

公表時間

2月19日（火）8時50分

2013.2.19

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

（2013年1月21、22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、2013年2月13、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：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
政策委員会室企画役	橘 朋 廣
企画局企画調整課長	菅 野 浩 之 (22 日)
企画局企画役	河 西 慎
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（2012年12月19、20日）で決定された方針^{（注）}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

（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。」

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が続けている。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が続けている。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O I S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。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。社債残高の前年比がプラスに転じている一方、C P 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。

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、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、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かと述べた。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、実体経済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小さくなく、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 of 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、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、とりわけ①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が必要であると述べた。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、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。

Ⅲ. 『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、①物価指数の計測誤差（バイアス）、②物価下落と景気悪化の悪循環への備え（のりしろ）、③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、①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、②人口一人当たりの実質成長率が低下するもとで、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、ある程度ののりしろを取ることは、一定の妥当性がある、③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、①バイアス、②のりしろ、③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、①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、②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、③2%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。このうちのー

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。

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。

- ① 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、C

P・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。

- ② 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、C P・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。

- 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、前向きな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。
- 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す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。

- 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。
- 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、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。

V. 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。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。

- 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。
- 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。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 「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。

- 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。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０～０．１％程度で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０～０．１％程度で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、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、①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、②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、③２％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。

VII. 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、①「物価安定の目標」の導入、②「期限を定めない資産買入れ方式」の導入、③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。」

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。

VIII. 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^(注1)

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^(注2)

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^{(注3)(注4)}。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・日本銀行の共同声明^(注5)

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、< > 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。

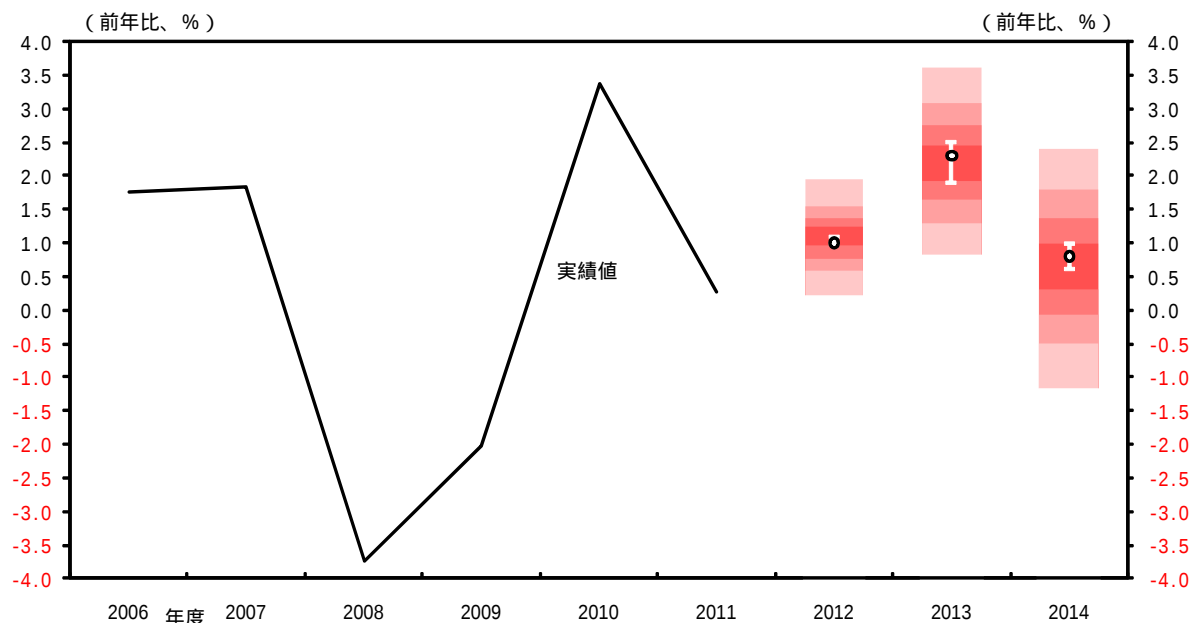
——対前年度比、%。

	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

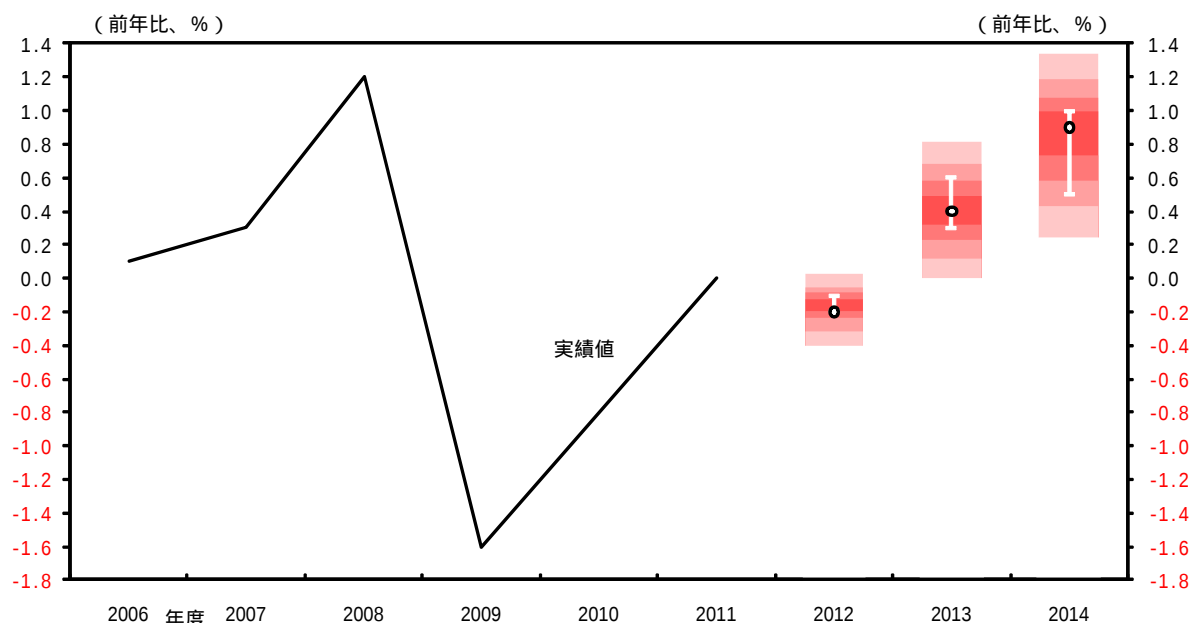
(参考 2)

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、適当と考えられる。

「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な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。