

公表時間

12月26日（水）8時50分

2012.12.26

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2012年11月19、20日開催分）

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2012年12月19、20日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2012年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	内田眞一
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
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	川本卓司

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（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。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、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。REIT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

---

<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。」

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の、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。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。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。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。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、欧州債務問題を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、EU・IMF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が続い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、①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、②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、③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、①海外経済減速の影響、②最近における日中関係の影響、③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、①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、②機械受注の非製造業（除く船舶・電力）は10～12月の見通しを含め堅調さを維持していること、③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、④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通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解を示した。

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。

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らないかどうか、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。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ており、こうした企業の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。

## 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、①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、②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、①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、②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、①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、②3か月物TIBORも小幅ながら低下していること、③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。

#### 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。

- 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。
- 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。
- 現在、政府は、デフレ脱却と経済活性化の観点から、即効性がある

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。

- 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。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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・果断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。

## 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、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

## 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（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