

公表時間

5月2日（木）8時50分

2013.5.2

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2013年4月3、4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26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4月3日(14:00～16:33)  
4月4日(8:59～13:35)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	( 〃 )
	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(3日)
	山口俊一	財務副大臣(4日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官(3日)
	甘利 明	経済財政政策担当大臣(4日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
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 (3日 15:07～16:33、 4日 10:23～13:35)
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	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	菅野浩之 (3日 15:07～16:33、 4日 10:23～13:35)
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	小牧義弘

## 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3月6、7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、0.05%台後半から0.08%台後半の間で推移した。

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、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たが、札割れが頻発した。短期国債買入れの落札決定レートは、0.04%台で推移しているが、長期国債買入れの同レートは、直近実施分では0.06%近くまで上昇している。

### 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、総じて0.1%程度で推移しているが、弱含む場面もみられた。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、横ばい圏内で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利についてみると、2年債および5年債利回りは、非常に低い水準で横ばい圏内の動きとなっていたが、足もと幾分強含んでいる。10年債および20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、2003年央以来の水準まで低下する場面もみられた。株価（日経平均株価）は、底堅く推移する中、足もとでは調整の動きもみられた。REIT価格は、値動きの大きい展開ながらも、大幅に上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、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おり、業績悪化懸念からスプレッドが拡大した状態にある先の一部では、スプレッド縮小の動きがみられる。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、振れを伴いながら幾分上昇している。円の対ユーロ相場は、キプロス支援などを巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、ユーロ安方向の動きとなっている。

---

<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。」

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、緩やかな回復基調が続いており、企業活動にも改善の動きが拡がりつつある。輸出は徐々に底入れしつつある。ひと頃慎重化していた企業マインドは改善してきており、設備投資も持ち直しつつある。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、基調としては、緩やかに増加している。住宅投資も、低水準ながら着実に持ち直している。こうしたもとの、生産は増加基調に復している。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プラス転化を主因に、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。

欧州経済は、緩やかな後退を続けている。輸出は底入れしつつあり、企業や家計のマインドも、国ごとのばらつきはあるものの、全体として一段の悪化には歯止めがかかりつつある。もっとも、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を続けている。こうしたもとの、生産は引き続き減少している。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、消費者物価の前年比は、総合ベース、コアベースとも若干低下している。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、安定化してきている。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。固定資産投資は、インフラ投資や不動産投資の増加から、底堅い伸びとなっている。また、輸出も、米国向けを中心に、持ち直しに向かっている。こうした内外需要のもとで、生産も安定化してきている。N I E s、A S E A N経済は、全体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。輸出は徐々に持ち直しに向かっており、生産にも安定化の兆しがみられている。もっとも、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、地域毎に差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は横ばい圏内で推移している。この間、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やキプロス支援

を巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、欧州を中心にやや神経質な動きがみられたが、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。欧州の株価は、キプロス支援策の中で大口預金者に負担を求めたことなどから、銀行株を中心に軟化している。欧州系金融機関の資金調達環境は、全体として落ち着いた状態にあるが、やや神経質な動きもみられている。すなわち、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の動きが続いているが、金融債の信用スプレッドは拡大しており、発行額も低調となっている。一方、欧州周縁国の国債利回りは、キプロスやギリシャでは上昇しているが、その他の国では横ばい圏内で推移しており、キプロス支援問題の波及は現在までのところ限定的である。ドイツやフランスの金利は低下している。この間、米国の株価は、米国景気に対する回復期待の強まりなどから、緩やかに上昇しており、最高値を更新する動きとなっている。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。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が継続しつつも縮小しているもと、株価や通貨はなお高値圏にあるが、総じて下落している。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、下げ止まっている。実質輸出は、10～12月まで2四半期連続で減少したあと、1～2月の10～12月対比は小幅の増加となった。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、持ち直し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、10～12月まで4四半期連続で増加したあと、1月の10～12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、昨年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を続けている。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、実際の執行ペースは緩やかなものにとどまる可能性がある。

企業の業況感は、再び改善の動きがみられている。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、10～12月に一旦前期比で増加したが、1月の10～12月対比は再び大きく減少しており、はっきりとした下げ止まりはなお確認できない。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、1～2月の10～12月対比も増加した。設備投資の先行きについては、当面一部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、消費者マインドが改善するもとの、底堅さを増しつつある。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、1～3月は10～12月対比増加した。また、全国百貨店売上高は、10～12月に増加したあと、高額商品の売上げ増もあって、1～2月も増加した。先行きの個人消費は、次第に底堅さを増していくと考えられる。ただし、当面は、所得の弱さが抑制要因として残る可能性がある。

住宅投資は、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、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくもとの、内外需要の動向を反映して、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、横ばい圏内の動きとみられる。4～6月については、国内向けが底堅く推移する中、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、足もと幾分弱めの動きもみられるが、総じてみれば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、為替相場の動きを反映して上昇している。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、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっている。先行きは、当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連についても前年の動きの反動が予想されるため、マイナスを続けたあと、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。

コールレートが極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・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。

## II. 「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基本要領」等の一部改正について

### 1. 執行部からの説明

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は、今4月末に受付期限を迎える。今後も復興関連需要が続くとみられる中、復興に向けた被災地金融機関の取り組みを引き続き支援する観点から、同オペレーションについては、現行1兆円の貸付枠のもとで、貸付の受付期限を2014年4月末まで1年延長することが適切と考えられる。併せて、被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置についても、その適用期限を2015年4月末まで1年間延長することが適切と考えられる。

### 2. 採決

上記を内容とする「『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、会合終了後、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やキプロ

ス支援問題などを巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、一部にやや神経質な動きもみられるが、総じてみれば、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。キプロス支援問題について、何人かの委員は、現在までのところ他の周縁国への影響は限定的であるが、銀行処理に当たり大口預金者やシニア債保有者にも負担を求めた結果、ユーロ圏当局の政策対応に疑心暗鬼が生まれており、今後の動きを注視していきたいと述べた。

海外経済について、委員は、欧州経済は引き続き緩やかに後退しているが、米国や中国経済を中心に、全体としてみれば昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するも、成長率が次第に高まっ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、緩やかな回復基調を続けており、企業部門にも改善の動きが拡がりつつあるとの認識を共有した。ある委員は、自律回復のメカニズムが働き始めている可能性を指摘した。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、足もとの住宅価格の上昇による資産効果が、今後の個人消費ひいては米国経済をしっかりと支えるのではないかとの見方を示した。一方、何人かの委員は、雇用回復力が力強さを欠くことや財政に関する不確実性などから、景気回復が後ずれするリスクを指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、欧州債務問題が長期化する中、緩やかな後退を続けているとの認識を共有した。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、全体として景気の緩やかな後退が続く可能性が高いとの見方を共有した。ある委員は、長引く周縁国の内需の弱さを受けて、ドイツの企業部門の景況感に腰折れの兆しがみられており、ドイツを起点とする景気回復を後ずれさせる可能性があるとの見方を示した。別のある委員は、現在は欧州中央銀行による国債買入れスキームで時間を買っている状況であり、その間に、各種同盟や構造改革を着実に進展させることが重要であるとの認識を示した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定化してきているとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、製造業PMIが50をやや上回る水準にとどまっていること、電力消費量の伸びが頭打ちになっていることなどを指摘し、未だ本格的な回復には至っていないとの見方を示した。先行きについて、委員は、成長テンポはかつて

に比べ緩やかになる可能性が高いが、内需が堅調に推移するもとで輸出も次第に持ち直し、回復が鮮明になっていくとの見方を共有した。ある委員は、緩やかな景気回復の初期段階にもかかわらず、物価や労働市場などに需給逼迫の兆しがみられており、中国の潜在成長率が低下している可能性がある」と指摘した。別のある委員は、住宅市況の高騰とそれに伴う当局の規制強化の影響を、先行きのリスクとして注視していると述べた。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、全体として持ち直しているが、企業部門ではなお緩やかな動きにとどまっているとの認識で一致した。先行きについて、底堅い個人消費が下支えするもとで、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。

わが国の景気について、委員は、全体として下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられているとの認識を共有した。複数の委員は、1～3月の鉱工業生産が実勢では横ばいにとどまるとみられるなど、鉱工業生産の判断は、持ち直しに向かう動きがみられるとまでは言えないのではないかと指摘し、このうち一人の委員は、現時点では、わが国の景気は「下げ止まっている」という前月の判断から大きくは変わっていないとコメントした。最近の特徴点として、何人かの委員は、円安・株高を背景に、企業や家計のマインドが改善しており、内需の底堅さに繋がっていると指摘した。また、多くの委員は、海外経済の持ち直しや円安進行など外部環境の改善に比べ、輸出が弱い動きにとどまっていると指摘した。さらに、雇用・所得環境について、複数の委員は、大企業の正規社員の一部で賃上げの動きがみられているが、中小企業や非正規雇用も含めた全体の賃金が上昇するまでには、なお時間が必要であるとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、米国・中国などを中心に海外経済の成長率が次第に高まっ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見方を共有した。ある委員は、予想インフレ率の上昇など期待が大きく変化していること、イールドカーブがフラット化していること、これにより予想実質金利が低下していることから、今後これらが設備投資や消費など実体経済に影響を与え、景気持ち直しの動きがさらに強まっていくとの見方を示した。一方、何人かの委員は、現在のマインド改善は期待先行の面があり、今後、企業収益、雇用や賃金といっ

た実体経済がバランス良く改善していくか、注視していきたいとの見解を示した。複数の委員は、先行きの設備投資について、1月の機械受注が減少したほか、3月短観の2013年度設備投資計画が製造業を中心に慎重なものにとどまっていると指摘したうえで、今後の動きを注視していきたいとの考えを示した。これに対し、ある委員は、3月短観では2013年度の企業の想定為替レートは85円と実勢比円高になっており、これが実勢に合わせて修正されれば改善が見込めると述べた。また、複数の委員は、株価など資産価格の上昇が設備投資を増加させるルートにも注目すべきとの見解を示した。

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、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっており、当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連での前年の動きの反動からマイナスを続けたあと、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、委員は、GDPギャップの縮小や円安に伴うエネルギー価格の上昇もあって、徐々にプラスに転じていくとの見方で一致した。多くの委員は、物価連動国債から算出される予想インフレ率や各種アンケート調査をみると、足もと、市場や家計の予想物価上昇率が上昇していると指摘した。ただし、このうち一人の委員は、これらの指標から基調的な変化を識別するのは容易ではないため、その解釈には注意を要するとの見方を示した。何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するには、予想物価上昇率の高まりによってフィリップスカーブが上方シフトするとともに、その勾配がステープ化することで、需要の変化に対する物価の反応度が高まることが重要であるとの見方を示した。そのうちの複数の委員は、フィリップスカーブのステープ化には、家計や企業の成長やインフレ予想を高め、企業が需要や賃金に見合った価格設定を行えるようになることや、賃金上昇を中心とする所得環境の改善がみられることが重要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、フィリップスカーブのフラット化は強固なデフレ予想が原因であり、インフレ予想に転換するにつれて、フラット化は修正されていくとの見方を示した。

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、米国の財政問題の帰趨や経済の回復力、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、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、海外経済の好転や為替円安化に応じて輸出が増加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などを背景に、極めて安定しており、短国レートはやや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。CP・社債市場の発行環境について、委員は、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。

## 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、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

基本的な考え方として、委員は、日本銀行は、1月の会合で決定した消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、できるだけ早期に実現するのが使命であるとの認識を改めて共有した。多くの委員は、前回までの会合でも議論してきたように、「包括的な金融緩和政策」の下で、オペの札割れが頻発しているほか、さらに追求できる政策効果にも限界がみられることから、政策の枠組み全体を見直す必要があるとの見解を示した。このうちのある委員は、従来の政策では、国民から「物価安定の目標」の達成にはなお不十分とみられていると述べた。そのうえで、委員は、これまでも「包括的な金融緩和政策」の下で相当規模の金融緩和を実施してきたが、なおデフレ脱却に至っていないことから、「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成するためには、量と質の両面で、これまでとは次元の違う金融緩和を行う必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、実体経済や金融市場に前向きな動きが表れ始めた現在は絶好の機会であり、これを活かす必要があると述べた。多くの委員は、「物価安定の目標」の具体的な達成期間として、2年程度を念頭に置いて対応を進めることが考えられるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、2年程度

という達成期間を示すのは、目標達成への不確実性などを踏まえるとリスクが高いと述べた。また、委員は、これまでの漸進的アプローチから転換し、戦力の逐次投入はしないという考え方で一致した。これに関連し、何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現に必要な政策は全て決定したと市場に受け取られるように、インパクトのある規模の政策とすることが重要であるとの考えを示した。さらに、委員は、分かりやすい情報発信が重要であるとの認識で一致した。これに関して、一人の委員は、従来の金融政策の枠組みが複雑で分かりにくかったことに加え、情報発信が必ずしも効果的でなかったことが、政策効果を削いでいた面があると指摘した。この間、大規模な金融緩和の副作用について、ある委員は、過度な金利低下のもとで、①金融機関の貸出意欲がかえって減退すること、②金融機関が収益確保のために保有債券のデュレーションを延長し、その結果として、金融システムが金利上昇に対して脆弱になること、③生保・年金基金等の機関投資家の運用が圧迫されること、などの可能性に注意する必要があると指摘した。また、別のある委員は、①財政ファイナンスの観測を高める可能性、②市場機能が大きく損なわれる可能性、③金融市場で大規模な資産購入の実現可能性に疑問が持たれ、政策効果が減じる可能性について、十分認識する必要があると述べた。

以上の議論を踏まえ、委員は、具体的な金融緩和の内容について、①金融市場調節方針の操作目標、②操作目標と長期国債買入れの増額規模、③その際の資産買入れ等の基金や「銀行券ルール」の扱い、④リスク性資産の買入れ、⑤今回の金融緩和措置の継続期間、という論点などについて議論を行った。この間、委員の質問に対応して、執行部からは、オペレーション上の対応可能性とリスク量、マネタリーベースと長期国債保有残高との計数上の対応関係、政策効果についての定量的な分析などについて補足説明を行った。

金融市場調節方針の操作目標について、委員は、量的な金融緩和を推進する観点から、現在の無担保コールレート（オーバーナイト物）に代え、何らかの量的な指標に変更することが適当との見解で一致した。ある委員は、基金の規模拡大が事実上の金融緩和手段となる中、従来の金利目標が形骸化している面があると指摘したうえで、操作目標を金利から量的な指標に変更することで、新しい枠組みに変わったというメッセージを発信することができるとの考えを示した。そのうえで、委員は、具体的な操作目標としては、「日本銀行のバランスシート規模」や「日銀当座預金残高」も考えられるが、日本銀行が直接供給する通貨の量を示す「マネタリーベース」が、日本銀行の政策姿

勢を市場や国民に分かりやすく伝える観点などから、適当であるとの認識を共有した。

次に委員は、「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するために必要となるマネタリーベースと長期国債買入れの増額規模について議論した。委員は、そのためには、長期金利や資産価格に働きかけることを通じて需要を喚起するほか、市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換させることが必要であり、従来の延長線上ではないような相当な規模とすべきとの認識で一致した。複数の委員は、少なくとも、包括緩和のもとで既に決まっている長期国債買入れ額やマネタリーベースの残高見通しを大きく上回る規模とする必要があるとの認識を示した。別の一人の委員は、マーケットに対して最大限のインパクトを与える規模として、例えば長期国債の保有残高を年間50兆円程度増やす必要があるとの見解を示した。また、別のある委員は、包括緩和における長期国債の買入れの効果や、非伝統的政策下での当座預金残高と物価の関係についての定量的な関係などを参考にすべきと述べた。別のある委員は、既存の定量的な分析結果によると、資産買入れがインフレ期待を引き上げる効果には不確実性が大きいと指摘した。こうした議論を踏まえ、委員は、分析手法による差異も大きく、かなりの幅を持って判断すべきであるが、消費者物価に相応の影響を与えるためには数十兆円規模が必要になるとの認識を共有した。ある委員は、マネタリーベースと期待インフレ率の中長期的な関係やマッカーラムルールからみたマネタリーベースの伸び率について見解を述べた。次に、委員は、オペレーション上の対応可能性も踏まえる必要があるとの認識に立って、長期国債の買入れ対象を全銘柄に広げることが前提にすれば、月7兆円程度の買入れが可能であるとの見解で一致した。以上のような、①市場や経済主体の期待への働きかけ、②定量的な効果についての分析、③オペレーション上の対応可能性などを踏まえた判断として、委員は、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加させること、また、長期国債の保有残高を年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れることが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、これらを実施した場合、マネタリーベースと長期国債の保有残高は、それぞれ2年間で2倍になるとの見通しを共有した。

長期国債買入れの対象年限について、委員は、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債とすることが適当との見解で一致した。複数の委員は、幅広い年限の国債を買入れることによって、買入れを円滑に進めるこ

とも期待できるとの見方を示した。そのうえで、委員は、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長することが考えられるとの見解で一致した。何人かの委員は、買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と幅をもってみることが必要であるとの考えを示した。別の何人かの委員は、超長期ゾーンの国債は年金や生保などがALM上の目的で購入しているため、買入れに当たっては配慮が必要であると指摘した。このうち複数の委員は、こうした配慮の結果、買入れの平均残存期間は7年より短く、6～7年になることも許容するとの考えを示した。

この間、委員は、大規模な国債買入れを円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせないとしたうえで、市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換の場を設ける必要があるとの認識を共有した。複数の委員は、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度（SLF）の要件を緩和してはどうかとの考えを示した。また、大方の委員は、補完当座預金制度の付利金利については、現状を維持するのが適当であるとの認識を示した。

資産買入等の基金の扱いについて、委員は、分かりやすく市場関係者や経済主体に情報発信するとの観点から、長期国債の買入れを拡大するに当たっては、資産買入等の基金を廃止し、そのうえで、既存の残高は、「金融調節上の必要から行う国債の買入れ（いわゆる輪番オペ）」とともに、今回の長期国債の買入れに吸収することが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、今回の長期国債買入れの下で、成長通貨の供給という輪番オペの目的と、デフレ脱却という資産買入等の基金の目的を同時に追求するという整理が可能であれば、外部からも分かりやすくなるのではないかと述べた。「銀行券ルール」の扱いについて、委員は、輪番オペと資産買入等の基金による長期国債保有額の合計は既に銀行券発行残高を超えており、今後大規模に国債を買入れていくうえで遵守することは難しいという認識で一致した。そのうえで、委員は、中央銀行にとって「銀行券ルール」の基本的な考え方自体は維持すべきものであり、ルールを廃止するのではなく、今回導入する政策を実施するに際して、運用を一時停止することを明確にするのが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、海外でも平時には銀行券ルールに類する考え方を取っている国があるが、大規模な金融緩和の際は運用を一時停止していると述べた。多くの委員は、長期国債の買入れは日本銀行自らの判断で金融政策として行うも

のであり、「銀行券ルール」の一時停止が日本銀行による財政ファイナンスとの観測を高めないように、対外的に丁寧に説明していく必要があるとの見解を示した。そのうちの一人の委員は、銀行券ルールに代わるより適切な措置を見出す努力を続ける必要があると述べた。

リスク性資産の買入れについて、委員は、ETFは、新規組成が可能であり、市場規模による制約を考慮する必要はないが、J-R E I Tは、買入れ余地に制約があるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、資産価格のリスクプレミアムに働きかける観点から、日本銀行のETFの保有残高が年間約1兆円、J-R E I Tが年間約300億円で相当するペースで増加するよう買入れることが適当との見解で一致した。この間、CP、社債の買入れについて、委員は、信用スプレッドが低位で安定的に推移していることを踏まえると、本年末までは予め示している残高目標を目指して積み上げ、その後はその残高を維持することが適当であるとの認識で一致した。

委員は、国債やリスク資産を大量に買入れるに当たっては、日本銀行の財務の健全性維持が重要であるとの認識を共有した。一人の委員は、政府との間での損失補填ルールについても検討に値するのではないかと述べた。

今回の金融緩和措置の継続期間について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続することが適当であるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、相応にリスクの高い前例のない規模の資産買入れを行うことになるので、2年間程度を集中対応期間と位置付けてその後の政策の柔軟性を確保したうえで、今回の金融緩和措置を導入するのが適当であるとの見解を示した。一方、ある委員は、事前に2年間と期間を区切ると、金融市場での期待形成がスムーズに行われないと指摘した。また、別のある委員は、フォワード・ガイダンス政策の観点からは、具体的な期間を定めない方が効果が高いと述べた。こうした議論を踏まえて、大方の委員は、日本銀行として、2年程度の期間を念頭に置いて2%の物価安定の目標を実現する決意であるが、金融緩和の継続期間としては、最初から2年と限定するのではなく、「物価安定の目標」との関係で定めることが適当であるとの認識で一致した。この間、委員は、こうした金融緩和を行っていくに当たっては、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うことが適当との認識を共有した。ある委員は、リスクの点検については、これまで以上に入念にする必要があるとの認識を示した。

以上の議論を経て、委員は、今回の金融緩和は、マネタリーベース

および長期国債・E T Fの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量と質の両面でこれまでとは全く次元の違う極めて大胆な金融緩和であり、これを「量的・質的金融緩和」と呼ぶことが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、「量的・質的金融緩和」は、できるだけ早期に2%の物価安定目標を実現するという、日本銀行の決意を裏打ちする政策であるとの認識を共有した。すなわち、「量的・質的金融緩和」は、①長めの金利や資産価格のプレミアムを低下させる効果、②これまで長期国債の運用を行っていた金融機関や投資家が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしたりするといった、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果、③市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換する効果が期待でき、これらの効果を通じて、实体经济や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させることによって、日本経済を15年近く続いたデフレからの脱却に導くものであるとの認識を共有した。

## 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。

- この度、就任された黒田総裁、岩田副総裁、中曽副総裁におかれては、デフレ脱却に向けた確固たる決意と多様なご経験・ご業績を活かしてリーダーシップを発揮し、内外の期待に応えて頂きたい。
- わが国の景気は、一部に弱さが残るが、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きは、当面、一部に弱さが残るが、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果等を背景に、次第に景気回復へ向かうことが期待される。物価は緩やかなデフレ状況が続いているが、最近では家計の先行きの物価予想の上昇が続き、また企業の先行きの業況判断が改善に向かい、春闘では報酬引き上げの動きもみられる。
- 政府は、先月末、経済財政諮問会議で緊急経済対策の進捗状況を確認した。補正予算成立から約1か月でほぼ全ての事業が着手され、40件超の事業が既に契約され実際に動き始めた。まさに「三本の矢」のうち機動的な財政政策が快調に軌道に乗りつつある。この効果を一日も早く発現させるため、今後も各府省を督励する。また、この度、交渉参加を決断したTPPは、成長戦略の大きな柱であり、わが国が世界経済の成長を取り込むうえで重要である。交渉力を駆使し、国益に適う最善の道を追及する。なお、政府・日本銀行の共

同声明のとおり、政府は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みを着実に推進する。

- 日本銀行には、共同声明のとおり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するように大胆な金融緩和を強く期待する。目標の達成への道筋をしっかりと描き、経済財政諮問会議等で説明責任を果たしてほしい。あらゆる機会を活用した政府と日本銀行の連携強化が重要である。日本銀行が新体制の下で、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大いに貢献することを期待する。

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、デフレ脱却に向け金融政策の果たすべき役割は極めて大きく、共同声明にあるとおり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを目指し、日本銀行が大胆な金融緩和を推進して頂くことが重要と考えている。新執行部には強力なリーダーシップを発揮して頂けるものと期待する。
- 政府としても、共同声明にあるように機動的な財政政策や成長力強化等の取組みを進めていく。まずは先般、平成25年度税制改正法案が成立した。引き続き、平成25年度予算の成立に向け全力で取り組む。さらに、年央を目途に成長戦略を取り纏める。また、大胆な金融政策を推進するに当たり、財政に対する信認を確固たるものにすることが重要であるため、財政健全化目標を実現すべく、中期財政計画を年央を目途に策定する。こうした政策対応により、日本経済再生と財政健全化の双方を実現すべく、全力で取り組む。
- 大胆な金融政策は、デフレ不況からの脱却に向けた「3本の矢」の中でも特に重要だが、目標達成に向けた道筋はいまだ描けていない。こうした状況のもと、「量的・質的金融緩和」が提案されたことは、2%の物価安定目標の早期実現に向け、新体制として大きな一歩を踏み出されたものと政府としても歓迎する。日本銀行の財務基盤の健全性確保のあり方については、日本銀行の考えもよく伺っていきたい。
- 今後とも、物価安定目標の実現に向け積極・果断な金融政策運営を行うとともに、目標達成に向けた道筋についての説明責任を内外に対してきちんと果たして頂くようお願いする。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、金融市場調節方針を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更したうえで、マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うことが適当である、との見解で一致した。

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. 金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更すること。
2. 金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

3. 対外公表文は別途決定すること。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、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. 長期国債買入れの拡大および年限長期化に関する件

議長から、委員の見解を取りまとめる形で、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、また、長期国債の買入れ対象を 40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

### 3. E T F および J - R E I T の買入れの拡大に関する件

議長から、委員の見解を取りまとめる形で、E T F および J - R E

I Tの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

#### 4. 「量的・質的金融緩和」の継続に関する件

議長から、委員の大勢意見を取りまとめる形で、「『量的・質的金融緩和』は、2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」ことを公表する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

#### 5. 「量的・質的金融緩和」の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する件

議長から、「量的・質的金融緩和」の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する議案が提出され、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、適宜の方法で公表されることとされた。

### VII. 対外公表文（「『量的・質的金融緩和』の導入について」）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、①2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて達成するには、大きな不確実性がある、②そうした中、「量的・質的金融緩和」が長期間にわたって続くという期待が高まれば、金融面での不均衡形成などにつながる懸念があるとしたうえで、「量的・質的金融緩和」の継続期間は2年程度に限定し、その時点で柔軟に見直すとの考えを明らかにすべきとの見解を示し、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. 木内委員案

木内委員からは、①「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除、②その次に「2年間程度を集中対応期間と位置づけて、『量的・質的金融緩和』を導入する」との一文を追加、③「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除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：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、  
白井委員、石田委員、佐藤委員

## 2. 議長案

議長からは、対外公表文（「『量的・質的金融緩和』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（3月6、7日開催分）が全員一致で承認され、4月9日に公表することとされた。

以 上

2013年4月4日

日本銀行

## 「量的・質的金融緩和」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、以下の決定を行った。

### (1) 「量的・質的金融緩和」の導入

日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する<sup>(注1)</sup>。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

#### マネタリーベース・コントロールの採用（全員一致）

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を以下のとおりとする。

「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するように金融市場調節を行う。」<sup>1</sup>

#### 長期国債買入れの拡大と年限長期化（全員一致）

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するように買入れを行う<sup>2</sup>。

また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱<sup>3</sup>から国債発行残高の平均並みの7年程度<sup>4</sup>に延長する。

#### ETF、J-REITの買入れの拡大（全員一致）

<sup>1</sup> この方針のもとで、マネタリーベース（2012年末実績138兆円）は、2013年末200兆円、2014年末270兆円となる見込み（別紙）。

<sup>2</sup> 毎月の長期国債のグロスの買入れ額は7兆円強となる見込み。

<sup>3</sup> 「資産買入等の基金による長期国債の買入れ」と「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を合わせた全体の平均。

<sup>4</sup> 長期国債買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と、幅をもってみる必要がある。

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するように買入れを行う<sup>5</sup>。

「量的・質的金融緩和」の継続<sup>(注1)</sup>(賛成8反対1)<sup>(注2)</sup>

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

## (2) 「量的・質的金融緩和」に伴う対応

### 資産買入等の基金の廃止

資産買入等の基金は廃止する。「金融調節上の必要から行う国債買入れ」は、既存の残高を含め、上記の長期国債の買入れに吸収する。

### 銀行券ルールの一時的適用停止

上記の長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。また、政府は、1月の「共同声明」において、「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」としている。これらを踏まえ、いわゆる「銀行券ルール」<sup>6</sup>を、「量的・質的金融緩和」の実施に際し、一時停止する。

### 市場参加者との対話の強化

上記のような巨額の国債買入れと極めて大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせない。市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設ける。また、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度(SLF)の要件を緩和する。

## (3) 被災地金融機関支援資金供給の延長

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および被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置を1年延長する。

<sup>5</sup> CP等、社債等については、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。なお、CP等、社債等、ETFおよびJ-REITの銘柄別の買入れ限度については、従来通りとする。

<sup>6</sup> 「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を通じて日本銀行が保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とするという考え方(2001年3月19日決定)。

2. わが国経済は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きは、堅調な国内需要と海外経済の成長率の高まりを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は足もと小幅のマイナスとなっているが、予想物価上昇率の上昇を示唆する指標がみられる。また、ここ数か月、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の後退や国内の政策期待によって、金融資本市場の状況は好転している。

日本銀行は、1月の「共同声明」において、「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束した。今回決定した「量的・質的金融緩和」は、これを裏打ちする施策として、長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる。これらは、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

---

(注1) 木内委員より、「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除、その次に「2年間程度を集中対応期間と位置づけて、『量的・質的金融緩和』を導入する」との一文を追加、「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除するとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員。反対：木内委員。

(別紙)

マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

(単位：兆円)

	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
--	--------------	---------------	---------------

マネタリーベース	138	200	270
----------	-----	-----	-----

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	89	140	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	13	18
その他とも資産計	158	220	290
銀行券	87	88	90
当座預金	47	107	175
その他とも負債・純資産計	158	220	290