

公表時間

4月9日（火）8時50分

2013.4.9

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2013年3月6、7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4月3、4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	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

## 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（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、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。GC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。ターム物金利をみると、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。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、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。

### 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

---

<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。」

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の、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。こうしたもとの、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。こうしたもとの、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の、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の、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の、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。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、プラス幅が幾分拡大している。C P ・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。A B L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。

## II. 資産買入等の基金によるE T F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E T F（指数連動型上場投資信託受益権）およびJ - R E I T（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、適宜の方法で対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。

## 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、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があるが、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実体経済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。

#### 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、「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、①補完当座預金制度の適用利率（付利）を引き下げること、②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、③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お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。

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。

- 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。

- 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。
- 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。
- 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る。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案

が提出され、採決に付された。

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、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、①「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、②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、③「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、④当分の間、毎月少なくとも5兆円程度の買入れを行う、⑤買い入れる国債の種類・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

## Ⅶ. 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、①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、②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。

## Ⅷ. 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)。