に変更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：佐藤委員、木内委員

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

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。採決の結果、賛成多数で決定され、即日公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、10月31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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員

反対：佐藤委員、木内委員

佐藤委員と木内委員は、①自身の物価見通しは展望レポートの記述に比べてより慎重であること、②今回決定した金融緩和の強化に加え、コミットメントの文言を変更すべきと考えていることから、反対した。

#### 4. 対外公表文（「デフレ脱却に向けた取組について」）の検討

次に、対外公表文（「デフレ脱却に向けた取組について」＜別紙の別紙3＞）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。

#### 5. 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、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。

## VI. 議事要旨の承認

議事要旨（10月4、5日開催分）が全員一致で承認され、11月2日に公表することとされた。

以 上

2012年10月30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、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、以下の決定を行った。

## (1) 資産買入等の基金の増額（全員一致）

長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にするため、資産買入等の基金を 80 兆円程度から 91 兆円程度に 11 兆円程度増額する。増額分の買入対象資産ごとの内訳は、以下の通りとし、2013 年 12 月末までに増額を完了する<sup>(注)</sup>（基金の全体像は別紙 1）。

長期国債：5 兆円程度

国庫短期証券：5 兆円程度

CP等：0.1 兆円程度

社債等：0.3 兆円程度

指数連動型上場投資信託：0.5 兆円程度

不動産投資信託：0.01 兆円程度

## (2) 貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設（全員一致）

金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給する。資金供給の総額の上限は設定せず、無制限とする。議長は、執行部に対し、この新たな資金供給の枠組みについて具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した（骨子素案は別紙 2）。

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）。

3. 海外経済は、減速した状態が強まっている。国際金融資本市場では、欧州債務問

<sup>(注)</sup> ただし、指数連動型上場投資信託、不動産投資信託については、日本銀行法上の認可取得を条件とする。

題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。こうした状況のもとで、わが国の輸出や鉱工業生産は減少し、これまで堅調に推移してきた内需にもその影響が一部及び始めている。このため、景気は弱含みとなっている。この間、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。

先行きについては、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響の広がりなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要である。

4. 以上の景気・物価情勢を踏まえ、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするため、日本銀行は、金融緩和を一段と強化することが適当と判断した。
5. 日本銀行は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、民間企業、金融機関等の幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものである。
6. 政府と日本銀行は、この課題を達成するために、それぞれの役割を果たしていく必要がある。日本銀行は、上述の認識に立って、強力な金融緩和を推進していく。日本銀行としては、政府が「デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠である」との認識のもとで、日本経済の成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。こうした両者の取組について、共有している認識を改めて明確に示すため、本日、政府とともに「デフレ脱却に向けた取組について」を公表することとした（別紙3）。このことは、それぞれが行う政策をより効果的なものとしていくと考えている。

以 上

## 「資産買入等の基金」の規模

	基金の残高 (9月末)	基金の規模 ( )内は従来の規模			増額幅 (13年 12月末)
		(12年 12月末)	(13年 6月末)	(13年 12月末)	
総額 (注1、2)	61.8 兆円程度	65 兆円程度	78 (75) 兆円程度	91 (80) 兆円程度	+ 11 兆円程度
資産の買入れ	31.1	40	53 (50)	66 (55)	+ 11
長期国債 (注3)	18.1	24.0	31.5 (29.0)	39.0 (34.0)	+ 5.0
国庫短期証券	7.4	9.5	14.5 (14.5)	19.5 (14.5)	+ 5.0
CP等	1.4	2.1	→	2.2 (2.1)	+ 0.1
社債等	2.7	2.9	→	3.2 (2.9)	+ 0.3
指数連動型上 場投資信託 (注4)	1.4	1.6	→	2.1 (1.6)	+ 0.5
不動産投資 信託 (注4)	0.10	0.12	→	0.13 (0.12)	+0.01
固定金利方式・共 通担保資金供給オ ペレーション	30.7	25.0	25.0 (25.0)	25.0 (25.0)	—

(注1) 2010年10月の導入時の基金の規模は、35兆円程度であった。

(注2) 資産買入等の基金の残高は、10月20日現在、62.7兆円となっている。

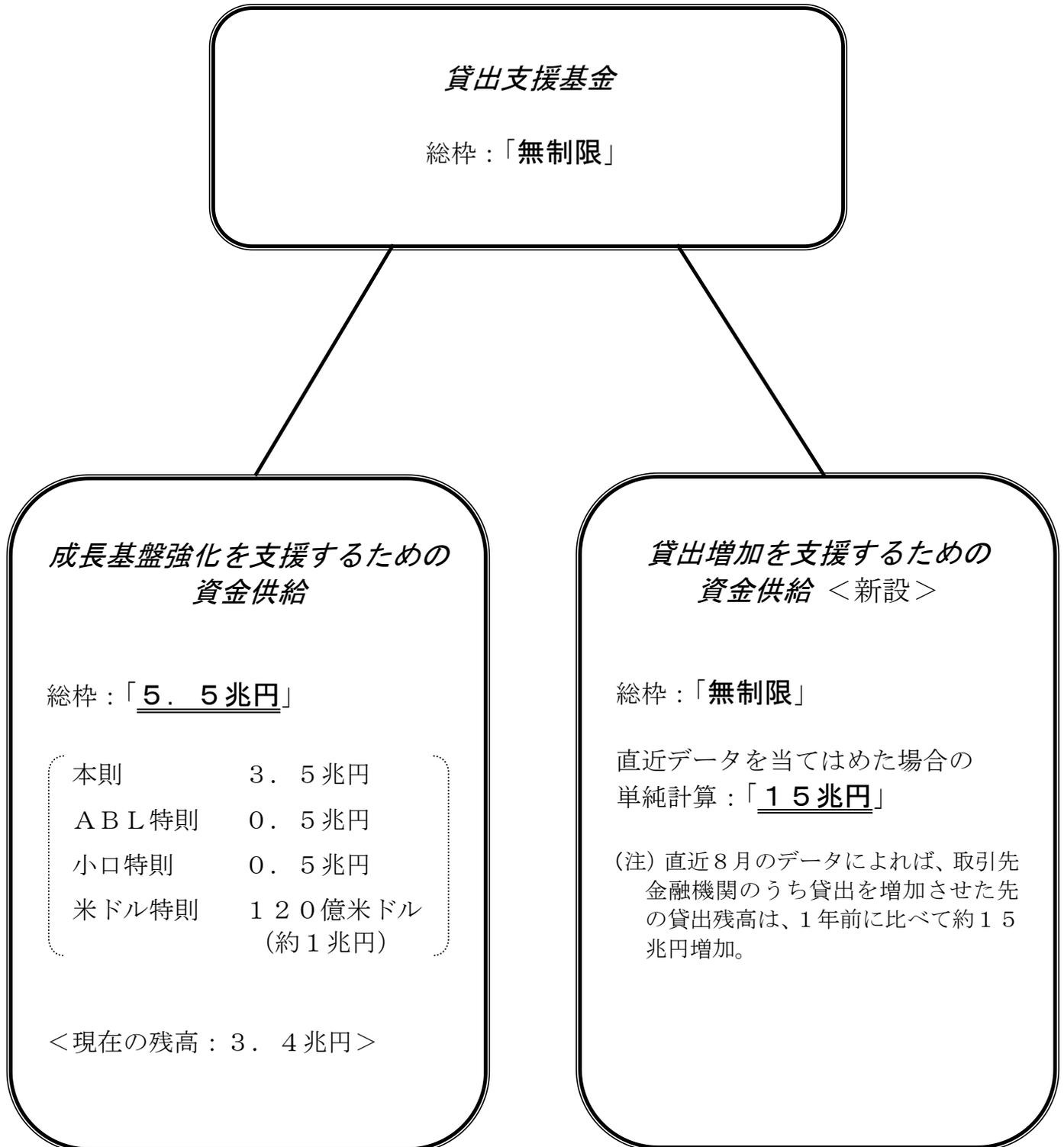
(注3) 日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買入れを行っている。

(注4) 指数連動型上場投資信託および不動産投資信託の増額については、日本銀行法上の認可取得を条件とする。

「貸出増加を支援するための資金供給」骨子

- 取引先金融機関の貸出増加額(基準時点からのネット貸出増加額)について、当該金融機関からの希望に応じて、その「全額」を日本銀行から資金供給する。
- 本措置による資金供給の総額の上限は、設定せず、「無制限」とする。
- 貸付金利は、貸付実行時の誘導目標金利(現在は0.1%とする。)による長期固定金利とする。
- 貸付期間は、各取引先の希望に応じて、1年、2年または3年とし、最長4年までロールオーバー可能とする。
- 本措置の開始後、1年程度の間、適宜の頻度で資金供給を行う。
- 資金供給の方式は、共通担保を担保とする貸付けとする。
- 対象先は、預金取扱金融機関とする。
- 貸出増加額を算出する対象与信は、対民間(金融機関向けを除く)貸出とし、円貨建て・外貨建てを含む。
- 本措置による資金供給と「成長基盤強化を支援するための資金供給」を合わせて、「貸出支援基金」とする。

(参考)「貸出支援基金」のイメージ



デフレ脱却に向けた取組について

政府及び日本銀行は、我が国経済のデフレ脱却に向けて、当面、以下のとおり取り組む。

1. 政府及び日本銀行は、我が国経済にとって、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であるとの認識を共有しており、一体となってこの課題の達成に最大限の努力を行う。
2. 日本銀行としては、上記1. の課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものであると認識しており、政府が成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。  
日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」を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、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。その際、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かどうかを確認していく。  
日本銀行は、『経済・物価情勢の展望』（平成24年10月30日）において消費者物価の見通しを公表した。日本銀行としては、引き続き「1%」を目指して、強力に金融緩和を推進していく。今後の物価動向については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において定期的に報告する。  
また、日本銀行は、金融政策運営の考え方を市場にわかりやすく説明していく努力を続ける。
3. 政府は、日本銀行に対して、上記2. の方針にしたがってデフレ脱却が確実になるまで強力な金融緩和を継続することを強く期待する。  
政府は、デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠であると認識している。このため、政府としては、足下の景気下押しリスクに対応し経済活性化に向けた取組を加速すべく、平成24年10月17日の内閣総理大臣指示に基づき、経済対策を速やかに取りまとめる。また、政府は、「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）に基づき、平成25年度までを念頭に、「モノ」「人」「お金」をダイナミックに動かすため、規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員する。  
デフレ状況を含めた経済状況及び経済運営については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、定期的に点検を行う。

平成24年10月30日

日本銀行総裁

白川 方明

内閣府特命担当大臣  
(経済財政政策担当)

前原 誠司  
財務大臣  
城島 光力

( 24 年 11 月 19、20 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2012 年 11 月 19 日 (14:00 ~ 16:38)  
11 月 20 日 ( 9:00 ~ 12:09)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	宮尾龍蔵	( 審議委員 )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )
	佐藤健裕	( " )
	木内登英	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 ( 19 日 )
	武正公一	財務副大臣 ( 20 日 )
内閣府	松山健士	内閣府審議官 ( 19 日、20 日 9:00 ~ 11:03 )
	前原誠司	経済財政政策担当大臣 ( 20 日 11:05 ~ 12:09 )

( 執行部からの報告者 )

理事	中曾 宏 ( 20 日 )
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田真一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	大野英昭

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会企画役	橋 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
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30日）で決定された方針<sup>（注）</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%台前半の間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、税揚げや国債発行に伴う季節的な資金不足局面となる中、年末に向けたオペ残高の減少を意識した前倒しの資金調達がみられていることもあって、このところ旺盛な応札が続いている。長期国債買入れおよび短期国債買入れについても、しっかりとした応札がみられるもとで、残高の着実な積み上げが実現している。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で安定的に推移している。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、短国レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で安定的に推移しているが、発行レートは0.1%をごく僅かに下回っている。長めのターム物の銀行間取引金利は、ごく小幅に低下している。

長期金利についてみると、2年債利回りは、0.1%を若干下回る水準で安定的に推移している。10年債利回りは、0.7%台後半でもみ合う展開が続いていたが、米国大統領・議会選挙後に「財政の崖」を巡る不透明感が改めて意識される中で米国金利が低下したことに伴い、足もとでは0.7%台前半まで低下している。株価（日経平均株価）は、米国株の下落や市場予想を幾分下回る本年7～9月期の本邦企業決算等を受けて、幾分下落する場面もみられたが、足もとでは為替の円安方向への動きなどから9千円台を回復している。R E I T価格は幾分下落したあと、足もとでは値を戻している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄で業績悪化等から拡大しているものの、引き続き投資家の底堅い需要を背景に、総じてみれば横ばい圏内で推

---

（注）「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。」

移している。為替相場をみると、米国大統領・議会選挙後に米国金利の低下を受けて一時、円高方向の動きとなったが、足もとでは、81円台まで円安が進行している。

### 3．海外金融経済情勢

海外経済は、減速した状態が続いている。

米国経済は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復が続けている。輸出が伸び悩み、企業マインドが慎重化しているもとで、生産や設備投資の増勢は鈍化している。一方、家計部門をみると、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中、雇用情勢も緩やかな改善傾向を辿っているもとで、個人消費は緩やかに増加している。住宅投資も、低金利の後押しなどを背景に、低水準ながらも持ち直しの動きが続いている。物価面では、ガソリン価格上昇の影響から、総合ベースの消費者物価の前年比はプラス幅が拡大している。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、緩やかに後退している。欧州債務問題が長引く中で、マインドの悪化は企業に続き家計へ、また、周縁国からコア国へ、それぞれ広がっている。そうしたもとで、民間設備投資は減少し、個人消費にも耐久財を中心に弱めの動きがみられている。輸出も伸び悩んでいる。こうした需要動向のもとで、生産は減少基調にあり、7～9月期の実質GDPも4四半期連続のマイナス成長になった。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用しているが、ガソリン価格の上昇などもあって、総合ベースの消費者物価の前年比は横ばい圏内で推移している。この間、英国経済は停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、減速した状態が長引いている。個人消費については、全体として底堅く推移しているものの、自動車販売には日系車の落ち込みからやや弱めの動きがみられている。固定資産投資は、インフラ投資の増加から、増勢の鈍化に歯止めがかかりつつある。一方、輸出は、欧州向けの減少を反映して、弱めの動きが続いている。こうした需要動向のもとで、在庫調整圧力が根強く残っているため、生産の増勢は鈍化した状態が続いている。NIEs、ASEAN経済は、持ち直しつつあるが、その動きは企業部門を中心に緩やかになっている。輸出や生産は、欧州向け輸出の減少などを反映して、弱めの動きが続いており、企業マインドも慎重化している。そ

うしたもとで、設備投資は伸び悩んでいる。一方、個人消費は底堅く推移している。物価面をみると、これらの国・地域の一部では、労働需給の逼迫を受けた賃金上昇が持続するなど、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。欧州各国国債利回りの対独スプレッド（10年）は、一頃に比べれば縮小しているものの、足もとでは、EU・IMFによるギリシャ向け支援融資を巡る不透明感等から、周縁国中心に幾分拡大している。米欧の株価は、米国の大統領・議会選挙後に「財政の崖」を巡る不透明感が改めて意識されるもとで、弱めの企業決算が嫌気されたこともあって、下落している。こうした中、米国やドイツの長期金利は、小幅に低下している。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは横ばい圏内の動きとなっている。欧州系金融機関の資金調達環境は、引き続き総じて落ち着いている。ユーロのターム物金利の対OISスプレッドは、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ドルのターム物金利の対OISスプレッド、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムともに、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。この間、新興国・資源国の株価や通貨は、振れを伴いつつも、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

輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態が続いていることなどから、減少している。実質輸出は、4～6月に3四半期振りに前期比増加したが、7～9月はその反動もあって大幅に減少した。鉱工業生産は、1～3月に増加したあと、4～6月、7～9月と減少を続けている。生産予測指数についても、このところ、実現率、予測修正率ともに下方修正幅が大きく、下振れ傾向が目立っている。先行きについて、輸出や鉱工業生産は、当面減少を続けるとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、持ち直しに転じていくと考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、10～12月の鉱工業生産は、輸送機械や一般機械を中心に、引き続き減少する見込みである。来年1～3月については、なお不確実性が高いが、全体として、横ばい圏内の動きになるとの感触である。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、昨年10～12月以降、4四半期連続で増加している。発注の動きを示す公共工事請負金額は、4～6月に大幅に増加したあと、7～9月は横ばいとなったが、10月は7～9月対比で再び増加した。先行きの公共投資は、伸びを鈍化させつつも、当面は増加を続けると考えられる。

設備投資は、緩やかな増加基調にあるものの、海外経済減速の影響などから製造業に弱めの動きがみられている。建築着工床面積が引き続き増加しているほか、非製造業の機械受注も堅調さを維持しているものの、資本財総供給が大きめの減少となったほか、製造業の機械受注も弱めとなっている。先行きの設備投資は、当面は海外経済減速の影響などを受けつつも、企業収益が総じて改善傾向を維持するもとで、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いており、労働需給面においても、製造業を中心に求人や所定外労働時間などで、これまでの改善の動きが一服している。

個人消費は、底堅さを維持しているが、足もとでは、乗用車購入において需要刺激策の一部終了に伴う反動減がみられている。先行きについては、当面は乗用車購入の反動減などから弱めの動きとなるものの、基調的には底堅く推移していくと考えられる。

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

物価面をみると、国際商品市況は、持ち直しの動きが一服している。国内企業物価を3か月前比でみると、既往の国際商品市況の動きを反映して、下げ止まっている。先行きは、当面、横ばい圏内で推移するとみられる。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、足もとでは概ねゼロ%となっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機

関の貸出態度は、改善傾向が続いている。C P・社債市場の発行環境をみると、一部で業績悪化等から社債発行の困難化やC Pの発行スプレッドの拡大を余儀なくされる企業がみられるものの、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラスで推移している。C P残高の前年比もプラスで推移している。一方、社債残高の前年比は、電力債を中心にマイナスとなっている。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にある。マネーストックの前年比は、2%台のプラスとなっている。この間、エコノミストや市場参加者の中長期的な予想物価上昇率は、このところ緩やかに低下している。

## ・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、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識で一致した。多くの委員は、欧州中央銀行が整備した新たな国債購入スキームを含め、欧州当局が様々な施策を講じてきたこともあって、欧州債務問題に端を発し国際金融資本市場が大きく動揺するテイル・リスクはやや後退したとの見解を示した。そのうえで、これらの委員は、市場では、E U・I M Fによるギリシャへの支援融資の行方やスペインによるユーロ圏諸国への全面支援要請の有無、ユーロ圏の銀行監督一元化に向けた取り組みなどを巡って、なお不透明感の強い状況が続いていると指摘した。米欧株価の下落について、大方の委員は、米国の大統領・議会選挙後に「財政の崖」に対する警戒感が強まっていることを反映しているという見方を示した。複数の委員は、米国の「財政の崖」に加え、債務上限問題を巡る米議会交渉の帰趨も金融市場に関するリスク要因として意識しておくべきと付け加えた。

海外経済について、委員は、米国や中国経済の一部でやや明るい動きがみられるものの、欧州では景気悪化に依然として歯止めがかかっておらず、全体としてみれば、減速した状態が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のも

と、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに後退しているとの認識を共有した。多くの委員は、周縁国において財政・金融システム・実体経済の負の相乗作用が引き続き働いており、その悪影響はドイツ等のコア国でも一段と強まっていると指摘した。この間、ある委員は、ドイツでは、失業率はなお歴史的低水準で推移しているほか、都市部で不動産賃料が上昇するなど、底堅さも窺われると述べた。先行きについて、委員は、ユーロエリアのコア国は域外輸出の増加から成長率を徐々に高めていくとみられるものの、周縁国では緊縮財政が続くことから、全体でみても回復の勢いに乏しい状態が続く可能性が高いとの見方を共有した。

中国経済について、委員は、輸出全体の2割を占める欧州向け輸出が落ち込んでいることに加えて、素材産業など幅広い分野で在庫調整圧力が根強く残っていることなどから、減速した状態が長引いているとの見方を共有した。そのうえで、多くの委員は、本年5月以降の金融・財政両面での景気刺激策の効果発現などから、このところインフラ投資を含む固定資産投資や小売売上高は伸びを高めているほか、10月の製造業PMIも50を回復するなど、減速局面の終了を示唆する兆しも一部でみられ始めていると指摘した。先行きについて、多くの委員は、当面、輸出の伸びは欧州向けを中心に低めにとどまるとみられることなどから、回復の時期やペースに関する不確実性は引き続き大きいものの、金融緩和やインフラ投資の前倒しの政策効果が顕在化し、在庫調整が進捗していくにつれて、成長率は徐々に高まっていくとの見方を示した。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、個人消費は底堅く推移しているものの、輸出や生産は弱めの動きを続け設備投資も伸び悩むなど、企業部門を中心に、持ち直しの動きが緩やかになっているとの認識で一致した。先行きについて、何人かの委員は、NIEs諸国を中心に慎重化している企業マインドが、製造業中心に設備投資を抑制するとみられるが、個人消費が底堅さを維持し、輸出が次第に持ち直していくにつれて、全体として回復テンポは増していくとの見方を示した。

米国経済について、委員は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復を続けているとの

認識を共有した。企業部門について、多くの委員は、輸出が伸び悩み、生産は製造業を中心に増勢が鈍化するなど、弱めの動きが続いていると述べた。何人かの委員は、「財政の崖」や世界経済の先行きを巡る不透明感から企業マインドが慎重化するもとの、設備投資の増勢は鈍化しており、設備投資の先行指標である非国防資本財受注も弱めの動きが続いていると指摘した。家計部門について、多くの委員は、雇用情勢の改善が続くもとの、自動車販売を始め個人消費は緩やかに増加し、住宅投資も低金利の後押しなどを背景に低水準ながらも持ち直しの動きが続いているとの見方を示した。先行きについて、委員は、緩やかな金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。10月末に米国北東部に上陸したハリケーン・サンディの影響について、複数の委員は、当初の予想を上回る被害をもたらしたものの、マクロ経済への影響は一時的かつ小幅にとどまるとみられ、先々の復興需要を含め、緩やかな回復が続くとの基本的な見通しに影響を与えるものではないとの見解を示した。一人の委員は、住宅ローンに対する銀行の融資姿勢が徐々に正常化するにつれて、住宅投資の回復基調は一段と明確となり、米国経済の回復を下支えしていく可能性が高いとコメントした。別の一人の委員は、最近の米国経済の懸念される動きとして、ケース・シラー住宅価格指数の上昇ペースが夏場以降、幾分鈍化していること、雇用者数の動きに先行する求人数の回復傾向に一服感がみられること、企業や家計のマインドに影響を及ぼす株価が低迷していること等を挙げ、米国景気の回復モメンタムが弱まることはないかどうか、注意深く点検していく必要があると述べた。

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。

わが国の景気について、委員は、弱含みとなっているとの認識を共有した。足もとの景気の弱さについて、多くの委員は、海外経済減速の影響、最近における日中関係の影響、エコカー補助金終了の影響、などを挙げた。輸出や鉱工業生産について、委員は、海外経済の減速した状態が続いていることなどから、減少しているとの見方で一致した。設備投資について、委員は、緩やかな増加基調にあるものの、海外経済減速の影響などから、製造業に弱めの動きがみられているとの認識で一致した。7～9月のGDP統計ベース（1次速報値）の実質設備投資が大きく減少したことに関連して、多くの委員は、企業マインドが悪化してきており、設備投資の基調に変化が生じているかどうか注意深くみていく必要があると述べた。一方で、これらの委

員は、非製造業を中心に建築着工床面積は引き続き増加していること、機械受注の非製造業（除く船舶・電力）は10～12月の見直しを含め堅調さを維持していること、景気動向に左右されにくい防災・エネルギー関連投資は堅調に推移していること、設備投資はリーマン・ショックによる大きな落ち込みから復元が進んだとはいえ水準としてはなお低く、維持更新投資の先送りには自ずと限界があると考えられること、などに言及し、来月公表予定の法人企業統計やGDP統計の2次速報値、12月短観の設備投資計画等のデータをみたくうえで基調判断する必要があると述べた。個人消費について、委員は、底堅さを維持しているが、足もとでは、乗用車購入において需要刺激策の一部終了に伴う反動減がみられているとの見方で一致した。消費者コンフィデンス関連指標について、複数の委員は、緩やかな改善傾向を続けてきたが、このところ改善の動きが一服しているとコメントした。雇用・所得環境について、多くの委員は、厳しい状態が続いており、労働需給面においても、製造業を中心に求人や労働時間などで、これまでの改善の動きが一服しているとの見解を示した。

以上の景気の展開について、多くの委員は、輸出・鉱工業生産の減少を起点として、企業収益の悪化と稼働率の低下、製造業を中心とした設備投資の先送り、さらには雇用者所得の下押しといった経路で、内需面にも悪影響が及び始めており、このことは、大幅なマイナス成長となった7～9月の実質GDP（1次速報値）にも表れているとコメントした。複数の委員は、わが国経済は今春以降、景気後退局面に入っている可能性が高く、今後のポイントは景気後退の深さと長さに移っているとの見解を示したうえで、そうした観点から設備投資の動向に注目していると述べた。この間、委員は、公共投資は震災復興関連を中心に増加を続けており、住宅投資も被災住宅の再建もあって持ち直し傾向にあるとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、当面弱めに推移するとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。委員は、展望レポートで記述した基本的な見直しは維持されるとしたうえで、当面については、その後得られたミクロ情報等も踏まえると、輸出や鉱工業生産は減少を続ける公算が高く、景気全体も横ばい圏内というよりは、弱めに推移するとみておくのが適当との見方で一致した。この点に関連して、多くの委員は、日中関係の影響などを指摘した。一人の委員は、経済が回復に向かうメカニ

ズムとして、輸出の回復が重要であるが、現在の局面は過去の同様の局面と異なり、海外経済の回復力は脆弱であるうえ、内外金利差の拡大による為替レートの減価も期待し難いことから、はっきりした回復を見込みづらいとコメントした。経済が回復に向かう時期について、複数の委員は、海外経済が減速局面を脱するタイミング次第ではあるが、来年半ば頃をイメージしていると述べた。別の一人の委員は、輸出や生産の減少局面は来年4～6月までに脱するとしても、景気回復のタイミングは来年後半までずれ込む可能性もあるとの見方を示した。

物価面について、委員は、国内企業物価の3か月前比は、既往の国際商品市況の動きを反映して、下げ止まっており、先行きは、当面、横ばい圏内で推移す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、先行きも、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、製造業における稼働水準の低下や、大手スーパーにおける低価格戦略の強まりなどが、物価動向に及ぼす影響に注意する必要があると述べた。一人の委員は、物価の先行きを考えるうえでは、労働市場の需給バランスが重要であるが、賃金の動きなどからみて、先行きについては、慎重な見方を採らざるを得ないと付け加えた。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響の広がりなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要であるとの見解で一致した。委員は、米国の「財政の崖」を巡る大統領・議会の協議が不調に終わり、時限的な減税・給付措置の失効と歳出の自動削減の大部分が実行に移されれば、可処分所得の減少と公的需要の減少を通じて、米国景気の大きな下押し要因となるとの懸念を共有した。複数の委員は、家計部門のマインドには「財政の崖」が経済を失速させるリスクが十分に織り込まれていないように見受けられると述べた。そのうちの一人の委員は、「財政の崖」が回避され、財政政策を巡る先行き不透明感が軽減されれば、来年以降、企業がこれまで先送りしていた設備投資について、ペントアップ需要が顕在化してくる可能性もあると付け加えた。この間、複数の委員は、「財政の崖」がGDPに及ぼす定量的な影響は、増税や歳出削減の中身のみならず、乗数効果の大きさにも左右されるため、不確実性が大きいとコメントした。中国経済を巡

る中長期的なリスクとして、何人かの委員は、過剰設備の問題の克服を通じて、従来の高度成長から持続可能な安定成長経路へと順調に移行できるかという点を指摘した。

委員は、海外経済の減速が一段と長引く場合、輸出や鉱工業生産の持ち直しが遅れ、ひいては内需への悪影響が強まる懸念があるとの認識で一致した。ある委員は、電子部品関連ではこのところ持ち直しの兆しもみられるが、世界的に製造業部門の減速が長期化し設備投資の抑制スタンスも続く場合、わが国産業の中で高いウエイトを占める資本財・部品関連において、輸出と生産の減少が続く可能性があることに懸念を示した。多くの委員は、先行き、海外経済が減速局面から脱したとしても、日中関係の影響が残る可能性や、わが国輸出企業の価格・非価格両面での対外競争力が低下している可能性などから、輸出や鉱工業生産の持ち直しに直結しないリスクにも留意する必要があると指摘した。物価の先行きについて、何人かの委員は、エコノミストや市場参加者の中長期的な予想物価上昇率がこのところ緩やかに低下していると指摘したうえで、こうした動きが家計や企業の予想物価上昇率にも波及し、実際の賃金・物価の下振れにつながるかどうか、十分な注意が必要であると述べた。この間、ある委員は、わが国財政の持続可能性を巡る様々な問題について、市場の受け止め方も含め、引き続き注視する必要があるとコメントした。

## 2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していることや金融機関のバランスシートの健全性が保たれていることなどを背景に、ターム物も含め、きわめて安定しているとの見方で一致した。委員は、金融機関の貸出金利は低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りなどに関する指標は2000年以降の平均を上回る水準で改善した状態が続いているとの認識を共有した。CP・社債市場の発行環境について、委員は、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、業績悪化等から社債発行の困難化やCPの発行スプレッドの拡大を余儀なくされる企業がみられており、こうした企業数は徐々に増加しつつあるようにも窺われることから、今後の動向を注意深くみていく必要がある

ると述べた。そのうちの何人かの委員は、業績悪化企業の系列など中小企業の資金繰りが悪化していないかどうか十分注意を払ってみていく必要があると付け加えた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

当面の金融政策運営について、委員は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると確認したうえで、この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものであるとの認識を共有した。こうした認識のもとで、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援するとともに、実質的なゼロ金利政策と資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて、強力な金融緩和を間断なく推進していくとの方針で一致した。そのうえで、委員は、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していくとの方針を共有した。前回会合における金融緩和の強化について、委員は、景気・物価見通しの下振れと先行きのリスクを踏まえて果断に対応したことは、オーソドックスな政策運営として受け止められたのではないかとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、今後も適切な情報発信を通じ、日本銀行の政策に対する信認を確保していくことは、金融政策の波及効果を高めるうえで、きわめて重要であるとの認識を改めて示した。

何人かの委員は、景気や物価の見通しが更に下振れたり、見通しを巡るリスクが大きく高まるような場合には、様々な選択肢をあらかじめ排除することなく、その効果とリスクを十分検討したうえで、適切な措置を果断に講じていく必要があると述べた。

何人かの委員は、金融政策による為替相場への働きかけを強める観点から、一段の工夫が必要ではないかとの問題意識を示した。このうち複数の委員は、為替市場などでは日本銀行の金融緩和姿勢に誤解や

疑念が存在するとの認識を示したうえで、それらを払拭し、金融緩和効果の一層の浸透を図る観点から、「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」とのコミットメントの文言を変更することが市場の予想に働きかけるうえで有効ではないかと、前回会合と同様の問題提起を行った。このうちの一人の委員は、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を通じた強力な金融緩和について、消費者物価の前年比上昇率1%を達成するまでオープン・エンドとすることを対外公表文に明記することが考えられると述べた。これに対して、多くの委員は、仮に日本銀行の金融緩和姿勢に誤解や疑念が存在しているのであれば、それは丁寧な説明を通じて解消していくべきものであると指摘した。このうちの複数の委員は、イールドカーブが現状きわめて低位で安定していることを踏まえると、たとえコミットメントの文言を変更しても追加的な長めの金利の低下効果は殆ど期待できないとみられ、そうした意味では日本銀行の金融緩和姿勢は金融市場にしっかりと浸透している、との見解を表明した。別の一人の委員は、長期金利の低下には、コミットメント政策により実質的なゼロ金利の予想継続期間が長期化する場合と、景気・物価見通しの悪化により実質的なゼロ金利の予想継続期間が長期化する場合の2種類あり、両者を明確に識別することは難しいため、注意深く議論していく必要があるとコメントした。一人の委員は、信用力の高い一部の国の短めの国債利回りがマイナス圏にあることを指摘したうえで、超過準備への付利の廃止には金融市場の機能低下等の様々な問題があるものの、これによりわが国の短期国債の利回りを一段と引き下げることができれば、退避通貨としての円の魅力を減ずることになり、為替相場にも働きかける可能性があるとして述べた。この点に関し、別の一人の委員は、短期国債利回りの低下を図る手法として、現状の超過準備への付利を維持したまま、短期国債買入れを増額することも考えられるとコメントした。ある委員は、日本を含めた主要先進国では、きわめて積極的な金融緩和政策が講じられているにもかかわらず、各国の景気が本格的な回復に至っていない背景をどのように考えるべきかとの論点提示を行った。この委員は、米欧経済はバブル崩壊後のわが国と同様、バランスシート調整過程にあり、過剰債務を抱えた経済主体の金利感応度は低下していること、将来の支出を現在に繰り上げるという低金利の需要創出効果は、低金利の長期化に伴い次第に低減してくること、などを指摘した。

資産買入等の基金の運営について、委員は、2か月連続の金融緩和の強化により21兆円程度増額した基金を着実に積み上げていくとともに、その効果を確認していくことが適当との見解で一致した。前回会合における基金増額が金融市場に及ぼしている影響について、ある委員は、国債利回りが長めのゾーンを中心に一段と低下していること、3か月物TIBORも小幅ながら低下していること、リスク性資産の買入れ増額は下値不安の軽減に寄与しているとの声が市場参加者から聞かれていること、を指摘した。別の一人の委員は、金融緩和の累積的な効果が強まるもとの、東京地区の良質な商業用不動産物件の需給がタイト化しているとコメントした。

貸出増加を支援するための資金供給について、委員は、既に実現している緩和的な金融環境が活発に利用される状況を創り出すことが創設の目的であり、次回会合で詳細を固めて発表し、出来るだけ早く実施に移すべきとの認識を改めて共有した。また、現在、執行部が金融機関の意見も聞きながら、実務的な詰めを行っているが、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関にとって出来るだけ使い勝手が良い制度にしていく必要があるとの見解で一致した。一人の委員は、金融機関へのインセンティブ付けという点で、海外中銀の事例等にも参考となる部分があるのではないかと付け加えた。複数の委員は、資金需要が低迷し貸出も伸び悩んでいることを背景に、一部の市場や金融関係者から、貸出増加支援資金供給の効果を疑問視する声や、貸出金利の引き下げ競争の激化を懸念する声が聞かれていることを指摘した。これに対し、何人かの委員は、わが国の金融環境が金利面でもアベイラビリティの面でもきわめて緩和した状態にあるにも拘わらず、資金需要が低迷しているからこそ、緩和的な金融環境を企業や家計が活発に利用する状況を創り出していく必要があると述べた。これらの委員は、日本銀行だけではなく、企業や家計と接している金融機関も、「金融面からの後押し」を行っていくことは、金融緩和の波及効果を高めていくうえで、きわめて重要であると述べた。また、これらの委員は、貸出を伸ばすことは、金融機関自身の中長期的な収益基盤の強化につながり、方向としては、金融機関の目指すべきものと一致していると付け加えた。

## ．政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 円高基調の是正とデフレ脱却は、日本経済のきわめて重要な課題であるが、金融緩和だけで全てを解決できる訳ではなく、経済の体質改善を進めていく必要がある。また、日本銀行の独立性は尊重されるべきである。政府・日本銀行は、10月30日、「デフレ脱却に向けた取組について」を発表した。政府および日本銀行が、一体となって、デフレからの早期脱却に向けて、最大限の取り組みを行うことを初めて共同で表明したことは、きわめて重要である。政府と日本銀行は、円高基調の是正に向け協力していく必要がある。
- 1 経済情勢は厳しさを増しており、政府および日本銀行は、一体となって先行きの景気悪化懸念に全力で対処していく必要がある。先週末より円安の動きがみられるが、今後の動向には注意が必要である。
- 1 現在、政府は、デフレ脱却と経済活性化の観点から、即効性があり需要を喚起する経済対策を策定している。今月末に、予備費の第二弾の使用決定と併せ、補正予算を視野に入れた経済対策をパッケージで決定する予定である。また、デフレを生みやすい経済構造の変革のため、「日本再生戦略」を推進し、エネルギー・環境や医療・介護分野など、成長力強化に向けた取り組みを進めている。今後もデフレからの早期脱却に向けて、政府の取り組みを強力に進める。
- 1 日本銀行には、デフレ脱却が確実となるまで、強力な金融緩和を継続することを強く期待する。まずは、日本銀行が当面目指すこととしている消費者物価上昇率1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことがきわめて重要であり、幅広い政策手段の選択肢を俎上に載せてご議論頂くようお願いする。前回の会合で、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設が決定されたが、大きな緩和効果をもたらすよう、使い勝手の良い制度として年内のできる限り早期の具体化をお願いする。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 政府・日本銀行は、10月30日に、「デフレ脱却に向けた取組について」という両者の「共通理解」を発表した。11月12日のデフレ脱却等経済状況検討会議においても、この「共通理解」に沿って

政府・日本銀行間でデフレからの早期脱却に向けてしっかりと議論を行っていく旨を確認した。

- 1 特例公債法案が11月16日に成立した。政府としては、同日をもって予算執行抑制を解除し、円滑かつ速やかな執行に努めていく。
- 1 政府は、11月の月例経済報告において、わが国経済の基調判断の4か月連続の下方修正を行った。先行きは、対外経済環境を巡る不確実性が高く、世界景気の更なる下振れや金融資本市場の変動等が下振れリスクとなっている。こうしたもと、先日、経済対策の第二弾を11月30日に決定するよう総理大臣から指示が出された。政府としては、デフレ脱却に向け切れ目のない政策対応を行っていく。
- 1 日本銀行にも、引き続き円高や日中関係の影響などの下振れリスクを注意深く監視し、万全の対応を期すとともに、そうした姿勢を内外にしっかりと情報発信して頂くようお願いしたい。「共通理解」では、デフレからの早期脱却が政府・日本銀行の共通課題と位置付けられており、それに向けて、日本銀行は「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」という方針を明らかにしているが、いまだこの1%の到達は見通せていない。日本銀行には、「共通理解」に則り、この1%を早期に実現できるよう、手綱を緩めることなく、強力な金融緩和を推進する姿勢を示すことが重要であり、継続的かつ積極・果敢な政策運営をお願いしたい。また、前回会合で創設が決定された貸出増加を支援するための資金供給の枠組みは、企業・家計の投資・消費を促し、経済・物価の好転に資するものと期待しており、速やかに検討を進め、早期に実施に移して頂きたい。

## ．採決

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

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

## 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

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

反対：なし

### ・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30日開催分）が全員一致で承認され、11月26日に公表することとされた。

以 上

2012年11月20日  
日本銀行

### 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。  
無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。
2. 海外経済は、減速した状態が続いている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。
3. わが国の景気は、弱含みとなっている。輸出や鉱工業生産は、上述の海外経済の状況などから、減少している。設備投資は、緩やかな増加基調にあるものの、海外経済減速の影響などから製造業に弱めの動きがみられている。個人消費は、底堅さを維持しているが、足もとでは、乗用車購入において需要刺激策の一部終了に伴う反動減がみられている。この間、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。
4. 先行きのわが国経済についてみると、当面弱めに推移するとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。
5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響の広がりなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要である。
6. 日本銀行は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、

幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものである。こうした認識のもとで、日本銀行は、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援するとともに、実質的なゼロ金利政策と資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて、強力な金融緩和を間断なく推進していく。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。

以 上

( 24 年 12 月 19、20 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2012 年 12 月 19 日 (14:00 ~ 16:32)  
12 月 20 日 ( 9:00 ~ 12:56)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	宮尾龍蔵	( 審議委員 )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )
	佐藤健裕	( " )
	木内登英	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 ( 19 日 )
	武正公一	財務副大臣 ( 20 日 )
内閣府	松山健士	内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田真一
企画局審議役	梅森 徹 ( 20 日 )
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

( 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	菅野浩之 ( 20 日 )
企画局企画役	河西 慎
企画局企画役	須合智広

## ．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（11月19、20日）で決定された方針<sup>（注）</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、概ね0.07%台半ばから0.09%前後の間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、年末に向けたオペ残高の減少を意識した前倒しの資金調達がみられていたこともあって旺盛な応札が続いていたが、足もとでは年末越え資金の確保が進んだことを受けて、札割れが生じた。長期国債買入れおよび短期国債買入れについては、残高の着実な積み上げが実現している。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で安定的に推移している。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、短国レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で横ばい圏内の動きとなっている。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利についてみると、2年債利回りは、0.1%を若干下回る水準で安定的に推移している。10年債利回りは、一部投資家による投資姿勢の積極化もあって、一時0.7%を割り込む水準まで低下する場面もみられたが、足もとにかけては、米国長期金利が上昇する中、0.7%台半ばまで上昇した。株価（日経平均株価）は、欧州情勢懸念の後退などから米欧株価が上昇する中、堅調な中国経済指標や、為替の円安方向の動きなどを受けて上昇しており、足もとでは10千円台を回復している。R E I T価格は、横ばい圏内で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、業績悪化懸念から拡大する先がみられているものの、これ以外の先では、引き続き投資家の底堅い需要を背景に、総じて横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、政策を巡る思惑や本邦貿易収支赤字が材料視されたこと

---

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

などもあって、円安方向の動きとなっており、足もとでは 84 円台で推移している。

### 3 . 海外金融経済情勢

海外経済は、減速した状態が続いている。

米国経済は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復が続いている。輸出が伸び悩むもとで、生産の増勢が鈍化している。そこに、企業マインドの慎重化が加わって、設備投資は弱めの動きとなっている。一方、家計部門をみると、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中、雇用情勢も緩やかな改善傾向を辿っており、そのことが消費者心理の改善基調を支えている。そうしたもとで、個人消費は緩やかな増加を続けており、住宅投資についても、低金利の後押しなどもあって、低水準ながら持ち直しの動きが続いている。物価面では、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、プラス幅が縮小した。一方、コアベースの消費者物価の前年比は、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、緩やかに後退している。欧州債務問題が長引く中で、マインドの悪化は企業に続き家計へ、また、周縁国からコア国へ、それぞれ広がっている。こうしたマインドの悪化や緊縮財政の影響から、民間設備投資は減少し、個人消費の弱さも目立ってきている。また、輸出も伸び悩んでいる。こうした需要動向のもとで、生産は減少基調にある。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、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幾分低下している。この間、英国経済は停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、減速した状態が長引いている。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。また、固定資産投資も、インフラ投資の増加から、増勢の鈍化に歯止めがかかりつつあり、内需は全体として、堅調に推移している。一方、輸出は、欧州向けなどの減少を反映して、弱めの動きが続いている。このように需要動向は依然、まだら模様のもとで、素材を中心に在庫調整圧力が根強く残っているため、生産の増勢は鈍化した状態がなお続いており、輸入も弱めとなっている。N I E s、A S E A N 経済は、持ち直しつつあるが、その動きは企業部門を中心に緩やかになっている。輸出や生産は、欧州向け輸出の減少などを反映して、弱めの動きが続いており、企業マインドも慎重化している。そうしたもとで、設

備投資はN I E sを中心に伸び悩んでいる。一方、個人消費は、A S E A Nを中心に底堅く推移している。物価面をみると、これらの国・地域の一部では、タイトな労働需給を背景に賃金の上昇が持続するもとで、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はこのところ後退しているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。欧州各国国債利回りの対独スプレッド(10年)は、ギリシャに対する金融支援の合意やギリシャ政府による国債の買い戻し入札などを受けて、周縁国を中心に大きめに縮小している。米欧の株価は、F R Bによる追加緩和期待や、欧州情勢を巡る不確実性の後退などから、上昇している。こうした中、長期金利は、米国では上昇した一方、ドイツでは欧州中央銀行の成長率見通しの下方修正やそれを受けた追加緩和期待などもあって、ほぼ横ばいの動きとなった。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは総じて横ばい圏内での動きとなっている。欧州系金融機関の資金調達環境は、総じて落ち着いている。ユーロのターム物金利の対O I Sスプレッドは、低水準で横ばいの動きとなっている。為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは低下しているほか、ドルのターム物金利の対O I Sスプレッドも、低水準でほぼ横ばいの動きとなっている。この間、新興国・資源国の株価は上昇し、通貨は、振れを伴いつつ、総じて強含みで推移している。

#### 4 . 国内金融経済情勢

##### ( 1 ) 実体経済

輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態が続いていることなどから、減少している。実質輸出は、7～9月に大幅に減少したあと、10～11月の7～9月対比も減少を続けた。鉱工業生産は、4～6月以降、2四半期連続で減少したあと、10月の7～9月対比も減少を続けている。先行きについて、輸出や鉱工業生産は、当面減少幅を縮小したあと、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、持ち直しに転じていくと考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、10～12月の鉱工業生産は、輸送機械や一般機械を中心に、全体としては、減少を続けるとみられる。来年1～3月については、なお不確実性が大きいですが、全体としては、横ばい圏内の動きになるとの感触である。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、7～9月にはっきりと増加したあと、10月も7～9月対比で増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額は、4～6月に大幅に増加したあと、7～9月は横ばいとなった。10～11月の7～9月対比も横ばいにとどまっており、これまでの増勢は一服してきている。先行きの公共投資は、伸びを鈍化させつつも、当面は増加を続けると考えられる。

企業の業況感は、製造業を中心に慎重化している。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業が減少しており、全体として弱めとなっている。非製造業の機械受注や建築着工床面積は引き続き底堅く推移しているものの、資本財総供給が減少を続けたほか、製造業の機械受注も減少した。先行きの設備投資は、当面製造業を中心に引き続き弱めに推移するものの、その後は、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いており、労働需給面における改善の動きも頭打ちとなっている。

個人消費は、底堅さを維持しているが、乗用車購入において需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響が残っている。先行きについては、乗用車購入の反動減の影響が減衰するとみられる中で、基調的には底堅く推移していくと考えられる。

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

物価面をみると、国際商品市況は、このところ横ばい圏内の推移となっている。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、当面、横ばい圏内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、足もとでは小幅のマイナスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機

関の貸出態度は、改善傾向が続いている。ＣＰ・社債市場の発行環境をみると、一部で業績悪化等から社債発行の困難化やＣＰの発行スプレッドの拡大を余儀なくされる企業がみられるものの、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラスで推移している。また、社債残高の前年比も、マイナス幅を縮小している。一方、ＣＰ残高の前年比は、マイナスに転じている。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。マネーストックの前年比は、２％台のプラスとなっている。この間、市場参加者の中長期的な予想物価上昇率は、このところ緩やかに低下していたが、足もとは若干上昇している。

### ( 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日に実行した「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、2,156億円の新規貸付となった。今回の貸付実行後の残高は32,342億円と引き続き3兆円を超えた。ＡＢＬ等特則分については、115億円の新規貸付を実行し、残高は1,077億円となった。小口特則分については、貸付額は9.15億円、残高は50.41億円となった。米ドル特則分については、第1期の貸付7.11億米ドル、第2期の貸付15.46億米ドルを実行し、残高は22.57億米ドルとなった。貸付を受けた金融機関による投融資の内訳をみると、海外向け投融資が中心となっている。

### 。「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正について

#### 1．執行部からの説明

12月13日、5中央銀行（カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行）は、中央銀行間為替スワップ取極の期限を、従来の2013年2月1日から2014年2月1日まで延長することを公表した。日本銀行は、今回の金融政策決定会合において、これらの為替スワップ取極の延長を検討する旨、公表していた。最近における国際短期金融市場の状況と、これが円の金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の円滑化を図るととも

に、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、日本銀行においても、為替スワップ取極等の期限を、2014年2月1日に延長することが適当と考えられる。このため、「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こととし、適宜の方法で対外公表することとしたい。

## 2. 採決

上記のとおり、期限の延長を内容とする「『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」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

### ・「貸出支援基金運営基本要領」の制定等について

#### 1. 執行部からの説明

10月30日の金融政策決定会合において、議長は、執行部に対し、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みについて具体的な検討を行い、金融政策決定会合に報告するよう指示した。執行部は、本指示を受け、「貸出増加を支援するための資金供給」(略称「貸出増加支援資金供給」)の具体的な取り扱いにつき、金融機関・協会へのヒアリング結果も踏まえ、金融機関にとって使い勝手のよいものとする、資金供給の根拠となる貸出増加額の算定を適切に行うこと、に留意しつつ検討してきたが、今般、成案を得たので報告する。

第1に、「貸出増加額の適切な算定」については、貸出増減の季節性の影響を緩和しつつ、使い勝手のよさにも配慮し、四半期中の各月末残の平均額を用いることが適当と考えられる。

第2に、具体的な実施期間としては、本資金供給による貸出増加支援に向けたスタンスを明確化する観点から、資金需要の強い3月期末を2回含めることが適当であり、来年初から2014年3月末までの15か月にわたり、四半期に1度、5回実施する運用が考えられる。

第3に、本資金供給の趣旨に鑑み、支援対象とする貸出は、国内外の政府向け、地方自治体向け、金融機関向けを除く、幅広い貸出を対象とすることが適当と考えられる。すなわち、ファンドやノンバンク向け貸出も対象とすることとしたい。

第4に、貸付期間中に、貸出残高が減少したことをもって、期日前



資家のリスク回避姿勢はこのところ後退しているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識で一致した。何人かの委員は、EU・IMFによるギリシャ向け支援の合意やギリシャ政府による国債買い戻し、ユーロ圏の銀行監督一元化に向けた進展などを背景に、欧州情勢への懸念は幾分和らいでいると指摘した。

海外経済について、委員は、米国や中国経済の一部でやや明るい動きがみられるものの、欧州では景気悪化に依然として歯止めがかかっておらず、全体としてみれば、減速した状態が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに後退しているとの認識を共有した。何人かの委員は、周縁国において財政・金融システム・実体経済の負の相乗作用が引き続き働いており、その悪影響はドイツ等のコア国にも波及してきていると指摘した。先行きについて、委員は、ユーロエリアのコア国は域外輸出の増加から成長率を徐々に高めていくとみられるものの、周縁国では緊縮財政が続くことから、全体でみても回復の勢いに乏しい状態が続く可能性が高いとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。企業部門について、複数の委員は、「財政の崖」や世界経済の先行きを巡る不透明感から企業マインドが慎重化するもとの、設備投資の増勢は鈍化していると指摘した。家計部門について、何人かの委員は、雇用情勢の改善が続くもとの、自動車販売を始め個人消費は緩やかに増加し、住宅投資も低金利の後押しなどを背景に低水準ながらも持ち直しの動きが続いているとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、一部の消費者コンフィデンス指標の落ち込みにみられるように、「財政の崖」の影響が足もとの家計マインドにも表れ始めてきており、個人消費に悪影響を及ぼすことはないか、注意してみていく必要があると指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、欧州向け輸出が落ち込んでいることに加えて、素材を中心に在庫調整圧力が根強く残っていることなどから、

減速した状態が長引いているとの見方を共有した。そのうえで、多くの委員は、このところインフラ投資を含む固定資産投資や小売売上高は伸びを高めているほか、製造業PMIも50を回復するなど、減速局面の終了を示唆する兆しも一部でみられ始めていると指摘した。先行きについて、委員は、回復の時期やペースに関する不確実性は引き続き大きいものの、金融緩和やインフラ投資の前倒しの政策効果が顕在化し、在庫調整が進捗していくにつれて、成長率は徐々に高まっていくとの見方を共有した。こうした足もとの回復について、ある委員は、不動産市場の回復やインフラ投資の増加に依存する度合いが高いことを指摘したうえで、今後の政策運営次第では、過剰設備や過剰在庫が再び顕在化する可能性は否定できないとコメントした。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、持ち直しつつあるが、その動きは企業部門を中心に緩やかになっているとの認識で一致した。先行きについて、ある委員は、米国や中国経済が持ち直すもとの輸出が次第に持ち直していくにつれて、全体として回復テンポは増していくとの見方を示した。

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。

わが国の景気について、委員は、輸出や鉱工業生産は減少し、設備投資などの内需にもその影響が及んできており、一段と弱含んでいるとの認識を共有した。足もとの景気について、何人かの委員は、10月展望レポートで示した想定よりも幾分弱めに推移していると述べた。輸出や鉱工業生産の減少について、複数の委員は、海外経済減速の影響が、輸出ウエイトが高いわが国の資本財・部品関連の製造業に影響を与えていることが背景として考えられると指摘した。企業の業況感について、複数の委員は、製造業が大幅に悪化したほか、製造業の弱さが非製造業の一部業種にも波及している点に懸念を示した。設備投資について、何人かの委員は、12月短観の設備投資計画は底堅い結果となったが、機械受注や資本財総供給の動きからみて、全体として弱めになっていると判断されると述べた。個人消費について、何人かの委員は、全体として底堅さを維持しているとコメントした。雇用・所得環境について、何人かの委員は、厳しい状態が続いており、労働需給面においても、製造業を中心に求人や労働時間などで減少しているほか、冬季賞与も弱めとなる可能性が高いと述べた。このうちの一人の委員は、景気ウォッチャー調査の雇用関連DI指数が、現状・先行きともに悪化した状態が続いている点が懸念されるとコメン

トした。この間、委員は、公共投資は震災復興関連を中心に増加を続けており、住宅投資も被災住宅の再建もあって持ち直し傾向にあるとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、当面弱めに推移するとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。そのうえで、ある委員は、わが国経済は今春以降、景気後退局面に入っているとみられ、景気後退が年内に終わりミニ後退局面で済むか、あるいは後退局面がもう少し長引くかを注視していると述べた。回復局面に復していくタイミングについて、何人かの委員は、10月展望レポートの想定よりも後ずれするリスクには注意する必要があるとコメントした。そのうちの一人の委員は、輸出や生産が明確に回復する時期は来年4～6月以降となる可能性が高いとの見方を示した。先行きの輸出について、ある委員は、わが国からの輸出ウエイトが高い中国・米国に輸入拡大の動きがみられないほか、国内PMIの11月輸出受注指数といった先行指数も弱めで推移しており、引き続き輸出は減少する可能性が高いと述べた。鉱工業生産の先行きについて、何人かの委員は、生産予測調査では12月に大幅な増加が予想されているが、こうした予測には技術的な要因が寄与している可能性も高いことから、基調としては引き続き減少するとみられるとコメントした。個人消費について、何人かの委員は、エコカー補助金終了に伴う乗用車購入の反動減の影響が減衰する中で、基調としては底堅く推移していくとみられるものの、雇用・所得環境の悪化が下押し圧力として作用する点には注意が必要であると述べた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、先行きも、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、景気が下振れるとすれば、需給ギャップの縮小ペースは鈍化し、消費者物価の上昇ペースは幾分弱まる可能性があるとして指摘した。複数の委員は、大手スーパーにおける低価格戦略の強まりなどが、物価動向に及ぼす影響に注意する必要があると述べた。また別の複数の委員は、足もと進行している為替円安は、消費者物価に対する上昇圧力として作用すると述べた。ある委員は、本年初に実施された調査銘柄の変更による消費者物価に対する押し上げ要因の剥落などが、来年入り後の消費者物価に対する下落圧力として作用すると述べた。複数の委員は、物価の先行きを考えるうえでは、労働市場の需給バランスが重要であるが、賃金の動きなどからみ

て、先行きについては、慎重な見方を採らざるを得ないと述べた。このうちの一人の委員は、中長期的にみた場合、人口動態や労働規制の今後の変化が賃金、更には物価に対してどのような影響を与えるのかについて、注意深く点検していく必要があると付け加えた。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要であるとの見解で一致した。委員は、米国の「財政の崖」を巡る大統領・議会の協議が不調に終わり、時限的な減税・給付措置の失効と歳出の自動削減の大部分が実行に移されれば、可処分所得の減少と公的需要の減少を通じて、米国景気の大きな下押し要因となるとの懸念を共有した。何人かの委員は、「財政の崖」が回避され、財政政策を巡る先行き不透明感が軽減されれば、年明け以降、企業がこれまで先送りしていた設備投資について、ペンタアップ需要が顕在化する可能性もあると述べた。一方、何人かの委員は、「財政の崖」が回避されたとしても、緊縮財政は不可避なことから、個人消費や設備投資が下押しされるリスクには、引き続き注意が必要であると述べた。中国経済を巡る中長期的なリスクとして、一人の委員は、過剰設備の問題の克服を通じて、従来的高度成長から持続可能な安定成長経路へと順調に移行できるかという点を指摘した。

複数の委員は、先行き、海外経済が減速局面から脱したとしても、世界的に製造業部門の減速が長期化し設備投資の抑制スタンスも続く場合、わが国産業の中で高いウエイトを占める資本財・部品関連において、輸出と生産の減少が続く可能性があることに懸念を示した。ある委員は、わが国輸出企業の価格・非価格両面での国際競争力が低下している可能性などから、海外経済の回復が輸出や鉱工業生産の持ち直しに直結しないリスクにも留意する必要があると指摘した。

物価の先行きについて、ある委員は、エコノミストや市場参加者の中長期的な予想物価上昇率がこのところ緩やかな低下傾向にあると指摘したうえで、こうした動きが家計や企業の予想物価上昇率にも波及し、実際の賃金・物価の下振れにつながらないかどうか、十分な注意が必要であると述べた。また別のある委員は、短期的なインフレ予想の低下が緩やかながら継続しており、インフレ率が中長期的にみて安定的な水準（アンカー）に収束していくペースが遅れるリスクについても、十分な注意が必要であると述べた。一人の委員は、政府によ

る成長戦略や規制緩和、民間企業による需要拡大の努力等により、今後、企業、家計の成長期待に基づくインフレ期待が高まるかどうか引き続き注視したいと述べた。

## 2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していることや金融機関のバランスシートの健全性が保たれていることなどを背景に、ターム物も含め、きわめて安定しているとの見方で一致した。委員は、金融機関の貸出金利は低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りなどに関する指標は 2000 年以降の平均を上回る水準で改善した状態が続いているとの認識を共有した。CP・社債市場の発行環境について、委員は、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。

### ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

資産買入等の基金の運営について、多くの委員は、足もとの景気・物価情勢を踏まえると、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするためには、このタイミングで基金の増額を行うことが適当であるとの認識を示した。増額幅について、多くの委員は、10兆円程度と思いついた額にすることが適当と述べた。増額対象について、これらの委員は、イールドカーブ全体に働きかけていくため、短期国債と長期国債とするのが適当であるとの認識を示した。増額のスケジュールについて、何人かの委員は、景気の下支えという観点からは、来年前半に積み上げるのが適当ではないかと指摘した。このうちの複数の委員は、為替相場へ働きかけるといふ観点から、短期金利の一段の低下を促し、内外金利差の縮

小ないし反転を目指すといった目的意識を明確にすることが必要であると指摘したうえで、短期国債の買入れを大幅に増やすべきではないかとの見解を示した。一人の委員は、短期国債だけでなく、長期国債についても増額を来年前半に集中すれば、長めの金利低下を促すうえで効果的であると付け加えた。長期国債の買入れについて、ある委員は、資産買入等の基金による買入れと金融調節上の観点から行っている買入れとの関係についてより分かりやすく情報発信していく必要があるのではないかとコメントした。何人かの委員は、資産の買入れ規模を増加する場合には、その規模を効果的に情報発信していくことが必要であるとし、「資産買入等の基金」と「貸出支援基金」を合わせた今後1年余りの間に資金供給する額を対外公表文に明記することが適当であると述べた。

以上の委員の議論を踏まえ、議長は、日本銀行のリスク許容度や市場規模等からみた各種金融資産の買入れ余地について、執行部に説明を指示した。執行部からは、短期国債や長期国債については、市中の保有残高やフローの発行額からみて増額後の買入れは可能であること、増額に伴うリスク量は自己資本で吸収可能であることを報告した。こうした説明を受けて、委員は、一段の金融緩和の具体的な提案について議論を行った。基金の増額幅について、委員は、10兆円程度とし、短期国債を5兆円程度、長期国債を5兆円程度買入れることが適当との見方で一致した。増額分の積み上げを完了する時期について、委員は、現下の情勢を踏まえると、当面の景気を下支えしていくためにも、短期国債については来年6月末を目途とするのが適当であり、長期国債については、来年中の基金の積み上げペースのバランスに配慮し、1年間均等に積み上げるのが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、このような大胆な金融政策を推進していくと、マネタイゼーションの懸念が高まったり、金融面での不均衡の蓄積が進む恐れがあることから、日本銀行は財政ファイナンスを目的とした国債買入れは断じて行わないとの姿勢を対外的によりしっかりと示していくことが必要であると述べた。

補完当座預金制度の適用利率について、一人の委員は、超過準備への付利は、資産買入等の基金の買入れ対象である3年以下のタームの国債金利を、現行の付利金利の水準である0.1%以下に低下させない働きをしており、基金による国債買入れの緩和効果を減殺しているため付利を撤廃すべきとの見解を示したうえで、付利の撤廃は、回避通貨としての円の魅力を減じておくうえでも望ましいと述べた。ま

た、この委員は、付利を撤廃したとしても、現行の金融市場調節方針のもとで市場機能は維持されるとの考えを述べ、付利を撤廃する際には、資産買入等の基金や貸出支援基金にかかる貸付利率の見直しを行うことが適当であるとの見解を併せて示した。これに対して、大方の委員は、現状においては、超過準備への付利を維持することが適当との考えを示した。この点に関連して、何人かの委員は、金利がゼロとなると、短期資金市場の流動性が著しく低下し、市場参加者が必要な時に市場から資金調達できるという安心感を損なう惧れがあること、金融機関収益へ悪影響を与えること、「資産買入等の基金」の円滑な積み上げを困難にし、基金運営の不確実性を増加させる可能性があること、為替相場への影響も一時的にとどまるとみられること、などから、結果として、金融面から経済に働きかける力がかえって低下する可能性がある」と述べた。一人の委員は、付利の撤廃に伴うベネフィットとコストについては引き続き検討していくことが重要であるが、付利の撤廃は現在の金融緩和の枠組みの変更を招来する可能性が高いことから、時期尚早と判断していると述べた。別の一人の委員は、付利の撤廃は本来技術的な議論であって、まず、政策金利、即ち誘導目標金利を下げるべきかどうかを議論することが必要であると述べた。

当面の金融政策運営について、委員は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると確認したうえで、この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものであるとの認識を共有した。こうした認識のもとで、委員は、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援するとともに、実質的なゼロ金利政策と資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて、強力な金融緩和を間断なく推進していくとの方針で一致した。そのうえで、委員は、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していくとの方針を共有した。

こうした議論の過程で、多くの委員は、このところ、物価上昇率を巡る議論が高まっていることなどを踏まえると、次回金融政策決定会合において、金融政策運営に当たり目指す中長期的な物価の安定について検討を行うことが適当との認識を示した。多くの委員は、今年2月に導入した「中長期的な物価安定の目途」は原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととしており、中間評価を行う次回会合でその点

検を行うのが自然であるとコメントした。ある委員は、日本銀行のデフレ脱却に向けた姿勢に関する海外市場参加者の明らかな誤解を解消するためには、長期的には主要国の多くと共通の物価上昇率を目指していくことをより明確化するのが望ましいのではないかと述べた。別のある委員は、今回の議論について、日本銀行と政府が中長期的な国民経済の健全な発展という目標を共有したうえで、今後前向きなコミュニケーションを通じて、金融政策運営に関する日本銀行の考え方を更に深く理解してもらうことが重要であり、それが日本銀行と政府の間での望ましい政策協調を議論していくうえで欠かせない前提になるとの考えを示した。何人かの委員は、物価の安定を実現するうえでは、政府による成長力強化の取り組みや財政規律の確保など、政府の果たす役割も重要であると述べた。こうした点検を行うに当たって、委員からは、考慮すべき論点として、日銀法第2条にある「物価の安定」とは何か、物価安定の数値的表現をどうするか、政策の柔軟性をどう確保するか、目指すべき物価上昇率を実現していくための金融政策手段についてどう考えるのか、独立性や政府との関係についてどのように考えればよいか、といった様々な論点が挙げられた。こうした議論に関連して、複数の委員は、「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」というコミットメントの文言の変更により、物価の安定の実現に向けてより効果的に市場の予想に働きかけることができるのではないかと述べた。このうちの一人の委員は、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を通じた強力な金融緩和について、消費者物価の前年比上昇率1%を達成するまでオープン・エンドとすることを対外公表文に明記することで、日本銀行の政策スタンスをより明確化できるのではないかと述べた。こうした議論について、ある委員は、現在の表現はインフレーション・フォーキャスト・ターゲティング・アプローチに沿った表現であると指摘したうえで、コミットメントの実現に向けた姿勢をより分かりやすく情報発信していくことを検討する必要があると付け加えた。複数の委員は、物価の安定は経済や国民生活の基盤であり、経済の持続的な成長を伴ったバランスのとれたかたちで実現していく必要があると指摘したうえで、物価安定の数値的表現のあり方や金融政策運営上必要な柔軟性の確保などには、十分な検討が必要と述べた。こうした議論を受けて、議長は、必要な論点を整理し、次回の会合で報告するよう、執行部に指示した。

## ．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 わが国経済は、世界景気の減速等を背景として、このところ弱い動きとなっており、また対外経済環境を巡る不確実性が高く、世界景気の更なる下振れや金融資本市場の変動等が、わが国の景気を下押しするリスクとなっている。
- 1 先行きの景気悪化懸念に全力で対処し、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けて取り組みを加速するため、切れ目のない政策対応を講じていくことが求められており、政府として先月末に経済対策「日本再生加速プログラム」を取りまとめたところである。
- 1 日本銀行でも、こうした状況を踏まえ、機を逸することなく適切な行動を取って頂くことが重要と考えている。今回「資産買入等の基金」の増額が提案されたことは、時宜を得た適切な措置と評価している。また、貸出増加を支援するための資金供給の詳細が示された。これは、無制限で低利かつ長期の資金供給を行うもので、大きな緩和効果をもたらすと考えられる。その実施が正式決定されることを歓迎する。
- 1 先般、政府・日本銀行が共同で発表した「デフレ脱却に向けた取組について」では、デフレからの早期脱却が共通課題と位置付けられ、それに向けて政府・日本銀行がそれぞれの役割と責任を果たすこととされている。しかしながら、消費者物価上昇率は未だゼロ%近傍にとどまっており、デフレ脱却の道筋が描けていない状況である。このため、「デフレ脱却に向けた取組について」に則り、デフレからの早期脱却に向けて、日本銀行として手綱を緩めることなく強力な金融緩和を推進する姿勢を示していくことが重要である。
- 1 日本銀行におかれては、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の経済金融資本市場の動向等をしっかりと見極めつつ、継続的かつ、積極・果断な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、世界景気の減速等を背景として、このところ弱い動きとなっている。先行きについても、当面は弱い動きが残ると見込まれる。また、海外経済を巡る不確実性は高く、わが国の景気

の下振れリスクには、十分な注意が必要である。

- 1 こうした経済状況に対処するため、先月末、政府は、「日本再生加速プログラム」を取りまとめ、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けた取り組みを加速することとした。
- 1 日本銀行におかれても、先般の政府・日本銀行が共同で発表した「デフレ脱却に向けた取組について」に基づき、デフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続することを強く期待する。今回、貸出増加支援資金供給の詳細が示された。本資金供給が、為替市場を通じた効果を含め、大きな緩和効果をもたらすように、金融機関による利用の円滑化に向け、取り組みをお願いする。
- 1 本日もご提案のあった「資産買入等の基金」の増額については、時宜を得たものと考え。日本銀行におかれては、引き続きデフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続するよう強く期待する。
- 1 最後に、政府・日本銀行のコミュニケーション、その関係、協調についても、本日、議論があったところであるが、この点については、きわめて重要な議論と受け止めている。

## ．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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

#### 2. 「『共通担保資金供給オペレーション基本要領』等の特則に関する件」等の一部改正に関する件

石田委員からは、金融緩和効果の一段の浸透を図る観点から、補完当座預金制度における適用利率をゼロ%とするとともに、固定金利オペ、被災地金融機関支援オペ、成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給における貸付利率を年 0.03%とする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：石田委員

反対：白川委員、山口委員、西村委員、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、佐藤委員、木内委員

#### 3. 「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件

委員は、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、資産買入等の基金について、短期国債の買入れを 5 兆円程度、長期国債の買入れを 5 兆円程度、合わせて 10 兆円程度増額することが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、「『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件」が、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

#### . 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、「資産買入等の基金」の増額決定、「貸出増加を支援するための資金供給」の詳細決定、物価安定についての考え方に関する議長指示などを含めた対外公表文（「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。

．議事要旨の承認

議事要旨（11月19、20日開催分）が全員一致で承認され、12月26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、2013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

2012年12月20日  
日 本 銀 行

## 金融緩和の強化について

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、以下の決定等を行った<sup>(注)</sup>。この結果、「資産買入等の基金」と「貸出支援基金」を合わせて、今後1年余の間に50兆円超の資金供給を新たに行うことになり、その残高は120兆円超となる(別紙1)。また、次回の会合において、日本銀行が金融政策運営に当たり目指す中長期的な物価の安定について、検討を行うこととした。

## (1) 「資産買入等の基金」の増額決定(全員一致)

「資産買入等の基金」を91兆円程度から101兆円程度に10兆円程度増額する。基金増額の対象については、別紙2のとおり、短期国債を5兆円程度、長期国債を5兆円程度とする。「資産買入等の基金」を通じた今後1年間の追加的な資産買入れ額は、既に決定したものと合わせ、36兆円程度となる。このほかに、日本銀行は、年間21.6兆円の長期国債の買入れを行っている。

## (2) 「貸出増加を支援するための資金供給」の詳細決定(全員一致)

「貸出増加を支援するための資金供給」は、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で無制限に資金供給するものである。その詳細について、実施期間を2014年3月末までの15か月間とすることなど、別紙3のとおり決定した。「貸出増加を支援するための資金供給」による供給額は、様々な要素に依存するが、最近の貸出実績を前提にすると、15兆円を上回ると想定できる。

## (3) 物価安定についての考え方に関する議長指示

日本銀行は、「中長期的な物価安定の目途」について、原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととしている。次回金融政策決定会合において、金融政策運営に当たり目指す中長期的な物価の安定について検討を行うこととし、議長は、必要な

(注) これらとは別に、石田委員より、補完当座預金制度における適用利率をゼロ%とする議案が提出され、反対多数で否決された(賛成:石田委員、反対:白川委員、山口委員、西村委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、佐藤委員、木内委員)。

論点を整理し、次回の会合で報告するよう、執行部に指示した。

- 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）。
- 3．海外経済は、減速した状態が続いている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はこのところ後退しているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。こうした状況のもとで、わが国の輸出や鉱工業生産は減少し、設備投資などの内需にもその影響が及んできている。企業の業況感は、製造業を中心に慎重化している。以上を背景に、日本経済は、一段と弱含んでおり、当面そうした動きが続くとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。
- 4．リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要である。
- 5．以上の景気・物価情勢を踏まえ、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするため、日本銀行は、金融緩和を一段と強化することが適当と判断した。
- 6．日本銀行は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものである。こうした認識のもとで、日本銀行は、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援するとともに、実質的なゼロ金利政策と資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて、強力な金融緩和を間断なく推進していく。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。

以上

## 各基金の規模と今後の追加資金供給

		本年末の 残高	今後1年余りに おける追加資金供給	基金の規模 (完了時期)
資産買入等の基金		65兆円程度	 36兆円程度	101兆円程度 <sup>(注1)</sup> (2013年12月末)
貸出支援基金	成長基盤強化 支援資金供給	3.5兆円程度		5.5兆円 (2014年3月末) <sup>(注2)</sup>
	貸出増加支援 資金供給		 15兆円超 <sup>(注3)</sup>	無制限 <15兆円超> (2014年3月末) <sup>(注4)</sup>
合計		68.5兆円程度	 <u>50兆円超</u>	<u>120兆円超</u>

(注1) 2010年10月の導入時の「資産買入等の基金」の規模は、35兆円程度であった。

(注2) 2014年3月末を受付期限として、資金供給を実施。

(注3) 本措置による資金供給額は、貸出の増加に向けた金融機関の今後の取り組みや企業の資金需要など様々な要素に依存するが、最近の貸出実績を前提にすると、15兆円を上回ると想定できる。

(注4) 2014年3月末までの貸出増加額を対象に、資金供給を実施。

## 「資産買入等の基金」の規模

	基金の残高 (12年11月末)	基金の規模 ( )内は従来 of 規模			増額幅
		(12年 12月末)	(13年 6月末)	(13年 12月末)	
(積み上げ完了 の目途)					(13年 12月末)
総額(注1)	64.6 兆円程度	65 兆円程度	85.5 (78) 兆円程度	101 (91) 兆円程度	+ 10 兆円程度
資産の買入れ	37.6	40	60.5 (53)	76 (66)	+ 10.0
長期国債(注2)	22.1	24.0	34.0 (31.5)	44.0 (39.0)	+ 5.0
国庫短期証券	9.0	9.5	19.5 (14.5)	24.5 (19.5)	+ 5.0
C P等	1.9	2.1		2.2	
社債等	3.0	2.9		3.2	
指数連動型上 場投資信託	1.5	1.6		2.1	
不動産投資 信託	0.11	0.12		0.13	
固定金利方式・共通 担保資金供給オペ レーション	27.0	25.0	25.0	25.0	

(注1) 資産買入等の基金の残高は、12月10日現在、67.0兆円となっている。

(注2) 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。

## 貸出増加を支援するための資金供給の概要

「貸出増加を支援するための資金供給」は、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で無制限に資金供給するものである。

本措置による資金供給額は、貸出の増加に向けた金融機関の今後の取り組みや企業の資金需要など様々な要素に依存するが、最近の貸出実績を前提にすると、15兆円を上回ると想定できる。

### 1. 対象先

預金取扱金融機関（外国銀行の在日支店を含む）である共通担保オペ（全店貸付）<sup>(注)</sup>の対象先のうち、希望する先。

（注）国債や民間企業債務といった幅広い適格金融資産を担保（共通担保）として用いる資金供給手段であり、地域金融機関を含む幅広い金融機関が参加するオペ。

### 2. 貸付総額

貸付総額および対象先毎の貸付額に上限額は設定せず、無制限とする。

### 3. 新規貸付の実施期間・頻度

実施期間は15か月間とする。2013年1～3月から2014年1～3月分までの貸出増加額を対象とし、四半期に1回の頻度で、合計5回実施する。

第1回を2013年6月頃に実施する予定。

### 4. 貸付期間

貸付期間は、各対象先の希望に応じて、1年、2年または3年とし、最長4年まで借り換えを可能とする。

貸付期間中に、貸出残高が減少しても、期日前返済は求めない。

### 5. 貸付利率

貸付けの通知日における無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準（現在は、年0.1%とする）。

## 6．対象先の借入可能額

基準時点を2012年10～12月期とし、資金供給毎に貸出増加額の算定時点として定めた四半期における、基準時点からのネット貸出増加額とする。

各四半期の月末貸出残高の平均額同士を比較する。

外貨建て貸出については、外貨ベースで算出した貸出増加額に、毎回共通の為替レート（2012年12月の為替レート）を乗じて円換算する。

## 7．貸出増加額の算定対象とする貸出

対象先が行った総貸出のうち、政府、地方自治体および金融機関向けを除いたものとする。

企業、家計向けであれば、貸出の債務者、実行店舗の国内外や、表示通貨を問わない。

算定対象のベースについて、総貸出（海外店を含む全店舗・全通貨分）ではなく、円貨建ての貸出のみ、国内店の貸出のみといった選択を行うことも認める。

控除する金融機関向けは、広義の民間金融機関、公的金融機関および預金保険機構等のセーフティネット関連向け（国外法人については、これらに相当するもの）とする。

## 8．資金供給の方式

共通担保を担保とする円資金の貸付け（電子貸付方式）

（参考）資金供給の実施予定

回号	貸出増加額の算定対象時期	資金供給の実施時期
第1回	2013年1～3月	2013年6月頃
第2回	4～6月	9月頃
第3回	7～9月	12月頃
第4回	10～12月	2014年3月頃
第5回	2014年1～3月	6月頃

以 上

2012 年 12 月 20 日  
日 本 銀 行

## 金融政策決定会合等の日程（2013 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
2013 年 1 月	21 日<月>・22 日<火>	2 月 19 日<火>		23 日<水>
2 月	13 日<水>・14 日<木>	3 月 12 日<火>		15 日<金>
3 月	6 日<水>・7 日<木>	4 月 9 日<火>		8 日<金>
4 月	3 日<水>・4 日<木> 26 日<金>	5 月 2 日<木> 5 月 27 日<月>	26 日<金>	5 日<金>
5 月	21 日<火>・22 日<水>	6 月 14 日<金>		23 日<木>
6 月	10 日<月>・11 日<火>	7 月 17 日<水>		12 日<水>
7 月	10 日<水>・11 日<木>	8 月 13 日<火>		12 日<金>
8 月	7 日<水>・8 日<木>	9 月 10 日<火>		9 日<金>
9 月	4 日<水>・5 日<木>	10 月 9 日<水>		6 日<金>
10 月	3 日<木>・4 日<金> 31 日<木>	11 月 6 日<水> 11 月 26 日<火>	31 日<木>	7 日<月>
11 月	20 日<水>・21 日<木>	12 月 26 日<木>		22 日<金>
12 月	19 日<木>・20 日<金>	未 定		24 日<火>

(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(2013 年 4 月)」の背景説明を含む  
全文は 4 月 27 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)

( 25 年 1 月 21、22 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2013 年 1 月 21 日 (14:00 ~ 16:52)  
1 月 22 日 ( 7:59 ~ 12:42)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	宮尾龍蔵	( 審議委員 )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )
	佐藤健裕	( " )
	木内登英	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 (21 日)
	山口俊一	財務副大臣 (22 日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官 (21 日)
	西村康稔	内閣府副大臣 (22 日 7:59 ~ 10:49)
	甘利 明	経済財政政策担当大臣 (22 日 10:55 ~ 12:42)

( 執行部からの報告者 )

理事	中 曾 宏
理事	早 川 英 男
理事	木 下 信 行
理事	門 間 一 夫
企画局長	内 田 眞 一
企画局審議役	梅 森 徹 (22 日)
企画局政策企画課長	神 山 一 成
金融市場局長	青 木 周 平
調査統計局長	前 田 栄 治
調査統計局経済調査課長	鎌 田 康 一 郎
国際局長	外 山 晴 之

( 事務局 )

政策委員会室長	飯 野 裕 二
政策委員会企画課長	橋 本 朋 廣
企画局企画調整課長	菅 野 浩 之 (22 日)
企画局企画役員	河 西 慎 司
企画局企画役員	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（2012年12月19、20日）で決定された方針<sup>（注）</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。

資産買入等の基金の運営状況をみると、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、短期金融市場における資金余剰感が強いもとで、補完当座預金制度の適用利率の引き下げの思惑もあって、長めのタームのオペを中心に札割れが頻発した。長期国債買入れおよび短期国債買入れについては、残高の着実な積み上げが進んだ。この間、落札金利は低下した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で安定的に推移している。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、短国レートは、小幅低下しており、足もとでは、長めのゾーンを含め、0.1%を僅かに下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、ごく小幅低下している。

長期金利についてみると、2年債および5年債の利回りは、小幅低下している。10年債利回りは、「財政の崖」が回避されたことなどをを受けて米国長期金利が上昇する中で、今年度補正予算等に伴う国債増発を背景とした需給悪化懸念もあり、一時0.8%台前半まで上昇する場面もみられたが、足もとにかけては、投資家の底堅い需要を背景に0.7%台半ばまで低下している。株価（日経平均株価）は、「財政の崖」が回避されたことを背景に米欧株価が上昇する中、為替の円安方向の動きなどをを受けて上昇しており、足もとでは10千円台後半で推移している。R E I T価格も、上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、業績悪化懸念から拡大した状態が続いている先がみられているものの、これ以外の先では、引き続き投資家の底堅い需要を背景に、総じて低位横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円

---

（注）「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。」

の対米ドル相場は、米国長期金利が上昇する中で、政策を巡る思惑に加えて、本邦貿易赤字の拡大などが材料視され、一時 90 円台となる場面もみられるなど、円安方向の動きとなっている。

### 3 . 海外金融経済情勢

海外経済は、減速した状態が続いている。

米国経済は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復を続けている。輸出や生産は伸び悩んでおり、企業マインドも引き続き慎重なもとで、設備投資は弱めの動きとなっている。一方、家計部門をみると、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中、雇用情勢も緩やかな改善傾向を辿るもとで、個人消費は緩やかな増加を続けている。住宅投資についても、低水準ながら持ち直しの動きが明確になっている。物価面では、エネルギー価格の下落を受け、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、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済は、緩やかに後退している。マインドの悪化や緊縮財政の影響から、民間設備投資、個人消費ともに減少している。また、輸出も伸び悩んでいる。こうしたもとで、生産は減少している。ただし、企業マインドの一段の悪化には、歯止めがかかる兆しもみられ始めている。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、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、幾分低下している。この間、英国経済は、停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、減速した状態がなお続いているものの、安定化の動きがみられている。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。また、固定資産投資も、インフラ投資や不動産投資の増加から、増勢の鈍化に歯止めがかかっており、内需は、全体として、堅調に推移している。輸出も、一進一退の動きの中で、安定化の兆しが窺われる。こうした内外需要のもとで、生産は増勢が鈍化した状態がなお続いているものの、安定化の動きがみられている。N I E s、A S E A N 経済は、基調として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出や生産は、安定化の兆しもみられるが、なお弱めの動きが続いており、設備投資は N I E s を中心に伸び悩んでいる。一方、個人消費は A S E A N を中心に底堅く推移している。物価面をみると、これらの

国・地域の一部では、タイトな労働需給を背景に賃金の上昇が持続するもとで、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題について、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムなど各種の安全弁が整備されるもとで、単一の銀行監督メカニズムの構築についても合意に達するなど、一定の進展がみられていることや、米国において、「財政の崖」が回避されたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退してきている。欧州周縁国の国債利回りが低下する一方、米国やドイツの金利は上昇している。この間、米欧の株価は上昇している。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは、低格付け債を中心に基調として縮小しているほか、ハイ・イールド債の発行が増加している。欧州系金融機関の資金調達環境は、このところ一段と落ち着いている。ユーロのターム物金利の対OISスプレッドも、低水準で横ばいの動きが続いている。この間、新興国・資源国の金融市場をみると、投資ファンド等を通じた資金流入に動意がみられるもとで、株価は堅調に推移し、増価する通貨が増えている。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態が続いていることなどから、減少している。実質輸出は、7～9月に大幅減少となったあと、10～11月の7～9月対比も大幅に減少している。鉱工業生産は、4～6月以降、2四半期連続で減少したあと、10～11月の7～9月対比も減少を続けている。もっとも、減少ペースは、乗用車購入における需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響が減衰するもとで、幾分緩やかになってきている。先行きについて、輸出は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、持ち直しに転じていくと考えられる。鉱工業生産は、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移するもとで、輸出の改善に合わせて持ち直しに転じていくと考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、1～3月の鉱工業生産は、輸送機械が明確な増加に転じるほか、一般機械の減少幅が縮小していくとみられることから、全体としては、横ばい圏内の動きになると考えられる。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。先行きについては、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられ

る。ただし、建設業の人手不足など供給サイドのボトルネックの影響から、遅延するリスクにも注意が必要である。

設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業で減少しており、全体として弱めとなっている。機械受注をみると、製造業は4～6月以降、2四半期連続で減少したあと、10～11月の7～9月対比も減少を続けている一方、非製造業は、4～6月、7～9月と横ばい圏内の動きとなったあと、10～11月の7～9月対比は増加した。設備投資の先行きについては、当面製造業を中心に引き続き弱めに推移するものの、その後は、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いており、労働需給面における改善の動きも頭打ちとなっている。

個人消費は、底堅さを維持しており、乗用車購入における需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響も減衰している。軽自動車を含む乗用車の新車登録台数は、10月にかけて大きく落ち込んだあと、11月、12月と2か月連続で持ち直している。また、全国百貨店売上高や全国スーパー売上高は、10月、11月と気温の低下が影響し、衣料品を中心に増加した。先行きの個人消費は、乗用車購入の反動減の影響が引き続き減衰する中で、基調的には底堅く推移するとみられる。

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

物価面をみると、国際商品市況は、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、概ね横ばいとなっている。先行きは、当面、為替相場の動きを反映して、強含んでいくとみられる。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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から一時的に-0.5%前後となったあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場の発行環境

をみると、一部で業績悪化等から社債発行の困難化やCPの発行スプレッドの拡大を余儀なくされる企業がみられるものの、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラスで推移している。社債残高の前年比がプラスに転じている一方、CP残高の前年比はマイナスとなっている。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、2%台のプラスとなっている。

## ・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、今後の展開に引き続き注意していく必要はあるが、欧州債務問題について、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムなど各種の安全弁が整備されることで、単一の銀行監督メカニズムの構築についても合意に達するなど、一定の進展がみられていることや、米国において「財政の崖」が回避されたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退してきているとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、米国や中国経済の一部でやや明るい動きがみられるものの、欧州経済は引き続き緩やかに後退しており、全体としてみれば、減速した状態が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復が続いているとの認識を共有した。大方の委員は、「財政の崖」が回避されたことで、米国経済ひいては世界経済の下振れリスクが低下したとの見方を述べた。また、多くの委員は、住宅投資の持ち直しの動きが明確になってきていることを指摘した。何人かの委員は、輸出、生産、設備投資などにも回復の兆しが窺われると述べた。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。何人かの委員は、今後、社会保障税減税の失効や債務上限問題の

帰趨等の影響には注意する必要があると指摘した。ある委員は、マインド指標が足もと低下している点にも注意が必要であると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに後退しているとの認識を共有した。複数の委員は、ドイツ等のコア国にも悪影響が及んできていると指摘した。先行きについて、委員は、当面、周縁国を中心に緊縮的な財政運営が続くことから、全体として回復の勢いが乏しい状態が続く可能性が高いとの見方を共有した。

中国経済について、大方の委員は、減速した状態がなお続いているものの、安定化の動きがみられているとの認識を共有した。何人かの委員は、個人消費が堅調に推移するもとの、輸出や固定資産投資などに明るい兆しがみえ始めていると指摘した。先行きについて、大方の委員は、成長率は徐々に高まっていくとの見方を共有した。このうち一人の委員は、中国経済が安定成長へと円滑に移行できない可能性もあるものの、少なくとも本年中は高めの成長が続き、わが国の成長率を押し上げる方向に働く可能性が高いとの見解を示した。別の一人の委員は、中国経済の回復ペースは、回復の兆候が確認され始めた昨年秋時点で想定していたのに比べ、かなり緩慢であり、今後、不動産市場の過熱感等を警戒して政府が引き締め的な措置を講じていくことが予想されるため、成長ペースは緩やかなものにとどまるとの見方を示した。

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。

わが国の景気について、委員は、輸出や鉱工業生産が海外経済の減速した状態が続いていることなどから減少し、設備投資が全体として弱めとなるなど、弱めに推移しているとの見方で一致した。多くの委員は、公共投資は増加を続け、住宅投資も持ち直し傾向にあるほか、個人消費が底堅さを維持しているとの見方を示した。委員は、国内自動車販売について、需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響が減衰してきているとの認識を共有した。鉱工業生産について、何人かの委員は、12月、1月に関する生産予測指数が2か月連続で増加するなど、下げ止まりの兆しがみられると述べた。何人かの委員は、このところの円高修正や株高の動きが、企業マインドの持ち直しにつながっていると指摘した。ある委員は、昨年4月以降の景気後退は、昨年11月を底とする8か月間のミニ景気後退にとどまった可能性があるとして述べた。別のある委員は、冬季ボーナスの減少や製造業の所定外労働時

間や新規求人の減少などを背景に、消費者マインドが足もと悪化している点に注意する必要があるとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの認識を共有した。何人かの委員は、海外経済を巡るテイル・リスクが低下したことや、政府による緊急経済対策の効果、円安・株高などの影響が今後明確化してくることを踏まえると、先行き、緩やかな回復経路に復していく蓋然性は、相応に高まってきていると考えられるとの見解を示した。このうちの複数の委員は、回復の動きは春頃からはっきりとしてくるのではないかとの見方を示した。一方、ある委員は、鉱工業生産などにみられる安定化の動きについて、輸出の減少傾向に明確な歯止めがかかった状況にはないことなどから、その持続性にはなお懸念があり、回復軌道がみえてきたとは言い難いとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。複数の委員は、昨年後半の景気下振れやそれに伴う賃金の低迷の影響が現れてくることなども、当面の物価に対する下押し要因となるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、昨年、石油製品価格が市況の影響で上昇していたことや、エアコンやテレビなどの耐久消費財の価格が銘柄変更に伴い上昇していたことの裏が出るかたちで、一時的に-0.5%程度まで下落幅を拡大する可能性があるとして述べた。複数の委員は、その後は、マクロ的な需給バランスが改善する中で上昇に転じていくとの見方を示した。別の複数の委員は、最近の円安傾向が続けば、实体经济の改善やインフレ予想の高まりを通じて、物価に好影響をもたらすことが期待されると述べた。一人の委員は、円安による物価押し上げ効果はさほど大きくなく、むしろ、当面の物価の顕著な下振れが、企業や家計のインフレ予想を押し下げる可能性に注意する必要があるとの見解を示した。

## 2．金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していることや金融機関のバランスシートの健全性が保たれていることなどを背景に、ターム物も含め、きわめて安定しているとの見方で一致した。委員は、金融機関の貸出金利は低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りなどに関する指標は 2000 年以降の平均を上回る水準で改善した状態が続いているとの認識を共有した。C P・社債市場の発行環境について、委員は、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。

### 3 . 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、委員は、先行きの成長率の中心的な見通しについて、昨年 10 月の展望レポートの見通しと比べ、2012 年度については幾分下回るものの、2013 年度は各種経済対策の効果等から上振れするとみられ、2014 年度は概ね見通しに沿って推移すると見込まれるとの認識を共有した。多くの委員は、今後、成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みが進むとみられる中で、円安・株高が進んでいることをメイン・シナリオに部分的ながらも織り込み、見通しを引き上げたと説明した。このうちの一人の委員は、潜在成長率は、足もとのゼロ%台半ばから今後数年かけてゼロ%台後半に緩やかに高まっていくこと、また、企業等の期待成長率は、そうした潜在成長率の緩やかな高まりを幾分先取りし、見通し期間中において高まっていくことを想定していると述べた。別の一人の委員は、今年後半以降、米国経済の回復ペースが従来想定よりも高まる可能性が高いとの見方を示した。

先行きの物価の中心的な見通しについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね昨年 10 月の展望レポートで示した見通しと変わらないとの認識を共有した。委員は、2014 年度にかけて日本経済が潜在成長率を上回る成長経路を辿り、マクロ的な需給バランスが改善するもとで物価上昇率が徐々に高まっていき、その結果として企業や家計の予想インフレ率も緩やかに上昇していくという、見通しの前提となる基本的なメカニズムは、10 月時点から変わっていないとの認識を共有した。多くの委員は、2014 年度末までの見通し期間の終盤にかけて、消費者物価の前年比は 1 % に接近していくとの認識を示した。複数の委員は、今後、政府の取り組みなどによって成長力の強化が実現していく中で、消費者物価の前年比は、見通し期間を超えた 2015

年度以降、1%を超えて高まっていくと想定されると述べた。ある委員は、今後、競争力強化の取り組みが具体的に進み、企業の収益力や生産性が高まることで、家計と企業の将来所得に対する期待が改善し、企業の価格支配力の改善と賃金の持続的な引き上げが両立する、望ましい物価上昇につながる可能性があるとの見方を示した。別のある委員は、政策委員の見通しの中央値について、成長率の見通しが全体として前回対比上振れる一方で、消費者物価の見通しはほぼ前回見通し並みにとどまっていることは、政策委員の大勢が、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度が低下していることを想定しているようにみえると指摘した。これに対し、複数の委員は、見通し期間以降に物価上昇率が高まっていくことを想定しており、十分な期間をとれば物価の感応度は低下している訳ではないと述べた。一人の委員は、先行きの物価情勢の変化は、10月の展望レポート時に比べて、物価に関する見通し分布チャートの下振れの可能性が低下し、上振れの可能性が高まるかたちとなっていることに現れていると指摘した。別の一人の委員は、現在、政府が打ち出している構造改革の取り組みが、経済の改善を通じて物価上昇率に反映されるまでには長いラグがあるため、より長期的な視点を踏まえて議論する必要はこれまで以上に高まっているとの認識を示した。

先行きの景気見通しを巡る上振れ・下振れ要因について、委員は、国際金融資本市場と海外経済の動向、企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性、消費税率引き上げの影響に関する不確実性、わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題、の4点、とりわけの国際金融資本市場と海外経済を巡るリスクに注意が必要との認識を共有した。この点について、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響などに関する不確実性が引き続き大きいとの認識で一致した。ある委員は、米国において金融政策に関する思惑等から長期金利が上昇する場合には、わが国でも長期金利に上昇圧力が加わりやすい点に注意する必要があると述べた。また、別のある委員は、アジア新興国で短期的な資本流入が起きており、巻き戻しのリスクが高まっていると指摘した。物価に固有の上振れ・下振れ要因について、委員は、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度に不確実性があること、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、輸入物価の動向、の3点との認識を共有した。ある委員は、米国におけるシェール革命の動向が物価に及ぼす影響も注視す

る必要があると述べた。別のある委員は、今後、成長力強化の取り組みの進展に伴う潜在成長率や予想インフレ率の緩やかな上昇などが、想定どおり進まない場合には、景気・物価見通しの下振れ要因となるとの見方を示した。別の一人の委員は、2013、2014年度の景気・物価見通しに伴う不確実性は、過去の見通しに比べてかなり大きいと述べた。大方の委員は、経済・物価見通しに関するリスクは、概ね上下にバランスしているとの認識を共有した。この間、ある委員は、経済・物価の両面で、また別の一人の委員は物価について、下振れリスクを意識しているとの見解を示した。

## ・『物価の安定』に関する点検」に関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

### 1．執行部からの報告

2012年12月19、20日の金融政策決定会合で議長より指示があった「物価の安定」に関する論点整理について報告する。

第1に、「物価の安定」とは何か、という論点がある。日本銀行法では、「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、金融政策を運営すべきことが定められている。また、「生活意識に関するアンケート調査」では、8割程度の回答者が、性別、年齢を問わず、一貫して物価上昇は望ましくないと回答している。このことは、国民が望んでいる「物価の安定」とは、単に物価が上がるということではなく、雇用、賃金、企業収益の改善などを伴いながら経済がバランスよく改善し、その結果として物価の緩やかな上昇が実現する状態であることを示唆していると考えられる。

第2に、「物価の安定」をどう数値的に表現するか、という論点がある。「物価の安定」を数値で示すに当たっては、従来と同様、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つの観点を踏まえる必要がある。この点、わが国の消費者物価指数について、バイアスを勘案しなければならない程度は、全体としてみれば小さい、人口一人当たりの実質成長率が低下するもとの、中長期的にある程度高い名目金利水準を確保するために、ある程度のはりしろを取ることは、一定の妥当性がある、わが国

では、海外主要国に比べて物価上昇率が低い状態が長期にわたって続いているため、国民の物価観が低くなっている可能性が高い、と考えられる。これらについて、これまでと大きな変化はない。

第3に、「物価の安定」の達成に向けた物価上昇のメカニズムをどう考えるか、という論点がある。わが国では、1990年代以降、バブル崩壊後のバランスシート調整に加え、少子高齢化やグローバル化などの環境変化に対して、経済構造の適応が遅れたことなどから、経済成長率が趨勢的に低下し、慢性的な需要不足の状態となっている。そうしたもとで、企業の中長期的な成長期待も低下トレンドを辿り、賃金の引き下げや価格競争に結び付きやすいわが国の企業行動もあって、実際の物価上昇率を低下させた。このことは、中長期の予想物価上昇率に対する低下圧力としても作用してきた。こうした状況を踏まえると、政策金利が実質的にゼロ金利の状態にあるもとで、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長へと移行していくためには、金融面からの後押しと同時に、成長力の強化を通じて、マクロ的な需給バランスを改善することが重要と考えられる。

## 2. 委員会の検討

委員は、以上の執行部からの報告を踏まえ、金融政策運営に当たり目指す「物価の安定」に関する検討を行った。

委員は、「物価の安定」の意味について、日本銀行法の定める「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」という金融政策運営の理念を踏まえると、「物価の安定」は、持続可能なものでなければならないとの認識を共有した。何人かの委員は、そうした「物価の安定」の概念的な定義は、従来同様、「家計や企業等の様々な経済主体が、物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」であるとの見解を示した。

委員は、こうした「物価の安定」の実現を図るうえでは、金融政策の効果が経済活動さらには物価へと波及するまでに、長期かつ可変のタイムラグが存在することを念頭に、金融面の不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら、金融政策を柔軟に運営していく必要があるとの認識を共有した。

次に、持続可能な「物価の安定」の数値的な表現を検討するに当たり、委員は、バイアス、のりしろ、国民の物価観の3つの観点

を踏まえる必要があるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、それら3つの観点について、現時点で大きな変化はないとの認識を共有した。複数の委員は、「中長期的な物価安定の目途」を「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域」としたうえで「当面は1%」と示している点に関して、今回の見通し期間中に当面の「目途」である1%にかなり近づくと見込まれることを踏まえると、その先、具体的にどの程度の物価上昇率を持続可能な「物価の安定」として想定するかについて、このタイミングで示しておく必要があるとの見解を述べた。多くの委員は、政府が、競争力と成長力の強化に強力に取り組んでいくという認識を示していることに言及し、今後、そうした取り組みの進展に伴い、現実の物価上昇率さらには国民の物価観が高まっていくと期待できるとの見解を示した。複数の委員は、ゼロ金利制約も勘案したのりしろの必要性を踏まえると、中長期的に目指すべき物価上昇率は1%よりも高いと考えられると述べた。別の複数の委員は、他の先進国が目指す物価上昇率である2%に揃えることが、長い目でみた通貨価値のバランスにも資すると述べた。こうした議論を経て、大方の委員は、具体的な数値表現として「消費者物価の前年比上昇率2%」が望ましいとの認識を示した。

委員は、持続可能な「物価の安定」と整合的な物価上昇率をどう表現するかについても議論した。この点、多くの委員は、昨年2月に「中長期的な物価安定の目途」を導入した際には、「目標」という表現を用いた場合、物価だけを意識して硬直的に金融政策を運営すると受け止められる可能性が懸念されたが、それ以降の日本銀行による情報発信の効果もあって、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解は着実に広がってきているとの認識を示した。そうした状況を踏まえ、委員は、「物価安定の目途」に代えて「物価安定の目標」という表現を用いることが、日本銀行の考え方を伝えるに当たって、分かりやすく適当であり、その英語表現については「The price stability target」とすることが相応しいとの認識で一致した。

この間、複数の委員は、「物価安定の目途」に代えて「物価安定の目標」という表現を用いることには同意しつつも、その数値的な表現については、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラス、当面は1%」という表現を維持し、その実現に全力を尽くす姿勢を示すことが適当であるとの認識を述べた。これらの委員は、その理由として、消費者物価の前年比上昇率2%は、過去20年の間に実現したことが殆どなく、そうした実績に基づく現在の国民の物価観を踏まえると、

2%は現時点における「『持続可能な物価の安定』と整合的と判断される物価上昇率」を大きく上回ると考えられること、このため、現状、中央銀行が2%という物価上昇率を目標として掲げるだけでは、期待形成に働きかける力もさほど強まらない可能性が高く、これをいきなり目指して政策を運営することは無理があること、2%の目標達成には、成長力強化に向けた幅広い主体の取り組みが進む必要があるが、現に取り組みが進み、その効果が確認できる前の段階で2%の目標値を掲げた場合、その実現にかかる不確実性の高さから、金融政策の信認を毀損したり、市場とのコミュニケーションに支障が生じる恐れがあることを挙げた。これに対して何人かの委員は、現状を前提に考えると2%の達成には困難が伴うとの認識を共有しつつ、政府が競争力・成長力の強化に向けた取り組みを強力に推進するもとの、2%の達成を目指して日本銀行が金融緩和を推進するというかたちで、政策当局者が一体となって取り組む姿勢を明確にすることにより、企業や家計の期待形成に働きかける効果も考えられるため、このタイミングで見直すことには意味があるとの見解を述べた。このうちの一人の委員は、現時点の国民の物価観に過度に依拠するのではなく、先行きの経済物価情勢も踏まえて望ましい物価上昇率を考える必要があると述べた。もう一人の委員は、過去の低インフレの実績に基づいて多くの国民が現在持っている低いインフレ予想が今後も変わらないと想定するのは適切ではなく、様々な研究結果を見ても、かなりの割合の人々のインフレ予想は、将来の政策やそれによる経済の変化を織り込んで形成されていると考えられるので、これらの人々の予想形成に働きかけることは自然であると付け加えた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の経済・物価情勢および「物価の安定」に関する検討を踏まえ、委員は、日本銀行法に定められた使命のもとで、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現していくには、このタイミングで金融緩和の思い切った前進が必要との認識を共有した。そのうえで委員は、当面の金融政策運営に関する具体的な議論を行った。

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

資産買入等の基金の運営について、委員は、「物価安定の目標」の実現を目指して強力に金融緩和を推進するという日本銀行のスタンスを明確に示す観点から、期限を定めず毎月一定額の資産を買入れ続ける方式を導入することが望ましいとの認識を共有した。

これを踏まえ、議長は、期限を定めない資産買入れ方式に十分なフィージビリティがあるか、すなわち、そうした買入れを行った場合における毎月の買入れ額と基金の残高の関係、日本銀行のリスク許容度、市場規模等からみた各種金融資産の買入れ余地等について、執行部に説明を求めた。執行部は、以下のとおり報告した。

毎月の買入れ額と基金の残高の関係について、最近の買入れ時の資産の残存期間を前提とすれば、例えば、長期国債を毎月2兆円買入れた場合、一定期間経過後に残高は48兆円となり、その水準で維持されることとなる。同様に、短期国債を毎月10兆円買入れた場合の残高は30兆円である。CPおよび社債については、毎月の買入れ額を1兆円とすると、概ね残高が維持されることとなる。以上合わせると、例えば、長期国債2兆円、短期国債10兆円、CP・社債1兆円の計13兆円の買入れを行うと、基金全体の規模は、現在より約10兆円高い水準で維持される。ただし、買入れ資産の残存期間の変化によって、多少の振れは生じ得る。

こうした買入れは、各金融資産の市中の保有残高やフローの発行額からみて可能である。また、残高の増加に伴うリスク量は自己資本で吸収可能である。

こうした説明を受けて、委員は、期限を定めない資産買入れ方式の具体的な内容について議論を行った。委員は、本年末の現行方式での買入れ完了後、2014年初からは、期限を定めず毎月一定額の資産を買入れ続ける方式を導入することが適当であるとの見解で一致した。このうちの一人の委員は、新たな買入れ方式は直ちに導入することも考えられるが、今回会合では、政策委員会として一致した明快なメッセージを出すことを優先したいと述べた。また、委員は、毎月の買入れ額について、消費者物価の前年比上昇率が1%にまで高まっていくと予想される2014年中に、さらに「目標」である2%を目指し、手綱を緩めることなく、しっかり金融政策を実行していく観点から、基金の残高を10兆円程度増加させ、その水準を維持できるよう、当分の間、長期国債2兆円、短期国債10兆円、CP・社債1兆円の計13兆円程度とすることが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、「物価安定の目標」の実現には相応の時間がかかる可能性が高い中、

先行きになればなるほど経済・物価情勢や累積的な金融緩和の効果などを巡る不確実性が高くなることなども踏まえ、当分の間というかたちで期間を定めずに毎月の買入れ額を決めて買入れを行っていくことは、日本銀行の金融緩和姿勢を明確に示すものであるとの見解を述べた。複数の委員は、短期国債の買入れの強化は、短期ゾーンの金利低下を通じて、為替市場へ働きかける観点からも重要であると指摘した。この間、複数の委員は、例えば、資産買入れの対象となる長期国債の残存年限を5年程度まで延長することも考えられると述べた。

金融資産の買入れと実質的なゼロ金利政策とを継続することにより、強力に金融緩和を推進する期間について、多くの委員は、「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指し、それぞれ必要と判断される時点まで、とすることが適当との見解を示した。これに対し、複数の委員は、現時点で「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率で2%とすることに反対であるため、その「物価安定の目標」と関係付けるかたちで金融資産の買入れ等の継続期間を設けることにも反対であると述べた。これらの委員は、現時点では当面1%の物価上昇率を目指すことが適当であり、その際、1%に達する前に拙速な金融緩和策の後退を行う政策意図がないことを明確に示すことが望ましいとの見解を示した。一人の委員は、見通し期間を1年延長したうえで、物価上昇率にかかる政策委員の見通しの中央値が1%台半ばを超えるまで、実質的なゼロ金利政策と期限を定めない資産買入れを継続することを明示することも一案であるとしたうえで、今回の会合では大勢意見に従いたいと述べた。別の一人の委員は、将来の短期金利に関する市場の予想に働きかけるオーソドックスな緩和強化策である実質的なゼロ金利政策については、金融資産の買入れとは効果・副作用に関する知識の集積が異なることもあり、消費者物価の前年比上昇率2%が見通せるようになるまで継続して一段と強い意思を示すことが適当との見解を示した。これに対し、ある委員は、ゼロ金利政策と金融資産の買入れの効果と副作用の違いを強調することは、かえって現在強力に働いている時間軸の効果を低下させる恐れがあるとの見方を示した。別の一人の委員は、先行きの金融政策運営に関するガイダンスは、今後の経済・物価情勢や累積的な金融緩和の効果などを巡る不確実性の高さを十分踏まえたものとする必要があると述べた。委員は、日本銀行法は金融政策運営の理念を「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」と定めており、そのもとで、先行きの金融政策運営方針をどのようなかたちで示してい

くにせよ、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、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かどうかを確認していく必要があるとの認識を共有した。

次に、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携に関して、議長から、次のような提案があった。

- 1 日本銀行は、強力な金融緩和を進めており、これを、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長につなげていくためには、企業や家計が緩和的な金融環境をより積極的に活用し、前向きの挑戦を行っていくことにより、実体経済への波及を強めていくことが重要である。そうなれば、金融緩和の効果が最大限発揮される。そのための環境整備を行ううえで、政府の役割は重要である。この点、新政権は、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、これを強力に推進する姿勢を示しており、しっかりと実行されることを強く期待している。
- 1 日本銀行としては、新たに導入する「物価安定の目標」のもと、金融緩和を推進し、この目標をできるだけ早期に実現することを目指していくことになる。日本銀行は、実質的なゼロ金利下において、さらに金融緩和を進めるために多額の国債を買入れており、今後さらにその金額は増えていく。こうした多額の国債買入れが、財政ファイナンスと受け取られないための配慮がより重要となっている。
- 1 こうした状況を踏まえると、政府と日本銀行は日頃から密接な意思疎通を図ってきているが、日本銀行が「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」という使命を果たしていくうえで、このタイミングで、それぞれがお互いの役割を明確に意識して、政策連携を強化すること、そして、それを共同声明というかたちで対外的にも示していくことが重要と考えている。そうすることにより、政策効果をより強力なものにしていくことが出来るのではないかと考えられる。日本銀行が自らの判断と責任において金融政策を行っていくもとで、政策連携を強化することの重要性について、政府とも共通の認識ができていくように思う。
- 1 具体的な文案については、政府との間で執行部ベースで作成したものであるので、これをもとに議論して頂きたい。

この提案を受け、委員は、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携に関する共同声明を公表することに

ついて、議論を行った。委員は、政府と日本銀行が、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けて、連携を一段と強化することの意義は大きいとの認識で一致した。大方の委員は、現在、日本経済には持ち直しの動きがみられ、緩やかな回復経路に復していくために大事な局面にあること、また、政府が成長力強化に向けた取り組みを強力に推進することを表明していることを踏まえると、そうしたタイミングで政府と日本銀行が連携を強化し、一体となって取り組んでいく姿勢を明確に示すことは、日本経済の回復の動きを後押しするうえで、きわめて重要であるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、政府との共同声明を決めるにあたっては、日本銀行法が定める、中央銀行としての独立性の確保と、政府との意思疎通の重要性とのバランスが重要であり、今回の声明はそうしたものになっているとの見方を示した。そのうえで、この委員は、特に、政策連携という言葉が使われていること、具体的な金融政策の運営については日本銀行に任されていることの2点において、政府からも日本銀行の独立性に対する配慮がなされていると理解していると述べた。何人かの委員は、政府が、財政運営に対する信認をしっかりと確保することも、連携を進めていくうえで重要であると述べた。別の複数の委員は、政府との間で、日本経済が直面する課題についての認識の共有が十分に図られているか疑問があり、もう少し時間をかけて望ましい政策連携のあり方を協議すべきと考えられるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、労働力人口が毎年0.6%ずつ減少していく中で、2%の物価上昇率を安定的に実現するためには、きわめて高い生産性の上昇が必要になるという厳しい現実を直視する必要があると述べた。また、もう一人の委員は、政府が消費者物価の前年比上昇率2%という目標の達成に向けた責任を分かち合うことが明示されなければ、企業や家計の期待形成に働きかける効果は限定的ではないかとの見方を示した。

## ．政府からの出席者の発言

内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 共同声明の文書はこれで結構である。本日午後の総理会見をもって正式な共同声明の発表を行いたい。
- 1 景気は、世界景気の減速等を背景に、このところ弱い動きとなっており、海外経済の動向など下押しリスクに注意が必要である。また、物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にある。一

方、昨年末の第2次安倍内閣の発足とともに、景気回復期待を先取りして、円高修正が進み株価も回復し始めている。こうした改善の兆しを適切な政策対応により、景気回復につなげていく必要がある。

- 1 こうした認識のもと、政府は日本経済再生に向け、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」で、長引く円高・デフレ不況から脱却し、雇用や所得の拡大を目指していく。このための取り組みの第1弾として、先般「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめた。本対策により、景気の底割れを回避し、持続的成長を生み出す成長戦略につなげていく。
- 1 本日合意をする共同声明は、できるだけ早期にデフレから脱却するという強い意思、明確なコミットメントを示す「レジーム・チェンジ」とも言うべきものである。この新しい枠組みを通じて、デフレ予想が払拭されていくことを強く期待している。政府としては、この文書のとおり、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、これを強力に推進するとともに、財政運営に対する信認を確保するよう努めていく。
- 1 展望レポートの中間評価では、消費者物価上昇率が2013年度は+0.4%、2014年度でも+0.9%とされており、新たな物価安定の目標である+2%を下回っている。日本銀行には、この目標をできるだけ早期に達成するため、大胆な金融緩和を進めることを強く期待する。
- 1 経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、そのもとでの物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通しなどについて、定期的に検証していく場と考えられる。日本銀行には、この場を活用して十分な説明責任を果たして頂きたい。
- 1 本日提案のあった、期限を定めない資産買入れの導入は、物価安定目標の実現を目指して資産の購入を続けるものであって、時宜を得たものと考えている。日本銀行におかれては、2%の目標の達成に向けて大胆な金融緩和を進めるよう、強く期待している。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 円高や世界景気の減速等から景気は弱い動きとなっている。海外経済の不確実性の高さが景気の下振れリスクである。新内閣の発足とともに円高修正が進み、株価も回復し始めており、この動きを適切な政策対応により景気回復につなげることが重要である。

- 1 政府は、「三本の矢」で、長引く円高・デフレ不況から脱却し、雇用や所得の拡大を目指しており、先般、「緊急経済対策」を取りまとめるとともに「平成 24 年度補正予算」を閣議決定した。今後、通常国会への補正予算提出に向けて作業を進めることとしている。
- 1 政府と日本銀行のデフレからの早期脱却と持続的な成長に向けた政策連携についての「共同声明」において、日本銀行は、初めて「2%」の「物価安定目標」を設定し、自らの責任において、「できるだけ早期に実現をすることを目指す」決意が示された。これは、金融政策の枠組みを大胆に見直されたものであり、政府としては大いに歓迎する。
- 1 本会合では、同時に、期限を定めない資産買入れ方式という緩和措置が提案された。これは、「物価安定目標」の「早期実現」を目指す日本銀行の強い決意を裏打ちするものと高く評価している。
- 1 「大胆な金融政策」は、デフレ予想の払拭や、為替市場を通じた効果も期待されるものであり、「三本の矢」の中でも最も重要なものと考えている。政府としても、機動的な財政政策や成長戦略の実施に取り組み、これにより、日本経済に「実需」を創り出し、企業活動の活性化等を通じて、雇用・所得の拡大につながる好循環を生み出していきたいと考えている。こうした取り組みは、結果として、日本銀行の金融緩和と相俟って、デフレ不況からの脱却と持続的な経済成長の実現につながっていくものと考えている。
- 1 日本銀行におかれては、デフレ脱却における金融政策の重要性に鑑み、「共同声明」に掲げた2%の目標のもと、強力な金融緩和を断行し、この目標をできるだけ早期に実現すべく、不退転の決意を持って、積極・果断な金融政策運営をお願いしたい。

## ．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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

- 2．「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」に関する件

次に、新たに導入する「物価安定の目標」についての基本的な考え方等を記述した「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」（別紙の別紙1）が検討され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、直ち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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員

反対：佐藤委員、木内委員

佐藤委員と木内委員は、消費者物価の前年比上昇率2％は、過去20年の間に実現したことが殆どなく、そうした実績に基づく現在の国民の物価観を踏まえると、2％は現時点における「『持続可能な物価の安定』と整合的と判断される物価上昇率」を大きく上回ると考えられること、このため、現状、中央銀行が2％という物価上昇率を目標として掲げるだけでは、期待形成に働きかける力もさほど強まらない可能性が高く、これをいきなり目指して政策を運営することは無理があること、2％の目標達成には、成長力強化に向けた幅広い主体

の取り組みが進む必要があるが、現に取り組みが進み、その効果が確認できる前の段階で2%の目標値を掲げた場合、その実現にかかる不確実性の高さから、金融政策の信認を毀損したり、市場とのコミュニケーションに支障が生じる惧れがあることから、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」の導入に反対した。

### 3. 「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件

委員は、金融緩和を思い切って前進させ、新たに導入する「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指す観点から、資産買入等の基金の運営として行う資産買入れについて、期限を定めない資産買入れ方式を導入することが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、「『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件」が採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

### 4. 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」に関する件

次に、政府との政策連携に関する共同声明（「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」＜別紙の別紙3＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、適宜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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員

反対：佐藤委員、木内委員

佐藤委員と木内委員は、2.と同じ理由から、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」の導入を前提とする政府との共同声明に反対した。

## ・ 対外公表文（「『物価安定の目標』と『期限を定めない資産買入れ方式』の導入について」）の検討

次に、「物価安定の目標」の導入、「期限を定めない資産買入れ方式」の導入、政府と日本銀行の「共同声明」に関する記述を含めた対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員は、新しい物価安定の目標のもと、一段と強力に金融緩和を推進するため、別途、実質的なゼロ金利政策について継続期間を設けることが適当との見解を示し、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。

### 1．宮尾委員案

宮尾委員からは、多数意見の公表文案について、先行きの政策運営方針に関する記述から「実質的なゼロ金利政策」を削除するとともに、実質的なゼロ金利政策については、別途の項目を設け、以下の記述を加える旨の議案が提出され、採決に付された。

「消費者物価の前年比上昇率2%の実現を目指し、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策を継続する。それにより、上記の資産買入れ等の措置とあわせて、一段と強力な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、経済の持続的成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。」

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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

### 2．議長案

議長からは、対外公表文（「『物価安定の目標』と『期限を定めない資産買入れ方式』の導入について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

・ 議事要旨の承認

議事要旨（2012年12月19、20日開催分）が全員一致で承認され、1月25日に公表することとされた。

以 上

2013年1月22日

日本銀行

「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入について

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和を思い切って前進させることとし、「物価安定の目標」を導入すること、資産買入等の基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を導入することを決定した。また、政府とともに共同声明を公表することとした。

(1) 「物価安定の目標」の導入<sup>(注1)</sup>

日本銀行は、物価安定についての考え方に関する議論を行い、「物価安定の目標」を導入することとした。あわせて、別紙1のとおり、「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」を公表することとした。

すなわち、日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。

日本銀行は、上記の物価安定の目標のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、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かどうかを確認していく。

(2) 「期限を定めない資産買入れ方式」の導入<sup>(注2)</sup>

日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する<sup>(注3)(注4)</sup>。その際、資産買入等の基金の運営について、現行方式での買入れが完了した後、2014年初から、期限を定めず毎月一定額の金融資産を買入れる方式を導入し、当分の間、毎月、長期国債2兆円程度を含む13兆円程度の金融資産の買入れを行う（資産買入れ額の内訳は別紙2のとおり）。これにより、基金の残高は2014年中に10兆円程度増加し、それ以降残高は維持されると見込まれる。

金融緩和の推進に当たっては、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、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かどうかを確認していく。

(3) 政府・日本銀行の共同声明<sup>(注5)</sup>

日本銀行は、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」(別紙3)を、政府と共同して、公表することとした。

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)。
3. 海外経済は、減速した状態が続いている。国際金融資本市場については、今後の展開を引き続き注意していく必要があるが、投資家のリスク回避姿勢は後退してきている。
4. わが国の景気は、弱めに推移している。輸出や鉱工業生産は、海外経済の状況などから、減少している。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、全体として弱めとなっている。一方、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、底堅さを維持しており、乗用車購入における需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響も減衰している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、概ねゼロ%となっている。
5. 先行きのわが国経済については、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。
6. 昨年10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、2012年度については幾分下振れるものの、2013年度は各種経済対策の効果などから上振れる

とみられる。2014年度の成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価について、国内企業物価は為替相場の動きなどから2013年度を中心に幾分上振れると見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。

7．リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

8．日本銀行は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものである。こうした認識のもとで、日本銀行は、上述のとおり、強力な金融緩和を推進していく。日本銀行としては、大胆な規制・制度改革など「共同声明」に記載された政府の取り組みがしっかりと実行されること、また、持続可能な財政構造の確立に向けた取り組みが着実に推進されることを期待している。

以 上

---

(注1) 賛成7反対2（賛成：白川委員、山口委員、西村委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、反対：佐藤委員、木内委員）。佐藤委員と木内委員は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とすることに反対した。

(注2) 「期限を定めない資産買入れ方式」の導入については、全員一致で決定した。

(注3) 佐藤委員と木内委員は、2%の物価安定の目標を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することに反対した。

(注4) 宮尾委員より、別途、実質的なゼロ金利政策について、消費者物価の前年比上昇率2%が見通せるようになるまで継続するとの議案が提出され、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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員）。

(注5) 賛成7反対2（賛成：白川委員、山口委員、西村委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、反対：佐藤委員、木内委員）。佐藤委員と木内委員は、共同声明が「物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする」と記述している点について反対した。

## (参考1)

## 2012～2014年度の政策委員の大勢見通し

対前年度比、%。なお、&lt; &gt;内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012年度	+1.0～+1.1 <+1.0>	-1.2～-1.1 <-1.2>	-0.2～-0.1 <-0.2>
10月時点の見通し	+1.4～+1.6 <+1.5>	-1.2～-0.9 <-1.1>	-0.1～-0.1 <-0.1>
2013年度	+1.9～+2.5 <+2.3>	+0.4～+1.0 <+0.8>	+0.3～+0.6 <+0.4>
10月時点の見通し	+1.3～+1.8 <+1.6>	+0.1～+0.7 <+0.5>	+0.2～+0.6 <+0.4>
2014年度	+0.6～+1.0 <+0.8>	+3.8～+4.5 <+4.1>	+2.5～+3.0 <+2.9>
10月時点の見通し	+0.2～+0.7 <+0.6>	+3.7～+4.4 <+4.2>	+2.4～+3.0 <+2.8>
消費税率引き上げの影響 を除くケース		+0.9～+1.6 <+1.2>	+0.5～+1.0 <+0.9>
10月時点の見通し		+0.8～+1.5 <+1.3>	+0.4～+1.0 <+0.8>

(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)今回の見通しでは、消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを織り込んでいるが、国内企業物価と消費者物価の見通しについて、各政策委員は消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースの計数を作成している。

(注4)消費税率引き上げの直接的な影響を含む2014年度の国内企業物価と消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(国内企業物価:2.9%ポイント、消費者物価:2.0%ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

(注5)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。連鎖基準指数ベースでみた前年比は、見通し期間後半にかけて、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6)政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

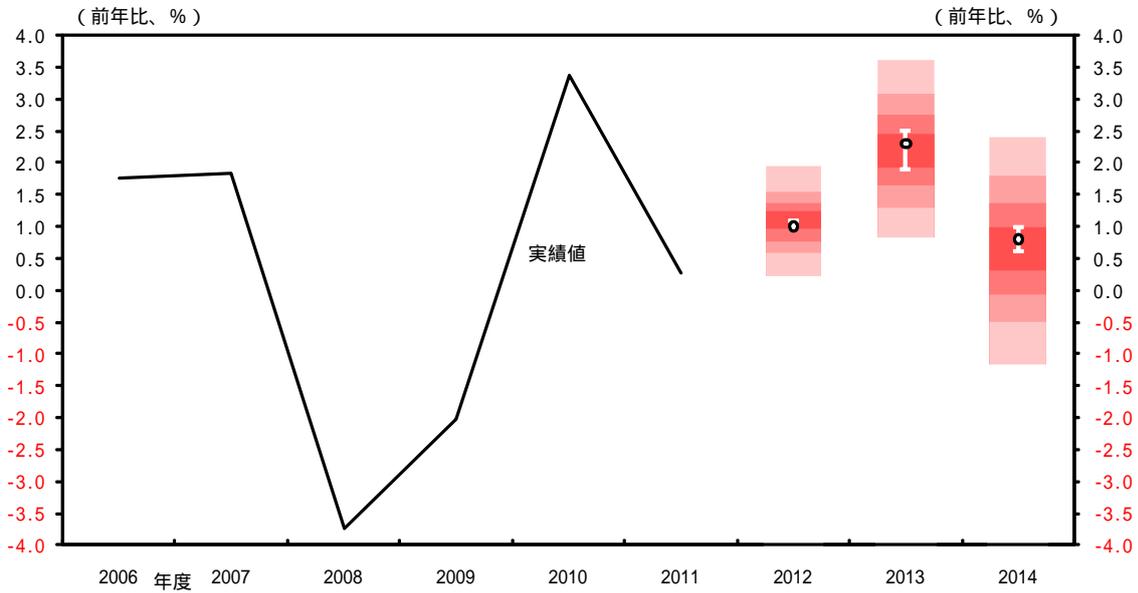
対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012年度	+0.9～+1.1	-1.2～-1.1	-0.2～-0.1
10月時点の見通し	+1.2～+1.7	-1.3～-0.8	-0.1～0.0
2013年度	+1.8～+2.5	+0.3～+1.1	+0.1～+0.7
10月時点の見通し	+1.0～+1.8	-0.2～+0.8	-0.1～+0.6
2014年度	+0.2～+1.3	+3.3～+4.7	+2.4～+3.0
10月時点の見通し	+0.1～+0.8	+3.3～+4.5	+2.2～+3.0
消費税率引き上げの影響 を除くケース		+0.4～+1.8	+0.4～+1.0
10月時点の見通し		+0.4～+1.6	+0.2～+1.0

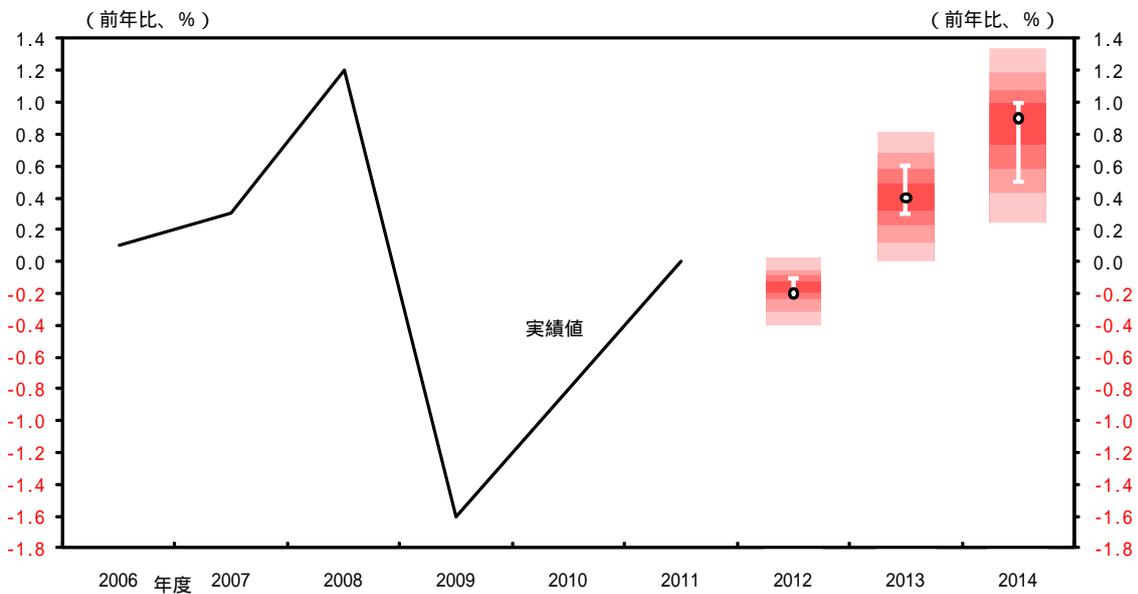
(参考2)

政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値(リスク・バランス・チャート)について、上位10%と下位10%を控除したうえで、下記の分類に従って色分けしたもの。なお、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。

上位40%～下位40%	上位30%～40% 下位30%～40%	上位20%～30% 下位20%～30%	上位10%～20% 下位10%～20%
-------------	------------------------	------------------------	------------------------

(注2) 棒グラフ内の は政策委員の見通しの中央値を表す。また、縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(注3) 消費者物価指数(除く生鮮食品)は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

2013年1月22日

日 本 銀 行

金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」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。日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、昨年2月に導入した「中長期的な物価安定の目途」を上記理念に照らして点検した。その結果、「物価安定の目標」を新たに導入するとともに、金融政策運営の枠組みを改めて示すこととした。
2. 「物価の安定」を概念的に定義すると、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの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。そうした「物価の安定」は、持続可能なものでなければならない。
3. 今回新たに導入した「物価安定の目標」は、日本銀行として、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。日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、「物価安定の目標」を中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で2%とすることとした。
4. 従来は「中長期的な物価安定の目途」として、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途」としていた。今回、「目途」から「目標」という表現に代えたうえで、その目標を消費者物価の前年比上昇率で2%としたのは、以下の認識に基づく。

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。現在の予想物価上昇率は長期にわたって形成されてきたものであり、今後、成長力の強化が進展していけば、現実の物価上昇率が徐々に高まり、そのもとで家計や企業の予想物価上昇率も上昇していくと考えられる。先行き、物価が緩やかに上昇していくことが見込まれる中であって、2%という目標を明確にすることは、持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適切と考えられる。

「目途」から「目標」という言葉に変更したのは、わが国において、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が浸透してきている状況を踏まえたものである。金融政策の効果は、経済活動に波及し、それがさらに物価に波及するまでに、長期かつ可変のタイムラグが存在する。金融政策は、物価安定のもとでの持続的成長を実現する観点から、経済・物価の現状と見通しに加え、金融面での不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら、柔軟に運営していく必要がある。こうした考え方は、各国で広く共有されており、とくに、世界的な金融危機以降、海外主要国では、金融システムの安定へ配慮することの重要性を対外的に明確にするなど、金融政策運営の柔軟性という視点が強く意識されるようになってきている。わが国でも、この1年間で、こうした考え方に対する理解が着実に広がってきている。こうした状況を前提とすると、「目標」と表現することが、日本銀行の考え方を伝えるうえで、わかりやすく適当であると判断した。

5．デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現には、幅広い主体による成長力強化の取り組みも重要である。日本銀行としては、成長力強化の進展状況および家計や企業の予想物価上昇率の状況について、今後とも丹念に点検していく。この間、政府も、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを強力に推進するとともに、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進すると表明している。

6．金融政策は、「物価安定の目標」のもとで、今後とも、次の2つの「柱」により経済・物価情勢を点検したうえで、運営する。

第1の柱では、先行き2年程度の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。

第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。とくに、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因として、金融面の不均衡について点検する。

以上2つの「柱」に基づく点検を踏まえたうえで、当面の金融政策運営の考え方を整理し、展望レポート（経済・物価情勢の展望）等を通じて、定期的に公表していく。

以 上

2014年初以降の「資産買入等の基金」の月間買入額

総額：	13兆円程度
うち長期国債：	2兆円程度
国庫短期証券：	10兆円程度

(注1)長期国債と国庫短期証券については、最近の買入れの平均残存期間を前提とすると、上記の月間買入額により、基金の残高は2014年中に10兆円程度増加し、それ以降残高は維持されると見込まれる。

(注2)長期国債と国庫短期証券以外の金融資産については、残高を維持するように買入れを行う。

(注3)固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、25兆円程度の残高となるように実施する。

(注4)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。

デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について  
(共同声明)

1. デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。
2. 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するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、持続可能な物価の安定の実現を目指している。  
日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と統合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。  
日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、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かどうかを確認していく。
3. 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。  
また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。
4. 経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、その下での物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通し、雇用情勢を含む経済・財政状況、経済構造改革の取組状況などについて、定期的に検証を行うものとする。

( 25 年 2 月 13、14 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2013 年 2 月 13 日 (14:00 ~ 16:33)  
2 月 14 日 ( 9:00 ~ 12:34)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	宮尾龍蔵	( 審議委員 )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )
	佐藤健裕	( " )
	木内登英	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 ( 13 日 )
	山口俊一	財務副大臣 ( 14 日 )
内閣府	松山健士	内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	中曾 宏 ( 13 日 )
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田真一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	福永憲高
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	今久保圭
企画局企画役	須合智広

## ．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（2013年1月21、22日）で決定された方針<sup>（注）</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0.10%台半ばの間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、短期金融市場における資金余剰感が強いもとで、補完当座預金制度の適用利率の引き下げの思惑もあって、長めのタームのオペを中心に札割れが頻発した。短期国債買入れについては、残高の着実な積み上げが進んだ。この間、長期国債買入れについては、金融機関の間で国債の売却を控える動きが広がっていることから、落札金利が低下している。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で安定的に推移している。GCレポレートは、0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、小幅低下しており、足もとでは、長めのゾーンを含め、0.1%を下回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、ごく小幅低下している。

長期金利についてみると、2年債および5年債の利回りは、一段と金利低下圧力が加わる中で、低下している。10年債利回りは、株価が堅調に推移し、米国長期金利が上昇する中で、いったん上昇したが、足もとでは再び0.7%台半ばで推移している。株価（日経平均株価）は、米国株価が上昇する中、為替の円安方向の動きなどを受けて上昇しており、足もとでは11千円台前半で推移している。REIT価格も、上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、業績悪化懸念から拡大した状態が続いている先がみられているものの、これ以外の先では、引き続き投資家の底堅い需要を背景に、総じて低位横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国長期金利が上昇する中で、政策を巡る思惑に加えて、本邦貿易赤字

---

（注）「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。」

の拡大などが材料視され、一時 94 円台となる場面もみられるなど、円安方向の動きとなっている。

### 3 . 海外金融経済情勢

海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている。

米国経済は、底堅さを増しつつ、緩やかな回復基調を続けている。輸出はなお伸び悩んでいるが、ひと頃慎重化していた企業マインドが幾分改善する中、設備投資には持ち直しの兆しが窺われる。個人消費は、消費者心理に弱さがみられるものの、雇用情勢が改善傾向を辿るもとで、緩やかに増加している。住宅投資についても、低水準ながら持ち直しの動きが明確になっている。こうしたもとで、生産は増加基調に復しつつある。物価面では、エネルギー価格の動向を受け、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、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済は、緩やかに後退している。緊縮財政が継続していることなどから、民間設備投資、個人消費ともに減少している。また、輸出も伸び悩んでいる。こうしたもとで、生産は減少している。ただし、企業や家計のマインドは、金融市場が落ち着いていることなどもあって、一段の悪化には歯止めがかかりつつある。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、エネルギー価格の動向を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比は、幾分低下している。この間、英国経済は、停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定化しつつある。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。また、固定資産投資も、インフラ投資や不動産投資の増加から、増勢の鈍化に歯止めがかかっている。輸出も、一進一退の動きの中で、安定化の兆しが窺われる。こうした内外需要のもとで、生産も安定化しつつある。N I E s、A S E A N 経済は、基調として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出や生産は、安定化の兆しもみられるが、企業マインドが依然として慎重なもとで、設備投資はN I E s を中心に伸び悩んでいる。この間、個人消費はA S E A N を中心に底堅く推移している。物価面をみると、これらの国・地域の一部では、タイトな労働需給を背景に賃金の上昇が持続するもとで、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状

態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題について、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムなど各種の安全弁が整備されるもとで、欧州中央銀行の3年物資金供給オペの期限前返済額が市場の予想を上回ったことや、米国において、年初の「財政の崖」回避に続き、連邦債務上限の適用を一時見送る法案が可決されたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退してきている。欧州周縁国の国債利回りは、ひと頃に比べはっきりと切り下がった水準で、概ね安定している一方、米国やドイツの金利は上昇している。この間、米国の株価は上昇し、欧州の株価は小幅下落している。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは、低格付け債を中心に基調として縮小しているほか、ハイ・イールド債の発行が増加している。欧州系金融機関の資金調達環境は、落ち着いた状態が続いている。ユーロのターム物金利の対OISスプレッドも、低水準で横ばいの動きが続いている。この間、新興国・資源国の金融市場をみると、投資ファンド等を通じた資金流入に動意がみられるもとで、株価は高値で横ばい圏内の動きとなっているほか、通貨は、やや長い目でみれば、緩やかな増価基調にある。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、引き続き減少しているものの、そのペースは緩やかになってきている。実質輸出は、四半期でみると、7～9月に大幅減少となったあと、10～12月も減少を続けたが、月次でみると、11月はごく僅かながら7か月振りの増加となり、12月も微減にとどまっている。先行きについては、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、下げ止まりから持ち直しに転じていくと考えられる。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、7～9月にはっきりと増加したあと、10～11月の7～9月対比も増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額は、4～6月に大幅に増加したあと、その後は、月々の振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きとなっている。先行きの公共投資は、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられる。ただし、建設業の人手不足など供給サイドのボトルネックの影響を受けて、実際の執行ペースが緩やかなものにとどまる可能性がある点については、引き続き注意が必要である。

設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業で減少しており、全体として弱めとなっている。機械受注は、製造業の落ち込みから弱めに推移してきたが、足もとでは下げ止まりの兆しがみられている。建築着工床面積は、10～12月まで4四半期連続で増加を続けた。設備投資の先行きについては、当面製造業を中心に弱さが残るものの、その後は、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いており、労働需給面における改善の動きもなお頭打ちの状態にある。

個人消費は、底堅さを維持しており、乗用車購入における需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響も剥落している。軽自動車を含む乗用車の新車登録台数は、10月にかけて大きく落ち込んだあと、11月以降は持ち直しを続けており、1月には新車投入効果もあってエコカー補助金終了直前の水準を回復している。また、全国百貨店や全国スーパーの売上高は、均してみれば底堅く推移している。先行きの個人消費は、基調的には底堅く推移していくと考えられる。

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

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、下げ止まりつつある。4～6月以降、2四半期連続で減少したあと、10～12月も引き続き減少している。もっとも、前月比でみると、10月に4か月振りに増加となったあと、11月は減少したものの、12月には再び増加している。先行きについては、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移するもとの、輸出の改善に合わせて、次第に持ち直していくと考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、1～3月の鉱工業生産は、輸送機械が明確な増加に転じるほか、一般機械の減少幅が縮小していくとみられることから、全体としては下げ止まると考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、強含んでいる。国内企業物価を3か月前比でみると、為替相場の動きを反映して緩やかに上昇している。先行きは、当面、上昇を続けるとみられる。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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場の発行環境をみると、一部で業績悪化等から社債発行の困難化やCPの発行スプレッドの拡大を余儀なくされる企業がみられるものの、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラス幅が幾分拡大している。社債残高の前年比はプラス、CP残高の前年比は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。マネーストックの前年比は、2%台後半のプラスとなっている。この間、市場参加者の中長期的な予想物価上昇率は、幾分上昇している。

### ・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、今後の展開に引き続き注意していく必要はあるが、欧州債務問題について、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムなど各種の安全弁が整備されるもとで、欧州中央銀行の3年物資金供給オペの期限前返済額が市場の予想を上回ったことや、米国において、年初の「財政の崖」回避に続き、連邦債務上限の適用を一時見送る法案が可決されたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退してきているとの認識で一致した。何人かの委員は、投資家のリスク回避姿勢の後退について、テイル・リスクの後退を背景としたポジティブな動きである一方、実体経済の動向や構造的な取り組みの進捗状況に市場の動きが先行している面があり、巻き戻しが起こる可能性には注意が必要であると指摘した。このうち一人の委員は、欧州において国民の改革疲れから財政健全化に向けた取り組みが巻き戻されたりすると、投資家のリスク回避姿勢が再び強まる可能性があり、その場合には、投資ファンドを通じた新興国向けの資金流入が逆流を始めるなど、金融システムを不安定化させるリスクがあるため、その動向を注視していると付け加え

た。

海外経済について、委員は、欧州経済が引き続き緩やかに後退しているなど、全体としてみれば減速した状態が続いているが、米国や中国経済を中心に持ち直しに向けた動きもみられているとの見方で一致した。ある委員は、輸出受注PMIや貨物取扱量は、幅広い地域で貿易活動が持ち直しつつあることを示唆していると指摘した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、家計部門が底堅く推移している中、企業部門でも持ち直しの兆しが窺われるなど、基調として緩やかな回復が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、企業マインドの悪化に歯止めがかかっていることを背景に、設備投資に持ち直しの動きがみられると指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。複数の委員は、やや長い目でみれば、シェール革命が企業部門を中心にプラスの効果をもたらすことが期待されると付け加えた。一方、何人かの委員は、今後、社会保障税減税の失効などの影響により、景気回復のタイミングが後ずれしないか注視していると述べた。一人の委員は、雇用情勢が比較的安定していることから、個人消費が失速する可能性は低いものの、長引く景気低迷の中で中長期的な成長期待が低下している可能性や、足もとの長期金利の上昇が堅調な住宅投資や自動車販売に与える影響が懸念されると述べた。別の委員は、雇用動向がラグを伴うことを勘案すると、今後の米国の雇用動向には10~12月の弱めの景気が反映される可能性があるとして述べた。この委員は、現在の米国経済では、実質成長率、潜在成長率、賃金上昇率、労働生産性上昇率がいずれも低位で安定していることを指摘した。そのうえで、ここから実質成長率が少しでも上昇すれば、失業率が低下し、インフレ率が上昇するため、FRBの金融政策の転換時期は早まる可能性がある一方、労働生産性上昇率や労働参加率が上昇すると、失業率の低下とインフレ率の上昇が遅れるため、金融政策の転換時期は後ずれする可能性もあり、判断が難しい局面であると述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに後退しているとの認識を共有した。一人の委員は、企業の景況感が低水準ながら上昇するなど、企業部門のさらなる悪化は回避されていると指摘した。複数の委員は、流動性懸念が後退するなど、金融システムの面でも総じて落

ち着いていると指摘した。先行きについて、委員は、当面、周縁国を中心に緊縮的な財政運営が続くことから、全体として回復の勢いが乏しい状態が続く可能性が高いとの見方を共有した。ある委員は、スペインの住宅価格にはまだ調整余地があり、景気後退の長期化や金融システム懸念の高まりにつながることはないかと注視していると述べた。

中国経済について、委員は、減速した状態が続いてきたが、安定化しつつあるとの認識を共有した。ある委員は、インフラ投資や小売売上げが増加傾向にあり、内需は全体として底堅いほか、輸出は春節の影響を考慮しても安定化しつつあると指摘した。別の委員は、輸出などに明るい兆しがみられるほか、企業マインドも緩やかな改善基調にあると指摘した。先行きについて、委員は、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、財政出動について政府が慎重姿勢を維持していることから、中国経済の回復は加速感を欠いた状態が続く可能性があること、また、経営効率の低い国有企業を温存していることが潜在成長率の下押し要因となり得ることを指摘した。別の委員は、足もとの景気回復は地方政府のインフラ投資と不動産投資に依存しており、その持続性には疑問が残ると付け加えた。さらに一人の委員は、中国経済が安定成長へ円滑に移行するには、投資効率の改善や高付加価値産業への転換が必要であると述べた。

N I E s、A S E A N経済について、委員は、基調として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いているとの認識で一致した。先行きについて、ある委員は、中国経済や米国経済が持ち直すもと、輸出を中心に安定していくとの見方を示した。

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。

わが国の景気について、委員は、輸出の減少ペースが緩やかになってきており、鉱工業生産が下げ止まりつつあるなど、全体としても下げ止まりつつあるとの見方で一致した。また、景気全体として、1月の中間評価の見通しに概ね沿って推移しているとの認識を共有した。大方の委員は、最近の明るい動きとして、エコカー補助金終了の反動や日中関係の影響といった一時的な要因が剥落・減衰していること、海外経済を巡る不確実性が低下していること、円安・株高を背景に企業・家計のマインドが改善していることを指摘した。このうち複数の委員は、こうした前向きな動きが腰折れしないよう、注意を払っていく必要があると付け加えた。何人かの委員は、自動車関連輸出は、米

国向けが増加に復しており、中国向けも概ね下げ止まっていること、個人消費は、旅行や外食などサービス消費が底堅さを維持していること、設備投資は引き続き弱めとなっているが、機械受注に下げ止まりの兆しがみられることを指摘した。雇用・所得環境について、委員は、依然として厳しい状態が続いているとの認識で一致した。一人の委員は、医療・介護分野で女性の雇用者数がリーマン・ショック前の水準を上回っていたり、パート労働者数が増加を続けているなど、雇用・所得環境の改善に向けた動きもみられていると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。その背景として、何人かの委員は、外部環境の好転とともに輸出が相応に持ち直すことや、輸出が持ち直すもとで鉱工業生産も緩やかな持ち直しに転じることに加え、補正予算の執行による景気浮揚効果や、足もとにかけての円安・株高が企業収益の改善や資産効果を通じて实体经济に好影響をもたらすことを指摘した。これらの委員は、持ち直しの動きは年央にかけてははっきりしてくると付け加えた。一方、ある委員は、鉱工業生産の持ち直しの動きについて、輸出の減少傾向に明確な歯止めがかかった状況にはなく、その持続性にはなお懸念があるとコメントした。別の一人の委員は、わが国企業の商品競争力の低下や海外進出企業の現地調達の進展により、海外経済や為替相場の変化に応じて輸出が変化する度合いが小さくなっている可能性を指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。物価の先行きについて、複数の委員は、大手スーパーの低価格戦略が物価動向に及ぼす影響には引き続き注意していく必要があると述べた。このうち一人の委員は、輸入物価上昇分の価格転嫁が進捗していくのか注視していると付け加えた。消費者物価の前年比が前年の反動から一時的にマイナスとなることについて、何人かの委員は、足もとの円安方向の動きやガソリン価格の上昇の影響から、消費者物価の前年比マイナス幅は当初想定していた0.5%よりも小幅にとどまる可能性が高いと述べた。

物価上昇のメカニズムについて、委員は、海外経済の回復を背景とした国内経済の緩やかな回復から需給ギャップが徐々に縮小するも

とで、物価上昇率が高まっていくとの認識を改めて共有した。また、その先も経済が持続的に改善していけば、企業や家計の成長期待が高まり、現実の物価上昇率や予想物価上昇率をさらに高めることにつながっていくとの見方で一致した。一人の委員は、これまで企業のコスト削減、デフレ、円高という循環が続いてきたが、今後、新興国の賃金上昇や円安方向の動きを背景に輸出企業のコスト削減圧力が弱まっていくのであれば、賃金の上昇を伴い物価が2%に向かって上昇していくことを展望しやすくなると指摘した。何人かの委員は、予想物価上昇率が上がっていく中でも、日本銀行が強力な金融緩和を続けていくことは、緩和効果が強まっていくことを意味すると述べた。何人かの委員は、物価上昇率が持続的に高まっていくには、一時的な景気の浮揚だけでは不十分であり、持続的な成長を実現するため、成長力強化に向けた取り組みが必要であると付け加えた。多くの委員は、物価と賃金には密接な関係があるとしたうえで、賃金が先行して上昇すると企業収益が圧迫され、物価が先行して上昇すると家計の購買力が低下し、いずれも持続的な成長が阻害されてしまうため、両者がバランス良く改善することが必要であると述べた。この点、何人かの委員は、デフレ脱却との関連で賃金が広く一般に議論されるようになったことは注目すべき変化であるとコメントした。このうち複数の委員は、これまでの労働政策は雇用に関する議論が中心であり、正規・非正規労働者間の賃金格差など、賃金の在り方を見直さなければ、今後も賃金の上昇は容易ではないと付け加えた。一人の委員は、賃金が上昇するには雇用慣行や労働法制の見直しも必要ではないかと指摘した。別の委員は、生産年齢人口が減少している欧州の事例も含め、賃金、物価、競争力の関係について、より理解を深めていく必要があると付け加えた。何人かの委員は、いずれにせよ、物価が上がっていく道筋について、対外的にしっかりと説明していく必要があると述べた。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの見解で一致した。ある委員は、中長期的な予想インフレ率の上昇ペースが遅れるリスクを指摘した。一人の委員は、金融面での不均衡の観点からは、金融機関が多額に保有している国債の金利リスクについて注意深く点検していく必要があると述べた。別の委員は、長期金利が歴史的な低水準にあることを踏まえると、長期金利の反転リスクに注意する必要があるが、そうしたリス

クをしっかりと抑制していくうえでは、財政規律に対する信認を維持していくことが重要であると付け加えた。

## 2 . 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。一人の委員は、足もとにかけて、金利に一段と低下圧力がかかっているほか、株価が上昇し、為替も円安方向で推移していることから、広い意味での金融環境はさらに緩和的となっていると述べた。

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、ターム物も含め、きわめて安定しているとの見方で一致した。委員は、金融機関の貸出金利は低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りなどに関する指標は 2000 年以降の平均を上回る水準で改善した状態が続いているとの認識を共有した。C P ・社債市場の発行環境について、委員は、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。

### ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

資産買入等の基金の運営について、委員は、12月および1月の決定に基づき、足もと 67兆円台となっている残高を本年末には 101兆円程度まで積み上げ、それ以降は期限を定めず、毎月、長期国債 2兆円程度を含む 13兆円程度の資産買入れを続けていくことが適当との見解で一致した。何人かの委員は、先行きの経済・物価見通しやリスク要因を点検のうえ、金融政策の効果や波及を見極めながら、その時々において、もっとも望ましいと判断する政策を講じていくことになる」と述べた。

年明け以降、応札額が未達となるいわゆる「札割れ」が固定金利オペで頻発していることについて、多くの委員は、基金の残高を積み上

げていく過程で、資金の余剰感が強まり、札割れが発生しやすくなることは予想していたことであると述べた。そのうえで、これらの委員は、札割れの発生自体は強力な金融緩和が市場に浸透していることのひとつの表れであるとしても、基金の残高を予定通り積み上げられるよう、金融調節部署は引き続き、資金供給期間の柔軟な設定など、オペ運営面での工夫を講じていく必要があるとの認識を示した。ある委員は、6月以降、貸出増加を支援するための資金供給が実施されると、固定金利オペの需要が一段と低下する可能性があるとの指摘した。多くの委員は、今後、固定金利オペから短期国債の買入れへの振り替えなどを検討することもあり得るとしたうえで、足もとの金融機関の固定金利オペへの消極的な応札姿勢については、資金の余剰感だけでなく、補完当座預金制度の適用利率の引き下げに関する思惑なども影響しているため、今しばらく金融機関の応札状況をみていくことが必要であると述べた。

基金における長期国債の買入れについて、複数の委員は、金融機関の間で国債の売却を控える動きが広がっており、今後買入れを進める中で、買入れレートがさらに低下する可能性があるとの見方を示した。このうち一人の委員は、国債利回りの一段と低い水準が定着した場合、金融機関収益への悪影響を通じて、金融面から経済に働きかける力がかえって低下する可能性があるとの指摘したうえで、こうした金利動向が為替など他市場に間接的に及ぼす影響を注視していると述べた。別の一人の委員は、市場の実勢レートよりも極端に低いレートでの買入れを行わないよう、金融調節部署が買入れ方法を適宜見直すことが必要との認識を示した。これに対し、一人の委員は、買入れレートが入札で決まる以上、それが市場の実勢レートから乖離しているかを識別することは困難であるとコメントした。

当面の金融政策運営について、委員は、「物価安定の目標」のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指すこと、その際、金融政策の効果波及には、相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していくことを確認した。一人の委員は、1%の「当面の物価安定の目途」から2%の「物価安定の目標」に変更した分、テイラー・ルールからみた政策金利水準は相対的に引き締まり的になっているとの指摘したうえで、強力な金融緩和をしっかりと進めていく必要があると述べた。

委員は、先行き経済が持続的に改善していけば、企業や家計の成長期待が高まり、物価上昇率をさらに高めることにつながっていく、日本銀行が強力な金融緩和を推進するのと並行して、幅広い主体による成長力強化に向けた取り組みが進展し、企業や家計による緩和的な金融環境の活用が進んでいけば、金融緩和の効果は一層強まる、政府と日本銀行との政策連携は、そうした好循環を支えていく、といった認識を共有した。何人かの委員は、市場参加者は、「物価安定の目標」の実現可能性を十分にイメージできておらず、この点について丁寧に情報発信を行っていくことは、日本銀行の金融政策運営に対する信認を確保するとともに、金融政策の波及効果を高めるうえでもきわめて重要であるとの認識を示した。これらの委員は、目先、消費者物価の前年比が前年の反動から一時的にマイナスとなることについて、基調的な動きではなく、あくまで一時的な動きに過ぎないことをしっかりと対外説明していく必要があるとコメントした。このうち一人の委員は、持続的な物価の安定を実現するには、需給ギャップの改善のみならず、生産性の上昇など成長力の強化が重要であり、この点について政府や国民と理解を共有していく必要があると付け加えた。別の委員は、情報発信の観点からは、対外公表文のキーワードを強調してメッセージ性を高める工夫をするなど、説明の分かりやすさにも一層配慮していくべきと述べた。

今後、追加緩和が必要となった場合の選択肢として、何人かの委員は、補完当座預金制度の適用利率（付利）を引き下げること、長期国債買入れにおいて残存年限のより長い国債を対象とすること、リスク資産の買入れを増額すること、に言及した。付利引き下げについて、複数の委員は、ベネフィットとコストを慎重に検討すべきと述べた。長期国債買入れについて、何人かの委員は、買入れ対象年限の需給が今後さらにタイト化していく可能性を考えると、基金の積み上げを進めていくためには、残存年限のより長い国債を対象とする判断を行うこともあり得ると述べた。このうち複数の委員は、長期国債買入れにおいて残存年限のより長い国債を対象とする場合、効果と副作用を十分に検討する必要があるが、分かりやすさなどの点では、基金における長期国債買入れと金融調節上の観点から行っている国債買入れを統合することも選択肢になり得ると述べた。そのうちの一人の委員は、両者を統合する場合には、銀行券ルールの扱いをどうするかという論点が生じるが、仮に銀行券ルールを見直す場合には、政府が財政健全化について市場の信認を確保していることが重要である

と付け加えた。リスク資産の買入れ増額について、複数の委員は、日本銀行が買入れた資産から損失が生じた場合に、政府に損失を分担してもらう可能性は考えられないか、との問題意識を述べた。

金融資産の買入れと実質的なゼロ金利政策とを継続することにより、強力に金融緩和を推進する期間について、一人の委員は、実質的なゼロ金利政策については、将来の短期金利に関する市場の予想に働きかけるオーソドックスな緩和強化策であり、消費者物価の前年比上昇率2%が見通せるようになるまで継続して一段と強い意思を示すことが適当との見解を示した。そのうえで、この委員は、金融緩和が行き過ぎるとインフレ率の過度なオーバーシュートや、信用拡大を伴う資産バブルなどの懸念は生じ得るが、それらは金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検することにより、適切に対処可能と考えていると付け加えた。こうした見解に対し、何人かの委員は、今後の経済・物価情勢については不確実性が高く、先行きの金融政策運営に関するガイダンスはこの不確実性の高さを十分踏まえたものとする必要があると述べた。また、一人の委員は、前回導入したコミットメントは、金融政策の透明性の観点から見直す余地があるとしたうえで、まずは消費者物価の前年比上昇率1%の実現に向けて資産買入れを行い、その先は2%が視野に入るまで緩和的な金融環境を維持するという、2段階で考えていくことが適当であると述べた。別の一人の委員は、期限を定めない資産買入れ方式を直ちに導入し、見通し期間を1年延長したうえで、物価上昇率にかかる政策委員の見通しの中央値が1%台半ばを超えるまで、実質的なゼロ金利政策と資産買入れを継続することを明示することも一案であるとした。これらの委員は、今回の会合では問題意識の提示にとどめ、大勢意見に従いたいと述べた。こうした議論を経て、金融資産の買入れと実質的なゼロ金利政策の継続期間について、多くの委員は、「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指し、それぞれ必要と判断される時点まで、とすることが適当との見解を示した。

## ・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 わが国の経済は弱い動きとなっているが、一部に下げ止まりの兆しもみられており、また最近では景気回復の期待を先取りするかたちで株価等も回復し始めている。今後とも、為替市場の動向につい

て引き続き注視をするとともに、こうした改善の兆しを適切な政策対応によって景気回復につなげていくことが重要である。

1 政府は、「三本の矢」で、長引く円高・デフレ不況から脱却し、雇用や所得の拡大を目指している。既にその第1弾として、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめるとともに、これに沿った「平成24年度補正予算」を国会に提出した。また15か月予算の考え方のもと、「平成25年度予算」を編成した。「平成25年度予算」は、財政状況の悪化を防ぐために、予算の中身を見直して重点化し、公債発行額をできる限り抑制しつつ編成している。日本経済再生に向けた切れ目のない政策対応に全力で取り組んでいく。

1 1月22日に、政府・日本銀行の共同声明を取りまとめた。政府としても、共同声明にあるとおり、機動的な財政政策や成長力強化などの取り組みをしっかりと進めていくが、日本銀行による大胆な金融政策は、デフレ予想の払拭等が期待され、「三本の矢」の中でもとりわけ重要である。共同声明に即して、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することが重要である。日本銀行において、責任を持って大胆な金融緩和を推進して頂きたい。

1 物価上昇率は依然としてゼロ近傍にとどまっている。前回の決定会合で示された見通しにおいても、目標達成に向けた道筋は未だ描けていない。日本銀行におかれては、こうした状況を十分認識のうえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現できるよう、不退転の決意を持って、積極・果断な金融政策運営をお願いしたい。

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 わが国の景気は弱い動きとなっているが、一部に下げ止まりの兆しもみられる。10～12月の実質成長率は3四半期連続の前期比マイナスとなったが、マイナス幅は縮小した。今後は、当面弱さが残るものの、輸出環境の改善や金融緩和、経済対策の効果などを背景に、再び景気回復へ向かうことが期待される。政府経済見通しでは、2013年度の実質成長率は+2.5%程度、名目成長率は+2.7%程度、消費者物価上昇率は+0.5%程度と見込むが、海外経済を巡る不確実性、為替市場の動向、電力供給の制約等に留意する必要がある。

1 政府は、大胆な金融政策、機動的な財政政策、成長戦略という「三本の矢」により、雇用や所得の増加を伴う景気回復を目指す。先月、立ち上げた産業競争力会議と規制改革会議において、競争力と成長

力の強化に向けた取り組みを具体化していく。また、財政運営に対する信認を確保する観点から、2015年度までに国・地方のプライマリー・バランス赤字の対GDP比を2010年度の水準から半減し、2020年度までに黒字化するとの財政健全化目標の実現を目指す。

- 1 共同声明にあるように、2%の「物価安定の目標」を、日本銀行においてできるだけ早期に実現して頂きたい。デフレにより実質金利の高止まり等が生じている現在のわが国の状況では、財政政策の民間経済への波及効果も成長戦略による経済活性化効果も限定的となる惧れがある。この点で、日本銀行の取り組みはきわめて重要である。2%への道筋を念頭に置いた大胆な金融緩和を強く期待する。また、先月の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議において、総理から「目標達成に向けた道筋をしっかりと描いて欲しい」との発言があった。本日も議論があったが、次回の諮問会議の集中審議では、総理の発言を踏まえた対応をお願いする。

## 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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

#### ． 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」のもと、一段と強力に金融緩和を推進するため、別途、実質的なゼロ金利政策について継続期間を設けることが適当との見解を示し、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。

##### 1．宮尾委員案

宮尾委員からは、多数意見の公表文案について、先行きの政策運営方針に関する記述を以下の記述に差し替えた議案が提出され、採決に付された。

「日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策についてはそれが見通せるようになるまで、金融資産の買入れ等の措置については必要と判断される時点まで、それぞれ継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく。」

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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、木内委員

##### 2．議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

・ 議事要旨の承認

議事要旨（1月21、22日開催分）が全員一致で承認され、2月19日に公表することとされた。

以 上

### 当面の金融政策運営について

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

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

2．海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている。国際金融資本市場については、今後の展開を引き続き注意していく必要があるが、投資家のリスク回避姿勢は後退してきている。

3．わが国の景気は、下げ止まりつつある。輸出は、海外経済の状況などから、引き続き減少しているものの、そのペースは緩やかになってきている。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、全体として弱めとなっている。一方、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、底堅さを維持しており、乗用車購入における需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響も剥落している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、下げ止まりつつある。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、概ねゼロ%となっている。

4．先行きのわが国経済については、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。

5．リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

6．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するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、持続可能な物価の安定の実現を目指している。

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%としている。

日本銀行は、上記の物価安定の目標のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、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かどうかを確認していく。

日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する<sup>(注)</sup>。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく。

以 上

---

<sup>(注)</sup> 宮尾委員より、実質的なゼロ金利政策については、物価安定の目標の実現が見通せるようになるまで継続するとの議案が提出され、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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員）。

( 25 年 3 月 6 、 7 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2013 年 3 月 6 日 (14:00 ~ 16:38)  
3 月 7 日 ( 9:00 ~ 12:19)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	宮尾龍蔵	( 審議委員 )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )
	佐藤健裕	( " )
	木内登英	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 ( 6 日 )
	山口俊一	財務副大臣 ( 7 日 )
内閣府	石井裕晶	政策統括官 ( 経済財政運営担当 ) ( 6 日 )
	松山健士	内閣府審議官 ( 7 日 )

( 執行部からの報告者 )

理事	中曾 宏
理事	木下 信行
理事	門間一夫
企画局長	内田真一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会企画役	福永憲高
政策委員会企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	菅野浩之 ( 7 日 9:00 ~ 9:07 )
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	須合智広

## ．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（2013年2月13、14日）で決定された方針<sup>（注）</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。

資産買入等の基金の運営状況を見ると、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、短期金融市場における資金余剰感が強いもとで、期間の短い資金供給を行うことにより、札割れの回避に努めている。短期国債買入れ、長期国債買入れについては、落札決定レートが0.1%を下回る水準で推移している。社債買入れでは札割れが発生し、直近分では落札決定レートがゼロ%まで低下している。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で安定的に推移している。G Cレポレートは、0.1%程度で推移してきたが、足もとでは0.1%を下回っている。ターム物金利を見ると、短国レートは、長めのゾーンを含め、小幅に低下している。長めのターム物の銀行間取引金利は、ごく小幅に低下している。

長期金利についてみると、2年債利回りは、横ばい圏内で推移している。5年債および10年債の利回りは、投資家需要が強まる中、金融緩和期待もあって、低下している。株価（日経平均株価）は、為替の円安進行が一服する中でも、上昇している。R E I T価格も、上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、業績悪化懸念から拡大した状態が続いている先がみられているものの、これ以外の先では、引き続き投資家の底堅い需要を背景に、総じて低位横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、昨年11月以降の円安進行が一服するかたちで、振れを伴いながらも概ね横ばい圏内で推移している。

---

（注）「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

海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている。

米国経済は、底堅さを増しつつ、緩やかな回復基調を続けている。輸出はなお伸び悩んでいるが、ひと頃慎重化していた企業マインドが幾分改善する中、設備投資には持ち直しの兆しが窺われる。個人消費は、社会保障税減税打ち切りの影響がみられているものの、雇用情勢が改善傾向を辿るもとで、基調としてみれば、緩やかに増加している。住宅投資についても、低水準ながら持ち直しの動きが明確になっている。こうしたもとで、生産は増加基調に復しつつある。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比マイナス転化を主因に、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、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済は、緩やかに後退している。緊縮財政が継続していることなどから、民間設備投資、個人消費ともに減少している。また、輸出も伸び悩んでいる。こうしたもとで、生産は減少している。もっとも、企業や家計のマインドをみると、国ごとのバラツキはあるものの、全体として一段の悪化には歯止めがかかりつつある。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用している中、エネルギー価格の動向を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比は低下している。この間、英国経済は、停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定化しつつある。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。また、固定資産投資も、インフラ投資や不動産投資の増加から、増勢の鈍化に歯止めがかかっている。輸出も、一進一退の動きの中で、底入れの兆しが窺われる。こうした内外需要のもとで、生産も安定化しつつある。N I E s、A S E A N経済は、基調として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出や生産には、安定化の兆しもみられるが、企業マインドが依然として慎重なもとで、設備投資はN I E sを中心に伸び悩んでいる。この間、個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、消費者心理の改善基調が続くA S E A Nを中心に、底堅く推移している。物価面をみると、これらの国・地域の一部では、タイトな労働需給を背景に賃金の上昇が持続するもとで、物価上昇圧力は残存しているが、現状、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状

態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、イタリアの政治情勢などを巡って不透明感がやや高まる局面もみられたものの、総じてみれば、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムといった各種の安全弁が整備されるなど、欧州債務問題への取り組みに一定の前進がみられてきたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にある。こうしたもとで、欧州周縁国の国債利回りは、一頃に比べはっきり切り下がった水準で概ね安定している。米国やドイツの金利は、金融緩和継続期待などから、低下している。この間、米国の株価は、最高値を更新する動きとなったほか、欧州の株価は概ね横ばいとなっている。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは、総じて横ばい圏内で推移しているほか、ハイ・イールド債の発行も引き続きしっかりしている。欧州系金融機関の資金調達環境は、落ち着いた状態が続いている。ユーロのターム物金利の対OISスプレッドも、低水準で横ばいの動きが続いている。この間、新興国・資源国の金融市場をみると、投資ファンド等を通じた資金流入は継続しつつも縮小しているもと、株価や通貨は幾分軟化しているが、なお高値圏にある。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、下げ止まりつつある。実質輸出は、10～12月まで2四半期連続で減少したあと、1月の10～12月対比は増加した。先行きについては、海外経済が減速した状態から次第に脱していくことなどを背景に、持ち直しに転じていくと考えられる。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、7～9月まで3四半期連続で増加したあと、10～12月も増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額は、4～6月に大幅に増加したあとは、月々の振れは大きいですが、均してみれば横ばい圏内の動きとなっている。先行きの公共投資は、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられる。ただし、建設業の人手不足など供給サイドのボトルネックの影響を受けて、実際の執行ペースが緩やかなものにとどまる可能性がある点については、引き続き注意が必要である。

設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、既往の輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業で減少しており、全体として弱

めとなっている。機械受注は、製造業の落ち込みから弱めに推移してきたが、足もとでは下げ止まりの兆しがみられている。建築着工床面積は、10～12月まで4四半期連続で増加を続けたあと、その反動から1月の10～12月対比は減少した。設備投資の先行きについては、当面製造業を中心に弱さが残るものの、その後は、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、労働需給面で、再び改善に向かう動きがみられている。

個人消費は底堅く推移している。軽自動車を含む乗用車の新車登録台数は、10月にかけて大きく落ち込んだあと、11月以降は持ち直し傾向を続けており、1～2月には新車投入効果もあってエコカー補助金終了直前の水準を回復している。また、全国百貨店売上高など小売店販売は、総じて底堅く推移している。先行きの個人消費は、消費者マインドの改善などから、引き続き底堅く推移していくと考えられる。ただし、当面は、所得の弱さが下押し要因として残る可能性がある。

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

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、下げ止まっている。鉱工業生産は、10～12月まで3四半期連続で減少したあと、1月の10～12月対比は増加した。先行きについては、海外経済が減速した状態から次第に脱していくもとで、内外需要の動向を反映して、持ち直ししていくと考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、1～3月の鉱工業生産は、概ね横ばいになるとみられる。4～6月については、なお不確実性は大きいですが、海外経済の緩やかな回復などを受けて、持ち直ししていくとの感触である。

物価面をみると、国際商品市況は、一頃に比べ高めの水準で推移している。国内企業物価を3か月前比で見ると、為替相場の動きを反映して緩やかに上昇している。先行きは、当面、上昇を続けるとみられる。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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コ

ストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。ＣＰ・社債市場の発行環境をみると、一部で業績悪化等から社債発行の困難化やＣＰの発行スプレッドの拡大を余儀なくされる企業がみられるものの、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラス幅が幾分拡大している。ＣＰ・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている。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。マネーストックの前年比は、２％台後半のプラスとなっている。この間、市場参加者の中長期的な予想物価上昇率は、幾分上昇している。

### (3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

3月7日に実行した「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、1,611億円の新規貸付となった。今回の貸付実行後の残高は32,352.5億円と引き続き3兆円を超えた。ＡＢＬ等特則分の残高は1,155.5億円、小口特則分の残高は61.67億円となった。米ドル特則分については、12.19億米ドルの新規貸付を実行し、残高は34.76億米ドルとなった。貸付を受けた金融機関による投融資の内訳をみると、海外向け投融資が中心となっている。

## ・資産買入等の基金によるETF等買入にかかる受託者選定基準の一部改正について

### 1. 執行部からの説明

資産買入等の基金の運営として行うETF（指数連動型上場投資信託受益権）およびJ-REIT（不動産投資法人投資口）の買入れについては、日本銀行が、信託銀行を受託者とする金銭の信託を行い、信託財産として買い入れる方式により実施している。受託者は、2010年11月の金融政策決定会合において決定された「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領に定める信託の受託者選定基本要領」（以下、「選定要領」）に基づき選定している。「選定要領」においては、受託者（再受託者）の信用力基準として、銀行法に基づく自己資本比率規制上の最低比率を採用している。

今般、バーゼル Ⅲ 導入に伴う国際統一基準行向けの自己資本比率規制に関する改正告示が、2013年3月31日から適用される予定であり、当該告示が適用されるタイミングに合わせ、「選定要領」中の信用力基準を一部改正することが適当と考えられる。そこで、受託者の信用力基準として、従来の自己資本比率にあたる総自己資本比率の最低比率（8%）に加え、普通株式等 Tier 1 比率の最低比率（4.5%）および Tier 1 比率の最低比率（6%）を設定するよう、「選定要領」の一部改正を行うこととし、適宜の方法で对外公表することとしたい。

## 2. 採決

上記を内容とする「『資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領に定める信託の受託者選定基本要領』の一部改正に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、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、イタリアの政治情勢などを巡って不透明感がやや高まる局面もみられたことなどを踏まえると、今後の展開については引き続き注意していく必要はあるが、総じてみれば、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムといった各種の安全弁が整備されるなど、欧州債務問題への取り組みに一定の前進がみられてきたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にあるとの認識で一致した。イタリアの選挙結果について、何人かの委員は、同国において財政・構造改革の先送りや巻き戻しにつながる可能性はないか、また、同様に緊縮財政で国民の不満が高まっている他の欧州諸国において、改革路線の後退につながる可能性はないか、注視していきたいと述べた。複数の委員は、歳出自動削減が発動された米国において、今後、債務上限問題など財政問題への取り組みに対する不透明感が高まるリスクには注意が必要であると指摘した。

海外経済について、委員は、欧州経済が引き続き緩やかに後退しているなど、全体としてみれば減速した状態が続いているが、米国や中国経済を中心に持ち直しに向けた動きもみられているとの見方で一

致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、家計部門が底堅く推移している中、企業部門でも持ち直しつつあるなど、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、企業マインドの悪化に歯止めがかかっていることを背景に、設備投資に持ち直しの動きがみられると指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。一人の委員は、シェールガス革命が、今後、製造業の回復を後押しするものとして期待できると述べた。一方、別の一人の委員は、長引く景気低迷の中で企業や家計の中長期的な成長期待が低下している可能性が高く、強い景気回復軌道には容易に戻らないのではないかと懸念しているとコメントした。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに後退しているとの認識を共有した。何人かの委員は、ドイツでは、輸出受注PMIやIFO景況感指数などが改善しており、企業部門に景況感改善の動きが窺われると指摘した。先行きについて、委員は、当面、周縁国を中心に緊縮的な財政運営が続くことから、全体として回復の勢いが乏しい状態が続く可能性が高いとの見方を共有した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定化しつつあるとの認識を共有した。複数の委員は、インフラ投資や小売売上高が増加しており、内需は全体として底堅いほか、輸出は安定化の兆しが窺われると指摘した。先行きについて、委員は、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、足もと信用拡大や不動産価格の上昇がみられており、こうした動きを警戒して、緩和的な金融・財政政策が修正される場合には、先行きの景気を抑制する懸念があると述べた。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、基調として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いているとの認識で一致した。先行きについて、ある委員は、底堅い個人消費が下支えするもとの、輸出が次第に持ち直していくにつれて、徐々に回復ペースは増していくとの見方を示した。

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。

わが国の景気について、委員は、輸出は下げ止まりつつあり、鉱工業生産が下げ止まっているなど、全体としても下げ止まっているとの見方で一致した。また、景気全体として、1月の中間評価の見通しに概ね沿って推移しているとの認識を共有した。最近の特徴点として、何人かの委員は、自動車関連輸出は、米国向けが増加に復しており、中国向けも概ね下げ止まっていること、円安・株高を背景に企業・家計のマインドが改善していること、設備投資は引き続き弱めとなっているが、法人企業統計や機械受注をみると下げ止まりの兆しがみられることを指摘した。雇用・所得環境について、委員は、厳しい状態が続いているが、労働需給面で、再び改善に向かう動きがみられているとの認識で一致した。一人の委員は、医療・福祉など非製造業を中心に新規求人数が増加してきており、女性とパート労働者を中心に雇用改善に向けた動きもみられていると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内で推移したあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。すなわち、何人かの委員は、外部環境の好転とともに輸出が相応に持ち直すことに加え、足もとにかけての円安・株高が企業収益の改善や企業・家計のマインド改善を通じて实体经济に好影響をもたらすことを指摘した。先行きの設備投資について、一人の委員は、企業行動に関するアンケート調査をみると、企業の設備投資意欲は維持されており、今後、過去数年間にわたり手控えられてきた投資がしっかりと出てくるかどうかみていきたいと述べた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。物価の先行きについて、複数の委員は、大手スーパーの低価格戦略が物価動向に及ぼす影響には引き続き注意していく必要があると述べた。消費者物価の前年比が前年の反動から一時的にマイナスとなることについて、複数の委員は、足もとの円安方向の動きやガソリン価格の上昇の影響から、目先の消費者物価の前年比はゼロ%前半のマイナスにとどまる可能性が高いと述べた。

物価上昇のメカニズムについて、委員は、海外経済の回復を背景とした国内経済の緩やかな回復から需給ギャップが徐々に縮小するもとの、物価上昇率が高まっていくとの認識を改めて共有した。また、

その先も経済が持続的に改善していくとの見通しが拡がれば、企業や家計の成長期待が高まり、現実の物価上昇率や予想物価上昇率を更に高めることにつながっていくとの見方で一致した。一人の委員は、実体経済が標準シナリオに沿って推移し、かつ円安が持続すれば、2013年度末に消費者物価の前年比が1%に達する可能性は小さくないとコメントした。ある委員は、インフレ率2%の達成時期について、3年以内、5年以内と回答する企業が、それぞれ全体の約3割を占めているというアンケート調査結果を紹介しつつ、新しい物価安定の目標とその実現可能性のイメージが企業部門にも相応に浸透しつつあるのではないかと指摘した。一人の委員は、過去の物価の動きをみると、日本の消費者は輸入コストの上昇の販売価格への転嫁には比較的寛容であり、今回の局面においても過去と同様に販売価格への転嫁が進むのかどうか、注目していると付け加えた。ある委員は、先行きの消費者物価をみるうえで、消費者物価指数の約2割を占める家賃の動向も重要であると指摘した。複数の委員は、デフレ脱却との関連で賃金が広く一般に議論されるようになったことは注目すべき変化であるとコメントした。このうちの一人の委員は、こうした賃金に関する問題意識の高まりは、日本経済がデフレから脱却していくために必要な方策を検討する契機となっており、今後、賃金だけでなく、様々な論点を巡り議論が喚起されることを期待したいと述べた。一人の委員は、業績好調企業において、足もと、給与増加の動きがみられることを指摘したうえで、企業の収益改善が賃金上昇につながっていけば、好循環を生み出し、物価上昇率を高めていくことになる述べた。別の一人の委員は、金融政策の範疇を超えると断ったうえで、物価上昇率の上昇につながるためには、一時的な所得増加のみならず、基本給の持続的な引き上げが期待できるような環境整備が必要であると指摘し、そのための雇用慣行に関する見直しの必要性に言及した。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの見解で一致した。何人かの委員は、米国経済について、今後、社会保障税減税の失効や歳出自動削減などにより、景気回復のタイミングが後ずれしないか注視していると述べた。一人の委員は、わが国企業の製品競争力の低下や海外進出企業の現地調達の進展により、海外経済や為替相場の変化に応じて輸出が変化する度合いが小さくなっている可能性を指摘した。ある委員は、中長期

的な予想インフレ率の上昇ペースが遅れるリスクには、引き続き注意が必要であると指摘した。

## 2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。一人の委員は、1%の「当面の物価安定の目途」から2%の「物価安定の目標」に変更した分、テイラー・ルールからみた政策金利水準は相対的に金融の緩和度合いが後退していると指摘した。

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、きわめて安定しており、ターム物金利は弱含んでいるとの見方で一致した。委員は、金融機関の貸出金利は低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りなどに関する指標は改善した状態が続いているとの認識を共有した。C P・社債市場の発行環境について、委員は、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、不動産価格の上昇期待が強まる中で、J - R E I Tによる資金調達は、活発化した状態が続いていると指摘した。

### ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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

当面の金融政策運営について、委員は、「物価安定の目標」のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指すこと、その際、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、経済の持続的成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していくとの認識を共有した。

資産買入等の基金の運営について、多くの委員は、現状は、12月および1月の決定に基づき、残高を本年末には101兆円程度まで積み上げ、それ以降は期限を定めず、毎月、長期国債2兆円程度を含む13

兆円程度の資産買入れを続けていくことが適当との見解を示した。固定金利オペの札割れが発生していることについて、何人かの委員は、資金供給期間の柔軟な設定など、金融調節部署によるオペ運営面での工夫の結果、固定金利オペの大きな札割れは何とか回避できていると述べた。この点に関連して、何人かの委員は、今後更に資金供給額が拡大していく中で、固定金利オペの残高積み上げはより困難化していくことが予想され、いずれは抜本的な対応が必要となる可能性が高いと述べた。このうちの一人の委員は、こうした抜本的な対応は、単なるオペ手法の技術的な見直しではなく、今後の追加緩和策と一体で検討していくべきであると付け加えた。

今後、追加緩和を行う場合の選択肢として、委員からは、補完当座預金制度の適用利率（付利）を引き下げること、長期国債買入れにおいて残存年限のより長い国債を対象とすること、リスク性資産の買入れを増額すること、などが挙げられた。付利引き下げについて、複数の委員は、ベネフィットとコストを慎重に検討すべきと述べた。長期国債買入れについて、何人かの委員は、期間の長い金利に直接働きかけ、イールドカーブを全体的に低下させるためにも、残存年限のより長い国債を買入れの対象とすることが選択肢になり得ると述べた。そのうえで、これらの委員は、今後、現在買入れを行っている残存期間3年までの長期国債の需給逼迫感が更に強まる可能性が高い状況下、こうした対応により、基金の積み上げを着実に進めていくことにもつながると付け加えた。ある委員は、長期国債買入れの残存年限を長期化する場合、現行では買入れの対象を残存期間3年までとしている説明との平仄をとる必要があると述べた。何人かの委員は、長期国債の買入れ方法を検討するに当たっては、中央銀行による大量の国債買入れが財政従属（fiscal dominance）ではないという信認を市場から得ることが重要であり、具体的な制度を設計する際には、こうした点に細心の注意を払う必要があると付け加えた。リスク性資産の買入れ増額について、ある委員は、日本銀行が買い入れた資産から損失が生じた場合に、政府に損失を分担してもらう可能性は考えられないか、との問題意識を述べた。

この間、一人の委員は、「物価安定の目標」の実現を目指して金融緩和を推進する日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、最近みられているわが国経済の改善の動きを金融面から更に後押しする観点から、長期国債の買入れ方法について、「期限を定めない買入れ方式」を速やかに導入し、「金融調節上の必要から行う国債買入れ」

と統合する、具体的には、買入れ対象は残存期間 30 年まで、買入れ方法は市場利回りを基準とする利回り較差方式に統一し、毎月の買入れ額を少なくとも 5 兆円程度まで増額してはどうか、と述べた。そのうえで、買い入れる国債の残存期間による区分や区分別の買入れ金額等については、執行部に検討を指示したいと付け加えた。これに対し、大方の委員は、様々な選択肢の一つであるとの認識を示しつつ、現状においては、これまでの運営方針を維持することが適当との考えを示した。このうちの複数の委員は、「基金の長期国債の買入れ」と「金融調節上の必要から行う国債買入れ」の統合は、包括緩和政策の枠組みのあり方自体に関わってくるため、なお検討すべき点があると述べた。複数の委員は、どの年限の国債を、どれだけ買入れていくのかという議論は、どの期間の金利に働きかけていくのかという金融政策の根幹に関わる問題であるため、執行部に検討させる問題ではなく、決定会合で決めるべき事項であると指摘した。複数の委員は、金融調節上の必要から買い入れる長期国債の保有について、銀行券の発行残高の範囲に収めることとしている、いわゆる銀行券ルールの扱いをどうするかという論点があると述べた。

金融資産の買入れと実質的なゼロ金利政策とを継続することにより、強力に金融緩和を推進する期間について、一人の委員は、前回会合に引き続き、実質的なゼロ金利政策は、将来の短期金利に関する市場の予想に働きかけるオーソドックスな緩和強化策であり、消費者物価の前年比上昇率 2 %が見通せるようになるまで継続して一段と強い意思を示すことが適当と述べた。この委員は、2 %目標の達成に向けて、経済・物価の道筋を明示すること、実際の経済・物価がそれに沿って改善していくこと、人々が当初の道筋を見通せるようになること、というプロセスの重要性を指摘し、こうした好循環のもとで、人々の短期的なインフレ予想、中長期的なインフレ率のアンカー、現実のインフレ率が、互いに強め合いながら上昇していくことになると付け加えた。こうした見解に対し、別の一人の委員は、今後の経済・物価情勢については不確実性が高いため、現時点で強いコミットメントをすることには効果が期待できないのではないかと、あるいは逆に金融面での大きな歪みを生じさせるリスクが高まるのではないかと述べた。また、ある委員は、前回会合と同様に、現在のコミットメントは、金融政策の透明性の観点から見直す余地があるとしたうえで、まずは消費者物価の前年比上昇率 1 %の実現に向けて資産買入れを行い、その先は 2 %が視野に入るまで緩和的な金融環境を維持するという、2 段

階で考えていくことが適当であると述べた。別のある委員は、見通し期間を1年延長したうえで、物価上昇率にかかる政策委員の見通しの中央値が1%台半ばを超えるまで、実質的なゼロ金利政策と資産買入れを継続することを明示することも一案であると、前回会合と同様の主張をした。これらの委員は、今回の会合では問題意識の提示にとどめ、大勢意見に従いたいと述べた。こうした議論を経て、金融資産の買入れと実質的なゼロ金利政策の継続期間について、多くの委員は、「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指し、それぞれ必要と判断される時点まで、とすることが適当との見解を示した。

基金の運営方法を含めた上記の様々な論点に対して、ある委員は、単に技術的な話としてとどめるのではなく、金融政策の体系、すなわち、包括緩和の枠組みとそのコンセプトを見直すタイミングが近づいているのではないかと付け加えた。

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、複数の委員は、2013年4月末に貸付受付期限を迎えることになっていることを指摘したうえで、今後の取り扱いについては、被災地における資金需要や金融機関の年度末の資金繰りの動向などを点検したうえで、決定することが適当であると述べた。

## ．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 最初に、今月でご退任される総裁および副総裁に対して一言感謝を申し上げたい。白川総裁をはじめとする現執行部は、デフレという困難な状況の中で、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力してこられた。在任期間中のこうしたご努力について改めて心から敬意を表したいと思う。
- 1 わが国の景気は、一部に弱さが残るものの、下げ止まっており、先行きについては、当面、一部に弱さが残るものの、輸出環境の改善などを背景に、次第に景気回復に向かうことが期待されている。最近では、景気回復の期待を先取りするかたちで、株価の回復等もみられており、こうした改善の兆しを適切な政策対応により、景気回復につなげていくことが重要である。
- 1 このため、政府としても、共同声明にあるように、機動的な財政政策、成長力強化、財政健全化などの取り組みを、しっかりと進め

ていく。2月26日に成立した平成24年度補正予算の速やかな執行を期すとともに、平成25年度予算、平成25年度税制改正を着実に実行に移していく。また、経済構造の変革を図る観点から、大胆な規制・制度改革を含む成長戦略を取りまとめる。更には、財政健全化目標を実現するため、年央を目途に中期財政計画を策定する。こうした切れ目のない政策対応に全力で取り組んでいく。

- 1 日本銀行による大胆な金融政策は、デフレ予想の払拭等も期待され、三本の矢の中でも特に重要である。共同声明に即し、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現して頂くことが重要である。
- 1 物価上昇率は依然としてゼロ%近傍にとどまっており、目標達成に向けた道筋は未だ描けていない。日本銀行におかれては、こうした状況を十分認識のうえ、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現できるように、不退転の決意をもって積極・果断な金融政策運営が必要である。3月20日に新体制が発足するが、引き続き、共同声明に則り、責任を持って大胆な金融緩和を推進して頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、一部に弱さが残るものの、下げ止まっている。先行きについては、当面、一部に弱さが残るものの、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果などを背景に、マインドの改善にも支えられ、次第に景気回復へ向かうことが期待される。ただし、海外景気の下振れが、引き続きわが国の景気を下押しするリスクとなっていることに注視が必要である。物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況が続いている。ただし、最近では、家計の先行きの物価予想に変化の兆しがみられ、また、企業マインドも好転しており、報酬を引き上げることとしている企業も一部にみられる。
- 1 政府は、2月26日に平成24年度補正予算が成立したことを受け、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」が早期かつ着実に成果を上げるよう、当面、原則として毎月、経済財政諮問会議において進捗管理を行うこととした。その際、一日も早く効果が発現するように努めること、ガラス張りの執行とし進捗状況を国民に分かりやすいかたちで示すこと、関係閣僚自らが施策の進捗を把握し指揮することとした。これにより、本対策の施策が景気回復と成長力強化に着実につながるよう、しっかりと取り組む。また、企業の収益力向上の成果が適切に労働者にも分配されることが重要である。このため、可能な限り報酬の引き上げを行って頂きたいと総理から産業界に

直接要請したほか、平成 25 年度税制改正では、給与等の支給を増加させた企業に対する法人税の税額控除の措置を新たに設けた。これらを通じて、雇用・所得の増加を伴う景気回復を目指していく。

- 1 政府・日本銀行の共同声明にあるように、2 % の物価安定目標を、日本銀行において、できるだけ早期に実現して頂きたい。デフレ状況にあるわが国において、日本銀行の取り組みはきわめて重要である。2 % への道筋を念頭に置いた大胆な金融緩和を強く期待する。
- 1 総裁、両副総裁におかれては、リーマン・ショックを含むこの 5 年の間、様々なご尽力を頂いた。改めて御礼を申し上げます。

## ．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、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

## 2. 「資産買入等の基金の運営として行う長期国債の買入れの見直し」に関する件

白井委員からは、資産買入等の基金の運営として行う長期国債の買入れについて、「期限を定めない買入れ方式」を現行方式での買入れ完了を待たずに導入する、買入れ対象および買入れ方式を「金融調節上の必要から行う国債の買入れ」と同様とする、「金融調節上の必要から行う国債の買入れ」の実施を一時的に停止し、この買入れ分を組み入れる、当分の間、毎月少なくとも5兆円程度の買入れを行う、買入れる国債の種類・残存期間による区分や区分別の買入れ金額等については、実務的な検討を行い、できるだけ速やかに成案を得るよう、執行部に対し指示する、との議案が提出され、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：白井委員

反対：白川委員、山口委員、西村委員、宮尾委員、森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

## 1. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」のもと、一段と強力に金融緩和を推進するため、別途、実質的なゼロ金利政策について継続期間を設けることが適当との見解を示し、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。

### 1. 宮尾委員案

宮尾委員からは、多数意見の公表文案について、先行きの政策運営方針に関する記述を以下の記述に差し替えた議案が提出され、採決に付された。

「日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策についてはそれが見通せるようになるまで、金融資産の買入れ等の措置については必要と判断される時点まで、それぞれ継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく。」

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、森本委員、白井委員、  
石田委員、佐藤委員、木内委員

#### 2 . 議長案

議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

#### ・議事要旨の承認

議事要旨（2月13、14日開催分）が全員一致で承認され、3月12日に公表することとされた。

以 上

当面の金融政策運営について

- 1．日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。  
無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。
- 2．海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている。国際金融資本市場については、今後の展開を引き続き注意していく必要があるが、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にある。
- 3．わが国の景気は、下げ止まっている。輸出は、海外経済の動きなどを背景に、下げ止まりつつある。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、全体として弱めとなっている。一方、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は下げ止まっている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ％となっている。
- 4．先行きのわが国経済については、当面横ばい圏内で推移したあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくことなどを背景に、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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ％近傍で推移するとみられる。
- 5．リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。
- 6．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するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、

持続可能な物価の安定の実現を目指している。

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%としている。

日本銀行は、上記の物価安定の目標のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、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かどうかを確認していく。

日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置<sup>(注1)</sup>を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する<sup>(注2)</sup>。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく。

以 上

---

(注1) 白井委員より、基金の長期国債の買入れについて、「期限を定めない買入れ方式」を速やかに導入し、「金融調節上の必要から行う国債買入れ」と統合する議案が提出され、反対多数で否決された(賛成: 白井委員、反対: 白川委員、山口委員、西村委員、宮尾委員、森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員)。

(注2) 宮尾委員より、実質的なゼロ金利政策については、物価安定の目標の実現が見通せるようになるまで継続するとの議案が提出され、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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員)。

## 「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」、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) 財務省・日本銀行「国際収支状況」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 7) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 8) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 9) 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 10) 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 11) 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 12) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 13) 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 14) 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 16) 日本銀行「企業物価指数」
- (図表 17) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 国土交通省「地価公示」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (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) ブルームバーグ社
- (図表 23) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 24) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (図表 25) 日本相互証券
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 東京証券取引所
- (図表 29) 日本銀行
- (図表 30) 国際決済銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 32) 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 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 36) 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 37) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 38) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 39) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 40) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 44) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」