

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 22 年 10 月 4、5 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2010 年 10 月 4 日(14:00～16:18)
10 月 5 日(8:59～13:33)

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 (4日)
	櫻井 充	財務副大臣 (5日)
内閣府	梅溪健児	政策統括官(経済財政運営担当) (4日)
	和田隆志	大臣政務官 (5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
企画局審議役	梅森 徹 (5日)
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
企画局企画調整課長	千田英継 (5日)
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴
金融市場局市場調節課長	沼本奈美 (5日 8:59～9:14)

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（9月6、7日）で決定された方針¹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。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、中間期末越えとなる9月末を含め、0.1%前後で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもと、落ち着いた状況が続いている。G Cレポレートは、幾分上昇する局面もみられたが、総じて0.1%台前半で安定的に推移している。ターム物金利をみると、短期レートは、0.1%台前半で安定的に推移している。また、T I B O Rは、長めのタームを中心に緩やかな低下基調を辿っている。C P発行レートは、短期金利に全般的な低下圧力がかかっているほか、堅調な需給環境が続いていることもあって、緩やかな低下基調を辿っている。

株価は、米欧株価の上昇に加え、為替が9月半ばに円安方向の動きとなったことなどを反映して上昇したあと、ごく最近は幾分反落している。長期金利は、前回会合前後の1.1%台後半から、海外の長期金利低下もあって徐々に低下し、足もとは0.9%台で推移している。

為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国経済を巡る不透明感が高い状況が続く中、基調としては円高方向の動きが続いた。この間、9月中旬には85円台後半まで戻す局面もみられたものの、その後は再び円高方向の動きとなり、足もとは83円台前半で推移している。

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、減速しているものの、なお緩やかな回復を続けてい

¹ 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

る。すなわち、財政刺激策の効果の減衰などから成長ペースが鈍化しているが、輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。もともと、労働市場では、雇用者数が持ち直している一方で、失業率はなお高水準横ばい圏内で推移するなど、雇用環境の改善は捗々しくない。そうしたもとの、個人消費の増加ペースは緩やかなものにとどまり、住宅投資も低水準で推移している。経済がバランスシート問題を抱え、生産・所得・支出の自律的な好循環メカニズムが作動しにくいもとの、リスクの面でも、景気は上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続いている。物価面では、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの消費者物価の前年比プラス幅をみると、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化を背景に、緩やかな縮小傾向が続いている。

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。輸出と生産が減速しつつも増加を続けているほか、個人消費など内需も緩やかに増加している。物価面では、エネルギー・非加工食料品を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、一部諸国の付加価値税率引き上げなどによりプラス幅が幾分拡大しているものの、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が引き続き物価押し下げ圧力として作用している。この間、英国経済は緩やかに回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、幾分減速しつつも、高めの成長を続けている。輸出は、海外経済の減速を受けて増勢が鈍化している。一方、個人消費は、家計の所得水準の向上を背景に堅調に推移している。また、固定資産投資も、政府による不動産取引抑制策の影響などから減速しつつあるが、なお高い伸びを維持している。N I E s、A S E A N経済は、輸出や生産の増勢が鈍化する一方で、個人消費や設備投資は増加基調を辿っており、全体として回復を続けている。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、食料品価格の上昇や生産要素の稼働水準の高まりから、物価上昇圧力が強まってきている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の株価は、米国経済に対する市場の悲観的な見方が幾分後退したことを背景に、上昇した。長期金利をみると、米国で、追加的な金融緩和期待の高まりなどを背景に低下したほか、欧州でも、一部経済指標が弱めの動きとなったことなどを受けて幾分低下した。この間、欧州周辺国では、国債の対独国債スプレッドが、ギリシャで引き続き高水準で推移し、アイル

ランドやポルトガルで拡大するなど、不安定な地合いが続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、このところ増加ペースが鈍化している。先行きは、海外経済の改善が続くもとの、当面そのペースは緩やかながら、増加を続けるとみられる。

公共投資は、減少しており、先行きも減少を続けるとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益や企業の業況感は引き続き改善しており、設備投資は持ち直しに転じつつある。先行きは、収益が改善基調にあるもとの、設備投資は徐々に持ち直しの動きがはっきりしていくと予想される。もっとも、設備過剰感が残ることなどから、当面、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。そうしたもとの、個人消費は持ち直し基調を続けている。個人消費の先行きは、猛暑効果の剥落やエコカー補助の終了などから一時的に弱めとなるが、その後、再び持ち直していくとみられる。

住宅投資は下げ止まっている。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、徐々に持ち直しに向かうと予想される。

生産は、このところ増加ペースが鈍化している。先行きは、耐久消費財を中心に一時的に弱めの動きとなったあと、増加していくと考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、概ね横ばい圏内で推移しているが、ごく最近は上向きの動きもみられている。国内企業物価を3か月前比でみると、製品需給緩和の影響が続く中、既往の国際商品市況の反落や為替円高の影響などから、弱含みとなっている。先行きは、既往の為替円高の影響が残ることから、当面、弱含みで推移するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとの下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。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、緩和方向の動きが続いている。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している。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。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。社債の残高は前年を上回っている一方、CPの残高は減少している。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善の動きが続いている。この間、マネーストックは、前年比2%台後半の伸びとなっている。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保掛け目等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」等の一部改正を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外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

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は回復を続けているものの、そのペースは鈍化しているとの見方で一致した。先行きについては、当面、減速を続けるものの、回復基調そのものは途切れずに続いていくことが見込まれるとの認識を共有した。

先進国経済について、多くの委員は、バランスシート調整圧力を抱える中で、景気回復のペースは緩やかなものにとどまるという見

方を示した。何人かの委員は、夏場以降みられていた米国経済を中心とする先行きを巡る過度に悲観的な見方は幾分後退したものの、不確実性の高い状況が続いているとの認識を示した。

米国経済について、委員は、減速しつつも、緩やかな回復が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、消費者信頼感指数の大幅な悪化や低調な住宅関連指標、高水準の失業率や失業期間の長期化などに言及し、景気の回復基盤は脆弱なものにとどまっていると述べた。複数の委員は、失業率が高止まりし、失業期間も長期化する中で、人的資本の劣化などから労働生産性が低下し、米国経済の成長率が長期に亘って低い状態が続く可能性もあると指摘した。別の複数の委員は、バランスシート調整が続く中での景気回復の鈍さについて、90年代以降のわが国の経験は、米欧では必ずしも十分理解されてこなかった面があり、ここに来て、バランスシート調整の重石が改めて認識されるようになってきていると述べた。

ユーロエリア経済について、多くの委員は、国ごとのばらつきはあるものの、全体としてみれば、緩やかに回復しているとの認識を示した。何人かの委員は、これまでのところ緩やかな回復が続いているが、今後、財政再建や金融機関のバランスシート調整などを進めていく必要があるため、景気の先行きには不確実性が大きいと述べた。

新興国経済について、多くの委員は、内需を中心になお高めの成長を続けているものの、輸出や生産が幾分減速していると指摘した。ある委員は、先進国経済が減速する中でも、新興国経済は高めの成長を維持するという現在のシナリオを見直す必要がないか、今後の動向を注意深く見守る必要があると述べた。

中国経済について、多くの委員は、なお高めの成長を続けているものの、海外経済の減速や不動産取引抑制策の影響などから、輸出や生産が幾分減速しているとの認識を示した。ある委員は、不動産取引抑制策やエネルギー消費削減策といった一連の過熱抑制策によって、持続可能な経済成長に軟着陸できるのかどうか注目していく必要があると述べた。複数の委員は、中国の製造業PMIの改善などをみると、生産が再び増勢を強める可能性もあると述べた。この間、NIEs、ASEAN経済について、何人かの委員は、内需が高めの伸びを維持する一方、海外経済の減速やIT関連財の調整もあって、輸出や生産が鈍化してきていると述べた。ある委員は、

IT関連財の調整について、過去に比べると調整が速めに進んでおり、比較的軽度の調整で済む可能性が高いが、今後のクリスマス商戦の動向等を注意深くみていく必要があると述べた。

国際金融資本市場について、何人かの委員は、一頃に比べれば、市場における世界経済の先行きを巡る懸念は幾分和らぎ、リスク回避姿勢も幾分後退しているとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、欧州周辺国の国債の対独国債スプレッドが拡大した状態にあるなど、欧州ソブリン問題はなお燻っているうえ、各国の金融政策運営を巡る思惑などから為替相場の大きな変動がみられるなど、国際金融資本市場は、なお不安定な動きとなっていると述べた。

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、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や、為替円高による企業マインド面への影響等を背景に、改善の動きが弱まっているとの認識で一致した。複数の委員は、輸出や生産の伸びの鈍化は想定していたが、想定に比べて幾分下振れている可能性があるとの認識を示した。景気の先行きについて、委員は、エコカー補助の終了やタバコ増税前の駆け込み需要の反動、更には猛暑効果の剥落によって、しばらくの間、景気改善テンポが鈍化した状況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、短観や各種のアンケート調査をみても、海外経済の減速や為替円高等が、企業マインドや消費者心理の慎重化をもたらしている可能性があるとして述べた。もっとも、減速がしばらく続いた後の景気展開については、委員は、海外経済の回復傾向が持続するとの前提のもとで、輸出の増加や企業収益の改善が続き、設備投資や個人消費にも波及していくかたちで、緩やかな回復経路に復していくとの認識を示した。このうち一人の委員は、回復経路に復する時期については大きな不確実性があると付け加えた。

こうした見通しについて、多くの委員は、7月の中間評価で示した見通しと比較すると、成長率は下振れて推移する可能性が高いとの評価を示した。

リスク要因について、委員は、米欧経済のバランスシート調整の帰趨や不安定な金融市場動向など、先進国経済には下振れリスクが大きいという認識で一致した。また、多くの委員は、為替円高について、輸出や企業収益などを通じた経路に加え、企業や家計のマインド面に与える影響を通じて、経済の下押し圧力として作用する

可能性がある」と指摘した。そのうえで、多くの委員は、米国を中心とする海外経済の不確実性の高まりや、為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、経済の下振れリスクには、なお注意が必要であるという認識で一致した。一方、何人かの委員は、引き続き、新興国・資源国経済の強まりが上振れリスクとして挙げられると述べた。なお、一人の委員は、新興国経済のウェイト上昇を踏まえると、海外経済のリスクを判断する際に、先進国に対する慎重な見方を過度に重視するのは適当でない」と述べ、新興国の上振れリスクと先進国の下振れリスクが概ねバランスしていると評価されると述べた。これに対し、別の一人の委員は、金融面まで含めれば米国のウェイトはきわめて高いうえ、米国経済の動向が世界全体の心理面に及ぼす影響も大きく、海外経済についても下振れリスクの方が大きいとの見方を示した。

個別の需要項目等に関して、多くの委員は、輸出は、増加を続けているものの、そのペースは鈍化していると述べた。先行きの輸出について、委員は、海外経済の減速に伴い当面は緩やかなペースにとどまるものの、増加を続けていくとの見方で一致した。

設備投資について、委員は、持ち直しに転じつつあるとの認識を示した。その理由として、多くの委員は、短観における企業収益の増加や、機械受注、建築着工床面積の増加を挙げた。もっとも、複数の委員は、企業収益の回復に比べ、設備投資の持ち直しには力強さが欠けており、今後も慎重姿勢が維持される可能性が高いと述べた。このうち一人の委員は、足もとの為替円高が長期化する場合には、設備投資スタンスが更に慎重化する可能性もあると述べた。

雇用・所得環境について、多くの委員は、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述べた。ある委員は、短観をみても雇用過剰感は依然強く、雇用の回復ペースは非常に緩やかな状態が続くとの見方を示した。

個人消費について、多くの委員は、持ち直し基調を続けているとの認識を示した。先行きについて、委員は、猛暑効果の剥落やエコカー補助終了前の駆け込み需要の反動により、一時的に大きく落ち込むことは避けがたいとの見方で一致した。一人の委員は、エコカー補助終了前の駆け込みが想定を上回るものであった分、その反動も強めに出る可能性がある」と述べた。別の一人の委員は、一時的な要因の影響により、消費の実勢が見極めにくくなっていると指摘

した。

生産について、委員は、企業ヒアリングから得られる情報等も踏まえて実勢をみると、増加ペースが鈍化していると評価されるとの見方で一致した。先行きについて、何人かの委員は、やや長い目でみれば増加基調を辿るとしても、10～12月には、耐久消費財などを中心に、明確に減少する可能性が高いとの見方を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、下落幅は縮小傾向にあり、先行きもこうした傾向を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。物価見通しを巡るリスク要因について、複数の委員は、新興国経済の強まりを背景に資源価格が上昇する場合には上振れる可能性があるとして指摘した。一方、多くの委員は、景気の下振れリスクが大きい状況を踏まえ、こうした実体経済活動の動きが物価面に影響を与える可能性には注意が必要であると述べた。また、物価固有のリスク要因として、ある委員は、為替円高に伴う下押し圧力の強まりを挙げた。また、何人かの委員は、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率について、現実の物価下落に引きずられて下振れる可能性があるほか、物価をアンカーする力の大きさにも不確実性が大きいと述べた。更に、複数の委員は、来年夏に予定されている消費者物価の基準改定に伴って、物価上昇率が下がる可能性にも注意する必要があると指摘した。

以上の経済・物価情勢を巡る議論を踏まえ、委員は、物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、従来の想定に比べて後ずれする可能性が強まっているとの認識で一致した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。

企業の資金調達コストについて、複数の委員は、引き続き低下傾向にあると述べた。CP・社債市場について、委員は、BBBマイナス格社債にまで発行銘柄が拡大するなど、良好な発行環境が続いているとの見方で一致した。また、企業の資金繰りについて、多くの委員は、9月短観や中小企業向けのアンケート調査結果をみても、改善の動きが続いているとの見方を示した。

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・物価情勢に関する検討結果を踏まえ、委員は、金融緩和を一段と強力に推進する必要があるとの判断で一致した。

委員は、オーバーナイト金利の低下余地がなくなっているもとで、金融緩和を強化するためには、追加的な緩和余地がまだ残っている新たな領域に金融政策の対象を拡張するとともに、幅広く政策措置を実施することが適当であるとの意見で一致した。そのうえで、多くの委員は、新たな領域として、長めの市場金利の低下や各種リスク・プレミアムの縮小を促していくことが適当であるとの認識を述べた。何人かの委員は、日本銀行がリスク・プレミアムに働きかけることで、生産性向上や競争力強化につながるような経済全体のリスクテイク活動を後押しし、金融緩和の効果を一段と高めることが期待されるとの見方を示した。一人の委員は、リスクフリー金利の部分とリスク・プレミアム部分の双方に働きかけることで、借り手の資金調達コストを全体として引き下げるとともに、資金のアベイラビリティを高める効果も期待されると述べた。具体的な措置として、委員からは、金利誘導目標の変更、時間軸の明確化、多様な金融資産の買入れなどが挙げられた。一人の委員は、政策対応を検討するにあたっては、政策思想や目的に一貫性を持たせつつ、幅広い政策の動員を図ることや、政策に拡張可能性を持たせることなどを念頭に置いておくことが適当であると述べた。

何人かの委員は、長めの市場金利の低下や各種リスク・プレミアムの縮小に働きかける政策は中央銀行にとって異例の措置であること、特に、リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入れは、最終的に損失が発生すれば、国民負担が生じることになるとともに、ミクロの資源配分に関わるという面で財政政策の領域に近づくため、異例さの度合いがより強いと述べた。ある委員は、中央銀行が迅速に政策を実行できるという点と、民主主義社会において中央銀行がどこまで財政政策的な色彩を帯びた政策に踏み出すべきかという点の両者のバランスをとりながら、適切な政策運営を心がけていくことが重要であると述べた。

以上を踏まえ、委員は、金利誘導目標の変更、時間軸の明確化、資産買入等の基金の創設という3つの論点について議論を行った。

1. 金利誘導目標の変更

金利誘導目標の変更について、多くの委員は、金融緩和の一段の強化に伴って一層潤沢な資金供給が行われる場合、オーバーナイト金利にこれまで以上の低下圧力がかかる可能性が高いと述べた。そのうえで、これらの委員は、金融緩和効果を十分に発揮するためには、オーバーナイト金利の誘導目標を0～0.1%程度として、0.1%からやや大きく下方に乖離することを明示的に許容することが適当であるとの見方を示した。何人かの委員は、このような金利誘導目標の変更により、現在、日本銀行が実質ゼロ金利政策を採用していることをより明確にすることにもなると述べた。なお、何人かの委員は、金利が極端に低下すると、金融機関や投資家の運用利回りの低下を通じて信用仲介機能が低下するため、金利低下による緩和効果よりも副作用の方が大きくなると述べ、補完当座預金制度の適用利率を0.1%で維持し、オーバーナイト金利をアンカーする効果を発揮させることが適当であると述べた。ある委員は、海外の主要中央銀行の政策金利水準に言及し、金融緩和効果を最大限に発揮するためには、文字通りのゼロ%よりは幾分高い政策金利が望ましいという考え方が先進各国間で共通していると付け加えた。こうした議論を経て、委員は、金利の誘導目標を「0～0.1%程度」というレンジとし、補完当座預金の適用利率は0.1%で維持することが適当であるとの見方を共有した。

2. 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

時間軸の明確化について、委員は、物価の安定が展望できるようになったと判断するまで実質ゼロ金利政策を継続していくことを対外的に明確にすることが望ましいとの見解で一致した。その際の判断基準として、委員は、「中長期的な物価安定の理解」が適当であるとの見方を共有した。多くの委員は、こうした時間軸の明確化により、長めの市場金利の低下を促すなどの効果を得られるとの認識を示した。また、何人かの委員は、「中長期的な物価安定の理解」と将来の金融政策運営の関係がより明確なものとなり、政策運営の考え方を対外的にわかりやすく説明できるという効果が期待されると述べた。

そのうえで、多くの委員は、日本のバブルの経験や今回の世界的な金融危機の経験を踏まえると、物価だけに焦点があたり、低金利

の長期継続期待が強まるもとの、金融面での不均衡の蓄積が生じると、中長期的には経済・物価の安定を阻害することになると述べた。委員は、こうした内外の経験を踏まえ、実質ゼロ金利政策の継続にあたっては、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検したうえで問題が生じていないことを条件とすることが必要との見解で一致した。この点、一人の委員は、今後、時間軸が過度に強化され、低金利継続期待が必要以上に強まらないよう注意する必要があると述べた。

3. 資産買入等の基金の創設

資産買入等の基金の創設について、委員は、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促していくためには、多様な資産を買入れることが有力な方法であり、日本銀行のバランスシート上に基金を創設して実施することが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、今回検討の俎上に上っている多様な金融資産の買入れはあくまで臨時・異例な措置であり、この点を明確にする趣旨からも、他のオペレーション等による資産とは明確に分別して管理していくことが望ましく、そのためには一種の管理会計的な仕組みとして「基金」というかたちで括りだすことが望ましいと述べた。また、委員は、昨年12月より実施している固定金利オペについても、長めの金利の低下を促すという点では同じ目的を有するものであるため、本基金に組み入れることが適当との認識を共有した。

多様な金融資産の買入れを検討するにあたり、委員から、対象となりうる金融資産の種類や市場規模、金利・価格動向等についての説明を求める要請があったため、議長から執行部に対して説明を求めた。

執行部からは、以下のとおり説明が行われた。

- 資産買入れを行う場合には、効果波及の余地、公正な買入れ実施の可否、日本銀行の財務の健全性に及ぼしうる影響、等がポイントとなると思われる。
- こうした点や実務的な側面からは、長期国債、国庫短期証券、C P、A B C P、社債のほか、日本銀行法 43 条に基づく政府からの認可が取得できる場合には、E T F、J - R E I T も買入れ資産の候補になりうると思われる。

- 期待される政策効果という面で分類すると、国債などは長めの金利に働きかける手段、ETFやJ-REITはリスク・プレミアムに働きかける手段であり、CPや社債は両方の性格を併せ持つものとして位置づけられる。

委員は、執行部の説明を受け、具体的な制度設計について議論を行った。

買入れ対象資産について、多くの委員は、長めの金利の低下やリスク・プレミアムの縮小を促す観点からは、長期国債、国庫短期証券、CP、ABCP、社債、ETF、J-REITを買入れ対象に含めることが適当との見解で一致した。このうち、ETF、J-REITを対象として検討していく点について、何人かの委員は、買入れ額自体は少額であったとしても、日本銀行が買入れることで、当該市場の取引活性化を促すほか、経済全体のリスクテイク活動を後押しするという呼び水効果も期待されると述べた。もっとも、一人の委員は、高格付けJ-REITの数は相対的に限られており、個別の資金配分への関与という観点からは、難しい判断を迫られる点に、留意が必要であると述べた。何人かの委員は、わが国の企業の資金借入の期間は3年以下のものが多いとみられることを踏まえると、残存期間1～2年程度の長期国債や社債を買入れ対象とすることが適当であるとの見解を述べた。この間、一人の委員は、10年物の長期国債金利が1%を下回る状況下、債券市場の過熱につながるリスクが高いうえ、過度な金利低下は金融機関の収益機会を奪い、かえって金融緩和効果を阻害する恐れがあるとして、長めの市場金利低下を目的とする国債の買入れは望ましくないとの見解を示した。

資産買入れの規模について、一人の委員は、各種金融資産の市場規模と日本銀行の取りうるリスク量とを総合的に勘案すれば、長期国債、国庫短期証券の合計で3.5兆円程度、CP、ABCP、社債の合計で1兆円程度、政府の認可が下りればETFやJ-REITの合計で0.5兆円程度とし、1年間程度の期間で買入れを進めていくのが適当ではないかと述べ、他の多くの委員もこうした見方を共有した。

基金を通じた長期国債買入れの取り扱いについても議論が行われた。何人かの委員は、買入れの目的や措置の臨時異例性に鑑みれば、銀行券発行残高を上限の目安とする運用とは異なる取り扱いとする

ことが適当であると述べた。そのうえで、これらの委員は、基金による買入れとすることで、成長通貨の供給を目的とした既往の国債買入れとは明確に分別して取り扱うことができるとの見方を示した。何人かの委員は、このような扱いとすることで、財政ファイナンスにつながるものという誤解が生じる余地を小さくすることができるのではないかと述べた。一方、ある委員は、銀行券を上限とする扱いに例外を設けると、財政ファイナンスに一步近づいたとの疑念が市場に生じ、かえって長期金利に悪影響が及ぶ可能性があるとの懸念を示した。

以上の議論を経て、委員は、金融市場調節方針の変更、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、資産買入等の基金の創設を実施することが適当であるとの認識を共有した。多くの委員は、政策効果を高める観点から、これらの政策を束ねて打ち出すことが望ましいとの見方を示した。この政策パッケージの性格について、何人かの委員は、リスク性資産の買入れを通じて各種リスク・プレミアムの縮小を促すという点では「信用緩和」という側面があるほか、量の面では、資産買入等を有効に活用して潤沢な資金を供給していくことで、量的な拡大を伴っていることを指摘した。そのうえで、これらの委員は、こうした様々な政策効果を包括した措置として、「包括的な金融緩和政策」として位置づけることが適当であるとの見解を示し、他の委員もこうした認識を共有した。資産買入等の基金の創設については、買入れ条件や方法等に関する具体的な検討を行う必要があるため、議長は、具体策を検討のうえ、改めて金融政策決定会合に報告するよう、執行部に対して指示を行った。

以上の「包括的な金融緩和政策」の実施に加え、何人かの委員は、これまで日本銀行が講じてきた様々な施策、とりわけ日本経済の長期低迷の根源的背景に働きかける「成長基盤強化を支援するための資金供給」についても、着実に実施していく必要があると述べた。

最後に、先行きの金融政策運営方針について、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、中央銀行として、適切に政策対応を行っていくことが適当との認識で一致した。

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。

- わが国の経済情勢をみると、外需や政策の下支え効果等により、持ち直してきたものの、依然として厳しい状況にある。とくに新卒者・若年者雇用の状況は厳しく、また多くの地域で厳しい雇用情勢が続く等、デフレ終結に向けた経済の基盤は未だ脆弱である。こうした中、円高や海外経済の減速懸念等が、わが国景気の下振れリスクとなっている。
- 政府としては、現下の円高等厳しい経済状況に対応し、デフレ脱却と景気回復に向けた動きを確かなものとするため、9月10日に閣議決定した「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」を踏まえ、ステップ1の緊急的な対応に続き、9月27日の総理指示に基づき、ステップ2として22年度補正予算編成を含む経済対策の実施を検討している。
- 日本銀行におかれては、デフレ克服が政府と日本銀行の共通の政策目標であるとの認識のもと、金融経済情勢に応じ、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂きたいと考えている。政府としても関係省庁間の連絡を密にしていきたいと考えているので、日本銀行におかれても、適時・適切な金融政策運営をお願いしたい。また、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に適切に説明頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、現下の円高等厳しい経済情勢に対応し、デフレ脱却と景気の自律的回復に向けた道筋を確かなものとするため、9月10日に「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」を閣議決定し、まずは緊急的な対応に取り組んでいる。さらに、22年度補正予算編成を含む経済対策の実施を検討するなど、鋭意政策努力を行っている。
- 本日、政策委員方から提案のあった包括的な金融緩和政策は、デフレ脱却と景気の自律的回復に向けた政府の取り組みと方向性を一にするものであり、日本銀行と政府の連携がとれた、機動的な措置であると評価したい。
- 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、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、経済を下支えして頂くよう期待するとこ

ろである。

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）の誘導目標を現行の「0.1%前後」から「0～0.1%程度」に変更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し、公表後直ちに実施すること。

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

2. 「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の特則に関する件

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、（1）補完当座預金制度の適用利率、（2）固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの貸付利率、および（3）成長基盤強化を支援するための資金供給の貸付利率について、いずれも当分の間、年0.1%とする旨の議案（議長案）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。

Ⅶ. 対外公表文（「『包括的な金融緩和政策』の実施について」）の検討

以上の議論の結果、委員は、金利誘導目標の変更、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、資産買入等の基金の創設という3つの措置からなる包括的な金融緩和政策を実施することが適当であるという考え方で一致した。ただし、須田委員は、資産買入等の基金の創設を検討するに際し、買入対象資産として、国債を検討対象とすることについて、反対した。このため、包括的な金融緩和政策を実施する旨の記述、および須田委員の反対意見に関する記述を含んだ対外公表文（「『包括的な金融緩和政策』の実施について」〈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。

なお、須田委員は、資産買入等の基金の創設にあたり、買入対象資産の検討対象に国債を加えることに反対する理由として、以下の点などを挙げた。

- 現在の国債市場の状況を踏まえると、本措置により国債を買入れることは、債券市場の過熱やバブルにつながるリスクが高いこと。
- 財政再建への中長期的な道筋が不明確な中、本措置の対象である長期国債を銀行券ルールの対象外とすることは、市場において財政ファイナンスを目的とするものとの誤解を与えかねず、かえって長めの市場金利に悪影響を及ぼす懸念があること。

Ⅷ. 議事要旨の承認

議事要旨（8月30日開催分、9月6、7日開催分）が全員一致で承認され、10月8日に公表することとされた。

以 上

2010年10月5日
日 本 銀 行

「包括的な金融緩和政策」の実施について

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、金融緩和を一段と強力に推進するため、以下の3つの措置からなる包括的な金融緩和政策を実施することとした。

(1) 金利誘導目標の変更 (全員一致^(注1))

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に促す^(注2)(公表後直ちに実施)。(別添1)

(2) 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」^(注3)に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく。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、問題が生じていないことを条件とする。

(3) 資産買入等の基金の創設

国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(J-REIT)など多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時の措置として、バランスシート上に基金を創設することを検討する^(注4)(別添2)。このため、議長は、執行部に対し、資産買入等の基金の創設について具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した。

(注1) 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。

(注2) 補完当座預金制度の適用利率、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの貸付利率および成長基盤強化を支援するための資金供給の貸付利率は、引き続き、0.1%である。

(注3) 「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている。」

(注4) 須田委員は、本文中、資産買入等の基金の創設を検討するに際し、買入対象資産として、国債を検討対象とすることについて、反対した。

2. わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、改善の動きが弱まっている。次回会合の展望レポートで詳しく点検することになるが、先行きは、需要刺激策の効果の減衰などから景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、緩やかな回復経路に復していくとみられる。7月中間評価で示した見通しと比べると、成長率は下振れて推移する可能性が高い。また、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとの、景気の下振れリスクには、なお注意が必要である。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の下落幅は縮小傾向を維持しているものの、今後、景気の下振れなど実体経済活動の動きが物価面に影響を与える可能性には、注意が必要である。以上を踏まえると、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、後ずれする可能性が強まっている。

3. このような情勢判断を踏まえ、日本銀行は、以下のとおり、金融緩和を一段と強力に推進することが必要と判断した。

第1に、実質ゼロ金利政策を採用していることを明確化することとした。

第2に、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続するとともに、その際の判断基準が「中長期的な物価安定の理解」であることを確認した。

第3に、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促していくこととした。こうした措置は、中央銀行にとって異例の措置であり、特に、リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入れは、異例性が強い。この点を明確にしたうえで、市場金利やリスク・プレミアムに幅広く働きかけるために、バランスシート上に基金を創設し、多様な金融資産の買入れ、およびこれと同じ目的を有する固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うことが適当と判断した。このうち、基金による長期国債の買入れは、現行の長期国債買入とは異なる目的のもとで、臨時の措置として行うものである。このため、基金による買入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債と区分のうえ、異なる取り扱いとする。

4. 日本銀行は、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、中央銀行として、適切に政策対応を行っていく方針である。

以 上

(別添 1)

2010年10月5日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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し、公表後直ちに実施することを決定した（全員一致^(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。

以 上

^(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。

「資産買入等の基金」について

1. 買入対象資産等

資産買入れの対象としては、長期国債、国庫短期証券、コマーシャル・ペーパー（CP）、資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）について検討する。

資産買入れ以外の資金供給の方法としては、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行う。

—— 指数連動型上場投資信託、不動産投資信託については、日銀法上の認可取得を条件とする。

2. 基金の規模

- ① 基金の規模は、買入資産（5兆円程度）と、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（30兆円程度）を合わせ、35兆円程度とすることを軸に検討する。
- ② 買入資産については、買入れの開始から1年後を目途に、長期国債および国庫短期証券は合計3.5兆円程度、CP、ABCPおよび社債は合計1兆円程度、総計の残高が5兆円程度となるよう買入れを進めることを軸に検討する。

3. 買入条件等

- ① 買入条件・方法は、長めの市場金利低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、今後検討する。
- ② 買入れる長期国債、社債は残存期間1～2年程度を対象とする。

以 上

(22年10月28日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2010年10月28日(9:00～13:26)

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 櫻井 充 財務副大臣

内閣府 梅溪健児 政策統括官(経済財政運営担当)

(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
企画局審議役	梅森 徹
企画局政策企画課長	加藤 毅 (10:37～13:26)
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
企画局企画調整課長	千田英継
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	一上 響

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4、5日）で決定された方針¹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。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を幾分下回る水準で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による包括的な金融緩和政策の決定を受け、やや長めのゾーンを中心に、市場金利が幾分低下している。G Cレポレートは、0.1%を小幅上回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物を中心に、幾分低下し、0.1%を小幅上回る水準で推移している。また、T I B O Rは、緩やかな低下基調を辿っている。C P発行レートは、総じて緩やかな低下基調を辿っている。

株価は、米欧株価が上昇する中、不動産や金融などの業種が堅調に推移したものの、輸出関連業種等がやや弱めの動きとなったことから、総じて横ばい圏内で推移している。長期金利は、米欧の長期金利につれて上昇する局面があった一方、日本銀行による包括的な金融緩和政策を受け、相対的に低下余地が残る中長期ゾーンを中心に低下圧力が強まり、足もとは0.9%前後で推移している。

為替相場をみると、米国経済を巡る不透明感が強い状況が続いていることもあって、ドルが売られやすい展開が続いている。最近では、円の対ドル相場は、81円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、減速しているものの、なお緩やかな回復を続けている。すなわち、財政刺激策の効果が減衰していくもとで成長ペース

¹ 「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。」

が鈍化しているが、輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。もっとも、労働市場では、雇用者数が持ち直している一方で、失業率はなお高水準横ばい圏内で推移するなど、雇用環境の改善は捗々しくない。そうしたもとで、個人消費の増加ペースは緩やかなものにとどまり、住宅投資も低水準で推移している。経済がバランスシート問題を抱え、生産・所得・支出の自律的な好循環メカニズムが作動しにくいもとで、景気は上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続いている。物価面では、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの消費者物価の前年比プラス幅をみると、緩和的な需給環境などを背景に、緩やかな縮小傾向が続いている。

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。輸出と生産が減速しつつも増加を続けているほか、個人消費など内需も緩やかに増加している。物価面では、エネルギー・非加工食料品を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、一部諸国の付加価値税率引き上げなどによりプラス幅が幾分拡大しているものの、緩和的な需給環境などが引き続き物価押し下げ圧力として作用している。この間、英国経済は緩やかに回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、幾分減速しつつも、高めの成長を続けている。輸出は、海外経済の減速を受けて増勢が鈍化している。一方、個人消費は、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。また、固定資産投資も、政府による不動産取引抑制策の影響などから減速しつつあるが、なお高い伸びを維持している。NIEs、ASEAN経済は、輸出や生産の増勢鈍化から減速しているものの、個人消費や設備投資は増加を続けており、全体として回復基調を辿っている。この間、インド経済は、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、食料品価格の上昇や生産要素の稼働水準の高まりを背景に、物価上昇圧力が徐々に高まってきている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の株価は、事前予想を上回る米国企業の決算などを背景に、上昇した。長期金利をみると、米国では、緩慢な景気回復テンポなどを背景に低水準で推移した。欧州では、独の長期金利が、周辺国の財政悪化に起因した質への逃避の動きが一服したことなどから上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出については、海外経済の減速、情報関連財の在庫調整、為替円高などを背景に、増加ペースが鈍化している。先行きは、海外経済の改善が続くもとの、再び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。先行きについても、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、先行指標である機械受注がはっきりと増加するなど、持ち直しに向けた動きがみられる。先行きについては、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予想される。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。

個人消費については、前回会合以降に公表されたチェーンストア売上高や外食産業売上高が、猛暑の影響などを背景に増加している。一方、消費者コンフィデンスは、円高に伴う企業収益の悪化懸念やエコカー補助の終了、株安などを受けて、このところ弱い動きとなっている。先行きは、猛暑効果の剥落やエコカー補助の終了などから一時的に弱めとなるが、その後、再び持ち直していくとみられる。

物価面をみると、国際商品市況は、非鉄金属や穀物の上昇を主因に、強含んでいる。国内企業物価を3か月前比でみると、製品需給緩和や為替円高の影響などから下落が続いているが、9月は下落幅がやや縮小した。先行きについては、既往の為替円高の影響は残るものの、国際商品市況の強含みから、基調的にはほぼ横ばいで推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和方向の動きが続いている。企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。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している。CP発行スプレッドは概ね横ばいで推移している。社債の流通スプレッドは、スプレッドが相対的に厚い銘柄を中心に若干縮小する動きがみられている。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。社債の残高は前年を上回っている。

る一方、CPの残高は減少している。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善の動きが続いている。この間、マネーストックでは、前年比2%台後半の伸びが続いている。

II. 資産買入等の基金の運営に関する執行部からの報告の概要

10月4、5日の金融政策決定会合において示された方針に従い、執行部において、「資産買入等の基金」の運営を実施するための基本的な事項を検討したので報告する。

基金の総額は35兆円程度、このうち資産買入は5兆円程度、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは30兆円程度とすることを軸に検討するよう前回会合で指示があったが、こうした金額は適当である。買入対象資産ごとの買入限度額は、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すという目的を踏まえつつ、それぞれの市場規模や買入れに伴うリスクの大きさを勘案して設定することが適当と考えられる。具体的には、長期国債で1.5兆円程度、国庫短期証券で2兆円程度、CP、ABC P、不動産投資法人コマーシャル・ペーパーで0.5兆円程度、社債、不動産投資法人債で0.5兆円程度、ETFで0.45兆円程度、J-R E I Tで0.05兆円程度とすることが適当と考えられる。

本資産買入の目的を踏まえると、CPや社債については金融市場の安定確保を目的に買入れた前回の買入れ時よりも格付要件や発行体別の買入限度額を緩和すること、買入対象資産に不動産投資法人が発行するCPや債券を含めること、国債やCP、社債等の買入方式は0.1%を下限利回りとする利回り較差方式の入札とすることなどが適当と考えられる。また、本基金を通じた長期国債の買入れは、銀行券需要の趨勢的な増加に対応した既存の長期国債の買入れとは異なる目的のもとで、臨時の措置として実施するものであるため、既存の買入れに課している銀行券発行残高を上限とするルールの対象外とすることが適当である。

一方、リスク管理などの観点から、本基金により買入れる資産は他の金融調節の結果保有する資産と区分して管理すること、必要に応じて発行体別や銘柄別に上限を設定すること、ETFとJ-R E I Tのそれぞれについて時価と簿価の差額を引当金として計上することなどが適当と考えられる。

買入れは、準備の整った資産から開始し、2011年末を目途に、固

定金利方式・共通担保資金供給オペレーションも含めた残高が 35 兆円程度となるように実施することが考えられる。政府の認可を要する E T F、J - R E I T 以外の買入対象資産については、速やかな買入れの実施を図るため、本日、買入対象資産ごとの買入限度額や買入方式などの具体的な運営に関する基本要領を制定するなど、所要の措置を講じることが適当と考えられる。また、E T F、J - R E I T に関しては、実施要綱を定め、これに基づき買入れを実施することについて、政府に対し認可の申請を行うこととしたい。

なお、E T F、J - R E I T の買入れは、信託銀行に委託することが適当と考えられるが、その場合、入札や契約、事務手続きの決定などに、相応の時間が必要である。したがって、11 月 15、16 日に予定されている次回の金融政策決定会合で基本要領を決定した場合、買入れ開始が来年入り後となる可能性もある。

Ⅲ. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

海外経済について、委員は、回復を続けているものの、そのペースは鈍化しているとの見方で一致した。先行きの見通しについて、委員は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、新興国・資源国経済の高成長が続く中で、成長率が再び高まっていく姿が想定されるとの認識を共有した。何人かの委員は、2011 年以降、新興国や資源国の高めの成長が持続する中で、先進国経済についても回復傾向が強まっていくとの見方を示した。

米国経済の現状について、多くの委員は、減速しているものの、緩やかな回復を続けているとの認識を示した。何人かの委員は、企業業績が好調であり、その影響が株価上昇にも表れているとの認識を示した。個人消費について、何人かの委員は、小売売上高や新車販売台数などの統計、F R B の地区連銀経済報告によると、底固く推移していると指摘した。一方、輸出や生産について、複数の委員は、増勢が鈍化していると指摘した。雇用や住宅について、多くの委員は、引き続き回復が鈍く、景気回復に重石となるとの見方を示した。物価について、何人かの委員は、上昇率が弱まる傾向にあると述べた。

米国経済の当面の見通しについて、大方の委員は、新興国や資源

国の高成長もあって輸出が増加するもとの、回復ペースは高まっていくとの見方を共有した。この点に関し、多くの委員は、バランスシート調整圧力が存在する中、雇用環境の厳しさもあり、そのペースは緩やかなものにとどまると付け加えた。何人かの委員は、金融機関による住宅差し押さえ手続きの不備が問題化していることが、住宅市場の回復を更に遅らせる可能性があるとの見方を示した。この間、何人かの委員は、市場の予想通り、11月初にFRBの追加緩和政策が実施されることになれば、米国経済の下支えに貢献することが期待されると述べた。

ユーロエリア経済について、多くの委員は、国ごとにばらつきを伴いつつも、ドイツなどの主要国が牽引し、全体としては緩やかに回復しているとの認識を示した。先行きの見通しについて、何人かの委員は、世界経済の回復に伴い、緩やかに回復するものの、域内各国における財政健全化に向けた動きなどが、欧州経済への下押し圧力となる可能性に注意しておく必要があると指摘した。

中国経済について、何人かの委員は、7～9月の実質GDPの伸び率は幾分低下したものの、引き続き高い伸びを続けていると述べた。何人かの委員は、最近の利上げなどの各種政策が、経済の過熱を抑制し、成長を持続可能なものとする上で、貢献していくとの見方を示した。

NIEs、ASEAN経済について、何人かの委員は、世界経済の減速を受けて輸出や生産の増勢は鈍化しているが、先進国からの資金流入を背景に内需は堅調であり、今後とも回復基調が続くとの見方を示した。

わが国の金融環境について、委員は、日本銀行の強力な金融緩和策などの効果もあって、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。複数の委員は、CPや社債の発行環境は良好であり、日本政策金融公庫のアンケート調査によれば、中小企業の資金繰りも改善していると述べた。

前回会合で決定した包括的な金融緩和政策の効果について、大方の委員は、景気・物価の下振れリスクの抑制に寄与するとの見方を示した。多くの委員は、こうした異例な措置にまで踏み込み、デフレ脱却への強い決意を示したこともあって、企業や家計のマインドにプラスの効果をもたらすと述べた。何人かの委員は、既に長めのターム物金利が低下しているほか、社債の信用スプレッドが低格付

銘柄を中心に縮小しており、一定の効果がみられていると指摘した。ある委員は、包括緩和の効果について、現時点で評価することは難しく、慎重にみていると述べた。複数の委員は、今後、実際に資産買入が進むにつれて、効果が強まっていくとの見方を示した。時間軸の明確化について、複数の委員は、景気の回復が進むにつれて、効果がより強く発揮されるようになると指摘した。

以上のような海外経済とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済の現状に関する議論が行われた。委員は、緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることに加え、エコカー補助終了前の駆け込み需要や猛暑効果の反動がみられることから、改善の動きが弱まっているとの認識で一致した。何人かの委員は、為替円高などによる企業マインド面への影響もあって、7月の中間評価時点での見通しと比べ、成長率が下振れてきていると述べた。輸出の減速の背景について、委員は、海外経済の減速、情報関連財の在庫調整に加え、為替円高の影響を指摘した。一方、設備投資について、複数の委員は、機械受注が増加を続けていることや、日本政策金融公庫による中小企業向けのアンケート調査で設備投資計画が大幅な増加に上方修正されたことから、持ち直しの動きが広がっていることが確認されてきていると述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）の現状について、委員は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると前年比下落幅は縮小を続けているとの認識を共有した。

2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、多くの委員は、10月5日の金融政策決定会合において、物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期が後ずれする可能性が高いと判断したが、その後、包括緩和を導入したことや、政府の緊急総合経済対策が明らかになったこともあって、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実な歩みを進めていくとの認識を示した。2011年度以降について、委員は、わが国経済は緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。この背景として、何人かの委員は、海外経済の伸びが再び高まる中で、輸出が増勢を取り戻し、企業収益が回復を続けるとした上で、これに伴い、設備投資が持ち直し傾向を続けるほか、雇用・所得環境が改善傾向を辿るもとで、個人消費も再び持ち直していくと述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きについて、多くの委員は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもとで、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、下落幅は縮小していき、2011年度中にプラスの領域に入り、その後、2012年度にかけて、プラス幅を拡大していくとの見方を示した。これに関連して、複数の委員は、新興国・資源国が高めの成長を続けることなどを背景に、国際商品市況が上昇することも、物価上昇圧力となると指摘した。何人かの委員は、包括緩和の中で時間軸を明確化したことが、中長期的な予想物価上昇率を安定化させ、物価上昇率を引き上げる力を強める方向に働くとの見方を示した。複数の委員は、物価上昇率が中長期的な予想物価上昇率に収束していく力について、慎重にみていると述べた。

委員は、こうした中心的な見通しに関する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①先進国経済の動向、②新興国・資源国経済の動向、③企業や家計のマインドの動き、④企業の中長期的な成長期待の動向、の4点を挙げた。

先進国経済について、多くの委員は、米国経済を中心に不確実性が高いと指摘した。FRBの追加緩和策について、複数の委員は、その効果を織り込んで株価が上昇するなどしているものの、景気・物価への効果には不確実性があると述べた。ある委員は、長期金利が低下トレンドから反転する兆しもみられており、金融市場の反応にも不確実性があるとの見方を示した。何人かの委員は、米国や欧州における財政再建が、予想以上の下押し圧力になるリスクを指摘した。

新興国・資源国経済について、多くの委員は、先進国における大規模な金融緩和の継続と、その長期化予想が、新興国・資源国への資本流入を加速させる可能性があるとの指摘した。ある委員は、新興国・資源国では、内需が力強く推移しており、目先は大きな不安はないが、リスクがあるとすれば、先進国の減速などに伴い輸出が減速する可能性を挙げることができると述べた。別の一人の委員は、新興国の需要拡大を背景に、国際商品市況が更に上昇し、わが国の交易条件が悪化するリスクを指摘した。

企業や家計のマインドについて、何人かの委員は、海外経済の減速や為替円高、株価下落を受けて、悲観論が拡がること、景気の

下振れにつながるリスクがあると述べた。ある委員は、悲観的な報道が国民全体のマインドを悪化させる恐れもあると指摘した。一方、ある委員は、包括緩和が企業や家計のマインドに強く働きかけ、下振れリスクを縮小させる方向に作用すると述べた。

企業の中長期的な成長期待について、委員は、新興国・資源国の需要を取り込むため、新たな製品開発や販売網構築を進めるなどの動きが強まる場合には、成長期待が高まり、設備投資や輸出を中心に景気が上振れる可能性があるとの認識を共有した。一方、ある委員は、金融資本市場の不安定化などにより、成長期待が下振れる恐れもあると指摘した。別のある委員は、企業経営者の意識が、少子高齢化や構造調整の遅れなどの負の側面に向かい、縮小均衡に陥るリスクがあると述べた。ある委員は、民間経済主体と政府のそれぞれの努力が相俟って、成長力の強化に向けて着実に前進していくことが強く期待されると述べた。

物価見通しの上振れ・下振れ要因について、委員は、①景気の上振れ・下振れ要因の顕在化、②企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の低下、③マクロ的な需給バランスや、それが物価に及ぼす影響を把握する上での不確実性、④輸入物価の変化、の4点を指摘した。このうち輸入物価について、何人かの委員は、新興国・資源国の高成長や先進国の金融緩和を背景に、資源価格が高騰する可能性があるとして述べた。一方、これらの委員のうち複数の委員は、円高が輸入物価を下振れさせるリスクもあると指摘した。このほか、何人かの委員は、来年夏に予定されている基準改定により、消費者物価指数の前年比が下振れる可能性がある点にも留意しておく必要があると述べた。この点に関し、ある委員は、予想物価上昇率の低下につながるリスクもあると指摘した。

以上を踏まえ、委員は、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行った。

まず、第1の柱、すなわち、先行き2012年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高い見通しとして、委員は、わが国経済は、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実な歩みを進めていくとの見方で一致した。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて、委員は、景気面では、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、

米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクにも注意が必要との認識で一致した。物価面では、委員は、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、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、との見方を共有した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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。

先行きの政策運営について、委員は、経済・物価情勢についての2つの「柱」による点検を踏まえ、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、包括的な金融緩和政策を通じたより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との考え方で一致した。

資産買入等の基金について、大方の委員は、執行部案は妥当であり、これに基づき、基金の総額や買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を定めることが適当であるとの認識で一致した。

基金による買入れの規模について、大方の委員は、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すという目的を踏まえつつ、それぞれの市場規模などを勘案すると、5兆円程度が適当であるとの見方を共有した。複数の委員は、一部に買入れの金額だけに注目する見方があるが、例えば国債とETFではリスク量が大きく違うことなどを、丁寧に説明していく必要があると述べた。複数の委員は、基金の買入れだけに注目する見方もあるが、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの30兆円程度については、まだこれから10兆円程度の追加的な資金が供給されるほか、資産買入という点では、安定的な資金供給目的で行っている国債の買入れを、引き続き、年21.6兆円規模で行っていることも説明していく必要があると指摘した。この間、複数の委員は、今後、必要と判断される場合には、基金による買入れのペースの前倒しや基金の増

額などを検討することも考えられると述べた。

国債の買入れについて、何人かの委員は、銀行券発行残高の上限を適用しないこととなるため、財政ファイナンスと誤解されないよう、管理の仕方などに工夫が必要であると指摘した。ある委員は、こうした観点から、国債を買入対象とすることは、望ましくないと述べた。社債やCPの買入れについて、複数の委員は、金融市場の安定確保を目的に行った前回の買入れよりも格付要件を緩和し、発行体別の買入限度額を引き上げることや、不動産投資法人の発行するものも買入対象に含めることなどは、リスク・プレミアムの縮小を促すという今回の措置の趣旨に照らして、適当であると述べた。ETFやJ-R E I Tについて、複数の委員は、金融機関の保有するものではなく、市場から買入れることは、効果を幅広く市場全体に及ぼすとの意図を示す意味でも有効であると指摘した。これらの委員のうち一人の委員は、買入れの公正を期すため、信託方式とすることが適当であると述べた。

委員は、資産買入から生じるリスクを管理し、引当や損失が生じた場合の処理などを適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していく必要があるとの認識で一致した。何人かの委員は、こうした財務の健全性に関する考えについて、政府の理解が得られることを期待していると述べた。

買入れの実施時期について、委員は、準備が整った金融資産から、順次、速やかに買入れを開始する必要があるとの意見で一致した。相対的に準備に時間がかかるとみられるETFとJ-R E I Tの買入れについても、多くの委員は、市場での期待が高まっているだけに、他の資産の買入れからあまり間を置くことなく開始することが望ましいと述べた。複数の委員は、ETFとJ-R E I Tの買入れを出来るだけ早期に開始するために必要ということであれば、基本要領を早期に審議・決定することを目的に次回の金融政策決定会合を前倒しして開催することが適当であるとの見解を述べ、他の委員もこれに同意した。

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。

- 前回の金融政策決定会合において、思い切った措置を講じられた

ことについては、高く評価している。また、市場からも評価の声が聞こえているところである。

- わが国経済は、このところ足踏み状態にあり、失業率が高水準にあるなど、厳しい状況にある。海外景気や為替レート、株価の動きなどで、景気が更に下押しされる懸念がある。デフレの影響や雇用の悪化懸念が依然残っている点にも注意が必要である。
- 政府としては、厳しい経済情勢に対応し、デフレ脱却と景気回復に向けた動きを確かなものとするため、9月10日に閣議決定した「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」を踏まえ、10月8日にはステップ2の経済対策の実施を決定し、その裏付けとなる22年度補正予算を明日国会に提出するよう作業を進めている。
- 日本銀行におかれても、引き続きデフレ脱却をはじめ、経済を金融面から支えて頂くことを期待している。本日、基金の基本要領等を提案し、迅速に準備を進めていること、次回の金融政策決定会合を前倒しし、ETF等の買入れを早期に実施するための迅速かつ適切な対応をとっていることは、高く評価したい。
- 今回の措置がとられる中、日本銀行が財務の健全性に関し問題意識を持っていることは、しっかりと受止めさせて頂く。財務省としては、こうした問題を含め、日本銀行と十分協議していきたい。

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、このところ足踏み状態にあり、円高の長期化や海外経済の減速など、先行き景気を更に下振れさせる大きなリスクが存在している。こうした下振れリスクが今後顕在化していけば、デフレ脱却や自律的回復の実現が遠のく惧れがある。
- 政府は、こうした現下の厳しい経済情勢や先行き悪化懸念を踏まえ、「3段階の経済対策」に基づき、ステップ1の緊急的な対応に続き、ステップ2として今年8日に「円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策」を、また26日に平成22年度補正予算案を閣議決定するなど、スピード感を持って切れ目のない政策努力を続けている。
- 展望レポートでは、消費者物価上昇率が2011年度に+0.1%の後、2012年度に+0.6%と見込まれている。これは、「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」とする「中長期的な物価安定の理解」に比べ、そのプラス幅は小さ

いと考える。

- 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、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。

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、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

2. 「資産買入等の基金運営基本要領」の制定等に関する件

採決の結果、「資産買入等の基金運営基本要領の制定等に関する件」の執行部提案が賛成多数で決定され、適宜の方法で公表することとされた。なお、須田委員は、国債の買入れが、財政ファイナン

スとの誤解を生みかねないほか、金融機関の運用金利の低下を通じて信用仲介機能をかえって低下させる可能性があり、債券バブルにつながるリスクもあることなどから、買入対象資産から国債を除くべきであると述べ、反対した。

採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員
亀崎委員、宮尾委員、森本委員

反対：須田委員

VII. 金融政策決定会合の開催予定日の変更の承認等

採決の結果、ETF等の買入れを極力早期に開始できるよう基本要領の審議・決定等を行うため、11月15、16日に予定されていた次回の金融政策決定会合を11月4、5日に前倒して実施することが、全員一致で承認された。また、金融政策決定会合の議事要旨については、次回の決定会合で承認することとなっていたが、次回会合までの期間が短いことから、実務上の制約を考慮し、12月20、21日の会合で承認することが、全員一致で決定された。これらの内容は、会合終了後、別紙1のとおり速やかに公表することとされた。

VIII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

資産買入等の基金運営などの概要、および須田委員の反対意見に関する記述を含んだ対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙2＞）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。

IX. 「経済・物価情勢の展望」の決定

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定され、即日公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、10月29日に公表することとされた。なお、須田委員は、展望レポートで示した見通しに比べて、マクロ的な需給バランスの改善が物価上昇率を引き上げる力や包括緩和の効果を控えめに判断し、物価の先行きを慎重に

みていることや、消費者物価指数の基準改定などに伴う不確実性に一段と配慮した情報発信が必要と考えていることから、反対した。

採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員
亀崎委員、宮尾委員、森本委員

反対：須田委員

X. 議事要旨の承認

議事要旨（10月4、5日開催分）が全員一致で承認され、11月2日に公表することとされた。

以 上

(別紙 1)

2010年10月28日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程 (2010年7月～2011年6月)

○指数連動型上場投資信託 (E T F) および不動産投資信託 (J - R E I T) の買入れを早期に開始できるように基本要領の審議・決定等を行うため、11月の会合開催日を15日・16日から、4日・5日に変更。

	会合開催	議事要旨公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(参考) 金融経済月報 公表
2010年7月	14日<水>・15日<木>	8月13日<金>	—	16日<金>
8月	9日<月>・10日<火> 30日<月>	9月10日<金> 10月8日<金>	— —	11日<水> —
9月	6日<月>・7日<火>	10月8日<金>	—	8日<水>
10月	4日<月>・5日<火> 28日<木>	11月2日<火> <u>12月27日<月></u> 11月19日<金>	— 28日<木>	6日<水> —
11月	<u>4日<木>・5日<金></u> 15日<月>・16日<火>	12月27日<月>	—	8日<月> 17日<水>
12月	20日<月>・21日<火>	1月28日<金>	—	22日<水>
2011年1月	24日<月>・25日<火>	2月22日<火>	—	26日<水>
2月	16日<水>・17日<木>	3月18日<金>	—	18日<金>
3月	14日<月>・15日<火>	4月12日<火>	—	16日<水>
4月	6日<水>・7日<木> 28日<木>	5月9日<月> 5月25日<水>	— 28日<木>	8日<金> —
5月	19日<木>・20日<金>	6月17日<金>	—	23日<月>
6月	13日<月>・14日<火>	未定	—	15日<水>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

「議事要旨」・・・・・・・・・・・・・・・・・・8時50分

「経済・物価情勢の展望」基本的見解・・・・・・・・・・15時

背景説明を含む全文・・・・・・・・翌営業日の14時

(ただし、「経済・物価情勢の展望(2011年4月)」の背景説明
を含む全文は4月29日<金>の14時に公表)

「金融経済月報」・・・・・・・・・・・・・・・・・・14時

(「概要」の英訳は14時、全文の
英訳は翌営業日の16時30分)

2010年10月28日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営と資産買入等の基金について、以下のとおり決定した。

1. 当面の金融政策運営

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（全員一致^(注1)）。

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. 資産買入等の基金

- ・ 資産買入等の基金について、基金の総額や買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を決定した^(注2)。買入対象資産のうち、指数連動型上場投資信託（ETF）および不動産投資信託（J-REIT）の買入れについては、実施要綱を定め、日本銀行法上の認可を申請することを決定した。今後、速やかに、買入れを実施する方針である（別添1、2を参照）。

① 基金の総額：35兆円程度

資産買入：5兆円程度

固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション：30兆円程度

② 買入対象資産ごとの買入限度額

長期国債、国庫短期証券：3.5兆円程度（うち、長期国債1.5兆円程度）

CP等、社債等：それぞれ0.5兆円程度

指数連動型上場投資信託：0.45兆円程度（認可取得を条件とする）

不動産投資信託：0.05兆円程度（同上）

^(注1) 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。

^(注2) 須田委員は、長期国債および国庫短期証券を資産買入等の基金の買入対象資産とすることについて、反対した。

- ・ 日本銀行は、今回の基金による多様な金融資産の買入れから生じるリスクを管理し、引当や損失が生じた場合の処理などを適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していく考えである。日本銀行としては、こうした考え方について、政府の理解が得られることを期待する。

3. 次回金融政策決定会合の開催予定日の変更

次回金融政策決定会合の開催予定日については、指数連動型上場投資信託（ETF）および不動産投資信託（J-REIT）の買入れを早期に開始できるよう基本要領の審議・決定等を行うため、11月15日および16日から、11月4日および5日に変更することとした。

以 上

「資産買入等の基金」の運営の概要

1. 趣旨

短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するため、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すこととし、臨時措置として、多様な資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うための基金をバランスシート上に創設する。

2. 買入対象資産等

(1) 買入対象資産

長期国債、国庫短期証券、CP等（コマーシャル・ペーパー＜CP＞、資産担保コマーシャル・ペーパー＜ABCP＞、不動産投資法人コマーシャル・ペーパー）、社債等（社債、不動産投資法人債＜J-REIT債＞）、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）

(2) 資産買入以外の資金供給

固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション

3. 買入残高および貸付残高の上限

(1) 総額：35兆円程度

資産買入：5兆円程度

固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション：30兆円程度

(2) 買入対象資産ごとの買入残高の上限

長期国債：1.5兆円程度

国庫短期証券：2兆円程度

CP等：0.5兆円程度

社債等：0.5兆円程度

指数連動型上場投資信託：0.45兆円程度（認可取得を条件とする）

不動産投資信託：0.05兆円程度（同上）

(3) 買入れは、準備の整った資産から開始し、2011年末を目途に、残高が5兆円程度となるよう実施する。

4. 買入対象資産別の買入れの概要

(1) 長期国債・国庫短期証券の買入れの概要は別紙1を、CP・社債等の買入れの概要は別紙2をそれぞれ参照。

- (2) 指数連動型上場投資信託（E T F）・不動産投資信託（J－R E I T）の買入れ等に関する実施要綱の概要は別添2を参照。
- (3) 固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、現在実施中のものを基金の運営として行うものへ移行する。

5. その他

- (1) 本基金は、他の金融調節の結果保有する資産と区分して管理する。
- (2) 本基金による買入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債とは異なる取り扱いとする。

以 上

長期国債・国庫短期証券の買入れの概要

1. 買入対象

- (1) 長期国債のうち、既発行で残存期間 1 年～2 年のもの。
- (2) 国庫短期証券のうち、既発行のもの。

2. 買入対象先

本店管下の日本銀行金融ネットワークシステム利用先で、国債振替決済制度参加先のうち、信用力に問題のない先から公募により選定する。

3. 買入方式

- (1) コンベンショナル方式による入札とする。
- (2) 入札は、下限利回り（年 0.1%）を設定し、当該利回りからの利回り較差方式による。

4. その他

共通の買入対象先を選定し、長期国債と国庫短期証券の別に買入れを実施する。

以 上

CP・社債等の買入れの概要

1. 買入対象

- (1) コマーシャル・ペーパー（CP）は a - 2 格相当以上、資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）および不動産投資法人コマーシャル・ペーパーは a - 1 格相当のもので、既発行かつ信用力その他に問題のないもの。
- (2) 社債は BBB 格相当以上、不動産投資法人債は AA 格相当以上のもので、既発行、残存期間 1 年～2 年かつ信用力その他に問題のないもの。

2. 買入対象先

本店管下の日本銀行金融ネットワークシステム利用先で、信用力に問題のない先から公募により選定する。

3. 買入方式

- (1) コンベンショナル方式による入札とする。
- (2) 入札は、下限利回り（年 0.1%）を設定し、当該利回りからの利回り較差方式による。

4. 発行体別の買入残高の上限

発行体別の買入残高の上限は、CP 等 1,000 億円、社債等 1,000 億円とする。ただし、CP 等、社債等のそれぞれについて、買入れ時において、買入残高が一発行体の総発行残高の 25% を超えるものについては、買入対象から除外する。

5. その他

共通の買入対象先を選定し、CP 等と社債等の別に買入れを実施する。

以 上

指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の実施要綱の概要

1. 買入対象

- (1) 指数連動型上場投資信託（E T F）であって、日本銀行が別に定める指数に連動するもの。
- (2) 不動産投資信託（J－R E I T）であって、発行する投資法人の信用力に問題のないもの。

2. 買入方式

信託銀行を受託者とし、信託財産として買入れる。

3. 買入価格

時価による。

4. 買入期間

買入れは、2011年末を目途に、買入限度額になるように実施する。

5. 買入限度額等

- (1) 指数連動型上場投資信託（E T F）は4,500億円程度、不動産投資信託（J－R E I T）は500億円程度とする。
- (2) 指数連動型上場投資信託（E T F）は、銘柄分散の観点から、銘柄別に上限を設定する場合には、これを買入限度とする。
- (3) 不動産投資信託（J－R E I T）は、各銘柄の発行残高の5%を上限とする。また、銘柄分散の観点から、銘柄別に上限を設定する場合には、これを買入限度とする。

6. 不動産投資信託（J－R E I T）の議決権行使

投資主の利益の最大化を目的とする指針を日本銀行が定め、信託銀行に行使させる。

7. 買入れた資産の処分

処分を行う際は、損失発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することを考慮した指針を日本銀行が定め、信託銀行に処分させる。

8. 引当金

指数連動型上場投資信託（E T F）、不動産投資信託（J－R E I T）のそれぞれについて時価と簿価の差額を計上する。

9. その他

情報管理体制等を整備する。

以 上

(22年11月4、5日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2010年11月4日(16:00～17:29)
11月5日(9:00～11:31)
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(4日)
	櫻井 充	財務副大臣(5日)
内閣府	梅溪健児	政策統括官(経済財政運営担当)(4日)
	和田隆志	内閣府大臣政務官(5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
企画局審議役	梅森 徹(5日)
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
企画局企画調整課長	千田英継(5日)
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	中嶋基晴

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28日）で決定された方針¹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。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

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもと、落ち着いた状況が続いている。GCレポレートは、0.1%を小幅に上回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物まで含め、0.1%を小幅に上回る水準で推移している。TIBORは、弱含んで推移している。CP発行レートは、低水準横ばい圏内の動きとなっている。

株価や長期金利は、総じて横ばい圏内の動きとなっている。足もとでは、日経平均株価は9千円台半ば、長期金利は、0.9%台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、減速しているものの、なお緩やかな回復を続けている。すなわち、財政刺激策の効果が減衰していくもとで成長ペースは鈍化しているが、輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。もっとも、労働市場では、雇用者数が持ち直している一方で、失業率はなお高水準横ばい圏内で推移するなど、雇用環境の改善は捗々しくない。そうしたもとで、個人消費の増加ペースは緩やかなものにとどまり、住宅投資も低水準で推移している。経済がバランスシート問題を抱え、生産・所得・支出の自律的な好循環メカニズムが作動しにくいもとで、景気は上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続いて

¹ 「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。」

いる。物価面では、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、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、プラス幅の緩やかな縮小傾向が続いている。

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。輸出と生産が減速しつつも増加を続けているほか、個人消費など内需も緩やかに増加している。物価面では、エネルギー・非加工食料品を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、一部諸国の付加価値税率引き上げなどによりプラス幅が幾分拡大しているものの、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が引き続き物価押し下げ圧力として作用している。この間、英国経済は緩やかに回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、幾分減速しつつも、高めの成長を続けている。輸出は、海外経済の減速を受けて増勢が鈍化している。一方、個人消費は、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。また、固定資産投資も、政府による不動産取引抑制策の影響などから減速しつつあるが、なお高い伸びを維持している。NIEs、ASEAN経済は、輸出や生産の増勢鈍化から減速しているが、個人消費や設備投資は増加を続けており、全体として回復基調を辿っている。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、食料品価格の上昇や生産要素の稼働水準の高まりから、物価上昇圧力が徐々に高まってきている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の株価は、FRBによる追加金融緩和や事前予想を上回る米国企業の決算を背景に、米国株価が上昇し、欧州株価もこれにつれて上昇した。長期金利をみると、欧米とも、低水準で推移した。この間、欧州周辺国では、ギリシャ、ポルトガルおよびアイルランド国債の対独国債スプレッドが再び上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、横ばいとなっている。先行きは、当面、横ばい圏内の動きとなった後、海外経済の改善を背景に、再び緩やかに増加していくとみられる。

公共投資は、減少しており、先行きも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に転じつつある。先行きは、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予想される。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。

このところの個人消費は、耐久消費財など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。

住宅投資は下げ止まっている。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、徐々に持ち直しに向かうと予想される。

生産は、このところ増勢が一服している。先行きは、耐久消費財を中心に一時的に弱めの動きとなったあと、増加していくと考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、強含んでいる。国内企業物価を3か月前比でみると、製品需給緩和や為替円高の影響などから下落しているが、国際商品市況の動きを背景に下落幅は縮小している。先行きは、既往の為替円高の影響が残るものの、国際商品市況の強含みの影響などから、当面、緩やかな上昇基調で推移するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。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、緩和方向の動きが続いている。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している。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。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。社債の残高は前年を上回っている一方、CPの残高は減少している。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善の動きが続いている。この間、マネーストックは、前年比2%台後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、海外経済は減速しつつも回復を続けており、先行きは、新興国・資源国の高成長に牽引される形で、再び成長率が高まってくる蓋然性が高いとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、減速しつつも、緩やかな回復が続いているが、バランスシート調整の圧力を抱える中で、景気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で一致した。複数の委員は、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+2%となったことについて、底固い動きが確認されたとの見方を示した。何人かの委員は、ISM指数が、このところ事前の市場の予想対比で上振れるなど、しっかりした動きとなっていると述べた。また複数の委員は、個人消費についても、マインド面には弱さがみられているが、GDP統計や自動車販売台数などハードデータは、底固い動きを示しているとの見方を示した。設備投資について、ある委員は、減速しつつも3四半期連続で増加しており、先行き、企業収益の回復に支えられて、しっかりとした回復に向かう可能性も否定できないとの見解を示した。もともと、複数の委員は、7～9月期の実質GDPには在庫投資の寄与が大きく影響しており、これを除いた最終需要ベースでははっきりと減速していると指摘した。また、ある委員は、実質GDP成長率はなお潜在成長率を下回っており、景気回復のペースは過去の回復局面と比べると際立って遅いとの認識を示した。複数の委員は、GDP統計を受けて、二番底懸念こそ後退しているが、依然として成長の速度はきわめて緩慢であり、この背景として、大企業と家計・中小企業との間で、景況感の二極化が進んでいることが影響しているとの見方を示した。また、何人かの委員は、住宅市場が低迷を続けていることや雇用情勢に明確な改善がみられていないことが、個人消費の大きな下押し要因となっていると指摘した。また、ある委員は、バランスシート調整圧力が続くもとで、足もとマインドも弱含んでおり、個人消費については、年末商戦の動向を注意深く見守っていく必要があるとの認識を示した。物価面について、何人かの委員は、緩和的な需給環境を背景に、物価上昇圧力の後退傾向が続いているという認識を示した。もともと、このうちのある委員は、市況の上昇を背景に、食料・エネルギー価格が上昇し、これが物価全体に波及していくリスクは否定で

きないとの見解を示した。

また、委員は、11月2～3日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）で決定された米国における追加金融緩和について言及し、今回の措置が、金融・為替市場にどのような影響を与えるか、また、バランスシートの調整圧力が残る中で、どの程度企業・家計の前向きな支出行動を促していくか、注視していく必要があると指摘した。この点について、ある委員は、FRBの追加金融緩和に対する期待の高まりが、既に家計・企業マインドの押し上げに寄与しており、今回、実際に追加緩和措置が決定されたことで、米国経済の下振れリスクは幾分和らいでいるとの見方を示した。一方で、ある委員は、今回の措置の効果には不確実性が高く、米国において暫くの間低成長が続く蓋然性は依然として高いとの認識を示したほか、別のある委員は、国債買入れによるFRBのバランスシートの拡大そのものが実体経済に与える影響については、慎重に考えておく必要があるとの見方を示した。何人かの委員は、先進国の積極的な金融緩和策について、先進国と新興国の景気回復スピードに違いがある中で、為替レート、商品市況や資本移動といったルートを通じて、世界経済の持続的成長にどのような影響をもたらすかという点が、重要な論点のひとつとなっているとの認識を示した。この点について、ある委員は、新興国の中には、固定相場的な為替政策を採っている国もあり、その場合、資本流入が国内のインフレ圧力に直結することになる点には注意が必要であると述べた。

ユーロエリア経済について、複数の委員は、国ごとのばらつきはあるものの、全体としてみれば、緩やかに回復しているとの認識を示した。中国経済について、ある委員は、固定資産投資は減速しているが、消費を中心に内需は全体として堅調に推移していると述べた。また、ある委員は、製造業PMIの改善などから判断すると、生産が再び増勢を強める可能性もあると述べた。こうした中、ある委員は、堅調な成長が続く中、インフレ懸念が高まっている点には注意が必要であると指摘した。この間、NIEs、ASEAN経済について、何人かの委員は、輸出や生産の増勢は鈍化しているが、内需は堅調であり、全体として回復基調が続いているとの見解を示した。

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、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産が横ばい圏内の動きとなるなど、改善の動きに一服感がみられるとの認識で一致した。景気の先行きについて、委員

は、景気は、改善テンポの鈍化した状況がしばらく続くものの、その後は、緩やかな回復経路に復していくとみられるとの見方を共有した。その背景として、多くの委員は、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高まっていくと考えられることや、耐久消費財を中心とした駆け込み需要の反動の影響が薄まっていくと見込まれることを指摘した。この点について、ある委員は、10～12月期のGDP成長率は若干のマイナスになる可能性はあるが、その後は再び成長経路に復する蓋然性が高いとの見方を示した。また、こうした見通しについて、委員は、展望レポートで示した中心的な見通しに沿ったものであるとの認識を示した。

先行きのリスクについて、委員は、新興国・資源国経済については、上振れる可能性がある一方で、バランスシート調整の重石を抱える先進国経済については、依然として下振れリスクが大きいとの認識で一致した。また、多くの委員は、為替円高が、輸出や企業収益などを通じた経路に加え、企業や家計のマイナ面を通じて、景気の下押し圧力として作用する可能性には引き続き十分な注意が必要であると指摘した。この点について、ある委員は、本年度下期の企業収益は、為替円高もあって、輸出企業を中心に厳しい予測となっていると指摘した。また、複数の委員は、景気改善テンポが鈍化した状態が続く中においては、景気が特に下方に振れやすい点には十分な注意が必要であるとの見解を示した。

個別需要項目等の動きに関してみると、輸出について、委員は、海外経済の減速や一部情報関連財の在庫調整の動きなどから、横ばいとなっているとの見方で一致した。先行きについては、委員は、当面横ばい圏内の動きが続いたあと、海外経済の成長率が再び高まっていくにしたがって、輸出は持ち直す蓋然性が高いとの見方を共有した。この間、設備投資については、引き続き、持ち直しに転じつつあるとの見方を共有した。

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。こうした中、個人消費について、委員は、エコカー補助終了に伴う自動車需要の反動減を主因に、自動車販売は、足もと、大幅に減少しているとの見方で一致した。ある委員は、新車登録台数は、10月に大幅な減少となったが、それでもエコカー補助終了前の受注残により部分的にかさ上げされており、実態としては更に弱いとみておくべきであると述べた。もっとも、先行きについて、委員は、当面、駆け込み需要反動の影響

が残るものの、その影響が薄まるにつれ、個人消費は、再び持ち直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、駆け込み需要とその反動により、個人消費の基調が判断しにくくなっているが、中心的なシナリオとしては、雇用環境の緩やかな改善にあわせて、持ち直していくと考えられるとの見方を示した。

生産について、委員は、輸出が横ばいとなっていることに加え、エコカー補助終了に伴う国内自動車販売の反動減もあって、このところ増勢が一服している、との見方で一致した。また、委員は、目先、10～12月期を展望すると、自動車販売の反動減の影響が続くとみられることなどから、生産は弱含みで推移する可能性が高いとの見方を共有した。こうした動きについて、委員は、これまでの見通しに概ね沿った動きであるとの認識で一致した。もっとも、何人かの委員は、情報関連財の在庫調整の帰趨や駆け込み需要の反動の影響についての不確実性が高いこともあって、当面の下振れリスクは大きいとの見解を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、下落幅は縮小傾向にあり、先行きもこうした傾向を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。物価見通しを巡るリスク要因について、ある委員は、実体経済活動の下振れリスクが高まった場合、これが物価面に影響を与える可能性には注意が必要であると述べた。また、物価固有のリスク要因として、何人かの委員は、為替円高に伴う下押し圧力の強まりを挙げた。一方で、何人かの委員は、国際商品市況の上昇が国内物価に波及する可能性について言及した。この間、多くの委員は、10月の東京都区部CPI中旬速報値で、やや大きくマイナス幅が縮小したことと言及し、こうした動きにはたばこ税引き上げの影響が大きいことは事実であるが、それ以外の品目もやや広範に改善しており、今後の全国の動きを注視していく必要があると指摘した。

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、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。

ある委員は、これまでの金融緩和策の効果が浸透し、ターム物金利が緩やかに低下しているほか、中小企業等において銀行貸出態度や資金繰りの改善基調が確認されていると述べた。また、何人かの委員は、米国FOMCの追加緩和措置が概ね市場の事前予想の範囲内となった

こともあって、市場の動きは、一時に比べ落ち着いているとの見方を示した。

Ⅲ. 「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」の制定等に関する執行部説明

10月28日の金融政策決定会合において、「資産買入等の基金」の運営のうち、指数連動型上場投資信託受益権（ETF）および不動産投資法人投資口（J-REIT）の買入れを早期に開始できるよう、今次会合で基本要領の審議・決定等を行うこととされた。その後の追加的な検討の結果、買入れ実施のため、実施要綱で決定された事項について明確化が適切と考えられる事項は、以下のとおりである。

- 買入対象について、ETFは、株式市場全体への波及効果を勘案し、代表的な指数として広く利用されている東証株価指数（TOPIX）または日経平均株価（日経225）に連動するものとする。
- J-REITについては、信用判定において、仕組みの適切性や多数の裏付資産の信用度を全体として見極める必要があるため、買入れに関する格付要件はAA格相当以上とすること。また、買入対象とすることが適当でないと認められる特段の事情がある銘柄は除くこと。その上で、将来の売却を考慮し、一定の市場流動性が確認できるものとする。
- 買入方式は、信託銀行を受託者とし、信託財産として買入れる形とすること。受託者には、リスク・プレミアムの縮小をできるだけ効率的に促す観点から、市場の状況に応じ、日本銀行が予め定めた基準に従い、買入れを行わせること。
- 買入価格は、市場の状況に応じた大口の買入れを円滑に行うため、原則として取引所における売買高加重平均価格または当該価格を目的として受託者が取引する価格とすること。
- 買入限度額について、ETFは、買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比例するよう銘柄毎の買入上限を設定すること。また、J-REITについては、各銘柄の発行残高の5%以内であって、買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比例するよう銘柄毎の買入上限を設定すること。

- 資産の処分について、資産の積み上げやこれを維持している期間であっても、例えば単元未満のものが生じた場合などには、買入れた資産の例外的処分を行うこと。これ以外の場合に処分を行う際は、損失発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することを考慮した指針を日本銀行が定め、受託者に処分させること。
- 受託者の選定は、一般競争入札によるものとする。

上記の検討結果に基づき、「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」を定める等、所要の措置を講じることとしたい。

IV. 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整方針について、委員は、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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

委員は、資産買入等の基金を通じた資産の買入れについて、議論を行った。委員は、基金を通じた資産の買入れについて、所要の事務手続きを早期に整えた上で、準備が整った資産からできる限り速やかに買入れを進めていくことが重要であるとの認識で一致した。この点について、何人かの委員は、基金による資産買入れを速やかに実施に移し、日本銀行の金融緩和に向けた姿勢を更に明確に示していくことは、日本銀行が、適時・適切に政策対応するというメッセージの強化を通じて市場心理の安定化につながるとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、執行部に対して、所要事務手続きの検討状況を踏まえた上で、資産毎の最短買入れ開始時期についての説明を求めた。

これに対して、執行部からは、以下のとおり説明が行われた。

- 長期国債および国庫短期証券については、所要の事務手続きは終了しており、最短で、週明けにも買入れを開始することが可能である。
- CPおよび社債については、現在、対象先を公募中であり、12月上旬の買入れ開始を目指して手続きを進めている。
- ETFおよびJ-REITについては、本日、基本要領等が決定されれば、受託者の選定等所要の準備を経た上で、12月央の買入れが展望できるよう、鋭意準備を急ぎたい。

こうした執行部からの説明を受けて、委員は、早期買入開始が可能な国債から、順次、買入れを開始することが適切であり、またその旨を事前に対外公表しておくことが望ましいとの見解で一致した。

委員は、執行部から説明があったETFおよびJ-REITに関する追加検討の内容について、適切であり、本会合で基本要領等を決定することが適当との認識で一致した。多くの委員は、ETFやJ-REITの買入方法について、リスク・プレミアムに働きかけるといふ買入目的に則して考えれば、市場の情勢に応じて弾力的に買入れを進めることが望ましく、この点を踏まえた執行部からの説明は適切であると述べた。この点について、ある委員は、今回の措置について、買入額の多寡ではなく、リスク・プレミアムの縮小を促すという領域に中央銀行が踏み込んでいるという質的な面が重要であり、その目的達成のために最適な買入方法を選択していく必要があるとの見解を示した。その上で、何人かの委員は、弾力的な買入方式を採る以上、市場の大きな攪乱要因とならないような運用が必要との見解を示した。何人かの委員は、これらのリスク性資産を金融政策の一環として能動的に買入れることは本行にとって初めての経験であるため、市場参加者の意見も踏まえた上で、必要に応じて機動的に運用方針を見直していくべきであるとの見解を示した。ある委員は、本行の買入れを契機に市場の規模や取引状況そのものが変化していく可能性があり、今後の市場の状況について丹念に点検していく必要があると指摘した。委員は、リスク性資産の買入は、本行財務の健全性に大きな影響を与える可能性がある点について十分認識しておく必要がある、具体的な対応を含め政府の理解を得ておくことが必要であるとの見解を共有した。

何人かの委員は、成長基盤強化を支援するための資金供給についても言及した。複数の委員は、金融機関が、成長基盤強化に向けた自主的な取り組み姿勢を積極化しており、期待された呼び水効果が徐々に発揮されつつあるとの認識を示した。また、ある委員は、デフレ克服のためには、その根源的な背景にある日本経済の趨勢的な成長力の低下という問題を解決していくことが不可欠であり、日本銀行としても、同制度をその趣旨に沿って活用するような取り組みを更に促していく必要があるとの認識を示した。

先行きの金融政策運営方針について、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

で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。その上で、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上で、中央銀行として、適切に政策対応を行っていくとの考え方を共有した。

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。

- 前回の金融政策決定会合で決定されたETF、J-REITの買入れについては速やかに認可させて頂いた。本日、これらの資産について買入基本要領等が提案されたことは、迅速な対応と評価させて頂きたい。また、リスクの高い商品を買取ることによる日本銀行の財務健全性の維持の重要性に関しては、政府としても十分に認識している。
- わが国の経済情勢は、このところ足踏み状態となっている。また、海外景気の下振れ懸念や為替レート、株価の変動などの景気下振れリスクにも注意が必要である。政府としては、現下の円高等厳しい経済情勢を踏まえ、「3段階の経済対策」に基づき、ステップ1の緊急的な対応、ステップ2の経済対策の実施を決定し、10月29日にはその裏付けとなる22年度補正予算を国会に提出したところである。今後、早期に補正予算を成立させるべく全力で取り組んでいく所存である。
- 日本銀行におかれては、資産の買入れを速やかに開始して頂くとともに、今後の金融経済の環境の変化に応じて、機を逸することなく果敢な対応を取って頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気認識として、日本銀行と政府の認識が、ある程度共通しているということをつとに評価させて頂きたい。また、それを前提に、未だ景気の下振れリスクがある中で、政府・日銀一体となって対応を取っていく必要があると考えている。
- 政府では、「3段階の経済対策」に基づき、現在補正予算を提出し、ステップ2の「円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策」の実施に向けて取り組んでいる。日本銀行におかれても、資産買入れの開始に向けた対応を進めており、政府と日銀の双方でスピード

感を持って対応するという意識が共有できていることを実感した。

- 日本銀行におかれては、引き続き政府と密接な情報交換・連携を保って頂きたい。先般から進めて頂いている成長基盤強化のための支援措置に加え、資産買入れをできるだけ速やかに開始して頂き、早期のデフレ脱却を目指して、引き続き共同歩調を取らせて頂きたい。

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、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

2. 「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」の制定等に関する件

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、適宜の方法で対外公表することとされた。

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の概要を含み、基金による買入れを週明けの国債買入れから順次開始する旨に言及した対外公表文（「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。

以 上

(別 紙)

2010年11月5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、当面の金融市場調節方針と指数連動型上場投資信託等の買入について、以下のとおり決定した。

(1) 当面の金融市場調節方針

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（全員一致^(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。

(2) 指数連動型上場投資信託等の買入

資産買入等の基金を通じて行う指数連動型上場投資信託（ETF）および不動産投資信託（J-REIT）の買入について、買入対象の詳細や信託銀行を受託者とする買入方式などの具体的な運用を定める買入基本要領等を決定した（別添参照）。

2. わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。すなわち、輸出や生産は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は持ち直しに転じつつある。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、耐久消費財に駆け込み需要の反動がみられる。この間、金融環境をみると、緩和方向の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。

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

^(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。

況がしばらく続いた後、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高まっていくと考えられることなどから、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、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクにも注意が必要である。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、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。
5. 本日の決定により、リスク性資産を含む総額 35 兆円の資産買入等の基金の枠組みが整ったことになる。日本銀行としては、週明けに基金による国債の買入を開始し、以後、順次他の資産の買入を進めることにより、包括的な金融緩和政策の早期の効果波及を図っていく。
6. 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

指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の概要

1. 買入対象

- (1) 指数連動型上場投資信託（ETF）であって、東証株価指数（TOPIX）または日経平均株価（日経225）に連動するもの。
- (2) 不動産投資信託（J-REIT）であって、AA格相当以上のもので、信用力その他に問題のないもの。
- (3) 不動産投資信託（J-REIT）については、取引所で売買の成立した日数が年間200日以上あり、かつ年間の売買の累計額が200億円以上であること。

2. 買入方式

- (1) 信託銀行を受託者とし、信託財産として買入れる。
- (2) 市場の状況に応じ、日本銀行が定める基準に従って受託者が買入れを進捗させるものとする。

3. 買入価格

原則として、取引所での売買高加重平均価格とする。

4. 銘柄別の買入限度額

- (1) 指数連動型上場投資信託（ETF）は、買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比例するよう銘柄毎の買入上限を設定する。
- (2) 不動産投資信託（J-REIT）は、各銘柄の発行残高の5%以内であって、買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比例するよう銘柄毎の買入上限を設定する。

5. 不動産投資信託（J－R E I T）の議決権行使

投資主の利益の最大化を目的とする指針を日本銀行が定め、信託銀行に行使させる。

6. 買入れた資産の処分

- (1) ①不動産投資信託（J－R E I T）については銘柄別残高が5%を超過した場合、②監理銘柄・整理銘柄に指定された場合、③公開買付けに応じる場合等には、速やかに当該銘柄の処分を行う。
- (2) 上記以外の場合に処分を行う際は、損失発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することを考慮した指針を日本銀行が定め、信託銀行に処分させる。

7. 引当金

指数連動型上場投資信託（E T F）、不動産投資信託（J－R E I T）のそれぞれについて時価と簿価の差額を計上する。

8. その他

日本銀行の情報管理体制等を整備する。

以 上

(22年12月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2010年12月20日(14:00～16:50)
12月21日(9:00～12:50)

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(20日)
櫻井 充 財務副大臣(21日)
内閣府 井上裕行 大臣官房審議官(経済財政運営担当)

(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
企画局審議役	梅森 徹 (21日9:00～9:13)
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
企画局企画調整課長	千田英継 (21日9:00～9:13)
企画局企画役	大山慎介
企画局企画役	一上 響

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（11月4、5日）で決定された方針¹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。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を幾分下回る水準で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、やや長めの金利を中心に幾分金利が強含んでいるが、総じてみれば、低い水準での動きとなっている。GCレポレートは、小幅上昇する局面もみられたが、足もとでは、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、0.1%台ながら、幾分強含んで推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内で推移している。

長期金利は、米国金利が上昇したことや、それを契機に投資家のポジション調整の動きがみられたことなどから、やや大きく上昇し、足もとでは1.1%台で推移している。社債の対国債スプレッドは、日本銀行が買入対象とする残存期間の短めの社債を中心に、低下する動きがみられる。株価は、為替の円高傾向が一服していることもあって、上昇しており、日経平均株価は10千円台前半で推移している。

為替市場をみると、米国における追加金融緩和期待の後退などを背景に、米ドルが買い戻される動きとなっている。円の対米ドル相場は、円高傾向が一服し、83円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。個人消費も増加を続けているが、その

¹ 「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。」

回復ペースは、失業率の高止まりなど雇用環境の改善が捗々しくないもとで、緩やかなものにとどまっている。住宅投資は、なお低水準で推移している。経済がバランスシート問題を抱え、生産・所得・支出の自律的な好循環メカニズムが作動しにくいもとで、景気は上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続いている。物価面では、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、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、プラス幅の緩やかな縮小傾向が続いている。

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。輸出と生産が減速しつつも増加を続けているほか、個人消費など内需も緩やかに増加している。物価面では、エネルギー・非加工食料品を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、既往のユーロ安や国際商品市況の上昇の影響などによりプラス幅を幾分拡大させているが、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が引き続き物価押し下げ圧力として作用している。この間、英国経済は緩やかに回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、高めの成長を続けている。個人消費は、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ほか、固定資産投資も、高い伸びを続けている。輸出も増加基調を辿り、生産の増加ペースは再び高まっている。また、インド経済も、高めの成長を続けている。この間、NIEs、ASEAN経済は、輸出や生産の増勢鈍化から減速しているが、個人消費や設備投資は増加を続けており、全体として回復基調を辿っている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、食料品・原材料の価格上昇や生産要素の稼働水準の高まりから、物価上昇圧力が徐々に高まってきている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の株価は、欧州のソブリン・リスク問題の再燃などを背景に下落する局面もみられたが、米国経済の先行き見通しの改善などを材料に反発した。米欧の長期金利をみると、米国の経済見通しが改善する中で、米国の追加金融緩和期待の後退や財政面からの景気刺激策などを手がかりに、大幅に上昇した。この間、欧州周辺国では、アイルランドやポルトガルなどの国債利回りの対独国債スプレッドが依然高水準で推移しており、不安定な地合いが続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、横ばい圏内で推移している。先行きは、当面、横ばい圏内の動きを続けたあと、海外経済の改善を背景に、再び緩やかに増加していくとみられる。

公共投資は、減少しており、先行きも減少を続けるとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益は改善ペースに一服感がみられるが、増勢を維持しており、そうしたもとで、設備投資は持ち直しつつある。先行きは、企業収益が改善基調にあるもとで、徐々に持ち直しの動きがはっきりしていくと予想される。もともと、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。そうしたもとで、個人消費は、一部の財に駆け込み需要の反動がみられる。先行きの個人消費は、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。

住宅投資は下げ止まっている。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、徐々に持ち直しに向かうと予想される。

生産は、このところやや減少しており、企業の業況感も、最近は、製造業を中心に弱めとなっている。先行きの生産は、耐久消費財を中心に一時的に弱めの動きとなったあと、増加していくと考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は上昇している。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、緩やかに上昇している。先行きは、国際商品市況の動きを反映して、当面、緩やかな上昇基調で推移するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。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、企業の資金調達コストが低下傾向にあるほか、金融機関の貸出態度が改善するなど、緩和方向の動きが強まっている。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一段と改善している。CP・社債市場では、良

好な発行環境が続いている。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している。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善している。この間、マネーストックは、前年比2%台半ばの伸びとなっている。

Ⅱ. 「米ドル資金供給オペレーション等の期限延長」について

1. 米ドル資金供給オペレーション等の期限延長に関する執行部提案

今般、ニューヨーク連邦準備銀行から、各国中央銀行との米ドル・スワップ取極の期限を2011年8月1日まで延長することとし、ニューヨーク時間21日9時（日本時間21日23時）に公表することとしたいとの申し出があった。現在、わが国金融機関の外貨資金繰りに特段の懸念が生じているわけではないが、各国中央銀行との協調の観点を踏まえつつ、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、申し出どおり期限を延長することとし、関連する基本要領等の一部改正など所要の措置を講じることとしたい。

2. 委員会の討議・採決

委員会の討議・採決の結果、前記執行部提案が全員一致で決定され、ニューヨーク連邦準備銀行からの申し出どおり、各国中央銀行と同時に、ニューヨーク時間21日9時（日本時間21日23時）に公表することとされた。なお、基本要領等の一部改正については、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

委員は、まず、海外の金融経済情勢について議論を行い、海外経済は減速しつつも回復を続けており、先行きは、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、再び成長率が高まってくる蓋然性が高いと

の認識で一致した。

米国経済について、委員は、緩やかな回復が続いているとの見方を共有した。多くの委員は、11月以降、大方の経済指標が事前の予想を上回っており、米国経済は減速局面を脱し、再び緩やかな回復軌道に復しつつあるとの見方を示した。個人消費について、多くの委員は、クリスマス商戦の出足が好調であるほか、マインド面の改善が続くなど、底固く推移していると述べた。ただし、多くの委員は、雇用・所得環境の改善が捗々しくないもとで、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまっていると述べた。この間、米国で長期金利が大幅に上昇した背景として、多くの委員は、良好な経済指標などを受けて米国経済の先行きを巡る悲観論が修正されたことや、追加金融緩和への期待が後退したこと、財政面からの景気刺激策が合意されたことなどを指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、新興国の高めの成長と緩和的な金融環境などを背景に、回復基調が続くという認識で一致した。ただし、多くの委員は、家計がバランスシート問題を抱え、雇用・所得を巡る環境が引き続き厳しい中で、国内民需の回復ペースは緩やかなものにとどまり、リスクの面でも、景気は上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続くとの見方を示した。何人かの委員は、金融・財政両面からの景気刺激策が発動されているほか、株価が堅調であることなどから、景気下振れリスクは幾分後退した可能性があると述べた。一方、複数の委員は、このところの長期金利の大幅な上昇が住宅投資などにどのように影響するか十分に注意する必要があると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、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との認識で一致した。何人かの委員は、輸出が好調なドイツが全体を牽引していると述べた。先行きについて、委員は、国ごとのばらつきは大きいですが、全体として緩やかな回復を続けるという見方を共有した。ただし、大方の委員は、財政運営が緊縮的となることや、周辺国のソブリン・リスク問題が燻ぶるもとで、長期金利が高止まるなど、金融市場の不安定な地合いが続くとみられることは、長期にわたって景気回復の重石となりうるとの認識を示した。

中国経済について、委員は、高めの成長が続いているとの見解を共有した。大方の委員は、11月以降に公表された経済指標は、いずれも好調であり、景気の増勢は幾分強まっていると述べた。複数の委員は、先進国が金融緩和を続ける中で、中国に資本が流入しており、不動産

だけではなく農産物も投機の対象となっているとの懸念を表明した。中国経済の先行きについて、委員は、消費者物価が上昇する中で、金融政策が引き締め転じているが、生産・所得・支出の循環メカニズムが作用する中で、高めの成長を続けるとの認識で一致した。多くの委員は、金融政策の転換により、持続可能な成長ペースへの調整が実現することを期待しているが、利上げや為替相場の一段の柔軟化を回避するとすれば、景気が更に上振れ、その後、大幅な調整を迫られる可能性があるとの見方を示した。

NIEs、ASEAN経済について、何人かの委員は、輸出や生産の増勢は鈍化しているが、個人消費や設備投資は増加を続けており、全体として回復基調が続いていると述べた。また、中南米経済について、ある委員は、世界的な資源需要の増加に加えて、内需の自律的な拡大から、高めの成長となっていると指摘した。

国際金融資本市場について、委員は、欧州のソブリン・リスク問題の再燃などにより、一時的に投資家のリスク許容度が低下する局面もみられたが、政策当局の対応などもあって小康状態にあるとの見方で一致した。ある委員は、米国経済を巡る市場の景況感が、本年春の楽観論から夏場の悲観論、そして足もとの楽観論へと大きく振れており、そうした状況においては、金融政策上のコミュニケーションが難しくなると指摘した。また、欧州の金融資本市場に関し、大方の委員は、周辺国のソブリン・リスク問題について、根深い問題だけに短期間のうちに説得力のある対応策を打ち出すことが難しいため、当面、潜在的な不安材料として意識され続けるとの懸念を示した。

何人かの委員は、先進国の積極的な金融緩和策について、先進国と新興国の景気回復スピードに顕著な違いがある中で、為替レート、商品市況や資本移動といったルートを通じて、世界経済の持続的成長にどのような影響をもたらすかという点が、重要な論点のひとつとなっているとの認識を示した。この点について、ある委員は、新興国の中には、固定相場的な為替政策を採っている国もあり、その場合、資本流入が国内の景気拡大に直結する点には注意が必要であると述べた。また、別のある委員は、国際商品市況は、新興国が高めの成長を続けている中で、先進国の金融緩和を睨んだ投機的な動きも加わり、全体として高水準で推移しており、今後の推移に注意が必要であると指摘した。

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

る議論が行われた。委員は、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられるとの認識で一致した。この点と関連して、何人かの委員は、12月短観の業況判断が7四半期振りに悪化したのが、9月時点で予想された大幅な悪化ではなく、ごく緩やかな悪化にとどまったと指摘した。ある委員は、その理由として、為替市場における円高進行の一服、年度上期の好収益などを挙げた。景気の先行きについて、委員は、景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いたあと、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。多くの委員は、その背景として、世界経済の成長率が再び高まっていくにつれて、輸出が再び緩やかに増加していくほか、個人消費が、駆け込み需要の反動の影響が薄らぐにつれ、再び持ち直していくと考えられることを指摘した。ただし、多くの委員は、12月短観の先行き予想をみると、引き続き、製造業を中心に悪化が続く見通しであり、駆け込み需要の反動が大きいほか、世界経済や為替相場を巡る不透明感がなお払拭されていないとの懸念を示した。

先行きのリスクについて、委員は、上振れリスクは引き続き新興国・資源国の経済の強まりであるとの見方で一致した。委員は、新興国では、金融緩和の修正など引き締め方向の動きが広がっているが、生産・所得・支出の循環メカニズムが作用しているほか、先進国からの資本流入が続いていることを踏まえると、短期的に景気が上振れる可能性があるとの認識を共有した。他方、委員は、バランスシート調整の重石を抱える先進国経済では、依然として下振れリスクが大きいとの見方で一致した。ただし、複数の委員は、先進国のうち米国では、良好な経済指標や景気刺激策などを受けて先行きの下振れ懸念が後退した一方で、欧州では、ソブリン・リスク問題の再燃に伴う長期金利の高止まりや緊縮的な財政運営などが、景気の足かせとなるリスクが高まっていると指摘した。この間、ある委員は、情報関連財の世界的な在庫調整が長引く可能性を下振れリスクとして挙げた。また、別のある委員は、国際商品市況の上昇が日本経済にとっては交易条件の悪化につながるとの懸念を示した。更に、一人の委員は、米国で市場の景況感が振れやすいことを踏まえると、米国経済の先行きを巡る楽観論がいずれ後退し、長期金利が低下する可能性があり、その場合には、為替市場で円高が進み、日本経済にとっての下押しリスクとなりうると述べた。

個別需要項目等の動きに関してみると、輸出について、委員は、一部情報関連財の在庫調整、既往の為替円高などを背景に、横ばい圏内

で推移しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面、横ばい圏内の動きが続いたあと、新興国を中心に海外経済の成長率が再び高まっていくにしたがって、輸出が再び緩やかに増加していく蓋然性は高いとの見方を共有した。ただし、ある委員は、輸出が増加に転じる時期について、既往の為替円高の影響や情報関連財の在庫調整の進捗度合いに左右される面もあり、不確実性が強いと述べた。

設備投資について、委員は、持ち直しつつあるとの見方を共有した。ある委員は、12月短観において2010年度の設備投資計画が例年どおりの修正パスを辿っているほか、先行指標の機械受注が底を打った感があると指摘した。先行きの設備投資について、多くの委員は、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くるとみられるが、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との見解を示した。ある委員は、企業の声として、資金調達環境には問題がないが、将来の需要拡大の展望が拓けないため、設備投資に慎重な姿勢を崩していないとの見方を紹介した。

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で一致した。最近の厳しい就職環境との関連で、ある委員は、若年層の就業機会が失われることは、次世代の生産性低下につながり、将来の日本の潜在成長率を押し下げる方向で作用しかねないと懸念を示した。こうした中、個人消費について、委員は、家電販売では、エコポイント制度の見直しに伴う駆け込み需要がみられる一方、乗用車販売はエコカー補助終了に伴う反動減により大幅に減少しているとの見解を共有した。先行きの個人消費について、委員は、駆け込み需要の反動が薄まるにつれて、再び持ち直していくとの見方を共有した。ただし、複数の委員は、個人消費を巡る不確実性が強いとの懸念を示した。住宅投資について、ある委員は、住宅取得促進税制が相応に効果を発揮する中、下げ止まっているが、雇用・所得環境の厳しさが残ることなどから、回復の明確化にはなお時間がかかる可能性が高いと指摘した。

生産について、委員は、輸出が横ばいとなる中、エコカー補助終了に伴う国内自動車販売の反動減の影響もあって、このところやや減少しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、耐久消費財を中心に一時的に弱めの動きとなったあと、情報関連財の在庫調整の進捗や駆け込み需要の反動の一巡などを背景に、増加していくとの見方を共有した。複数の委員は、先行きの生産動向は、耐久消費財の反

動減の大きさと海外を含めた情報関連財の在庫調整のスピードに負うところが大きく、その動向を注意深くみなければならないと指摘した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的には下落幅が縮小を続けており、先行きもこうした傾向が続いていく可能性が高いとの認識で一致した。ある委員は、価格下落品目数から上昇品目数を引いた値が減少しており、価格下落の拡がりに歯止めがかかっていると述べた。物価見通しを巡るリスク要因について、多くの委員は、国際商品市況の上昇が消費者物価に波及する可能性に言及した。一方、委員は、实体经济活動の下振れリスクが高まると、それが物価面に影響を与える可能性には注意が必要であるとの見解を共有した。何人かの委員は、2011年夏には消費者物価の基準改定があるため、それがどのようなものになるかを視野に入れながら、物価動向を点検していかなければならない局面に入りつつあると指摘した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金調達コストが低下傾向にあるほか、企業からみた金融機関の貸出態度が一段と改善するなど、緩和方向の動きが強まっているとの見解を共有した。

短期金融市場について、複数の委員は、一部のターム物金利が長期金利につれて強含んだものの、総じて金利は低水準であると指摘した。ある委員は、包括緩和の中で時間軸を明確にしているにもかかわらず、一部のターム物金利が強含んだのは、短期金融市場の裁定機能が損なわれつつあることを反映している可能性があるとして述べた。

企業金融を巡る環境について、委員は、貸出金利が低下傾向にあるほか、CP・社債の発行環境が良好であることや、12月短観で、企業からみた金融機関の貸出態度、企業の資金繰りが改善していることを踏まえて、金融緩和の効果が波及しているとの認識で一致した。また、ある委員は、これらの動きに加えて、实体经济活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果が減殺される度合いが縮小していることを指摘し、金融緩和の度合いが累積的に強まってきているとして述べた。

この間、わが国の長期金利が上昇した背景について、委員は、金融市場がグローバル化したもとで、米国の長期金利の上昇に連動した面があったとの見方を共有した。また、大方の委員は、金融機関のポジション調整の動きが同時に発生したことも、こうした動きにつながっ

た面があると述べた。この点と関連し、何人かの委員は、金融機関行動に起因する一時的な動きが収まれば、長期金利は安定的な地合いを取り戻す可能性が高いとの見解を示した。更に、何人かの委員は、長期金利の水準は、2010年春頃の水準であり、2010年夏頃に長期金利が大きく低下していた分が調整された面があるとも述べた。もっとも、多くの委員は、長期金利の変動は、企業や家計の資金調達コスト、金融機関の収益などへの影響を通じて経済・物価や金融情勢に影響を与えるだけに、今後の推移や影響を注意深く点検していく必要があると指摘した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調整方針について、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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、総額35兆円の基金を通じた多様な金融資産の買入れと長めの資金供給を着実に進め、包括的な金融緩和政策の効果波及を図っていくことを確認した。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。その上で、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上で、中央銀行として、適切に政策対応を行っていくとの考え方を共有した。

続いて、委員は、包括的な金融緩和政策の効果について、議論を行った。大方の委員は、長めの金利の低下を促す効果について、基金導入後の金利低下が示したとおり、基金を通じた多様な金融資産の買入れと長めの資金供給は、金利を押し下げる方向で作用しているとの認識を共有した。もっとも、現時点では、海外の長期金利上昇につれた長期金利の上昇などの影響もあって、その効果がみえにくくなっているとの指摘を多くの委員が行った。この点と関連し、何人かの委員は、包括緩和における時間軸の明確化などが、短期ゾーンの市場金利を低位安定させる作用を持っている点を改めてしっかり示していくこ

とが大事であると述べた。次に、リスク・プレミアムの縮小を促す効果について、委員は、社債スプレッドが低格付け債を中心に縮小しているほか、基金の買入れ対象となっていないものも含め、REIT価格が上昇していることなどを踏まえると、投資家の投資スタンスの積極化や金融仲介の円滑化を促す方向で効果が発揮されているとの見方を共有した。また、多くの委員は、社債の発行体の裾野が広がるなど、企業金融を巡る環境も着実に改善しており、包括緩和は、全体として金融環境を更に緩和方向へと進める効果を発揮しているとの見解を示した。この間、多くの委員は、包括緩和が政策効果を十分に発揮するためには、市場や国民に包括緩和の内容を正しく理解してもらうことが重要であり、そのためには、機動的で十分なコミュニケーションが必要であるとの認識を示した。

更に、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した。多くの委員は、12月7日に実施した第2回目の資金供給において、金額、対象先数が第1回目と比べて概ね倍増したほか、個別投融資の対象分野が、第1回目と同様、多岐にわたっているなど、本資金供給が定着してきたと指摘した。その上で、委員は、金融機関が、自らの顧客基盤や地域性に応じて多様な取り組みを一段と活発に進めているほか、本資金供給への参加を機に専用のファンドや投融資制度を創設し、中には日本銀行からの借入限度額を上回る投融資枠を設定する例もみられるなど、狙いとした「呼び水」効果も徐々に発揮されつつあるという認識を共有した。また、ある委員は、本資金供給をひとつの契機に、日本の成長率低下の背景として生産性や人口高齢化といった問題への意識が広がったと述べた。一方、何人かの委員は、金融機関の貸出競争が厳しくなったといった副作用が指摘されていると付言した。この間、複数の委員は、民間金融機関の自主的な取り組みを後押しするという目的を踏まえ、今後、金融機関による取り組み状況等を見極めつつ、本資金供給の在り方について議論を深めていくことが望まれると述べた。

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。

- わが国の経済情勢は、このところ足踏み状態となっており、失業率が高水準にあるなど、厳しい状況にある。海外景気の下振れ懸念や為替レート、株価の変動などにより景気はさらに下押しされるリス

クがある。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。

- 政府としては、現下の円高等厳しい経済情勢を踏まえ、「3段階構えの経済対策」に基づき、ステップ2の経済対策の実施を決定し、11月26日にはその裏付けとなる22年度補正予算が成立したところである。現在、ステップ3として「新成長戦略」の本格実施を図るべく、23年度予算の決定に向けて全力で取り組んでいるところである。なお、予算編成にあたっては、例えば、新成長戦略にもあるとおり、技術開発を効率的かつ効果的に促進していくための規制改革や、支援体制の見直し等を併せて検討することが重要であると考えている。
- 日本銀行が基金による資産買入れを順次開始していることは、適切な対応と考えている。日本銀行におかれては、年末、年度末の資金繰りにご配慮頂くとともに、政府との緊密な連携のもとで、引き続き適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。本日の米ドル資金供給の提案は、各国の中央銀行が協調して金融の安定化に向けて取り組まれる措置の一環をなすものであり、政府としては日本銀行の迅速な対応を評価したいと思っている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気の現状は、輸出の弱さを背景に生産が減少するなど、足踏み状態にある。また、円高の長期化や海外経済の減速など、先行き景気をさらに下振れさせる大きなリスクが存在している。物価については、デフレが慢性化している。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。
- 政府は、現下の厳しい経済情勢や先行き悪化懸念を踏まえ、「3段階構えの経済対策」に基づき、予備費を活用したステップ1および補正予算によるステップ2を実施している。さらに、ステップ3として成長と雇用に重点を置いた23年度予算編成を行うとともに、デフレ脱却と雇用のための経済活性化の観点から、法人税減税を含む税制改正を行うこととしている。こうした切れ目ない政策努力により、デフレ脱却と景気の自律的回復に向けた対応に万全を期していく。
- 日本銀行におかれては、包括的な金融緩和政策の効果を確認される

とともに、引き続き、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、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している。また、日本銀行が、国際金融市場の安定確保に向け、欧米中央銀行と協調して、米ドル資金供給オペレーション等の期限を延長することについては、適切な対応として評価する。

VI. 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

VII. 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1＞）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。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（10月28日開催分、11月4、5日開催分）が全員一致で承認され、12月27日に公表することとされた。

IX. 金融政策決定会合の開催予定日の変更および先行き1年間の金融政策決定会合の開催予定日の承認

最後に、2010年7月～2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日の変更および2011年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日が、それぞれ別紙2、別紙3のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

2010年12月21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^(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。

2. わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。すなわち、輸出は、横ばい圏内で推移している。企業収益は、改善ペースに一服感がみられるが、増勢を維持しており、そうしたもとで、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。こうした内外需要の動きを反映して、生産はこのところやや減少しており、企業の業況感も、最近では、製造業を中心に弱めとなっている。この間、金融環境をみると、企業の資金調達コストが低下傾向にあるほか、金融機関の貸出態度が改善するなど、緩和方向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、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。

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がしばらく続いた後、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高まっていくと考えられることなどから、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、新興国・資源国の経済の強まりなど上振

^(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。

れ要因がある一方で、米欧経済の先行きを巡って、なお不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクにも注意が必要である。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、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。

5. 日本銀行は、資産買入等の基金を通じた買入れを、すべての対象資産について開始した。今後も、総額 35 兆円の基金を通じた多様な金融資産の買入れと長めの資金供給を着実に進め、包括的な金融緩和政策の効果波及を図っていく。日本銀行としては、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

2010年12月21日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2010年7月～2011年6月)

○下線のとおり変更。

	会合開催	議事要旨公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(参考) 金融経済月報 公表
2010年7月	14日<水>・15日<木>	8月13日<金>	—	16日<金>
8月	9日<月>・10日<火> 30日<月>	9月10日<金> 10月8日<金>	— —	11日<水> —
9月	6日<月>・7日<火>	10月8日<金>	—	8日<水>
10月	4日<月>・5日<火> 28日<木>	11月2日<火> 12月27日<月>	— 28日<木>	6日<水> —
11月	4日<木>・5日<金>	12月27日<月>	—	8日<月>
12月	20日<月>・21日<火>	1月28日<金>	—	22日<水>
2011年1月	24日<月>・25日<火>	<u>2月18日<金></u> 2月22日<火>	—	26日<水>
2月	<u>14日<月>・15日<火></u> 16日<水>・17日<木>	3月18日<金>	—	<u>16日<水></u> 18日<金>
3月	14日<月>・15日<火>	4月12日<火>	—	16日<水>
4月	6日<水>・7日<木> 28日<木>	5月9日<月> 5月25日<水>	— 28日<木>	8日<金> —
5月	19日<木>・20日<金>	6月17日<金>	—	23日<月>
6月	13日<月>・14日<火>	<u>7月15日<金></u> 未定	—	15日<水>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

「議事要旨」・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 8時50分

「経済・物価情勢の展望」基本的見解・・・・・・ 15時

背景説明を含む全文・・・・翌営業日の14時

(ただし、「経済・物価情勢の展望(2011年4月)」の背景説明
を含む全文は4月29日<金>の14時に公表)

「金融経済月報」・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 14時

(「概要」の英訳は14時、全文の英訳
は翌営業日の16時30分)

2010年12月21日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2011年1月～12月)

	会合開催	議事要旨公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(参考) 金融経済月報 公表
2011年1月	24日<月>・25日<火>	2月18日<金>	—	26日<水>
2月	14日<月>・15日<火>	3月18日<金>	—	16日<水>
3月	14日<月>・15日<火>	4月12日<火>	—	16日<水>
4月	6日<水>・7日<木> 28日<木>	5月9日<月> 5月25日<水>	— 28日<木>	8日<金> —
5月	19日<木>・20日<金>	6月17日<金>	—	23日<月>
6月	13日<月>・14日<火>	7月15日<金>	—	15日<水>
7月	11日<月>・12日<火>	8月10日<水>	—	13日<水>
8月	4日<木>・5日<金>	9月12日<月>	—	8日<月>
9月	6日<火>・7日<水>	10月13日<木>	—	8日<木>
10月	6日<木>・7日<金> 27日<木>	11月1日<火> 11月21日<月>	— 27日<木>	11日<火> —
11月	15日<火>・16日<水>	12月27日<火>	—	17日<木>
12月	20日<火>・21日<水>	未定	—	22日<木>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

「議事要旨」・・・・・・・・・・・・・・・・・・8時50分

「経済・物価情勢の展望」基本的見解・・・・・・・・・・15時

背景説明を含む全文・・・・翌営業日の14時

(ただし、「経済・物価情勢の展望(2011年4月)」の背景説明
を含む全文は4月29日<金>の14時に公表)

「金融経済月報」・・・・・・・・・・・・・・・・・・14時

(「概要」の英訳は14時、全文の英訳
は翌営業日の16時30分)

(23年1月24、25日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2011年1月24日(14:00～16:31)

1月25日(9:02～12:24)

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 (24日)

櫻井 充 財務副大臣 (25日)

内閣府 梅溪健児 政策統括官(経済財政運営担当) (24日)

末松義規 内閣府副大臣 (25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（2010年12月20、21日）で決定された方針¹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、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を受けて、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%近傍で安定的に推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、弱含んでおり、足もとでは、1年物まで含めて、0.1%台前半で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内で推移している。

長期金利は、米国金利の上昇が一服し、投資家のポジション調整の動きも一巡する中で一旦低下したあと、幾分上昇し、1.2%台で推移している。社債の対国債スプレッドは、低水準、横ばい圏内で推移している。株価は、米国株価が堅調な動きとなっているもとで、海外投資家による買いが継続していることもあって上昇し、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、年末から年始にかけてやや円高化したが、その後、幾分円安方向となり、足もとでは、82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、緩やかな回復を続けている。輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。個人消費も増加を続けているが、その回復ペースは、失業率の高止まりなど雇用環境の改善が捗々しくないもとで、基調として緩やかなものにとどまっている。住宅投資は、な

¹ 「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。」

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がみられるが、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、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、プラス幅の緩やかな縮小傾向が続いている。

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。輸出が減速しつつも増加を続けているほか、個人消費など内需も緩やかに増加している。物価面では、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響がみられるが、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が、エネルギー・非加工食料品を除くコアベースでの消費者物価の前年比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、高めの成長を続けている。個人消費が、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ほか、固定資産投資も、高い伸びを続けている。輸出も増加基調を辿り、生産の増加ペースは再び高まっている。NIEs、ASEAN経済も回復基調を辿っている。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、生産の減速局面は足もと終了しつつある。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、物価上昇圧力が徐々に高まってきている。

海外の金融資本市場をみると、株価は、欧州周縁国の財政問題を巡る不透明感から一時軟化する動きもみられたが、経済の先行き見通しの改善や企業の増益期待などから、前回会合対比で上昇した。長期金利については、米国では、横ばい圏内の動きとなった一方、ドイツでは、景況感の一段の改善などを受けて、前回会合対比幾分上昇した。この間、欧州周縁国の国債利回りの対独スプレッドについては、依然高水準圏内の不安定な状況が続いているものの、EUによる支援措置の拡大期待やECBによる国債買入れ増額期待などを受けて、国債入札が無難に消化されたことから、幾分縮小した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、やや弱めとなっている。先行きについては、海外経済の改善を背景に、再び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に転じつつある。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、やや減少している。先行きについては、緩やかな増加基調に転じていくと考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、上昇している。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、緩やかに上昇している。先行きについても、国際商品市況の動きを反映して、当面、上昇基調で推移するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとの下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。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りつつあるとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、緩やかな回復が続いているとの見方を共有した。大方の委員は、個人消費について、自動車販売が緩やかに増加しているほか、年末商戦の結果が好調に推移したとみられるなど、このところ底固く推移していると述べた。何人かの委員は、その背景として、株価の上昇が資産効果をもたらしているとの認識を示した。また、企業部門の動向について、何人かの委員は、新興国向けの需要に支えられて輸出が増加を続けているほか、設備投資も緩やかに増加しているとの見方を示した。多くの委員は、このところ多くの経済指標が堅調な動きを示していることや、昨年末にかけて、FRBによる追加緩和策や減税措置の延長などの政策対応が取られたこともあって、米国経済の先行きに対する懸念は、一頃に比べればやや後退しているとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、住宅市場の低迷が続いているうえ、雇用・所得環境の改善のペースについても、民間雇用者数の増加ペースは緩慢であり、失業率が高止まっているなど、捗々しくないと述べた。多くの委員は、消費の本格的な回復には、雇用・所得環境の改善とバランスシートの修復が不可欠であり、そのため、米国経済の回復ペースは当面緩やかなものにとどまる可能性が高いとの認識を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、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との認識で一致した。特に、ドイツなどの中心国については、多くの委員が輸出に支えられた好調さを指摘した。もっとも、多くの委員は、財政問題を抱える周縁国では、緊縮財政の影響もあって厳しい状態が続いており、中心国との格差が際立っているとの認識を示した。ある委員は、域内格差が際立っている中、ユーロエリア全体としての金融政策面での対応は難

しさを増しているとの見方を示した。

中国経済について、委員は、高めの成長が続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、内需がしっかりとした増加を続ける中、輸出も増加基調を辿っており、生産の増加ペースが再び高まるなど、このところ成長率が再加速しているとの見方を示した。また、大方の委員は、基準金利や預金準備率の引き上げにも関わらず、金融環境はなおきわめて緩和的な状況にあるとみられ、インフレ圧力は十分に沈静化されていない状況にあるとの認識を示した。この点について、ある委員は、先進国の金融緩和が、固定相場的な為替制度のもとで、中国国内のインフレ圧力として波及してきているとの見方を示した。

NIEs、ASEAN経済について、何人かの委員は、新規輸出受注PMIがこのところ改善し、輸出が中国向けを中心に再び伸びを高めており、生産調整局面から脱しつつあるとの見方を示した。こうした中、複数の委員は、中国同様、金融環境が依然としてきわめて緩和的なことが、インフレ圧力を高めているとの見解を示した。

国際金融資本市場について、大方の委員は、米国経済の先行きに対する市場の見方が好転しているもとで、全体としてみれば落ち着いているが、欧州では、ソブリン・リスク問題から、依然として不安定な動きが続いているとの見方を示した。ある委員は、ソブリン・リスク問題の解決には相応の時間を要すると考えられるが、周縁国の財政状況の一段の悪化は回避されているほか、欧州安定化基金創設などの政策対応が取られていることが問題の更なる悪化を食い止めていると指摘した。もっとも、何人かの委員は、この春、いくつかの国で国債の大量償還が予定されていることが市場の懸念を高めていると述べた。この点に関して、複数の委員は、仮に高い金利での借り換えを余儀なくされた場合、現在の財政健全化計画に大きな影響が生じるとの見方を示した。

委員は、国際商品市況について、原油・非鉄金属・穀物など幅広い品目で上昇が続いている点についても議論を行った。最近の市況上昇の背景について、多くの委員は、天候不順による供給不安の高まりなどの一時的な要因を指摘しつつも、基本的には、新興国の経済成長に支えられた需要の増加による部分が大きいとの見解を示した。複数の委員は、実需面での動きに加えて、コモディティの金融商品化が進んでいるもとで、先進国の金融緩和も背景となって、投機資金の流入が拡大していることが市況の押し上げ要因になっているとの見方を示した。その証左として、ある委員は、今次局面においては、株価と国際

商品市況の相関が非常に高くなっていることを指摘した。何人かの委員は、国際商品市況は、新興国の需要に支えられて、今後も上昇基調で推移するとみられるが、同時に、投機資金の流入の影響が強まっていることなどから、ボラティリティも高い状態が続くとの見方を示した。ある委員は、そうしたもとでは、国際商品市況の上昇がファンダメンタルズに沿ったものであるかどうか、丹念に点検していくことが大切であるとの認識を示した。この間、ある委員は、先進国の金融緩和の波及ルートとして、商品市況の上昇が、資源国における景気の上振れにつながり、これが資源国で活動する多国籍企業の業績・株価に影響してくるというルートの役割は小さくないとみられるとの見解を示した。

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、わが国景気の現状については、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられるとの認識で一致した。もっとも、先行きについて、委員は、景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。そうした見方の背景として、多くの委員は、世界経済の成長率が再び高まりつつあるもとの、輸出が再び緩やかに増加していくと考えられることや、自動車の駆け込み需要の反動減が消費や生産面に与えている影響が減衰していくことを挙げた。多くの委員は、わが国経済が緩やかな回復経路に復していく蓋然性は、これまでに比べて高まっているとの認識を示した。その時期について、ある委員は、不確実性は残るものの、大きく後ずれするリスクは後退しており、春ごろが展望できると述べた。また、ある委員は、ヒアリング情報などを踏まえて考えると、この1～3月期に緩やかな回復経路に復していく姿は十分に展望可能であると述べた。もっとも、何人かの委員は、緩やかな回復経路に復する蓋然性は高まっているが、その後の景気展開については、不確実性が残っているとの認識を示した。

個別の需要項目等に関してみると、輸出について、委員は、一部情報関連財の在庫調整の動きに加え、既往の為替円高の影響もあって、やや弱めとなっているとの認識で一致した。もっとも、先行きについては、世界経済の成長率が再び高まりつつあることや、堅調な最終需要に支えられて情報関連財の在庫調整が進捗しているとみられることなどから、再び緩やかに増加していく蓋然性が高い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、委員は、企業収益が改善基調にあるもとで、徐々に持ち直しの動きがはっきりしていくとみられるが、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との見解で一致した。

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。こうした中、個人消費について、委員は、自動車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、複数の委員は、自動車の国内販売は年末に幾分持ち直しており、反動減の影響は徐々に薄まりつつあると述べた。複数の委員は、百貨店などの小売売上高は底固い動きを示しており、これには株価の上昇が影響している可能性があるとの見方を示した。ある委員は、このところの消費は、耐久消費財の振れが大きい、冬季賞与が前年比増に転じたとみられることや株価が上昇していることを踏まえると、基調的には、消費は底固く推移しているとみられるとの認識を示した。先行きの個人消費について、委員は、駆け込み需要の反動が薄まるにつれて、再び持ち直していくとの見方を共有した。ただし、複数の委員は、各種の需要喚起策が耐久消費財の需要を先食いした面もあるとみられることから、先行きの個人消費を巡る不確実性は高いとの懸念を示した。この間、住宅投資について、委員は、持ち直しに転じつつあるとの見方を共有した。ある委員は、各種住宅取得支援策の効果もあって、持家と分譲が増加していると述べた。

生産について、委員は、輸出が弱めとなる中、エコカー補助終了に伴う国内自動車販売の反動減の影響もあって、やや減少しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、輸出が再び緩やかに増加し、自動車の駆け込み需要の反動の影響が薄まっていくもとで、緩やかな増加基調に転じていくとの見方で一致した。この点について、何人かの委員は、生産予測指数の動きや企業からのヒアリング情報を踏まえて考えると、生産は1～3月期に増加に転じる蓋然性が高まっているとの見方を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的には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認識で一致した。多くの委員は、最近の国際商品市況の上昇が消費者物価に波及する可能性を指摘した。ある委員は、国際商品市況高が食品・エネルギー価格の上昇をもたらし、それが産業連関を通じ、

他の財・サービスに波及する可能性が高いと指摘した。一方、何人かの委員は、国際商品市況の上昇が最終消費財の価格へ転嫁されていくとしても、マクロ的な需給バランスが依然として緩和状態にあるもとでは、その程度は限定的と考えられるとの見方を示した。この間、何人かの委員は、物価上昇率が中長期的な予想物価上昇率に収束していく力について、引き続き慎重にみていると述べた。こうした見方の背景として、ある委員は、フィリップス曲線の傾きがフラット化していることや労働分配率が基調的には低水準にとどまる可能性が高いことを指摘した。

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見解を共有した。複数の委員は、現在の金融環境を全体としてみると、すでに緩和的な状況に達していると判断できる部分と未だ緩和的とまでは言えない部分が混在しているが、後者の部分についても改善が続き、緩和的な状況に近づきつつあるとの認識を示した。この点、ある委員は、物価との関係でみて低金利の効果はなお減殺されているほか、中小企業の金融環境には引き続き厳しさが残るなど、なお緩和的とは言えない側面も残っているが、金融環境を全体としてみると、緩和の動きが強まっているとの見方を示した。多くの委員は、短期金融市場は、日本銀行による一段と潤沢な資金供給もあって、落ち着いた状況となっていると述べた。長期金利についても、何人かの委員は、昨年末にかけてやや上昇していたが、米国の長期金利が横ばい圏内の展開となる中で、安定的な地合いを取り戻しているとの見方を示した。複数の委員は、株価が上昇し、円高方向への動きも一服していることが、企業マインドに好影響を与えている可能性があるとの指摘した。この間、何人かの委員は、3月末に予定されている緊急保証制度の期限切れが中小企業の資金繰りに与える影響について、注意深く点検していく必要があると述べた。

3. 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、委員は、10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、2010年度の成長率は、過去のGDP実績値の改定により2010年度の発射台が高まったこと（統計上の「ゲタ」の上振れ）や年度の前半の実績がやや強めとなったこともあって上振れるものの、2011年度および2012年度の成長率については、概ね10月の見通しに沿って推移するとの認識で一致した。

物価については、委員は、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）ともに、2011年度は、国際商品市況高の影響などから、やや上振れる一方、2012年度は概ね見通しに沿って推移するとの見方で一致した。もっとも、2011年度の消費者物価の見通しについて、ある委員は、上振れの程度は小幅にとどまっており、先行きの不透明感も高いことを踏まえれば、現時点で上振れをあまり強調すべきではないと付言した。

リスク要因について、多くの委員は、景気面では、上振れリスクと下振れリスクが、概ね上下にバランスしているとの認識を示した。大方の委員は、上振れリスクとして、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を指摘した。多くの委員は、新興国について、短期的には、引き続き景気の上振れリスクを念頭に置きつつ、より長い目で見た場合に、金融引き締めが遅れが景気の振幅を拡大させ、結果として持続的成長を損なう可能性がある点についても、注意が怠れないとの見方を示した。

一方、下振れ要因としては、大方の委員が先進国経済の動向を挙げた。このうち、米国については、多くの委員が、景気の先行きに対する懸念は一頃に比べて後退しているものの、バランスシート調整の重石から、景気は上に弾みにくく、下に振れやすい状況が続くとの見解を示した。複数の委員は、バランスシート調整の重石を考慮すれば、このところ市場で広がっている楽観論は昨年前半同様やや行き過ぎである可能性もあるとの見方を示した。複数の委員は、今後も、米国経済の先行きに対する見方は、楽観論と悲観論の間で振れやすい状況が続くと考えられるため、米国経済の動向やそのもとでの長期金利や為替相場の変動がわが国経済に与える影響については、マインド面を通じた影響も含め、引き続き十分に注意していく必要があると述べた。欧州については、多くの委員が、相対的なリスクの高まりを指摘した。何人かの委員は、ソブリン・リスク問題が一段と深刻化した場合、更なる緊縮財政と金融システムの不安定化が实体经济活動を下押しし、それらが相乗的に悪影響を及ぼし合う可能性については十分な注意が必要であるとの認識を示した。また、複数の委員は、ソブリン・リスク問題を契機に、国際金融資本市場や金融システムが不安定化した場合、わが国にも相応の影響が及ぶとの認識を示した。なお、ある委員は、わが国の財政問題についての市場の見方についても、留意していく必要があるとの認識を示した。この間、複数の委員は、国際商品市況の上昇が続いた場合、交易条件の悪化が企業収益に悪影響を与える

可能性についても注意が必要であるとの認識を示した。もっとも、ある委員は、市況の一段の上昇が新興国・資源国の高成長を背景としたものであれば、わが国経済にも輸出増などのプラス面があると指摘したほか、別のある委員は、為替相場が以前に比べてやや円高方向にあることが市況上昇による交易条件への影響を相殺する側面もあるとの見解を示した。この間、ある委員は、国際商品市況の上昇が、資源国において輸出規制など保護主義を高めるリスクがあるとの見方を示した。

物価面のリスク要因について、多くの委員は、新興国の高成長に伴い、国際商品市況が一段と上昇した場合、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があると指摘した。後者の点に関し、複数の委員は、昨年12月の「生活意識に関するアンケート調査」からみた家計の5年後の予想インフレ率が、9月調査時に比べて幾分低下している点を指摘し、今後の動きについては、より注意深く点検していく必要があると指摘した。また、多くの委員は、夏場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、基準改定によっ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、このことを十分に視野に入れながら物価動向を点検していくことが必要であるとの認識を示した。複数の委員は、基準改定はあくまで技術的な変更であり、マクロ的な需給バランスの動きなどからみてデフレ脱却に至る展望が開けているかどうかを丁寧に点検していくことがより重要であるとの見解を示した。この間、複数の委員は、基準改定によって実際に消費者物価指数の前年比が下方改定された場合、経済主体の予想物価上昇率に影響を与えることがないか注視する必要があるとの認識を示した。

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。そのうえで、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、議論を行った。多くの委員は、リスク・プレミアムの縮小を促すという観点からの効果として、社債スプレッドの縮小やJ-REIT価格の上昇を指摘した。加えて、何人かの委員は、本施策が呼び水となって、J-REITやETFの取引高が増加しているほか、社債発行体の裾野も広がっているとの見解を示した。一方、長めの金利の低下を促す効果について、ある委員は、長期金利の水準が一頃に比べて幾分上昇しているため、包括的な金融緩和政策の効果は見えにくくなっているが、わが国の長期金利の上昇幅は、株価が上昇するもとでも、米欧に比べて小さいことからみて、包括的な金融緩和政策は金利上昇を抑制する効果をもたらしているとの見方を示した。長めの金利に働きかけていくという政策目的に関連して、何人かの委員は、日本銀行は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針であることを粘り強く説明していくことで、時間軸に対する市場の信認を確保していくことが重要であるとの認識を示した。ある委員は、日本銀行が中央銀行として異例の領域にまで踏み込んだ政策対応を行っていることで、成長率の趨勢的な低下という日本経済が直面する本質的な問題についての理解が少しずつ高まってきていることも広い意味での政策効果であるとの認識を示した。この間、複数の委員は、今後とも、市場の状況に応じて、機動的なオペレーションを実施していくことは重要であるが、日本銀行の金融市場調節方針は、金融政策決定会合において決定されるものであり、日々のオペレーションや当座預金残高の推移によって金融政策運営についての情報発信が行われる訳ではないと述べた。

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、一部持ち直しに向けた動きがみられる。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り、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の景気下振れリスクがある。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。

- 政府としては、「3段構えの経済対策」に基づき、「成長と雇用」に重点を置いた平成 23 年度予算等からなるステップ 3 に切れ目なく繋ぐため、昨日、平成 23 年度予算を国会に提出したところであり、その速やかな成立を図っていきたい。
- また、グローバル社会の中で成長を実現していくためには、アジア諸国等の目覚ましい発展をわが国の成長に取り込んでいくことが重要である。このため、官民一体となってインフラ分野における海外展開を推進するとともに、国際協力銀行の機能強化等を図っていきたい。さらに、中小企業の海外展開支援にも取り組んでいく。
- 財政健全化は極めて重要な課題になっているため、財政運営戦略において示した道筋に沿って、2015 年度までに基礎的財政赤字の対 GDP 比を半減し、2020 年度までに黒字化すべく、引き続き取り組んでいく。また、昨年 12 月に閣議決定した社会保障改革の基本方針において、社会保障改革と、その必要財源の確保及び財政健全化を同時に達成するための税制改革について、一体的に検討を進めていくこととしている。さらに、これに向けた工程表と併せ、本年半ばまでに成案を得、国民的な合意を得たうえで、改革の実現を図ることとしている。
- 日本銀行におかれては、年度末の資金繰りに配慮した金融調節を行って頂くとともに、政府との緊密な連携のもとで引き続き適切かつ機動的な金融政策運営を積極的に行い、経済を金融面からお支え頂きたい。

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、閣議決定した「平成 23 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」においては、平成 23 年度は世界経済の緩やかな回復が期待される中で、景気は持ち直し、実質経済成長率は 1.5% 程度、名目成長率は 1.0% 程度、消費者物価上昇率は 0.0% 程度になると見込んでいる。
- わが国の景気の現状は依然として厳しい状況にある。また、先行きのリスク要因として、海外景気の下振れ懸念や為替市場の動向に留意する必要がある。
- 景気を足踏み状態から脱却させ、景気回復とデフレ脱却に向けた動きを確かなものとするため、今は重要な時期である。このため、政

府は「3段階の経済対策」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平成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、新成長戦略が目指すデフレ脱却へ向けて、2011年度中の消費者物価上昇率のプラスと、速やかに安定的な物価上昇を実現するよう取り組んでいく。

- 本日、展望レポートの中間評価がご議論されたが、日本銀行と政府の経済認識は概ね共有されていると考えている。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、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（2010年12月20、21日開催分）が全員一致で承認され、1月28日に公表することとされた。

以 上

2011年1月25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^(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。

2. わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。すなわち、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に転じつつある。一方、輸出はやや弱めとなっている。こうした内外需要のもとで、生産はやや減少している。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、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。

3. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高まっていくと考えられることなどから、景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し、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. 10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、2010年度の成長率は、過去の実績値の改定の影響もあって上振れるものの、2011年度、2012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。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、2011年度は、国際商品市況高の影響などから、やや

^(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。

上振れるとみられる一方、2012 年度は概ね見通しに沿って推移するものと予想される。

5. 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、米国経済に対する懸念は一頃に比べて後退しているものの、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。

6. 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

(参考 1)

▽2010～2012 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)
2010 年度	+3.3～+3.4 <+3.3>	+0.5～+0.6 <+0.5>	-0.4～-0.3 <-0.3>
10 月時点の見通し	+2.0～+2.3 <+2.1>	+0.7～+0.9 <+0.9>	-0.5～-0.3 <-0.4>
2011 年度	+1.4～+1.7 <+1.6>	+0.7～+1.2 <+1.0>	0.0～+0.4 <+0.3>
10 月時点の見通し	+1.5～+1.9 <+1.8>	+0.4～+0.7 <+0.5>	0.0～+0.3 <+0.1>
2012 年度	+1.9～+2.2 <+2.0>	+0.5～+0.8 <+0.7>	+0.2～+0.8 <+0.6>
10 月時点の見通し	+2.0～+2.4 <+2.1>	+0.3～+0.8 <+0.6>	+0.2～+0.8 <+0.6>

(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) 2010 年度の実質 GDP 成長率の修正は、過去の実績値の改定に伴う影響が大きい。

(注 4) 2010 年度の消費者物価指数については、前年比を 1 年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を 0.5%程度押し下げると試算される。

(注 5) 今回の消費者物価の見通しは、現行の 2005 年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について 2011 年 8 月に 2010 年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を 2011 年 1 月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

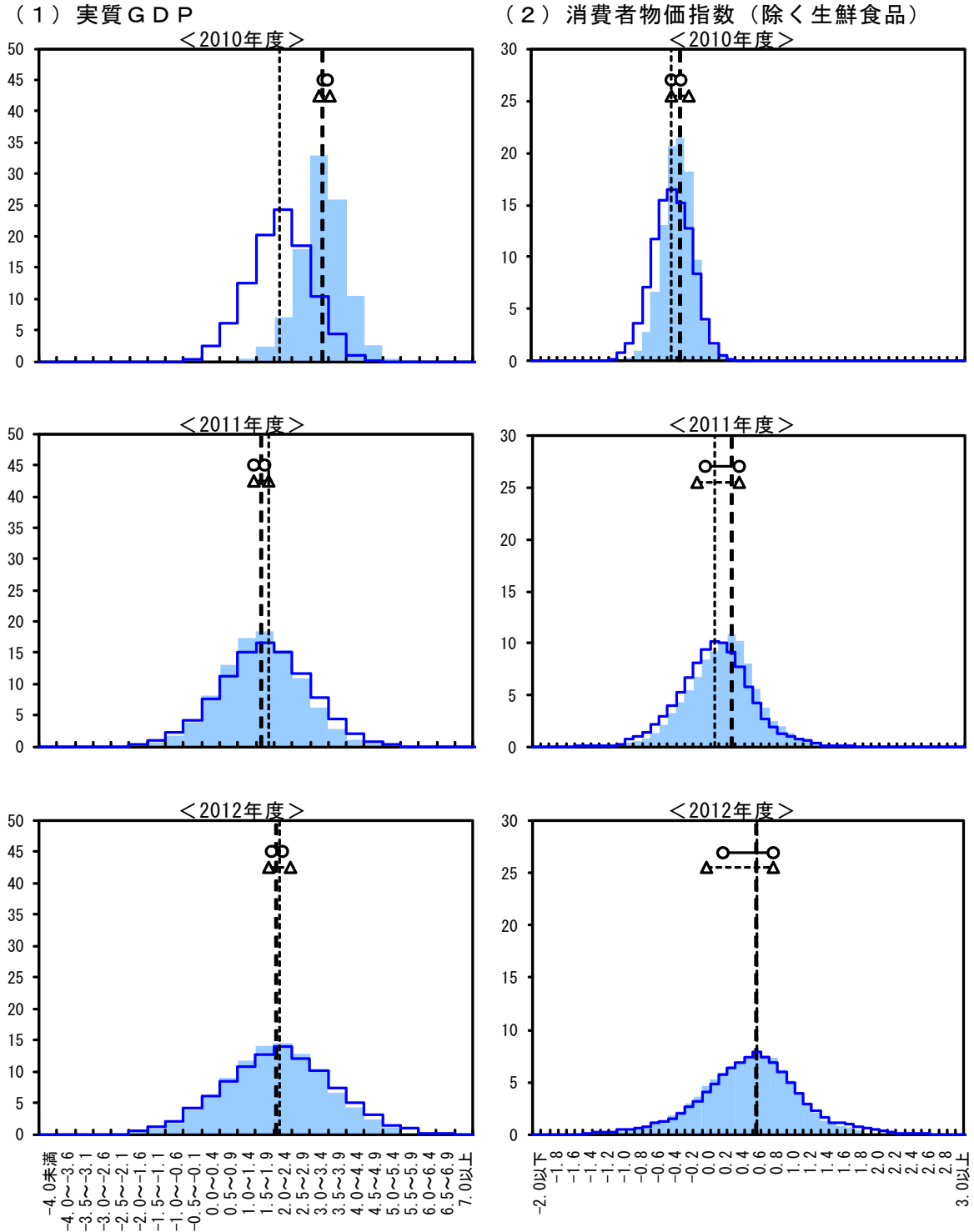
(注 6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——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)
2010 年度	+3.2～+3.5	+0.4～+0.6	-0.4～-0.2
10 月時点の見通し	+2.0～+2.3	+0.5～+0.9	-0.5～-0.2
2011 年度	+1.4～+1.8	+0.6～+1.2	-0.1～+0.4
10 月時点の見通し	+1.5～+1.9	+0.4～+1.0	-0.2～+0.4
2012 年度	+1.8～+2.4	+0.3～+1.0	0.0～+0.8
10 月時点の見通し	+2.0～+2.4	+0.3～+1.0	0.0～+0.8

(参考2)

リスク・バランス・チャート



(23年2月14、15日開催分)

(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¹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

¹ 「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で、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。C P・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、C P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早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、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。もともと、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エ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して述べた。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ていると述べた。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、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、そ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段階の経済対策」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^(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。

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

(23 年 3 月 14 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2011 年 3 月 14 日 (12:01 ~ 14:45)

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	櫻井 充	財務副大臣
内閣府	末松義規	内閣府副大臣

(執行部からの報告者)

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
企画局審議役	梅森 徹
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
政策委員会室副参事	宮崎 丈
企画局企画調整課長	千田英継
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴

．金融政策決定会合の日程変更の承認

冒頭、議長は、3月11日に発生した東北地方太平洋沖地震によって大きな被害が生じている状況を踏まえ、日本銀行としても、この地震がわが国の経済・金融情勢に与える影響を点検し、金融政策運営方針を速やかに決定・公表していくことが、国民心理の安定や金融資本市場の安定を確保するうえで重要であるとの見方を示した。そのうえで、当初2日間を予定していた会合の日程を変更し、本日中に会合を終了するよう議事を進めることを提案した。本提案は、全員一致で承認された。

．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．東北地方太平洋沖地震の金融・決済システム等への影響

地震発生後、東北地方の太平洋沿岸地域を中心に、金融機関の一部店舗の損壊やATMの稼働停止が生じているものの、金融機関の間では、預金の支払いなど、国民のライフラインとしての金融サービスを維持するため、休日営業を実施するなどの取り組みが広がっている。日本銀行も、こうした取り組みを支援するため、本支店において、休日にも金融機関の現金手当てに対応している。この間、日銀ネットのほか、主要金融機関の資金・決済システムは正常に稼働しており、資金・証券決済に大きな混乱は生じていない。当面の課題としては、被災地における日本銀行の支店の業務継続を確保し、損傷銀行券の引き換えなどに応じられる体制を整えることや、電力会社の施設被害に伴う計画停電への対応などが挙げられる。

2．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（2月14、15日）で決定された方針¹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、引き続き、オ

¹ 「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。」

ファー額に対して応札額が下回る「札割れ」が発生した。この間、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を幾分下回る水準で推移した。

本日は、地震発生後、初めて金融市場が開くことになる。市場参加者の予備的な資金需要が非常に高まっていることを踏まえ、金融市場の安定を確保する観点から、朝方より本日の午後にかけて、15兆円の即日資金供給オペレーションを含む、総額21.8兆円の資金供給オペレーションを実施することとした。こうした日本銀行による大量の資金供給もあって、短期金融市場は、落ち着きを取り戻してきている。

3．金融・為替市場動向

地震発生以前の市場をみると、短期金融市場は総じて落ち着いて推移した。株価は、北アフリカ・中東情勢を巡る不透明感の高まりなどを背景に、振れを伴いつつ、小幅低下した。長期金利は、こうした株価の動きを受けて、幾分低下した。

地震発生後の金融市場をみると、株価は大きく下落しており、日経平均株価は9千円台後半の水準となっている。東証REIT指数も大幅に低下している。社債の流通市場では、取引の成立がみられなくなっているが、潜在的には売り圧力が高い状態にある。わが国のソブリンCDSプレミアムや民間企業のCDSプレミアムは、大きく拡大している。このように、市場では、投資家のリスク回避姿勢が強まった状態にある。この間、為替市場をみると、円の対米ドル相場は、振れやすい展開となっており、一時1ドル80円台半ばまで円高が進んだあと、足もとでは82円台で推移している。

4．海外金融経済情勢

国際金融資本市場をみると、新興国のインフレ圧力の高まりに対する警戒感や、北アフリカ・中東情勢に関する不透明感の高まりなどをを受けて、新興国への資金流入はこのところ鈍化している。一方、国際商品市場への資金流入は続いており、地政学リスクに対する懸念も加わって、原油価格は大きく上昇している。商品市況の上昇は、先進国・新興国ともに物価上昇率を押し上げる方向に作用しているほか、資源消費国から産出国への所得移転をもたらしている。

日本の地震発生以降の動きをみると、投資家のリスク回避姿勢の強まりを受けて、原油や穀物などの商品市況は幾分低下している。株式市場や債券市場でも、全体に、様子見姿勢が強まっている。この間、

日本と経済的なつながりの深いアジア新興国の株価は、総じて下落している。

実体経済面をみると、前回会合以降に公表された経済指標をみる限り、総じて良好な内容のものが多く、世界経済は、回復を続けていると考えられる。

5．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

当面の経済情勢について、地震発生前のデータでは、輸出や生産に増加基調に復する動きがみられているほか、設備投資は持ち直している。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おり、個人消費には持ち直しの動きがみられている。住宅投資は持ち直しつつある。この間、公共投資は減少している。

もっとも、今回の地震によって広範囲な被害が生じており、現時点で定量的な評価は難しいものの、少なくとも短期的には、経済に対して下押し圧力が加わる可能性が高い。東北地方は、情報通信や電子部品・デバイスの生産額における全国シェアが高い。サプライチェーンの問題もあって、現在、東北地方に限らず多くの工場が操業を停止しているほか、電力供給面の制約もかかるため、当面、生産活動に影響が生じるものとみられる。民間需要面では、設備の復興需要や食品等の必需品に対する需要の増加が生じる可能性もある一方、企業マインドの悪化が懸念されるほか、家計支出も抑制される可能性がある。また、先行き、公的な復興需要が見込まれるものの、その規模等については不確実性が高い。

物価面について、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、上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとの、下落幅は縮小を続けている。

(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ものの、今回の地震の発生により、金融環境にも一定の影響が及んでくる可能性がある。今後、企業の信用力の低下を通じて金融機関の貸出態度の厳格化や企業の資金繰りの悪化が生じないか、企業の資金調達コストの低下傾向が続いていくか、投資家のリスク回避姿勢の強まりから

P・社債の発行環境に変化が生じないか、といった点には注意が必要である。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

わが国の経済情勢について、委員は、東北地方太平洋沖地震の影響を定量的に評価するだけの情報が乏しい現時点では、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつあるという判断を維持しつつも、経済・物価情勢の先行きを巡る不確実性が大きく高まっていると判断することが適当との見方で一致した。

地震の影響について、何人かの委員は、東北地方を中心に、生産設備や物流施設、社会インフラ等に大きな被害が生じていると述べた。また、多くの委員は、地震による直接的な被害に加え、発電所の被災に伴い、電力の供給に制約が生じることも経済活動に影響する可能性が高いと述べた。何人かの委員は、被災地域には素材・部品工場が多く立地していることを指摘し、サプライチェーンを通じて生産活動の停滞が国内外に広く波及する可能性もあると述べた。一方、一人の委員は、わが国の設備稼働率が低位にある現状に鑑みれば、他の工場や企業への生産シフトを通じ、経済全体で見れば、生産の落ち込み幅が比較的小幅にとどまる可能性もあると指摘した。別の一人の委員は、買いだめなど、生活必需品の消費需要が押し上げられる面もあると述べた。

多くの委員は、深刻な被害状況や電力の安定供給を巡る懸念の高まりなどから、企業や家計のマインドが悪化する可能性にも注意が必要であるとの見方を示した。複数の委員は、今回の地震が、一段の国際商品市況高によって交易条件の悪化が懸念される中で発生したことも、マインド面を通じた経済の下振れリスクをより高めていると指摘した。何人かの委員は、短期金融市場は落ち着きを維持しているものの、先行きを巡る不透明感の高まりから株価や長期金利が下落しており、今後、金融市場においてリスク回避姿勢が一段と強まる可能性があるとして述べた。

中期的な影響について、何人かの委員は、官民による復興に向けた活動が経済を押し上げる可能性があるものの、規模や時期については、不確実性が大きいとの見方を示した。

以上の議論を踏まえ、委員は、今回の地震が生産活動を中心にわが国の経済活動に及ぼす影響は小さくないほか、企業や家計のマインド

の悪化を通じて、先行き、わが国の経済活動にマイナスの影響を及ぼしていく可能性があるとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、わが国経済は、時間はかかるとしても、今回の地震の影響を乗り越えていくことが期待できると付け加えた。

物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、下落幅が縮小を続けているとの見方を示した。先行きについては、昨年4月から実施されている高校授業料の実質無償化の影響を除いたベースでは既に前年比が小幅のプラスとなっていることを踏まえると、当面、小幅のプラスに転じていく可能性が高いという認識で一致した。なお、委員は、本年8月に予定されている2010年基準への改定に伴って、消費者物価指数の前年比が下方改定される可能性が高いとの見方を共有した。ある委員は、これに伴って人々の中長期的な予想物価上昇率が下振れるリスクについても意識する必要があると指摘した。複数の委員は、基準改定が物価上昇率に及ぼす影響についても十分意識して対外情報発信を行う必要があると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の金融経済に関する情勢認識のもとで、議長は、金融政策面から対応することが適当であり、今回の地震の発生以降、国民の不安心理の高まりや企業マインドの悪化、金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりなどがみられることに鑑みれば、リスク性資産を中心に資産買入等の基金の増額を行うことが考えられるとの見方を示した。議長は、基金の増額に関して、買入対象となっている金融資産の市場規模や市場動向、日本銀行の財務の健全性との関連などを踏まえると、具体的にどのような案が考えられるのか、という点について、執行部に説明を求めた。

議長の指示を受けて、執行部は、以下のとおり説明を行った。

- 1 現在、資産買入等の基金が買入対象としている金融資産の市場規模や、日本銀行の財務の健全性に及ぼす影響等を踏まえると、仮にリスク性資産を中心に基金を前回の規模と同じ5兆円程度増額する場合には、前回の長期国債・国庫短期証券 3.5兆円程度、リスク性資産 1.5兆円程度という配分を入れ替えることが考えられる。その場合には、長期国債を0.5兆円程度、国庫短期証券を1兆円程度、CP等・社債等を各1.5兆円程度、指数連動型上場投資信託を0.45兆円程度、不動産投資信託を0.05兆円程度、それぞれ増額するこ

とが考えられる。なお、指数連動型上場投資信託と不動産投資信託の買入を増額するには、改めて日本銀行法上の認可を取得する必要がある。

- 1 買入規模を5兆円程度増額したうえで、この買入を進めていく場合には、既存の5兆円規模の資産買入と同様、1年程度の時間を要すると思われる。

多くの委員は、家計・企業のマインド面の悪化や市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済へ悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を増額し、金融緩和を一段と強化することが適当であるとの認識を共有した。一人の委員は、日本銀行が、かねてから、経済・物価情勢に照らして必要と判断する場合には資産買入等の基金の増額も選択肢の一つ、と表明してきたこととも整合的であると指摘した。別の一人の委員は、リスク性資産の買入の増額は、市場を歪める可能性や日本銀行の財務の健全性への負担といったコストを伴うが、現在の経済情勢のもとでは、効果の方が上回るとの判断を示した。

増額の規模について、一人の委員は、市場に十分な安心感を醸成する観点からは、相応の規模が必要であると述べた。複数の委員は、日本銀行がここまでの措置を講じることで、逆に経済の実態に対する人々の不安感を高めることにつながらないように、周到な情報発信が必要であるとの意見を述べた。

この間、基金を通じた国債買入の増額について、一人の委員は、長めの金利が低下傾向にある中で実施すると、財政ファイナンスであるとの疑念を招く可能性があるとの指摘し、資産買入の増額は全てリスク性資産で行うべきであるとの意見を述べた。

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。何人かの委員は、こうした金融市場調節方針のもとで、金融市場の安定確保を図るため、市場の状況に応じて弾力的かつ潤沢な資金供給を実施し、資金調達を巡る安心感を市場に醸成することが重要であると述べた。

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、引き続き、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていくという方針についても認識を共有した。

．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。

- 1 東北地方太平洋沖地震は、東北地方を中心に甚大な被害をもたらしており、政府としては、被災者の救助をはじめとする災害応急活動に総力を挙げて取り組むとともに、国民生活および経済活動が早期に回復するよう全力を尽くしているところである。災害対策においては、まずは関係省庁等において現状把握を迅速に行うことが必要であり、それを受けて必要な対策が判明すれば、予備費や補正予算により対策に万全を期していく。今後とも具体的な被害の状況や、政府の緊急災害対策本部における決定等も踏まえつつ、必要な措置を迅速に講じていく。
- 1 日本銀行におかれては、金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針であると承知している。本日も潤沢な資金供給を行ったことは、市場情勢に応じた適切な対応であり、さらに、リスク性資産の買入額を積み増し、金融緩和を進められることについては、感謝申し上げたい。
- 1 政府としては、国民生活および経済活動が早期に回復するよう全力を尽くし、被害対策に万全を期していく。日本銀行におかれても、政府と緊密に連携を取りつつ、今後の金融経済の状況変化に応じ、機を逸することなく果敢な対応を取って頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 東北地方太平洋沖地震により、被災地において甚大な被害が発生している。政府としては、被災者の救護・救援をはじめとする災害応急活動に総力を挙げて取り組むとともに、国民生活および経済活動が早期に回復するよう、全力を挙げて取り組んでいく。
- 1 日本銀行におかれては、既に迅速に対応頂いており、感謝を申し上げます。引き続き政府との緊密な連携のもと、金融市場・金融シス

テムの安定を確保し、被災地の生活や中小企業の経済活動を支えるため、万全の措置を今後とも講じて頂くようお願いする。

．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、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

2．「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等

資産買入等の基金による資産の買入残高の上限について、多くの委員は、上記執行部説明に沿って、長期国債を0.5兆円程度、国庫短期証券を1兆円程度、CP等・社債等を各1.5兆円程度、指数連動型上場投資信託を0.45兆円程度、不動産投資信託を0.05兆円程度、それぞれ増額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、資産買入等の基金の買入増額対象資産を全てリスク性資産とする旨の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。

須田委員からは、資産買入等の基金による資産の買入残高の上限を5兆円程度増額し、その増額は、CP等、社債等、指数連動型上場投資信託、不動産投資信託といったリスク性資産によって行う旨の議案が提出され、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：須田委員

反対：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、
亀崎委員、宮尾委員、森本委員

議長からは、上記の多数意見を取りまとめるかたちで、執行部説明に基づいた議案が提出された。採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、
亀崎委員、宮尾委員、森本委員

反対：須田委員

須田委員は、市場参加者間でリスク回避度合いが高まっている状況のもとでは、足もと金利が低下している国債ではなく、国債以外のリスク性資産の買入を増額するべきであること、非常時の対応として国債を買入れることは、資産買入等の基金の目的にそぐわないことを理由に、議長案に反対した。

・ 対外公表文（「金融緩和の強化について」）の検討

以上の議論を踏まえ、これまでと同様の金融市場調節方針のもとで、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ていくこと、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが实体经济に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とすることという金融政策の運営方針に加え、須

田委員の買入増額対象資産に関する反対意見の記述を含んだ对外公表文（「金融緩和の強化について」＜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。

・ 議事要旨の承認

議事要旨（2月 14、15 日開催分）が全員一致で承認され、今回の会合日程の変更に伴って公表日を1日繰り上げ、3月 17 日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2011年3月14日
日本銀行

金融緩和の強化について

1. 東北地方太平洋沖地震の発生後、日本銀行は、金融市場および金融機関の業務遂行への影響を把握するとともに、金融機能の維持および資金決済の円滑を確保するために、万全の措置を講じてきている。また、適切な金融市場調節の実施を通じて弾力的な資金供給を行っている。
2. わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつある。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小を続けている。先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、緩やかな回復経路に復していくという判断を維持した。消費者物価の前年比は、当面、小幅のプラスに転じていくと考えられる^(注1)。もっとも、今回の地震によって、わが国は、地理的にも広範囲な被害を受けており、当面、生産活動の低下が見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念される。
3. 以上のような情勢認識のもと、日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を実施し、金融緩和を一段と強化することを決定した。

(1) 当面の金融市場調節方針

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（全員一致^(注2)）。こうした調節方針のもとで、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ていく。

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) 資産買入等の基金

(注1) 本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い。

(注2) 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。

企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とする^(注3)。

増額分の買入対象資産ごとの内訳は、以下のとおりとし、2012年6月末を目途に増額を完了する。ただし、指数連動型上場投資信託、不動産投資信託については、日銀法上の認可取得を条件とする。

長期国債	: 0.5兆円程度
国庫短期証券	: 1.0兆円程度
C P等	: 1.5兆円程度
社債等	: 1.5兆円程度
指数連動型上場投資信託	: 0.45兆円程度(認可取得を条件とする)
不動産投資信託	: 0.05兆円程度(同上)

4. 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。日本銀行は、引き続き、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である。

以 上

^(注3) 須田委員は、資産買入等の基金の買入増額対象資産をすべてリスク性資産とするべきとの理由から、反対した。

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」、経済産業省「鉱工業総供給表」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「商業販売統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 国土交通省「地価公示」
- (図表 18) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) ブルームバーグ社

- (図表 21) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 22) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (図表 23) 日本相互証券
- (図表 24) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 25) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 26) 東京証券取引所
- (図表 27) 日本銀行
- (図表 28) 国際決済銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 30) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子CP）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 31) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 32) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 33) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 34) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 35) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 36) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 37) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 38) 日本銀行「マネーストック」「マネーサプライ」