

公表時間

3月17日（木）8時50分

2011.3.17

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

（2011年2月14、15日開催分）

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2011年3月14日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2011年2月14日(14:00～16:21)  
2月15日(9:01～12:32)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

|    |       |         |
|----|-------|---------|
| 議長 | 白川方明  | (総 裁)   |
|    | 山口廣秀  | (副 総 裁) |
|    | 西村清彦  | ( 〃 )   |
|    | 須田美矢子 | (審議委員)  |
|    | 野田忠男  | ( 〃 )   |
|    | 中村清次  | ( 〃 )   |
|    | 亀崎英敏  | ( 〃 )   |
|    | 宮尾龍蔵  | ( 〃 )   |
|    | 森本宜久  | ( 〃 )   |

4. 政府からの出席者：

|     |      |                       |
|-----|------|-----------------------|
| 財務省 | 木下康司 | 大臣官房総括審議官 (14日)       |
|     | 櫻井 充 | 財務副大臣 (15日)           |
| 内閣府 | 梅溪健児 | 政策統括官(経済財政運営担当) (14日) |
|     | 末松義規 | 内閣府副大臣 (15日)          |

(執行部からの報告者)

|             |       |
|-------------|-------|
| 理事          | 山本 謙三 |
| 理事          | 中曾 宏  |
| 理事          | 雨宮正佳  |
| 理事          | 木下信行  |
| 企画局長        | 櫛田誠希  |
| 企画局政策企画課長   | 加藤 毅  |
| 金融市場局長      | 外山晴之  |
| 調査統計局長      | 門間一夫  |
| 調査統計局経済調査課長 | 関根敏隆  |
| 国際局長        | 大野英昭  |

(事務局)

|           |      |
|-----------|------|
| 政策委員会室長   | 飯野裕二 |
| 政策委員会室企画役 | 橘 朋廣 |
| 企画局企画役    | 奥野聡雄 |
| 企画局企画役    | 峯岸 誠 |

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（1月24、25日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って、市場におけるレート形成状況等を踏まえながら、機動的な運営を実施した。資金供給オペレーションにおいては、オファー額に対して応札額が下回る「札割れ」も発生した。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね0.1%を幾分下回る水準で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、総じて落ち着いた展開となっている。GCレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物まで含めて、0.1%台前半で安定的に推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内で推移している。

長期金利は、前回会合以降、横ばい圏内で推移したあと、株価が堅調に推移するもとで幾分上昇し、ごく最近では1.3%前後で推移している。この間、一部格付機関による日本国債の格下げの影響は、これまでのところ限定的なものにとどまっている。社債の対国債スプレッドは、低水準で推移する中、幾分縮小する動きがみられている。株価は、エジプトの政情不安などを背景に下落する局面もみられたが、米国株価が経済指標の改善を受けて反発したことなどから、上昇に転じ、日経平均株価は10千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、日本国債の格下げ時に一時的に円安に振れる場面もみられたが、均してみれば横ばい圏内の動きとなっており、足もとでは83円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

世界経済は、回復を続けている。

米国経済は、回復を続けている。輸出が新興国向けを中心に増加を

---

<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。」

続け、設備投資も緩やかに増加している。個人消費については、株価上昇や財政刺激策の効果などから、このところ伸びを高めているが、バランスシート問題や雇用環境の改善の鈍さは、引き続き家計支出の重石となっている。住宅投資は、なお低水準で推移している。物価面では、国際商品市況上昇の影響もみられるが、消費者物価（エネルギー・食料品価格を除くコアベース）の前年比プラス幅は、財市場の緩和的な需給環境やユニット・レーバー・コストの低下を背景に、緩やかな縮小傾向にある。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出が新興国向けを中心に増加を続けているほか、個人消費や民間設備投資も緩やかに増加している。物価面をみると、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響から、消費者物価（エネルギー・非加工食料品を除くコアベース）の前年比プラス幅が緩やかに拡大しているが、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化は、引き続き、物価の押し下げ圧力として作用している。この間、英国経済も、緩やかに回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、高成長を続けている。輸出と生産が増加を続けているほか、個人消費も、家計の所得水準の向上などを背景に、堅調に推移している。固定資産投資も、高い伸びを続けている。NIEs、ASEAN経済も回復を続けている。内外需ともに増加基調を続ける中、出荷・在庫バランスが改善し、生産も増加している。この間、インド経済も、高めの成長を続けている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料価格の上昇や、労働や資本など生産要素の稼働水準の高まりから、消費者物価の前年比プラス幅は拡大してきている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の株価は、中東情勢を巡る不透明感の高まりを受けて下落する局面もみられたが、経済指標が総じて市場予想を上回ったことなどから、前回会合対比で小幅上昇した。長期金利については、米国では、強めの経済指標を背景に上昇し、ドイツでも、国際商品市況の上昇に伴うインフレ率の上振れリスクの台頭などから、小幅上昇した。この間、欧州周縁国の国債利回りの対独スプレッドは、依然高水準で推移している。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、増加基調に復する動きがみられる。先行きについては、海

外経済の改善を背景に、緩やかに増加していくとみられる。

公共投資は、減少している。先行きについては、減少を続けるとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は持ち直しつつある。先行きについては、企業収益が改善基調にあるもとの、徐々に持ち直しの動きがはっきりしていくとみられる。もっとも、設備過剰感が残ることなどから、そのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる。

個人消費は、一部の財に駆け込み需要の反動がみられる。先行きについては、駆け込み需要の反動が薄まるにつれ、再び持ち直していくとみられる。

住宅投資は持ち直しつつある。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、徐々に持ち直していくと予想される。

生産は、増加基調に復する動きがみられる。先行きについては、緩やかに増加していくと考えられる。

物価面について、国際商品市況の動きをみると、原油価格は、新興国の需要拡大が予想される中、世界的に緩和的な金融環境や中東情勢の影響もあって、上昇している。非鉄金属も銅などを中心に上昇している。また、穀物も、新興国の食料・飼料需要の高まりのほか、天候不順の影響もあって、上昇を続けている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高の影響などから、上昇しており、先行きについても、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、基調的にみると下落幅が縮小を続けている。先行きは、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、基調的にみれば下落幅が縮小していくと予想される。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、引き続き、緩和の動きが強まっている。コーレ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、低下傾向が続いている。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるが、企業収益との対比では、その効果は強まりつつある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善が続いている。CP・社債市場では、社債の発行体の裾野が広がるなど、発行環境は一段と良好になっている。資

金需要面では、企業の運転資金需要、設備資金需要とも後退しているほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられている。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、銀行貸出は減少している。一方、社債の残高は前年を上回っているほか、CPの残高は減少幅が縮小傾向にある。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善している。この間、マネーストックは、前年比2%台前半の伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

委員は、まず、海外の金融経済情勢について議論を行い、海外経済は、新興国・資源国経済の高成長に牽引されるかたちで回復を続けており、その成長率は再び高まってきているとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、回復が続いているとの見方を共有した。多くの委員は、新興国向けを中心に輸出が増加しているほか、小売売上高や新車販売台数が堅調を維持しており、生産も緩やかに増加していると指摘した。こうした動きを踏まえ、複数の委員は、米国経済は、一頃の減速局面から脱したとみてしていると述べた。もっとも、複数の委員は、個人消費の改善期待などから米国経済に対する楽観的な見方が強まりつつあるが、足もとの消費の動きは、株価の上昇などを背景とした富裕層中心の回復であり、その持続性には不確実な面があるとの見方を示した。この点に関し、ある委員は、同じく楽観論が台頭した昨年春頃の状況と比べれば、政策当局を含め、先行きの経済の見方に慎重さが窺われると指摘したうえで、楽観と悲観が繰り返される中で、ある種の学習効果が働き、その振幅が小さくなってきている可能性があるとして述べた。この間、多くの委員は、住宅市場や雇用情勢については、引き続き明確な改善がみられないと述べた。何人かの委員は、企業部門は想定以上の改善をみせているものの、現在のところ、それが家計部門に波及する力は弱いと述べ、雇用環境の改善と家計のバランスシートの修復が進まない限り、米国経済の本格的な回復に向けたモメンタムは高まりにくいとの見方を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、全体としてみれば、緩やかに回復しているとの認識で一致した。ただし、多くの委員は、輸出が増加を続け、内需も持ち直しているドイツなどの主要国と、財政問題を抱え、厳しい経済運営を強いられている周縁国の格差が一層拡大して

いるとの見方を示した。ある委員は、成長率だけでなく、インフレ率についても二極化が進みつつあり、ドイツでは、賃金水準が上向き、都市部の不動産市場にも動意がみられると述べた。そのうえで、この委員は、景気、物価、金融環境の全ての面で国ごとのばらつきがある中、欧州単一の金融政策の焦点をどこに当てていくのかなど、欧州の政策当局には難しい対応が求められているとの認識を示した。

中国経済について、委員は、高成長を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、輸出が増加を続けているほか、春節期間中の小売売上高が前年比2割増となるなど、内需も依然高い伸びを示していると述べた。また、何人かの委員は、こうした経済情勢に加え、国際商品市況の上昇や国内の旱魃等の影響もあって、食料品を始め、幅広い品目で価格が上昇していると指摘した。こうした中、多くの委員は、今後、景気の過熱が抑制され、中国経済がうまく軟着陸できるかどうかは世界経済の持続的な回復にとってきわめて重要であるとの認識を示した。この点に関し、複数の委員は、引き続き拡張的な財政政策が維持されている点や、最近の金融緩和の修正も、政策効果の浸透に要する期間などを踏まえると必ずしも十分ではない可能性がある点が気懸かりであると述べ、これらを含め、今後の政策の展開を慎重にみていく必要があると指摘した。

N I E s、A S E A N経済について、委員は、内需が堅調を維持しているほか、情報関連財の在庫調整の進捗などから、輸出も再び増勢を強めつつあり、全体として回復を続けているとの認識を共有した。多くの委員は、これらの地域でも、景気の過熱とインフレ圧力に対する警戒感が高まってきていると指摘した。ある委員は、旺盛な内需に加え、先進国の金融緩和を背景とした資本流入も続いていることから、金融緩和政策の修正にもかかわらず、多くの国でなお金融環境は緩和的な状況にあると述べ、これがインフレ圧力を一層高める要因になっていると指摘した。

国際金融資本市場について、多くの委員は、米欧市場では、経済指標が総じて上振れる中、株価が持ち直しているほか、そうした株価の動きや、国際商品市況高に伴うインフレ率の上振れ懸念などから、長期金利も上昇傾向にあると指摘した。この間、何人かの委員は、欧州周縁国のソブリン・リスク問題に対する警戒感は、EUによる支援措置の拡大期待を背景に幾分和らいでいると述べた。ただし、多くの委員は、周縁国の国債利回りの対ドイツ国債スプレッドは依然高水準で推移しており、周縁国における財政再建に向けた取り組みや、今後の



市場動向には引き続き留意が必要との認識を示した。このほか、大方の委員が、国際金融市場を巡る新たな不安定要因として、1月末以降拡大している北アフリカ・中東の政情不安に言及した。もっとも、何人かの委員は、同地域の経済規模が小さいことや、欧米金融機関による同地域向け与信が限定的とみられることから、これまでのところ、国際金融市場への影響は限定的であるとの見方を示した。

委員は、国際商品市況に関し、原油、非鉄金属、穀物など多くの品目で上昇が続いている点についても議論を行った。こうした市況上昇の背景として、大方の委員は、エネルギー効率や物流部門の効率が低く、かつ消費に占める食料品支出のウェイトが高い新興国経済の高成長という実需面の要因と、天候不順・自然災害に伴う供給不安が影響しているとの認識を示した。何人かの委員は、コモディティの金融商品化が進んでいるもとで、先進国の大規模な金融緩和の継続などを背景とする金融面の動きが、市況の動きを加速している面があると指摘した。このほか、何人かの委員は、北アフリカ・中東における最近の地政学リスクの高まりも、原油を中心に、追加的な市況押し上げ要因として作用していると付け加えた。こうした議論を経て、多くの委員は、今回の国際商品市況高は様々な要因が複合的に絡んだ現象であり、それだけに、先行きを巡る不確実性は高いとの認識を示した。何人かの委員は、今後の市況動向次第では、各国の景気や物価の振幅が拡大し、世界経済の持続的な成長の妨げとなる可能性があるると指摘した。特に新興国について、複数の委員は、今後、インフレ率が大きく高まれば、経済への悪影響を通じて資本の流出や政情不安の原因となる可能性がある点などにも注意が必要との見解を述べた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。委員は、わが国の景気について、昨年秋口以降の改善テンポが鈍化した状態から徐々に脱しつつあるとの認識で一致した。その理由として、大方の委員は、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引されるかたちで再び高まってきているもとで、輸出や生産が、増加基調に復する動きをみせていることを指摘した。先行きについて、委員は、輸出や生産が緩やかに増加していくほか、個人消費も、駆け込み需要の反動が薄まるにつれ、再び持ち直していくとみられることから、景気改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。この点に関し、ある委員は、わが国経済は、春頃には緩やかな回復経路に復していく蓋然性が高まっているとの認識を示した。別のある委員は、最近の輸出や生産の

改善振りを踏まえると、わが国経済は、既に回復経路に復しつつあると述べた。もっとも、その先のわが国経済について、何人かの委員は、雇用・所得環境に引き続き厳しさが残っているなど、企業部門の改善が家計部門にスムーズに波及していない点を指摘し、国内民需の自律的回復が明確になるまでには、なお時間を要するとの認識を示した。

先行きのリスクについて、多くの委員は、景気面では、引き続き、上振れリスクと下振れリスクが、概ねバランスしているとの見方を示した。委員は、上振れ要因として、新興国・資源国の経済の強まりなどがあるとの認識を共有した。一方、下振れ要因として、引き続き、米欧経済の先行きや国際金融市場の動向を巡る不確実性があるという点でも、委員の意見は一致した。新興国経済について、何人かの委員は、短期的には上振れリスクを念頭に置きつつも、より長い目で見た場合、新興国における金融引き締めが遅れが将来の景気の波を増幅し、結果的に持続的な成長を損なう可能性がある点にも注意を要すると述べた。米国経済について、多くの委員は、バランスシート問題の重石を抱える中で、引き続き下方に振れやすい状況が続いていると指摘した。もっとも、ある委員は、前回会合以降、輸出や個人消費の増加などから米国経済に対する懸念がやや後退し、その分、下振れリスクが小さくなってきていると述べた。欧州経済について、何人かの委員は、周縁国のソブリン・リスク問題が、国際金融資本市場を不安定化させたり、欧州域内外の実体経済に広く悪影響を及ぼすこととなれば、わが国経済にも相応の影響が及ぶ恐れがあると指摘した。ある委員は、周縁国の問題をきっかけに財政規律に対する関心が世界的に高まる中、わが国の財政問題に対する市場の見方についても、留意していく必要があると付け加えた。

このほか、委員は、国際商品市況の上昇が、今後のわが国の景気に及ぼす影響についても議論を行った。多くの委員は、今回の市況上昇の主な要因が新興国の高成長であることを踏まえると、新興国向け輸出の増加や投資収益増加というプラスの効果も、同時に生じるとの認識を示した。この点に関し、複数の委員は、供給不安に伴う市況上昇については、そうしたプラス効果は期待できないほか、新興国経済についても、市況上昇を背景にインフレ率が昂進すれば、引き締め政策の実施により景気が減速する可能性があるとの指摘した。また、多くの委員は、国際商品市況の上昇が続いた場合、交易条件の悪化を通じて企業収益や実質所得が減少し、わが国経済にマイナスの影響を及ぼす可能性があるとの述べた。もっとも、この点については、複数の委員が、

2008年の市況上昇局面と比べても、現在は為替相場が円高方向にあるため、その分、交易条件悪化の影響は減殺されることを認識する必要があると指摘した。こうしたリスク要因に関する議論の中で、ある委員は、金融のグローバル化やインデックス取引の拡大を背景に、コモディティ市況や株価を含め、市場間の価格変動の相関が高まっていることなどを踏まえると、リスクを個々に評価するのではなく、それらが同時に顕現化し、その影響が相乗的に拡大する可能性も念頭に置いておく必要があると指摘した。

個別の需要項目等に関してみると、輸出について、委員は、増加基調に復する動きがみられるとの認識で一致した。多くの委員は、海外経済の回復や情報関連財の在庫調整の進捗などを背景に、12月の輸出が5か月振りに前期比増加に転じ、ほぼ全ての地域向けの輸出が大きく伸びたことなどを指摘した。先行きについても、委員は、新興国を中心に海外経済の改善が続くとみられることから、輸出は緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、持ち直しつつあるとの認識で一致した。先行きの設備投資について、何人かの委員は、持ち直しの動きが徐々にはっきりしていくとみられるが、企業収益が改善基調にあるにもかかわらず、設備過剰感が残ることや、アジアへの生産シフトが続いていることなどを背景に、回復のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいるとの認識を共有した。ある委員は、失業率は幾分低下しているものの、名目賃金の改善が足踏み状態となるなど、雇用・所得環境はまだら模様になっていると述べた。こうした中、個人消費について、委員は、家電など一部の財に駆け込み需要の反動減の影響がみられるとの見方で一致した。もっとも、何人かの委員は、自動車の国内販売は年末に幾分持ち直し、1月も前年比マイナス幅が縮小するなど、エコカー補助終了に伴う反動減の影響は薄まりつつあるとの認識を示した。また、何人かの委員は、百貨店などの小売売上高が底固く推移しているほか、株価の上昇や企業業績の改善などを背景に、消費者コンフィデンス関連指標も改善してきていると述べた。多くの委員は、こうした足もとの動きに加え、今後、駆け込み需要の反動減の影響も更に薄まっていくとみられることから、先行きの個人消費は、緩やかながらも再び持ち直していくとの認識を示した。この間、住宅投資について、委員は、持家や分譲を中心に持ち直

しつつあり、先行きも、着工戸数の動きなどからみて、徐々に持ち直していくとの見方を共有した。

生産について、委員は、輸出の増加や、自動車の駆け込み需要の反動減の影響が薄れてきていることなどを背景に、増加基調に復する動きがみられるとの認識で一致した。先行きの生産について、委員は、自動車販売の持ち直しや電子部品・デバイスの在庫調整の進捗などが見込まれることから、緩やかに増加していくとの見方を共有した。この点について、複数の委員は、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、四半期ベースでみて、1～3月期には増加に転じる可能性が高いとの認識を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、基調的にみると下落幅が縮小を続けており、先行きも、こうした傾向が続く可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、マクロ的な需給バランスの改善に伴い、緩やかではあるが着実に物価下落圧力は弱まってきたと述べた。もっとも、ある委員は、需給バランスが改善するもとでも、労働分配率が抑制基調にあることなどを踏まえると、先行き物価上昇圧力が急速に高まることは想定しにくいと指摘した。

委員は、国際商品市況の上昇がわが国の物価に及ぼす影響についても議論した。多くの委員は、新興国・資源国経済の高成長を背景とした国際商品市況の一段の上昇により、先行き、わが国の物価が上振れる可能性があるとの指摘した。この点に関し、何人かの委員は、マクロ的な需給バランスがなお緩和状態にあることや、企業の厳しい競争環境を踏まえると、国際商品市況の上昇が最終消費財の価格へ転嫁される程度は限定的なものにとどまるとの見方を示した。一方、ある委員は、現在、わが国が景気回復局面にあることを踏まえると、価格転嫁の動きが相応に進む可能性もあり、見極めが難しい状況にあるとの指摘した。この間、別のある委員は、国際商品市況を巡る不確実性は高く、先行き市況が過度に過熱し、その後大きく反落した場合には、わが国の物価も上下に振れる可能性があるとの見方を示した。

このほか、多くの委員は、本年8月に予定されている消費者物価指数の基準改定について言及した。何人かの委員は、連鎖基準方式による指数の動きや民間エコノミストの予想値などからみて、消費者物価指数の前年比は下方改定される可能性が高く、このことを念頭に置きながら物価動向を点検していくことが必要との認識を示した。複数の委員は、そうした下方改定が企業や家計の予想物価上昇率に及ぼす影響についても、注視していく必要があると述べた。ある委員は、基準

改定によって物価の実勢が非連続的に変わる訳ではなく、物価の動きの背後にある経済のメカニズムを丹念に点検していく姿勢が重要であるとの意見を述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、引き続き、緩和の動きが強まっているとの認識で一致した。短期金融市場について、大方の委員は、日本銀行による潤沢な資金供給などを背景に、総じて落ち着いた状況にあるとの見方を示した。長期金利について、多くの委員は、株価が堅調を維持する中で幾分上昇していると述べた。長期金利の上昇について、ある委員は、米国の長期金利上昇に連動している面が大きいと述べた。わが国の景気・物価に対する市場参加者の見方が幾分上振れており、これが反映されている可能性もあると述べた。この間、何人かの委員は、一部格付機関による日本国債格下げの影響は特段みられないとの認識を示した。企業金融面について、何人かの委員は、CP・社債市場では、社債発行体の裾野の拡大が続くなど、発行環境は一段と良好になっているとの見方を示した。また、複数の委員は、銀行の貸出金利は緩やかに低下しており、企業の資金調達コストも低下傾向を辿っていると述べた。企業の資金繰りや企業からみた金融機関の貸出態度について、何人かの委員は、企業規模による水準の違いはあるものの、総じて改善傾向が続いているとの認識を示した。ある委員は、3月末の緊急保証制度の期限切れが引き金となって、企業金融面で大きな混乱が生じることがないかどうか、引き続き注意深く点検していく必要があると述べた。

## Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、以上のような経済・物価情勢を踏まえると、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という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。

先行きの政策運営について、委員は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があるとの見解で一致した。また、委員は、今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切

に政策対応を行っていくとの考え方を共有した。

委員は、包括的な金融緩和政策の効果についても議論を行った。多くの委員は、基金を通じた資産買入れの効果として、社債スプレッドの縮小や社債発行企業の裾野の拡がり、REIT市場における増資や投資法人債発行の活発化などを指摘した。ある委員は、今後とも、こうした効果と、資源配分の歪みや市場機能の低下といった副作用の両方を点検しつつ、政策を行っていく必要があると述べた。このほか、何人かの委員は、日本の長期金利の上昇幅が他の先進国に比べて小幅にとどまっていることについて、時間軸の明確化が効果を発揮しているとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、2年債の利回りなどが上昇傾向にあることを指摘し、市場では、日本銀行による時間軸に対するコミットが弱いのではないかと、この声も聞かれていると述べた。また、ある委員は、景気が回復していく過程では、日本銀行によるコミットメントの意味するところが、折に触れて試される状況が続くことになることを指摘した。こうした点に関し、多くの委員は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利を継続していく方針であることを粘り強く説明し、時間軸に対する市場の理解と信認を確保していくことが重要との認識を示した。ある委員は、現在の金利水準をいつまで続けるということではなく、時間軸政策の枠組みと、その背後にある経済、物価、金融情勢について丁寧に説明していくことが必要であると付け加えた。

委員は、成長基盤強化を支援するための資金供給についても議論を行った。何人かの委員は、これまでの貸付実行額が1.5兆円となっていることに言及したうえで、本資金供給の目的を踏まえ、成長基盤強化に向けた「呼び水」としての機能が十分かどうかといった点を見極めていくことが重要であると述べた。ある委員は、最近、系統金融機関が業界全体として成長分野向け融資を推進している事例を紹介し、こうした動きもまた、「呼び水」効果のひとつの現れではないかと指摘した。別のある委員は、民間経済主体と政策当局による生産性向上に向けた取り組みの必要性について議論を深めていくことも、「呼び水」効果の発揮にとって重要であるとの認識を示した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は足踏み状態にあるものの、日本銀行の政策の下支え

の効果もあり、一部に持ち直しに向けた動きがみられ、今後は緩やかに回復していくものと思われる。ただし、失業率が高水準にあるなど、依然として厳しい状況にある。また、デフレの影響や雇用情勢の悪化懸念が依然残っていることにも、注意が必要である。さらに、海外景気の下振れ懸念や国際金融資本市場の変動など、景気下振れリスクがあることも事実である。

- 先般、国会に平成 23 年度予算および関連法案が提出され、現在、予算の審議が行われている。政府としては、これらの速やかな成立に向けて全力で取り組んでいる。政策委員の方々もかねてから指摘されているとおり、財政健全化はきわめて重要な課題であり、健全化に向けた道筋をしっかりとつけていく必要がある。このような取り組みは、金融市場の参加者の信認確保にも資するものである。政府としては、財政運営戦略に基づき、財政健全化への取り組みを続けていく。
- 足もと、景気は一部持ち直しの動きがみられるが、日本経済を本格的な回復軌道に乗せるとともに、デフレを終結させるため、政府においては、「3 段構えの経済対策」に基づき、景気・雇用の両面から経済の下支えを図る一方、日本銀行におかれては、包括的な金融緩和政策等を通じた金融緩和等を推進して頂きたい。政府としては、引き続き日本銀行と一体となって、強力かつ総合的な政策努力を行っていく。日本銀行におかれては、引き続き政府との緊密な連携のもとで、経済・金融面を支えて頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 昨日公表した昨年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、自動車やたばこの反動減等の影響で、年率 -1.1% となった。わが国の景気は足踏み状態にあるが、一部に持ち直しに向けた動きがみられる。物価については、消費者物価指数は、このところ石油製品価格の上昇等により、下落幅が縮小しているものの、依然緩やかなデフレが続いている。
- 政府は、「新成長戦略」に基づき、デフレの終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、日本銀行と一体となって、強力かつ総合的な取り組みを行うこととしている。このため、政府は、「3 段構えの経済対策」に基づき、ステップ 1・ステップ 2 を策定し、景気・雇用の両面から経済の下支えを図ってきた。今後は、これらの経済対策をさらに推進するとともに、成長と雇用に重点

を置いた 23 年度予算・税制等からなるステップ 3 に切れ目なくつなぎ、デフレ脱却と雇用を起点とした経済成長の実現を確かなものとしていく。

- 日本銀行におかれては、引き続き、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、包括的な金融緩和政策や成長基盤強化支援の推進を含め、適切かつ機動的な金融政策運営によって早期のデフレ脱却を目指すとともに、経済を下支えされるよう期待する。

## V. 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、須田委員、野田委員、  
中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員

反対：なし



## VI. 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。

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2011年1月24、25日開催分）が全員一致で承認され、2月18日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2011年2月15日

日本銀行

### 当面の金融政策運営について

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

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

2．わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある。すなわち、世界経済の成長率は、新興国・資源国に牽引される形で再び高まってきており、その下で、輸出や生産は、増加基調に復する動きがみられる。設備投資は持ち直しつつある。雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる。個人消費は一部の財に駆け込み需要の反動がみられるが、住宅投資は持ち直しつつある。この間、金融環境をみると、引き続き、緩和の動きが強まっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、基調的にみると下落幅が縮小を続けている。

3．先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、景気改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していくとみられる。物価面では、引き続き、消費者物価の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。

4．リスク要因をみると、景気については、上振れ要因として、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた新興国・資源国の経済の強まりなどがある。一方、下振れ要因としては、引き続き、米欧経済の先行きや国際金融市場の動向を巡る不確実性がある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

---

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

5 . 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に政策対応を行っていく方針である。

以 上