

議事録公表時まで対外非公表

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>
<作成局における保管期間満了時期：2040年12月>

2010.10.25

企画局

10月5日の議長指示に基づく執行部報告を踏まえた 「資産買入等の基金」の運営に関する検討のポイント

- ・ 執行部報告を踏まえ、「資産買入等の基金」を運営するため、買入対象先、買入対象、買入方式等についての基本的事項をどのように定めるか。

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>
<作成局における保管期間満了時期：2040年12月>

2010.10.28

企 画 局

「資産買入等の基金」の運営について

(説明資料)

<頁>

- 「資産買入等の基金」の運営について …… 1

(政策委員会付議文)

- 「資産買入等の基金運営基本要領」の制定等に関する件 …… 13

(説明資料)

「資産買入等の基金」の運営について

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、「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。この結果、政府の認可を要する指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）以外の買入対象資産について、速やかな買入れの実施を図るため、それぞれの買入れの基本的事項を定める基本要領を制定する等、所要の措置を講じることとしたい。

また、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）の買入れ等について、政府に対し認可の申請を行うこととしたい。

1. 「資産買入等の基金」の運営に関する検討結果

10月4、5日の金融政策決定会合において、「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がなされた。

上記の検討指示に基づき、追加ないし明確化が適当と考えられる事項は、以下のとおり。

(1) 基金全般

- ・ 買入対象資産について、検討指示のあった「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）」に加え、リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、不動産投資法人が発行するCPや債券を含めること。
- ・ 買入対象資産ごとの買入限度額について、長期国債・国庫短期証券は、買入れの中心と想定する2年債（直近発行2銘柄で約5兆円、3銘柄で8兆円）や6か月以上の国庫短期証券（約13兆円）の市中現存額を勘案し、それぞれ1.5兆円程度、2兆円程度とすること。
- ・ CP・社債は、買入対象となる市場残高がそれぞれ約9兆円、約6兆円であること、保有に伴うリスクが国債等よりも大きいことを勘案しつつ、リスク・プレミアムの縮小を促す観点から社債にやや多めに配分し、CP・ABCP・不動産投資法人コマーシャル・ペーパー（CP等）0.5兆円程度、社債・不動産投資法人債（社債等）0.5兆円程度とする

こと。

- ・また、指数連動型上場投資信託（ETF）については、買入対象となり得る市中残高が2兆円程度であることや保有に伴うリスク量が大いことを勘案し、0.45兆円程度とすること。不動産投資信託（J-REIT）については、経営への関与を回避する観点から銘柄別の買入限度を当該銘柄の総口数の5%以下とすることも踏まえ、0.05兆円程度とすること。
- ・基金の積上げについては、準備の整った資産から買入れを開始するため、総計の残高が5兆円程度となる時期を「2011年末を目途」と明確化すること。
- ・基金の存続期限については、今後、金融政策決定会合において判断すべきものであるため、予め定めないこと。
- ・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本基金の運営として行うものへ移行すること。
- ・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こと。
- ・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こと。

(2) 長期国債・国庫短期証券の買入れ（国債等買入）

- ・本基金で行う長期国債の買入れは、長めの市場金利の低下を促す観点から、市場で活発に取引されている直近発行の2銘柄も買入対象とすること。
- ・買入対象先は、本店管下の日本銀行金融ネットワークシステム（日銀ネット）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こと。
- ・買入方式は、コンベンショナル方式による入札とし、入札は、長めの市場金利の低下を促す観点から、政策金利（0.1%）を下限利回りとする利回り較差方式によること。

(3) CP・社債等の買入れ（CP・社債等買入）

- ・買入対象の格付要件については、CPはa-2格相当以上、社債はBBB格相当以上とすること。信用判定において、複雑かつ個別性の強い証券化の仕組みの適切性や、多様な裏付資産の信用度を全体として見極める必要があるABC CP、不動産投資法人CPはa-1格相当、不動産投資法人債は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。

- ・買入対象先は、本店管下の日銀ネット利用先で、信用力に問題のない先から公募により選定すること。
- ・買入方式は、コンベンショナル方式による入札とし、入札は、長めの市場金利の低下やリスク・プレミアムの縮小を促す観点から、政策金利(0.1%)を下限利回りとする利回り較差方式によること。
- ・信用リスク管理の観点から、発行体別の買入限度額(CP等、社債等各1,000億円)を設定すること。また、買入れ時の買入残高がCP等、社債等の各発行残高の25%を超える発行体の銘柄は買入対象外とすること。

(4) 指数連動型上場投資信託(ETF)・不動産投資信託(J-REIT)の買入れ等

- ・買入対象は、市場全体への波及効果の観点から、日本銀行が別に定める指数に連動する指数連動型上場投資信託(ETF)および発行体の信用力に問題がない不動産投資信託(J-REIT)とすること。
- ・買入方式について、信託銀行を受託者とし、信託財産として買入れること。買入価格は、時価によること。なお、取引所取引などによる買入れも想定し、特に買入対象先は限定しないこと。
- ・指数連動型上場投資信託(ETF)の買入れについては、銘柄の偏りを避ける観点から、必要に応じて銘柄別に上限を設定すること。
- ・不動産投資信託(J-REIT)の買入れについては、過大な支配権の取得と大量保有報告を回避するため、各銘柄の発行残高の5%を上限とすること。また、銘柄の偏りを避ける観点から、必要に応じて銘柄別に上限を設定すること。
- ・不動産投資信託(J-REIT)の議決権行使については、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こと。
- ・買入れた資産の処分については、基金全般の運営方針を踏まえ、具体的な処分の開始・完了時期は定めないこと。また、買入れた資産の処分を行う際は、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こと。
- ・引当金として、指数連動型上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(J-REIT)のそれぞれについて時価と簿価の差額を計上すること。
- ・法令遵守の観点から、情報管理体制等を整備すること。

2. 「資産買入等の基金運営基本要領」等の制定

上記1. の検討結果に基づき、資産買入等の基金の運営のほか、国債等買入、CP・社債等買入および固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを実施するために必要な基本的事項を定める、以下の基本要領を新たに制定する。

- (1) 資産買入等の基金運営基本要領
- (2) 資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領
- (3) 資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領
- (4) 資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーション基本要領

3. 「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入における買入対象先選定基本要領」等の制定

上記1. の検討結果に基づき、国債等買入、CP・社債等買入および固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションにおけるオペ対象先の選定を行うために必要な基本事項を定める、以下の基本要領を新たに制定する。

—— 他のオペと同様に、対象先の遵守事項等を定める。

- (1) 資産買入等の基金の運営として行う国債等買入における買入対象先選定基本要領
- (2) 資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入における買入対象先選定基本要領
- (3) 資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領

4. 業務方法書の一部変更

上記2. および3. の基本要領の制定に伴う所要の変更を行う。

5. 指数連動型上場投資信託受益権等買入等の実施要綱の策定

上記1. の検討結果に基づき、指数連動型上場投資信託（ETF）・不動産投資信託（J-REIT）買入等の実施要綱を定め、日本銀行法第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づく認可を申請する。

6. 今後の予定

- (1) 上記2. ないし4. は本日より実施する。その上で、オペ対象先の選定や約定の締結など所要の準備が終了した後、概ね11月下旬頃から順次買入を開始する方向で準備を進めたい。
- (2) 上記5. は本日付けで、日本銀行法上の認可を申請する。
- (3) 本件に関し、「資産買入等の基金」の運営の概要を別添1のとおり、指数連動型上場投資信託（ETF）・不動産投資信託（J-REIT）買入等の実施要綱の概要を別添2のとおり公表する。

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(ETF)・不動産投資信託(J-REIT)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（ABCN）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（ETF）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-REIT）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（ETF）は4,500億円程度、不動産投資信託（J-REIT）は500億円程度とする。
- (2) 指数連動型上場投資信託（ETF）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-REIT）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-REIT）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（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）のそれぞれについて時価と簿価の差額を計上する。

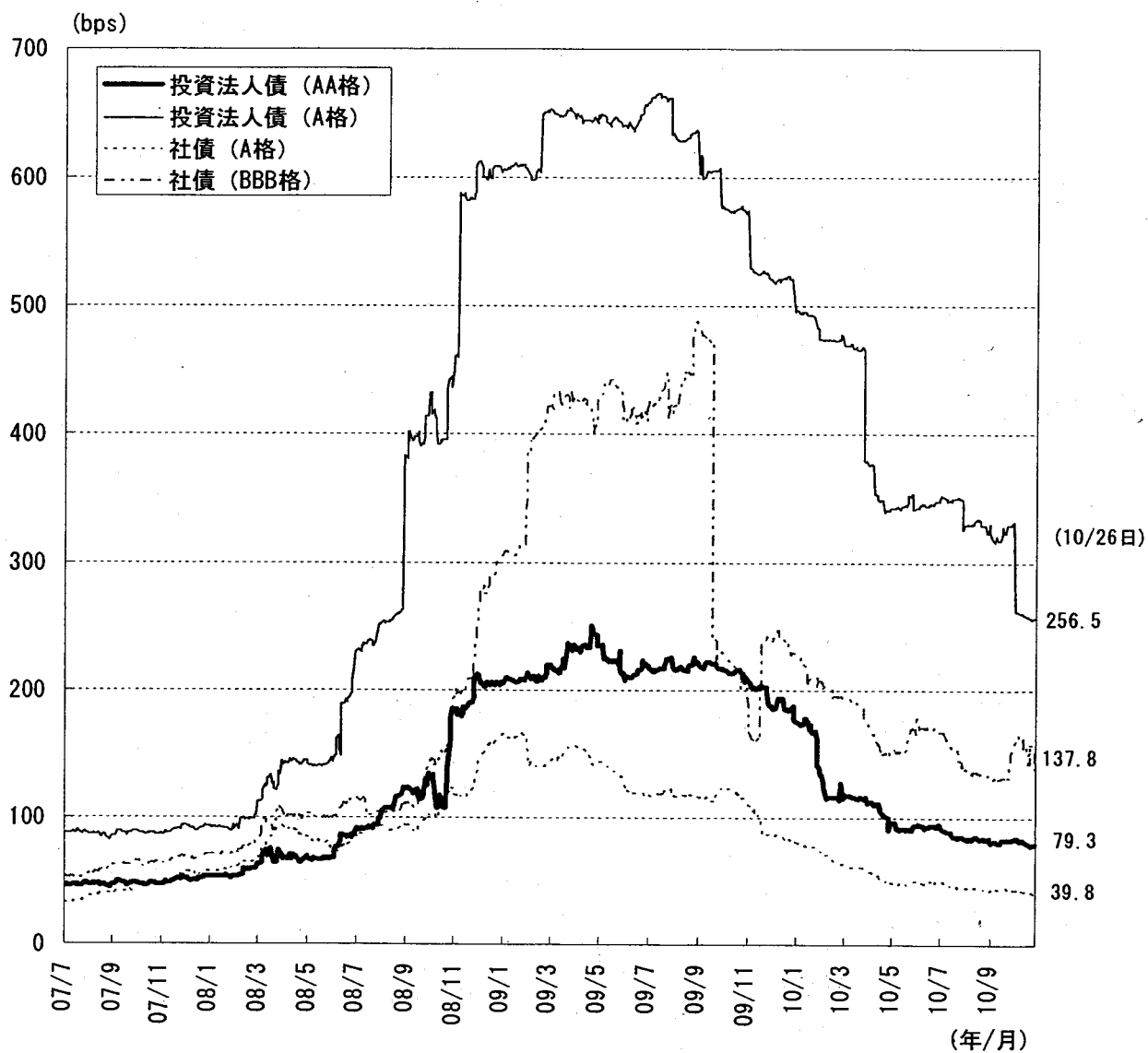
9. その他

情報管理体制等を整備する。

以 上

(参考)

社債・不動産投資法人債の対国債スプレッド



(注) 社債は、各時点における残存期間3~7年の社債の平均利回りを基に算出(出所:日本証券業協会)。

不動産投資法人債は、07/7月時点からデータが入手可能、かつ、足許時点での残存期間が3~7年の各銘柄(AA格は5社9銘柄、A格は2社2銘柄)について単純平均したもの(出所: Bloomberg)。

(政策委員会付議文)

「資産買入等の基金運営基本要領」の制定等に関する件

(案 件)

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す観点から、下記の諸措置を講ずること。

記

1. 「資産買入等の基金運営基本要領」を別紙1. のとおり制定すること。
2. 「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領」を別紙2. のとおり制定すること。
3. 「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入における買入対象先選定基本要領」を別紙3. のとおり制定すること。
4. 「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」を別紙4. のとおり制定すること。
5. 「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入における買入対象先選定基本要領」を別紙5. のとおり制定すること。
6. 「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーション基本要領」を別紙6. のとおり制定すること。
7. 「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を別紙7. のとおり制定すること。
8. 「日本銀行業務方法書」(平成10年3月24日付政第29号別紙3)

を別紙 8. のとおり一部変更すること。

9. 資産買入等の基金における指数連動型上場投資信託受益権および不動産投資法人投資口の買入れ等に関し、日本銀行法（平成 9 年法律第 89 号）第 43 条第 1 項ただし書きおよび同法第 61 条の 2 の規定に基づき、別紙 9. および別紙 10. のとおり財務大臣および金融庁長官に認可を申請すること。

以 上

「資産買入等の基金運営基本要領」(案)

1. 趣旨

この基本要領は、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、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ための臨時措置として、資産買入等の基金（資産の買入れおよび共通担保資金供給オペレーション（適格担保を担保として行う公開市場操作としての貸付けをいう。）による貸付けを行うために本行バランスシート上に創設する基金をいう。以下「基金」という。）の運営を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 買入店および貸付店ならびに対象先

買入対象資産および貸付けごとに別に定める。

3. 基金の運営方法等

(1) 基金は、資産の買入れおよび共通担保資金供給オペレーションによる貸付けにより運営するものとする。

(2) (1) の資産買入れにおける買入対象資産は、利付国債、国庫短期証券（割引短期国債および政府短期証券をいう。以下同じ。）、CP等（コマーシャル・ペーパー（資産担保コマーシャル・ペーパーおよび不動産投資法人コマーシャル・ペーパーを除く。）、短期社債、不動産投資法

人コマーシャル・ペーパー、短期不動産投資法人債、保証付短期外債、資産担保コマーシャル・ペーパーおよび資産担保短期債券をいう。以下同じ。)、社債等(社債および不動産投資法人債をいう。以下同じ。)、指数連動型上場投資信託受益権および不動産投資法人投資口のうち別に定めるものとする。

4. 買入残高および貸付残高の上限

(1) 買入残高の総額は5兆円程度、貸付残高の総額は30兆円程度を上限とする。

(2) 3. (2) に定める買入対象資産ごとの買入残高の上限は以下のとおりとする。

イ、利付国債	1. 5兆円程度
ロ、国庫短期証券	2兆円程度
ハ、CP等	0. 5兆円程度
ニ、社債等	0. 5兆円程度
ホ、指数連動型上場投資信託受益権	0. 45兆円程度
ヘ、不動産投資法人投資口	0. 05兆円程度

5. 買入れおよび貸付けの条件

2. ないし4. に定めるほか、買入れおよび貸付けの条件は、買入対象資産および貸付けごとに別に定める。

(附則)

この基本要領は、本日から実施する。ただし、指数連動型上場投資信託受益権および不動産投資法人投資口の買入れ等に関する規定は、日本銀行法（平成9年法律第89号）第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づく財務大臣および金融庁長官の認可を受けることを条件として、当該認可を受けた日以後の別に定める日から実施する。

「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領」(案)

1. 趣旨

この基本要領は、「資産買入等の基金運営基本要領」(平成22年10月28日付政委第 号別紙1.)に定める資産買入等の基金の運営として、国債等の買入れ(売戻条件を付さない利付国債および国庫短期証券(割引短期国債および政府短期証券をいう。以下同じ。))の買入れをいう。以下同じ。)を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 適用

資産買入等の基金の運営として行う国債等の買入れは、「国債売買基本要領」(平成11年3月25日付政委第43号別紙1.)および「国庫短期証券売買基本要領」(平成11年10月27日付政委第163号別紙1.)の定めにかかわらず、この基本要領による。

3. 買入店

本店(業務局)とする。

4. 買入対象先

金融機関(日本銀行法(平成9年法律第89号)第37条第1項に規定する金融機関をいう。ただし、整理回収機構および預金保険法(昭和46年法律第34号)第2条第13項に規定する承継銀行を除く。)、金融商

品取引業者（日本銀行法施行令（平成9年政令第385号）第10条第1項第2号に規定する金融商品取引業者のうち、金融商品取引法（昭和23年法律第25号）第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行う者をいう。）、証券金融会社（日本銀行法施行令第10条第1項第3号に規定する証券金融会社をいう。）および短資業者（同項第4号に規定する者をいう。）のうち、別に定めるところにより選定した先とする。

5. 買入対象

利付国債（残存期間が1年以上2年以下の2年債、5年債、10年債および20年債に限る。）および国庫短期証券のうち、7. に定める入札を実施する日以前に発行されたものとする。

6. 買入残高の上限

「資産買入等の基金運営基本要領」4.（2）イ、およびロ、に定めるところによる。

7. 買入方式

売買利回りの下限（以下「下限利回り」という。）を年0.1%とし、買入対象先が売買利回りとして希望する利回りから下限利回りを差し引いて得た値（以下「売買希望利回較差」という。）を入札に付してコンベンショナル方式により決定し、これにより買入れる方式とする。

8. 買入価格

買入価格は、買入先が買入れを希望する利付国債および国庫短期証券の銘柄ごとに、下限利回りに7.により決定した売買希望利回較差を加えて得た利回りに基づいて算出した価格とする。

9. 買入日および買入金額等

買入日、買入金額、買入対象銘柄、買入先その他買入れを行うために必要な具体的事項については、金融市場の情勢等を勘案して買入れのつど決定するものとする。

10. その他

この基本要領に基づく利付国債の買入残高は、「金融市場調節方針の変更に関する件」（平成13年3月19日付政委第40号）（案件）3.ただし書きに定める「日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）」には算入しない。

(附則)

この基本要領は、本日から実施する。

「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入における
買入対象先選定基本要領」(案)

1. 趣旨

この基本要領は、「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領」(平成22年10月28日付政委第 号別紙2.)に規定する買入対象先(以下「買入対象先」という。)の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 買入対象先の選定基準等

(1) 買入対象先の選定に当っては、買入対象先となることを希望する先を公募するものとする。

(2) 買入対象先については、(1)の公募に応じた者の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。

イ、本行本店の当座預金取引先であること

ロ、日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること

ハ、国債振替決済制度の参加者(間接参加者を除く。)であること(ただし、ホ、の場合を除く。)

ニ、自己資本の状況および考査等から得られた情報に照らし、信用力が十分であると認められること

ホ、買入に係る決済を委託する場合には、その買入に係る決済を、銀行法その他の法律により業務として為替取引を行うことが認められた国債振替決済制度の参加者（間接参加者を除く。）であって、上記イ、ロ、およびニ、の要件を満たす者に委託すること

3. 買入対象先の遵守事項等

(1) 買入対象先の公募に際しては、次に掲げる買入対象先としての遵守事項を明示するものとする。

イ、本行の資産買入等の基金の運営として行う国債等買入に積極的に応札すること

ロ、正確かつ迅速に事務を処理すること

ハ、金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること

(2) 買入対象先が(1)に掲げる事項に著しく背馳した場合には、買入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(3) (2)に定める場合のほか、2.に定める基準に鑑み必要と認められる場合には、買入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(附則)

この基本要領は、本日から実施する。

「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・
ペーパーおよび社債等買入基本要領」(案)

1. 趣旨

この基本要領は、「資産買入等の基金運営基本要領」(平成22年10月28日付政委第 号別紙1.)に定める資産買入等の基金の運営として、コマーシャル・ペーパーおよび社債等の買入れを行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 買入店

本店(業務局)とする。

3. 買入対象先

金融機関(日本銀行法(平成9年法律第89号)第37条第1項に規定する金融機関をいう。ただし、整理回収機構および預金保険法(昭和46年法律第34号)第2条第13項に規定する承継銀行を除く。)、金融商品取引業者(日本銀行法施行令(平成9年政令第385号)第10条第1項第2号に規定する金融商品取引業者のうち、金融商品取引法(昭和23年法律第25号)第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行う者をいう。)、証券金融会社(日本銀行法施行令第10条第1項第3号に規定する証券金融会社をいう。)および短資業者(同項第4号に規定する者をいう。)のうち、別に定めるところにより選定した先とする。

4. 買入対象

「資産買入等の基金運営基本要領」3. (2)に定めるCP等または社債等であって以下の要件を満たすもののうち、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ないものとする。

(1) 通則

イ、「適格担保取扱基本要領」(平成12年10月13日付政委第138号別紙1.)に定める適格担保基準を満たすものであること。ただし、格付および残存期間に関し、(2)ないし(7)に定めのある事項については、当該規定の要件を満たすものであること。

ロ、6.に定める入札を実施する日以前に発行されたものであること。

(2) コマーシャル・ペーパーおよび短期社債

格付について、次のイ、またはロ、を満たしていること。

イ、適格格付機関からa-2格相当以上の格付を取得していること。

ロ、イ、に該当しないコマーシャル・ペーパーまたは短期社債であって、その額面金額または元利金の全額につき連帯保証している企業がある場合には、当該保証企業が、適格格付機関からa-2格相当以上の格付を取得していること。

(3) 資産担保コマーシャル・ペーパーおよび資産担保短期債券

適格格付機関から a - 1 格相当の格付を取得していること。資産担保
コマーシャル・ペーパーまたは資産担保短期債券について (1) イ、の
基準の充足性を判定する際は、「適格担保取扱基本要領」5. の取引先
または取引先の関係企業が保証する債務の取扱いに関する定めを適用し
ない。

(4) 保証付短期外債

保証企業が適格格付機関から a - 2 格相当以上の格付を取得している
こと。

(5) 不動産投資法人コマーシャル・ペーパーおよび短期不動産投資法人債

格付について、次のイ、またはロ、を満たしていること。

イ、適格格付機関から a - 1 格相当の格付を取得していること。

ロ、イ、に該当しない不動産投資法人コマーシャル・ペーパーまたは短
期不動産投資法人債であって、その額面金額または元利金の全額につ
き連帯保証している企業がある場合には、当該保証企業が、適格格付
機関から a - 2 格相当以上の格付を取得していること。

(6) 社債

格付について、次のイ、またはロ、を満たし、かつ、残存期間が1年以
上2年以下であること。

イ、適格格付機関から B B B 格相当以上の格付を取得していること。

ロ、イ、に該当しない社債であって、その額面金額または元利金の全額につき連帯保証している企業がある場合には、当該保証企業もしくは当該保証企業が発行する社債（保証付社債を除く。）が、適格格付機関からBBB格相当以上の格付を取得していること。

(7) 不動産投資法人債

格付について、次のイ、またはロ、を満たし、かつ、残存期間が1年以上2年以下であること。

イ、適格格付機関からAA格相当以上の格付を取得していること。

ロ、イ、に該当しない不動産投資法人債であって、その額面金額または元利金の全額につき連帯保証している企業がある場合には、当該保証企業もしくは当該保証企業が発行する社債（保証付社債を除く。）が、適格格付機関からBBB格相当以上の格付を取得していること。

5. 買入残高の上限等

(1) CP等および社債等の買入残高の上限は、「資産買入等の基金運営基本要領」4. (2) ハ、および二、に定めるところによる。

(2) 一発行体当りの買入残高の上限は、CP等については1,000億円、社債等については1,000億円とする。ただし、CP等、社債等のそれぞれについて、買入れの時点において、買入残高が買入毎に日本銀行が別に定める時点における一発行体の総発行残高の2割5分を超えているものについては、買入対象から除外する。

6. 買入方式

売買利回りの下限（以下「下限利回り」という。）を年0.1%とし、買入対象先が売買利回りとして希望する利回りから下限利回りを差し引いて得た値（以下「売買希望利回較差」という。）を入札に付してコンベンショナル方式により決定し、これにより買入れる方式とする。

7. 買入価格

買入対象先が本行による買入れを希望する証券ごとに、下限利回りに6.に定める方式により決定した売買希望利回較差を加えて得た利回りに基づいて算出した価格とする。

8. 買入日および買入金額等

買入日、買入金額、買入先その他買入れを行うために必要な具体的事項については、金融市場の情勢等を勘案して買入れのつど決定するものとする。

(附則)

この基本要領は、本日から実施する。

「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパー
および社債等買入における買入対象先選定基本要領」(案)

1. 趣旨

この基本要領は、「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」(平成22年10月28日付政委第号別紙4.)に規定する買入対象先(以下「買入対象先」という。)の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 買入対象先の選定基準等

(1) 買入対象先の選定に当っては、買入対象先となることを希望する先を公募するものとする。

(2) 買入対象先については、(1)の公募に応じた者の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。

イ、本行本店の当座預金取引先であること

ロ、日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること

ハ、自己資本の状況および考査等から得られた情報に照らし、信用力が十分であると認められること

3. 買入対象先の遵守事項等

(1) 買入対象先の公募に際しては、次に掲げる買入対象先としての遵守事項を明示するものとする。

イ、本行の資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入に積極的に応札すること

ロ、正確かつ迅速に事務を処理すること

ハ、金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること

(2) 買入対象先が(1)に掲げる事項に著しく背馳した場合には、買入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(3) (2)に定める場合のほか、2.に定める基準に鑑み必要と認められる場合には、買入対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(附則)

この基本要領は、本日から実施する。

「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給
オペレーション基本要領」(案)

1. 趣旨

この基本要領は、「資産買入等の基金運営基本要領」(平成22年10月28日付政委第 号別紙1.)に定める資産買入等の基金の運営として、共通担保資金供給オペレーション(適格担保を担保として行う公開市場操作としての貸付けをいう。)を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 適用

資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーションは、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」(平成18年4月11日付政委第31号別紙1.)の定めにかかわらず、この基本要領による。

3. 貸付店

本店(業務局)または支店とする。

4. 貸付対象先

金融機関(日本銀行法(平成9年法律第89号)第37条第1項に規定する金融機関をいう。ただし、整理回収機構および預金保険法(昭和46年法律第34号)第2条第13項に規定する承継銀行を除く。)、金融商

品取引業者（日本銀行法施行令（平成9年政令第385号）第10条第1項第2号に規定する金融商品取引業者のうち、金融商品取引法（昭和23年法律第25号）第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行う者をいう。）、証券金融会社（日本銀行法施行令第10条第1項第3号に規定する証券金融会社をいう。）および短資業者（同項第4号に規定する者をいう。）のうち、別に定めるところにより選定した先とする。

5. 貸付方式

電子貸付とする。

6. 貸付期間

3か月程度または6か月程度とする。

7. 貸付利率および利息の徴収

(1) 貸付利率

年0.1%とする。

(2) 利息の徴収

(1)の貸付利率によって、貸付日の翌日から返済期日までの日数に応じて、後取りの方法により行う。

8. 貸付限度額

「資産買入等の基金運営基本要領」4. (1)に定めるところによる。

9. 貸付日および貸付金額等

貸付日、貸付金額、貸付先その他貸付けを行うために必要な具体的事項については、金融市場の情勢等を勘案して貸付けのつど決定するものとする。

10. 担保

- (1) 貸付対象先から、適格担保を担保として差入れさせるものとする。
- (2) 担保の取扱いは、「適格担保取扱基本要領」（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）および「適格外国債券担保取扱要領」（平成21年5月22日付政委第63号別紙1.）の定めるところによる。

（附則）

1. この基本要領は、本日から実施する。
2. 「共通担保資金供給オペレーション基本要領」6.（1）ロ.の方式による共通担保資金供給オペレーションによる貸付けのうち、この基本要領の実施日において残高のあるものについては、当該実施日以降、この基本要領に基づいて実施されたものとみなす。

「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給
オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」(案)

1. 趣旨

この基本要領は、「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーション基本要領」(平成22年10月28日付政委第 号別紙6.)に規定する貸付対象先(以下「貸付対象先」という。)の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 貸付対象先の選定基準等

(1) 貸付対象先の選定に当っては、貸付対象先となることを希望する先を公募するものとする。

(2) 貸付対象先については、(1)の公募に応じた者(以下「応募先」という。)の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。

イ、応募先が貸付けを受けることを希望する本行本支店(1か店のみとする。以下「貸付希望店」という。)の当座預金取引先であること

ロ、貸付希望店との当座預金取引について日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること

ハ、自己資本の状況および考査等から得られた情報に照らし、信用力が十分であると認められること

ニ、新たに貸付対象先となることを希望する先については、適格担保の差入実績が、資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーションへの積極的な応札を確保するため本行が必要と認める金額以上であること

3. 貸付対象先の遵守事項等

(1) 貸付対象先の公募に際しては、次に掲げる貸付対象先としての遵守事項を明示するものとする。

イ、資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーションに積極的に応札すること

ロ、正確かつ迅速に事務を処理すること

ハ、金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること

(2) 貸付対象先が(1)に掲げる事項に著しく背馳した場合には、貸付対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(3) (2)に定める場合のほか、2.に定める基準に鑑み必要と認められる場合には、貸付対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(附則)

1. この基本要領は、本日から実施する。
2. この基本要領の実施日に現に「共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」（平成18年4月11日付政委第31号別紙2.）に基づく共通担保資金供給オペレーション（全店貸付）（本行本支店を貸付店とする共通担保資金供給オペレーションをいう。）の貸付対象先である先は、この基本要領に基づき選定された貸付対象先として取扱う。

「日本銀行業務方法書」中一部変更（案）

- 第九条の三を横線のとおり改める。

（有価証券を担保とする公開市場操作としての貸付け）

第九条の三 当銀行は、第六条第一項第二号に規定する業務として、次の各号に定めるところにより、手形、国債その他の有価証券を担保とする公開市場操作としての貸付け （第五十一条に規定する基金の運営として行う公開市場操作としての貸付けを除く。） を行う。

一 }
二 } 略（不変）
三 }
四 }
五 }

- 第十三条を横線のとおり改める。

（国債の売買）

第十三条 当銀行は、第六条第一項第三号に規定する業務として、次の各号に定めるところにより、国債（国庫短期証券を除く。以下この節において同じ。）の売買 （第五十二条に規定する基金の運営として行う利付国債の買入れを除く。） を行う。

一 }
二 } 略（不変）
三 }

- 第十四条を横線のとおり改める。

（国庫短期証券の売買）

第十四条 当銀行は、第六条第一項第三号に規定する業務として、次の各号に定めるところにより、国庫短期証券の売買 （第五十二条に規定する基金の運営として行う国庫短期証券の買入れを除く。） を行う。

一 }
五 } 略 (不変)
三 }

- 第五十九条を第六十三条とし、第五十条から第五十八条までを四条ずつ繰り下げる。
- 第十六章を第十七章とし、第十三章から第十五章までを一章ずつ繰り下げ、第十二章の次に次の一章を加える。

第十三章 資産買入等の基金の運営

(資産買入等の基金)

第五十条 当銀行は、資産買入等の基金（第一条の目的を達成するため、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観点から行う手形、国債その他の有価証券を担保とする公開市場操作としての貸付け及び資産の買入に用いる基金をいう。以下「基金」という。）において、次条に定める公開市場操作としての貸付け並びに第五十二条及び第五十三条に定める資産の買入を行う。

2 前項に定める資産の買入における買入対象資産は、以下のうち当銀行が適当と認めるものとする。

一 利付国債

二 国庫短期証券

三 コマーシャル・ペーパー、短期社債、短期不動産投資法人債、保証付短期外債及び資産担保短期債券（以下この章において「コマーシャル・ペーパー等」という。）

四 社債及び不動産投資法人債（以下この章において「社債等」という。）

3 第一項に規定する公開市場操作としての貸付けの残高は三十兆円程度、資産の買入の残高は五兆円程度を上限とし、前項に規定する買入対象資

産ごとの買入残高の上限は次に掲げるとおりとする。

- | | |
|----------------|----------|
| 一 利付国債 | 一兆五千億円程度 |
| 二 国庫短期証券 | 二兆円程度 |
| 三 コマーシャル・ペーパー等 | 五千億円程度 |
| 四 社債等 | 五千億円程度 |

(基金の運営として行う公開市場操作としての貸付け)

第五十一条 当銀行は、基金において、第六条第一項第二号に規定する業務として、次の各号に定めるところにより、手形、国債その他の有価証券を担保とする公開市場操作としての貸付けを行う。

一 相手方

貸付けの相手方は、金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社、短資業者その他の者であって、当銀行と当座預金取引を有する者のうち、当銀行が第一条の目的を達成するため適当と認めるものとする。

二 担保の種類

貸付けを行うに当っては、担保として、第九条第二号に掲げる有価証券のうち当銀行が適当と認めるものを徴求する。

三 貸付期間

貸付期間は、三ヶ月程度又は六ヶ月程度とする。

四 貸付利率

貸付利率は、金融市場の情勢を勘案して定める。

五 利息の徴収

貸付けを行う場合は、前号の規定により定める貸付利率によって、貸付けの日の翌日から返済期日までの日数に応じて、後取りの方法によって、利息を徴収する。

(基金の運営として行う利付国債及び国庫短期証券の買入れ)

第五十二条 当銀行は、基金において、第六条第一項第三号に規定する業務として、次の各号に定めるところにより、利付国債及び国庫短期証券の買入れを行う。

一 相手方

買入れの相手方は、金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社又は短資業者であって、当銀行と当座預金取引を有する者のうち、当銀行が第一条の目的を達成するため適当と認めるものとする。

二 買入れの対象となる利付国債及び国庫短期証券の種類

買入れの対象となる利付国債及び国庫短期証券は、利付国債（残存期間が一年以上二年以下の銘柄に限る。）及び国庫短期証券とする。

三 買入れの価格

買入れの価格は、金融市場の情勢を勘案して定める。

四 買入れの残高の上限

第五十条第三項第一号及び第二号に定めるところによる。

(基金の運営として行うコマーシャル・ペーパー等及び社債等の買入れ)

第五十三条 当銀行は、基金において、第六条第一項第三号に規定する業務として、次の各号に定めるところにより、コマーシャル・ペーパー等及び社債等の買入れを行う。

一 相手方

買入れの相手方は、金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社又は短資業者であって、当銀行と当座預金取引を有する者のうち、当銀行が第一条の目的を達成するため適当と認めるものとする。

二 買入れの対象となるコマーシャル・ペーパー等及び社債等

コマーシャル・ペーパー等及び社債等のうち当銀行が適当と認めるものを、買入れの対象とする。

三 買入れの価格

買入れの価格は、金融市場の情勢を勘案して定める。

四 買入れの残高の上限等

イ コマーシャル・ペーパー等及び社債等の買入れの残高の上限は、第五十条第三項第三号及び第四号に定めるところによる。

ロ 発行体別の買入れの残高は、コマーシャル・ペーパー等については千億円、社債等については千億円を上限とする。ただし、コマーシャル・ペーパー等、社債等のそれぞれについて、買入れの時点において、買入残高が買入れ毎に当銀行が適当と認める時点における一発行体の総発行残高の二割五分を超えているものについては、買入対象から除外する。

- 附則第六条中「第五十三条」とあるのは「第五十七条」に、附則第八条中「第五十五条」とあるのは「第五十九条」に、附則第九条中「第五十一条」とあるのは「第五十五条」に改める。

(附則)

この業務方法書の一部変更は、平成二十二年十月二十八日から実施する。

(財務大臣宛認可申請案)

政 第 号

平成 22 年 月 日

財務大臣 野田 佳彦 殿

日本銀行総裁 白川 方明

指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等の実施に関する件

最近の金融情勢に鑑み、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する観点から、リスク・プレミアムの縮小を促し、金融緩和を一段と強力に推進するよう通貨及び金融の調節を行うため、別紙要綱に基づき、指数連動型上場投資信託受益権及び不動産投資法人投資口の買入れ等を実施し得ることと致したく、政策委員会の議決を経て、日本銀行法第43条第1項ただし書の規定に基づき、認可申請致します。

以 上

指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱

1. 買入対象

- (1) 指数連動型上場投資信託受益権にあつては、国内に上場するもののうち、株式市場全体への波及効果及び本行財務の健全性確保の観点から、連動する指数の種類及び市場の流通性等を考慮して本行が別に定めるものとする。
- (2) 不動産投資法人投資口にあつては、国内に上場するもののうち、本行財務の健全性確保の観点から、不動産投資法人投資口を発行する投資法人の信用力及び市場の流通性等を考慮して本行が定める基準を満たすものとする。

2. 買入方式

本行を委託者兼受益者とし、信託銀行（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（昭和18年法律第43号）第1条第1項の認可を受けて信託業務を営む銀行をいう。以下同じ。）を受託者とする金銭の信託を行い、当該金銭の信託にかかる信託財産として指数連動型上場投資信託受益権及び不動産投資法人投資口（以下「指数連動型上場投資信託受益権等」という。）を買い入れる方式とする。

3. 買入価格

時価とする。

4. 買入れを行う期間

指数連動型上場投資信託受益権等の買入れは、認可取得の日から平成23

年末までを目途に行い得るものとする。

5. 買入限度額等

(1) 指数連動型上場投資信託受益権の買入残高の総額は 4,500 億円程度を限度とする。また、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。

(2) 不動産投資法人投資口の買入残高の総額は 500 億円程度を限度とする。また、銘柄別の買入限度は、当該銘柄の発行済投資口の総数の 5%とする。ただし、発行済投資口の総数の 5%を超えない場合であっても、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。

(3) 銘柄別の買入時期及び買入状況等個別の取引に係る内容は、公表しないものとする。

6. 買い入れた不動産投資法人投資口の議決権行使

次に掲げる事項を考慮して議決権行使の指針を定め、信託銀行に当該指針の範囲で善管注意義務に従って不動産投資法人投資口の議決権を行使させるものとする。

(1) 議決権行使は本行の経済的利益を増大することを目的として行われること

(2) 不動産投資法人の投資主の利益を最大にするような投資法人の運営が行われるよう議決権を行使すること

7. 買い入れた指数連動型上場投資信託受益権等の処分

(1) 買い入れた指数連動型上場投資信託受益権等の処分を行う際は、指数連動型上場投資信託受益権等の市場等の情勢を勘案し、適正な対価によるものとする。

(2) 次に掲げる事項を考慮して指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針を定め、信託銀行に当該指針の範囲で善管注意義務に従って指数連動型上場投資信託受益権等を処分させるものとする。

イ、本行の損失発生を極力回避すること

ロ、本行の指数連動型上場投資信託受益権等の処分により指数連動型上場投資信託受益権等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避すること

8. 指数連動型上場投資信託受益権及び不動産投資法人投資口取引損失引当金

原則として、指数連動型上場投資信託受益権、不動産投資法人投資口それぞれについて、時価の総額が帳簿価額の総額を下回る場合にその差額を上半期末及び事業年度末に計上する。

9. 業務運営体制

法令遵守等の観点を踏まえ、指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等を担当する部署と企業情報を扱う部署を分離するとともに、指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等を担当する部署への重要事実の情報伝達を遮断する体制を整えるものとする。

別紙 10.

(金融庁長官宛認可申請案)

政 策 号

平成 22 年 月 日

金融庁長官 三國谷 勝範 殿

日本銀行総裁 白川 方明

指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等の実施に関する件

最近の金融情勢に鑑み、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する観点から、リスク・プレミアムの縮小を促し、金融緩和を一段と強力に推進するよう通貨及び金融の調節を行うため、別紙要綱に基づき、指数連動型上場投資信託受益権及び不動産投資法人投資口の買入れ等を実施し得ることと致したく、政策委員会の議決を経て、日本銀行法第43条第1項ただし書及び同法第61条の2の規定に基づき、認可申請致します。

以 上

指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱

1. 買入対象

- (1) 指数連動型上場投資信託受益権にあつては、国内に上場するもののうち、株式市場全体への波及効果及び本行財務の健全性確保の観点から、連動する指数の種類及び市場の流通性等を考慮して本行が別に定めるものとする。
- (2) 不動産投資法人投資口にあつては、国内に上場するもののうち、本行財務の健全性確保の観点から、不動産投資法人投資口を発行する投資法人の信用力及び市場の流通性等を考慮して本行が定める基準を満たすものとする。

2. 買入方式

本行を委託者兼受益者とし、信託銀行（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（昭和18年法律第43号）第1条第1項の認可を受けて信託業務を営む銀行をいう。以下同じ。）を受託者とする金銭の信託を行い、当該金銭の信託にかかる信託財産として指数連動型上場投資信託受益権及び不動産投資法人投資口（以下「指数連動型上場投資信託受益権等」という。）を買い入れる方式とする。

3. 買入価格

時価とする。

4. 買入れを行う期間

指数連動型上場投資信託受益権等の買入れは、認可取得の日から平成23

年末までを目途に行い得るものとする。

5. 買入限度額等

(1) 指数連動型上場投資信託受益権の買入残高の総額は 4,500 億円程度を限度とする。また、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。

(2) 不動産投資法人投資口の買入残高の総額は 500 億円程度を限度とする。また、銘柄別の買入限度は、当該銘柄の発行済投資口の総数の 5%とする。ただし、発行済投資口の総数の 5%を超えない場合であっても、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。

(3) 銘柄別の買入時期及び買入状況等個別の取引に係る内容は、公表しないものとする。

6. 買い入れた不動産投資法人投資口の議決権行使

次に掲げる事項を考慮して議決権行使の指針を定め、信託銀行に当該指針の範囲で善管注意義務に従って不動産投資法人投資口の議決権を行使させるものとする。

(1) 議決権行使は本行の経済的利益を増大することを目的として行われること

(2) 不動産投資法人の投資主の利益を最大にするような投資法人の運営が行われるよう議決権を行使すること

7. 買い入れた指数連動型上場投資信託受益権等の処分

(1) 買い入れた指数連動型上場投資信託受益権等の処分を行う際は、指数連動型上場投資信託受益権等の市場等の情勢を勘案し、適正な対価によるものとする。

(2) 次に掲げる事項を考慮して指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針を定め、信託銀行に当該指針の範囲で善管注意義務に従って指数連動型上場投資信託受益権等を処分させるものとする。

イ、本行の損失発生を極力回避すること

ロ、本行の指数連動型上場投資信託受益権等の処分により指数連動型上場投資信託受益権等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避すること

8. 指数連動型上場投資信託受益権及び不動産投資法人投資口取引損失引当金

原則として、指数連動型上場投資信託受益権、不動産投資法人投資口それぞれについて、時価の総額が帳簿価額の総額を下回る場合にその差額を上半期末及び事業年度末に計上する。

9. 業務運営体制

法令遵守等の観点を踏まえ、指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等を担当する部署と企業情報を扱う部署を分離するとともに、指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等を担当する部署への重要事実の情報伝達を遮断する体制を整えるものとする。

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>
<作成局における保管期間満了時期：2040年12月>

2010年10月28日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2010年10月）〈衆〉

【基本的見解】¹

1. はじめに

今回の展望レポート（「経済・物価情勢の展望（2010年10月）」）では、2012年度までの日本経済の見通しを示す。見通しを示すに先立ち、若干の留意点を述べる。第1に、日本経済の見通しは、経済・金融のグローバル化を反映して、海外経済や国際金融資本市場の動向に相当程度左右される。第2に、景気・物価見通しと金融政策の関係を評価する上では、金融環境の評価が鍵を握る。このため、本展望レポートでは、海外経済の見通しや国際金融資本市場の動向を最初にやや詳しく記述し、その後、わが国の金融環境の評価をまとめて記述することとした。

先行きの経済・物価の見通しについては、相対的に最も蓋然性の高い見通し（「中心的な見通し」）を、景気変動の基本的なメカニズムを中心に記述している。その上で、こうした見通しに対する上振れ要因と下振れ要因を記述している。現在は不確実性の高い経済状況であるだけに、これらについても適切に評価する必要がある。最後に、金融政策運営の基本的考え方を記述している。

2. 海外経済および国際金融資本市場

海外経済は、2008年秋のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに急速かつ大幅に落ち込んだ後、2009年春頃には下げ止まり、同年後半からは急速に持ち直した。しかし、回復初期局面における在庫復元の動きが一巡し、

¹ 10月28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

また、財政面での需要刺激効果も減衰するのに伴い、本年夏以降、経済の成長ペースは幾分鈍化してきている。地域別にみると、米国経済は、輸出を中心に緩やかな回復が続いているものの、個人消費や住宅投資に弾みが見つからない中、財政刺激策の効果の減衰などから、本年半ば頃より減速傾向を示している。欧州経済は、全体としては緩やかに回復しているが、ドイツなど一部の国と域内周辺国の間で、景気回復ペースのばらつきが生じている。新興国・資源国経済は、金融緩和策の修正の動きなどもあって幾分減速しつつあるが、旺盛な内需を中心に高めの成長を続けている。

先行きの海外経済は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、2011年以降は、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。世界経済全体の成長率は、2010年に続き、2011年、2012年も、高い成長率を記録した金融危機前の10年間の平均を上回って推移する見込みである²。地域別にみると、新興国・資源国経済は、一時的に幾分減速するものの、旺盛な国内需要や海外からの資本流入が続くもとで、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、高めの成長を維持する公算が高い。このうち、中国経済は、政府の不動産取引抑制策などを受けて、当面は減速傾向が続くものの、所得水準の向上や都市化の進展を背景とした個人消費や住宅投資、各種のインフラ投資の増加基調が続くため、全体として高めの成長を維持すると考えられる。NIEs・ASEAN諸国の経済は、輸出の増勢が鈍化する一方で、他国からの資本流入が継続し、設備投資や個人消費を中心に景気は拡大基調を辿ると見込まれる。一方、米国経済については、新興国・資源国向けを中心に輸出が増加を続けるほか、緩和的な金融環境が維持されるもとで、個人消費や設備投

² 因みに、IMFが10月に発表した世界経済の成長見通しをみると、2010年は、大幅な経済の落ち込みからの回復局面となった年前半の高い伸びが寄与するかたちで、4.8%と高い成長率となり、2011年、2012年の成長率は、それぞれ4.2%、4.5%となっている。なお、金融危機前の10年間（1998～2007年）の平均の成長率は、4.0%となっている。

資が緩やかな回復を続けるため、2011年以降、成長率は再び高まってくると見込まれる。ただし、そのペースは、バランスシート調整の影響が続く中、過去の景気回復局面に比べて緩やかなものに止まると考えられる。欧州経済については、輸出の増加が徐々に内需に波及し、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体として緩やかな回復が続くとみられる。

この間、国際金融資本市場では、2010年春以降、ギリシャなど一部欧州諸国のソブリン問題が懸念される状況となったほか、その後も、軟調な経済指標が相次いだ米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性が高まってきたことなどから、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まった。このため、米欧を中心に社債等の信用スプレッドが、本年春以降、一時的に拡大したほか、わが国を含め、多くの国で株価が不安定な動きを続けた。為替市場でも、相対的に安全な通貨とみられている円への需要が増加し、円高の動きが進行した。先進国と新興国・資源国の景気回復ペースに大きな乖離がある中、グローバルな資本移動などを背景とする国際金融資本市場の動きが、内外の実体経済にどのような影響を及ぼしていくかについては、リスクに対する投資家の姿勢の変化等にも留意しつつ、引き続き注意してみていく必要がある。

3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、緩和方向の動きが続いている。すなわち、短期金融市場では、日本銀行が実質ゼロ金利政策など強力な金融緩和を推進する中、コールレートがきわめて低い水準で推移しているほか、ターム物レートが低下し、イールド・カーブは一段とフラット化している。また、CPや中高格付社債の発行金利は低位で安定し、貸出金利も低下傾向が続くなど、企業の資金調達コストは既往最低の水準まで低下してきている。企業からみた金融機関の貸出態度も、改善の動きが続いている。一方、資金需要面をみると、収益の回復に伴いキャッシュフローが増加しているこ

ともあって、企業の外部資金に対する需要は引き続き弱い。このため、銀行貸出など、民間部門の資金調達残高は前年比でみて減少を続けている。こうした中、企業の資金繰りをみると、大企業と中小・零細企業とでは幾分異なるが、全体としてみると、改善の動きが着実に続いている。先行きについても、わが国金融システムが全体として安定性を維持する中、企業収益の回復に伴い、金融緩和効果は強まる方向にあると考えられる。今後、日本銀行による強力な金融緩和政策の効果が一段と浸透していくにつれて、わが国金融環境はさらに改善し、それが国内民間需要の自律的回復に向けた動きを後押ししていくものと期待される。

4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえた上で、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）を検討する。

まず、景気の現状をみると、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などから、改善の動きが弱まっている。2010年度後半については、海外経済の減速や耐久消費財に関する政策効果の反動といった要因に加え、このところの円高の影響もあり、・・・³。2011年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとの、設備や雇用の過剰感も徐々に解消していくため、……。2012年度は、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとの、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、・・・⁴。

³

⁴ 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、推計手法に依存する面

こうした見通しの内容を、企業・家計の部門別にやや詳しく述べると、以下のとおりである。

まず、企業部門をみると、製造業では、2010年度入り後、輸出の増加に加え、耐久消費財に関する各種需要刺激策の効果などから、生産の増加が続き、企業収益も急速に回復してきた。もともと、最近では、新興国・資源国における金融緩和策の修正や情報関連財の在庫調整の動きなどを背景に、輸出や生産の増加ペースは鈍化している⁵。今後は、こうした海外経済の動向や既往の円高の影響により、2010年度後半にかけて、輸出の増加ペースは緩やかなものに止まるとみられ、これに本年夏の猛暑効果の反動やエコカー補助終了の影響などが重なるため、生産は一時的に減少に転じる可能性が高い。2011年度以降は、海外経済の伸びが再び高まる中で、輸出が増勢を取り戻すほか、生産も増加基調に復し、企業収益は回復を続けると考えられる。こうした動きを背景に、企業の設備過剰感が徐々に解消するとともに、強力な金融緩和の効果浸透もあって資金調達環境が引き続き改善していくことから、先行き、設備投資は、ここ数年抑制されてきた更新投資の反動増を含め、持ち直し傾向を続けるものと見込まれる⁶。非製造業については、製造業の業績改善の影響が徐々に波及してきており、企業収益や設備投資は緩やかに持ち直していくと考えられる。

次に、家計部門について、雇用環境をみると、失業率は、昨年夏以降、

が大きいほか、資本ストックや労働投入量といった重要な変数について、事後的なデータの蓄積を経た後でなければ確定した値を認識することが難しいことなどから、相当幅をもってみる必要がある。

⁵ 鉱工業生産については、2010年4月に行われた季節調整替えにより、2008年10～12月と2009年1～3月の生産の大幅な落ち込みの一部が、実勢ではなく「季節性」によるものと認識されている可能性が高い。こうした季節調整法は、その後の10～12月、1～3月の伸び率を押し上げ、4～6月、7～9月の伸び率を押し下げる方向に働くことになるが、ここでは、そうした影響を取り除いた実勢ベースにより、先行きの生産動向の基調を評価している。

⁶ 海外での設備投資については、日本企業の海外拠点展開がさらに拡大していくとみられることなどから、国内設備投資を上回って回復すると見込まれる。

振れを伴いつつも低下傾向を辿っているが、過去の平均に比べれば、なお高い水準で推移している。一方、雇用者数は、前年比で下げ止まりつつある。賃金の動きをみると、所定外給与が前年比で増加しているほか、特別給与も、企業業績の改善を反映して前年比プラスに転じた。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、持ち直し基調を続けている。加えて、2010年度前半については、耐久消費財に関する各種対策や猛暑の効果が、個人消費の増加に寄与した。2010年度後半については、これらの効果が減衰するため、個人消費は一時的に弱まる可能性が高い。2011年度以降は、企業収益の改善や生産の復調に伴い、雇用・所得環境は改善傾向を辿るものと見込まれる。このため、個人消費は、見通し期間の後半にかけて再び持ち直し、自律的回復の動きが次第に現れてくるとみられる。この間、住宅投資は、このところ下げ止まっており、先行きは、雇用・所得環境の改善や借入金利の低下などを背景に、緩やかに改善していくと考えられる。

(2) 物価情勢

以上の経済情勢の展望を踏まえ、物価の動向を点検する。まず、消費者物価（除く生鮮食品。以下同じ。）の現状をみると、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⁷。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が緩やかな回復傾向を辿るもとで、引き続き、徐々に改善していく姿を想定している。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化は窺われず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。このうち、エコノミストによ

⁷ 2010年度の消費者物価指数については、物価の基調的な動きを判断するため、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実質無償化等の影響を除いている。

る中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定している。国際商品市況は、新興国・資源国経済が高めの成長を続けることなどを背景に、緩やかに上昇していくことを想定している。他方、最近の円高の動きは、輸入物価を通じ、当面、国内の物価の下押し圧力として作用すると考えられる。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、為替円高の影響を受けつつも、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動きなどを反映し、……。消費者物価指数は、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、……⁸。

5. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）である。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第1に、先進国経済の動向である。このところ、米国を中心とする先進国経済については、先行きを巡る不確実性の強い状況が続いている。米国のように、バランスシート調整という重石を抱えた経済は、わが国のバブル崩壊後の経験が示すとおり、生産・所得・支出の好循環メカニズムが作用しにくい。このため、バランスシート調整が完了するまでの間、上方に弾みにくく、下方に振れやすいという状況が継続する可能性が高い。また、わが国を含め、多くの先進国が積極的な財政政策を実施してきた結果、各国の公的債務残高は大きく増加している。今後、欧米を中心に本格化する財政再建策の規模やスピード次第では、当該国および世界経済に対する予

⁸ 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。

想以上の下押し圧力となる可能性がある。他方、市場において財政再建に向けた取組みが不十分と評価された場合には、長期金利の上昇やコンフィデンスの低下などを通じて、実体経済にマイナスの影響が及ぶリスクがある。これらのほか、今後、民間需要の自律的回復力が高まっていく場合、緩和的な金融環境が必要以上に長期間維持されると、経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性がある。

第2に、新興国・資源国経済の動向である。これらの国の経済は、一時的に幾分減速しつつも、内需を中心に高めの成長を維持する公算が高い。こうした中、先進国における大規模な金融緩和の継続と、その長期化予想は、新興国・資源国経済に対する資本流入を加速する可能性がある。その結果、これらの国の景気が一段と強まれば、輸出の増加を通じて、わが国経済が上振れる可能性がある。一方、これらの国における経済・金融活動に行き過ぎが生じれば、景気の過熱や、その後の急激な巻き戻しにより、資源価格や資産価格、および実体経済面での大幅な変動が発生するリスクもある。こうした中、多くの新興国・資源国は金融緩和策の修正を進めているが、これは、短期的にはこれらの経済の下振れ要因となるものの、景気拡大の持続性というより長期的な観点からは、わが国を含めた世界経済にとってプラス方向に作用すると考えられる。

第3に、上述の要因と重なる面もあるが、企業や家計のマインドの動きにも注意を要する。現在は不確実性の高い経済・金融情勢であるだけに、企業や家計のマインドが上下両方向に変化し、それが実体経済に影響を及ぼす可能性がある。例えば、上述のような下振れ要因が存在する中、今後、世界経済の先行きを巡る不確実性がさらに高まった場合、グローバル投資家のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性がある。これにより、為替相場や株価が不安定化すれば、企業や家計のマインド悪化を通じて、わが国の実体経済が見通しよりも下振れる可能性がある。他方、先進国における金

融緩和政策などが、経済の先行きに対する不確実性を低下させ、各種市場の安定化に繋がっていけば、わが国経済が、企業や家計のマインド好転を通じて上振れる可能性がある。

第4に、企業の中長期的な成長期待の動向である。最近では、多くの企業において、新興国・資源国のインフラ需要や消費需要を取り込むため、新たな製品開発や国際的な販売網の拡充を進める動きがみられる。この点では、円高を利用して、海外企業の買収を進め、グローバルな視点から事業の再構築を目指す動きもみられる。今後、こうした動きが強まる場合には、企業の中長期的な成長期待が高まり、設備投資や輸出を中心に景気が上振れる可能性がある。他方、経済全体の生産性向上に向けた取組みが進まず、成長期待の低迷傾向が続く場合には、国内の設備投資が抑制されたり、家計の所得増加期待の低下を通じて、個人消費が下振れる可能性がある。

(2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、上述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有の要因として、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、労働や設備の稼働状況は回復していくと見込まれるものの、そのペースは、引き続き緩やかなものに止まる可能性が高い。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに下落幅を拡大する可能性がある。

第2に、そもそも、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が大きいことに留意が必要である。まず、今回のグローバルな金融危機の後の経済のように、経済が構造的な需要の変

化を伴って大きく変動する場合には、既存資本ストックの経済的な陳腐化から、経済の供給能力が実質的に低下している可能性があるため、結果として物価下落圧力を過大に評価してしまう恐れがある。また、需給バランスの変動が、物価に対してどの程度の大きさとスピードで影響を与えるかについては不確実性が大きく、この点についても幅をもってみていく必要がある。

第3に、輸入物価の動向である。原油をはじめとする一次産品の価格動向には、上下両方向に不確実性が大きい。特に、相対的にエネルギー効率が低い新興国経済の動向や、先進国の金融緩和を背景とする商品市場への資金流入の状況次第では、一次産品価格が上下に大きく変動する可能性がある。為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

6. 金融政策運営

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている⁹ ¹⁰。

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と判断される中心的な見通しについて点検する。上述のとおり、わが国経済は、……。物価面では、……。こうした経

⁹ 現在、「中長期的な物価安定の理解」については、「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」としている。

¹⁰ 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」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方針を明らかにしている。ただし、実質ゼロ金利政策の継続については、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないこと」を条件としている。

済・物価見通しを総合的に評価すると、・・・。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。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。

以上の2つの柱による点検を踏まえ、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、・・・。

本展望レポートでは、2012年度までの期間を念頭に置きながら、主として需要面の動向に焦点を当てて経済見通しを説明してきたが、これに加えて、中長期的な観点を踏まえた供給面からの分析も必要である。わが国の場合、成長率の趨勢的な低下、あるいは少子高齢化の進展といった中長期的ないし構造的な要因が経済に大きな影響を与えており、長期に亘る需要の低迷やデフレもそうした根源的な問題の表れである。わが国経済の生産性を引き上げ、成長力を高めていくためには、金融機関を含め、企業家精神に基づく民間企業の積極的な活動が何よりも重要である。そのためには、市場の活力が最大限に発揮できるような政府による取り組みも不可欠である。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。こうした取り組みのもとで、日本銀行としても、わが国経済の発展に向け、極めて緩和的な金融政策の効果が最大限発揮されるよう、中央銀行としての貢献を続けていく考えである。

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	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+2.5～+2.7 <+2.6>	+1.2～+1.3 <+1.2>	-0.5～-0.2 <-0.4>
2011年度	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+1.8～+2.1 <+1.9>	+0.5～+0.9 <+0.8>	0.0～+0.2 <+0.1>
2012年度	～ <>	～ <>	～ <>

(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4) 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	～	～	～
7月時点の見通し	+2.2～+2.7	+1.0～+1.4	-0.5～-0.2
2011年度	～	～	～
7月時点の見通し	+1.8～+2.1	+0.5～+1.0	-0.1～+0.3
2012年度	～	～	～

(参考2)

リスク・バランス・チャート

【背景説明】

1. 2010年度前半の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

2010年度前半のわが国経済を振り返ると、2008年度のリーマン・ショック以降の大幅な落ち込みからの改善が続けたが、夏以降、そうした動きが弱まる展開となった(図表1)。春頃までは、新興国・資源国の力強い成長を背景に輸出や生産が増加を続ける中、企業収益も大幅な改善が続けた。また、企業活動が活発化するにつれて、雇用・所得環境の厳しさも幾分和らいだ。こうしたもとで、個人消費は持ち直し基調を続け、夏には、エコカー補助終了前の駆け込みや猛暑の影響などを背景に、一時的に強めの動きを示した。一方、輸出や生産は、夏以降、海外経済の減速などを背景に、増加ペースは鈍化した。

やや詳しくみると、海外経済は、春頃までは、在庫復元の動きや政策効果に支えられて、新興国・資源国経済を中心に高めの成長を続け、わが国の輸出も増加を続けた(図表2)。もっとも、夏以降は、在庫復元の一巡に加え、財政面での需要刺激効果の弱まりや、新興国・資源国における金融緩和策の修正の動きなどから、海外経済の成長ペースは鈍化してきている。そうしたもとで、わが国の実質輸出の増加ペースも鈍化した。実質輸入については、生産の動きを反映して素原料などが増加したほか、政策効果などによる国内の耐久消費財需要の高まりによって、消費財の輸入も増加した。ただし、輸出に比べると輸入の増加ペースは引き続き緩やかなものとなったため、実質貿易収支でみた純輸出は、増加傾向を続けた。この間、公共投資は、厳しい財政状況のもと、減少を続けた。

こうした外生需要のもとで、企業収益は、生産の増加により売上が増加したことに加え、人件費の抑制など企業のコスト削減努力が行われたことから、改善を続けた（図表3(1)）。設備投資も、生産の増加や収益の回復などを背景に、持ち直しに向かった（図表3(2)）。ただし、設備過剰感が依然として残る中で、設備投資は低水準で、かつ増加に弾みがつきにくい状態が続いた。この間、雇用・所得環境は、失業率が高水準で推移するなど厳しい状態が続いたが、厳しさの程度は幾分和らいだ。雇用面をみると、有効求人倍率は緩やかな改善を続けたほか、雇用者数も前年比で下げ止まりつつある（図表4(1)）。賃金面では、製造業を中心とした労働時間の増加から、所定外給与が前年比で増加を続けるとともに、企業業績の回復を反映して、特別給与が増加した（図表4(2)）。これらの結果、雇用者所得は前年比で持ち直す動きとなった（図表4(3)）。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、各種対策などを背景に、耐久財消費を中心に持ち直し基調を続けた（図表5(1)）。とくに夏には、エコカー補助終了前の駆け込み需要により自動車販売が増加したほか、猛暑の影響によってエアコンや飲料などの売上也増加した。また、たばこ税増税前の駆け込みからたばこの販売も増加した。この間、消費者コンフィデンスは、夏頃までは回復傾向をたどったが、その後、円高や株安などを背景に、弱含みとなった（図表5(2)）。住宅投資は、金利の低下や在庫調整の進捗などを背景に、下げ止まった（図表6）。

以上の内外需要の動向を背景に、鉱工業生産は増加を続けたが、そのペースは次第に鈍化した（図表7）。前年比を業種別にみると、輸送機械や電子部品・デバイスをはじめとする多くの業種で増加を続けた。在庫は、出荷が増加するもとで横ばい圏内の動きとなり、出荷・在庫バランスは、はっきりと改善した。もっとも、夏以降は、海外経済の減速や円

高を背景に、輸出関連業種を中心に、生産の増加ペースが鈍化した。全産業活動指数の前年比をみると（図表8）、いったん急速に増加した製造業では、伸び率が次第に低下したが、非製造業では、伸び率は緩やかに上昇した。このような景気展開のもとで、企業の業況感は、広がりを伴いつつ、改善を続けた（前掲図表3(1)）。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備の稼働状況は、改善を続けた（図表9）。短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標をみると、2009年6月調査では過去最大の過剰超となったが、その後、過剰超幅は縮小した。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、マイナス幅が着実に縮小した¹¹。

（物価動向）

物価面をみると、マクロ的な需給バランスが徐々に改善していることから、物価の下落幅が縮小する展開となった。国内企業物価の前年比は、2009年半ば以降下落幅が縮小し、このところゼロ%近傍となっている（図表10(1)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比についても、基調的にみると下落幅が縮小を続けている（図表11、12）¹²。食料・エネルギーを除くベースでも、基調的にみれば、消費者物価の前年比下落幅は縮小してきている。企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推

¹¹ 過去のボトムを上回る水準まで改善している短観の加重平均DIと比べると、需給ギャップの推計値はマイナス幅が大きい。この点、需給ギャップの推計値については、とりわけ経済の変動が大きいときには計測誤差が大きくなり、最近ではマイナス幅を過大評価している可能性がある。一方、短観の加重平均DIについても、企業外の失業等は反映されないことなどから、経済活動水準の落ち込み度合いを十分捉えきれていない可能性が高いと考えられる。

¹² 消費者物価指数を一時的に押し下げている高校授業料を除いたベースでみると、前年比下落幅は、緩やかに縮小している（図表11(2)）。また、大幅に変動している財・サービスを除いた刈り込み平均指数の前年比をみても、前年比下落幅は縮小している。

移する中、マクロ的な需給バランスの緩やかな改善の影響が、タイムラグを伴いながら、物価面に及んできている¹³。

(金融市場動向)

改善傾向を続けてきた国際金融資本市場は、2010年春以降、ギリシャなどの欧州周辺国のソブリン問題が懸念される状況になったことや、その後、米国で市場予想を下回る軟調な経済指標の公表が続いたことを背景に、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどから、不安定化した。

米欧の短期金融市場では、2010年春以降、低位で安定していたドルの銀行間レートの対短期国債スプレッドが上昇する場面がみられた(図表13(1))。この背景には、投資家がリスク回避姿勢を強める中で、ドル資金の予防的な確保に向けた動きが強まったことなどがあったと考えられる。こうした中、2010年2月初めに完了となった米ドル資金供給オペレーションが、5月に日本を含む各国において再開された。投資家のリスク回避姿勢の強まりは、社債市場にも影響し、米欧を中心に信用スプレッドが幾分拡大した(図表13(2))。欧州周辺国のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムや長期金利の対ドイツ国債スプレッドは、2010年春以降、大幅に上昇した(図表14)。この間、米欧では、引き続き、政策金利が低い水準に維持された一方、新興国・資源国では、緩和的な金融政策を修正する動きが続いた(図表15)。

わが国の金融資本市場をみると、短期金融市場では、米欧においてドルの資金市場が不安定化する中でも、落ち着いた状況が続いた。コール

¹³ 消費者物価に関し、わが国および主要国のサービス価格と賃金の動きについては、BOX1を参照。

レートはきわめて低い水準で推移したほか、ターム物レートは緩やかな低下を続けた（図表 16(1)）。この間、日本銀行が強力な金融緩和を推進するもとの、低金利が当面続くとの見方が市場で強まったことを背景に、金利先物レートやインプライド・フォワード・レートが低下した（図表 16(2)(3)）。長期金利は、日本銀行が強力な金融緩和を推進し、米欧の長期金利が大幅に低下するもとの、低下傾向を続けた（図表 17）。この結果、わが国のイールド・カーブは一段とフラット化した。わが国の株価は、欧州周辺国におけるソブリン問題の一段の深刻化に伴い米欧株価が急落する中で、大きく下落した後、米欧株価が回復する中でも、為替円高が上値を抑え、概ね横ばい圏内で推移した（図表 18）。為替市場では、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったことに加え、海外金利との金利差が縮小する中で、相対的に安全な通貨とみられている円への需要が増加し、円高の動きが進んだ（図表 19）¹⁴。

日本銀行は、2010 年 8 月に、金融緩和の一段の強化を図るため、固定金利方式の 6 か月物の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入した。これに伴い、固定金利オペによる資金供給額は、既存の 3 か月物と合わせて、30 兆円程度まで増額された¹⁵。さらに、10 月 5 日、日本銀行は、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。すなわち、第 1 に、無担保コールレート・オーバーナイト物の金利誘導目標を、「0.1%前後」から「0～0.1%程度」に変更した。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

¹⁴ 最近の為替レート変動の背景については、BOX 2 を参照。

¹⁵ 日本銀行を含む主要な中央銀行の資産規模の推移については、BOX 3 を参照。

な物価安定の理解」であることを確認した。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が、実質ゼロ金利政策を継続する条件としている。第3に、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オペを行うため、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とした。基金の規模は、買入資産（5兆円程度）と固定金利オペ（30兆円程度）を合わせ、35兆円程度とした。

（金融環境）

わが国の金融環境をみると、緩和方向の動きが続いた。CP市場では、信用スプレッドが総じて低位で安定する中で、良好な発行環境が続いた（図表20）。社債市場の発行環境については、中高格付で良好な状況が続いたほか、低格付で改善の動きがみられた。信用スプレッドは、中高格付では、低位横ばいで推移した（図表21）。低格付社債の信用スプレッドは、欧州のソブリン問題が深刻化する中で一時的に幾分拡大したものの、その後は低下した。貸出金利も、ターム物レートの低下などを反映し、低下を続けた（図表22(1)）。以上のような環境のもとで、企業の資金調達コストは低下した。低金利の緩和効果は、实体经济活動や物価との関係でみると、なお減殺されている面があるが、企業収益との対比では、その効果は強まる方向の動きとなった（図表23）。

資金供給面をみると、金融機関の融資姿勢は緩和した。企業からみた金融機関の貸出態度でも、中小企業は大企業に比べてやや遅れているものの、改善の動きが続いた（図表24(1)）。資金需要面では、好調な企業収益に伴う資金流入の増加もあって、企業の運転資金需要、設備資金需

要とも後退したほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きもみられた。

以上のような企業を取り巻く資金調達環境のもとで、銀行貸出は前年比でみて減少を続けた（前掲図表 22(2)）。これには、前年にCP・社債市場の機能度が低かったため、貸出への振り替りが高水準であったことの反動も影響しているが、資金需要の後退も寄与している。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おり、大企業、中小企業ともにバブル崩壊後の平均的な水準を上回っている（前掲図表 24(2)）。この間、マネーストック（M2）の前年比は、2%台後半～3%程度の伸びで推移した（前掲図表 22(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも下落した。2010年の都道府県地価調査（7月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに、前年比でみた下落幅が縮小した（図表 25）。一方、地方圏では、商業地・住宅地ともに、前年と同程度の下落幅が続いた。なお、東京都区部における半期ごとの地価動向について、商業地・住宅地ともに、前期比でみた下落幅が縮小し、下げ止まりに向けた動きがみられた¹⁶。

2. 2010年度後半～2012年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

先行き 2010年度後半～2012年度の景気展開についてみると、わが国経済は、……。2010年度後半については、海外経済の減速や耐久消費財に関する政策効果の反動といった要因に加え、このところの円高の影響もあり、……。2011年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の

¹⁶ 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとで、設備や雇用の過剰も解消していくため、……。2012年度についても、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとで、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、……。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、……。¹⁷。

この間、鉱工業生産は、エコカーやたばこの駆け込み需要の反動、猛暑効果の反動、為替円高、といった要因から、2010年10～12月には、輸送機械を中心に、季節調整の歪みを調整した実勢ベースで、いったん減少に転じる見込みである。その後は、実質GDP同様、増加基調に復すると考えられる。

以上の経済の動きを貯蓄投資バランスの観点からみると（図表26）、2009年度以降、一般政府の大幅な赤字が続くものの、企業や家計のコンフィデンスの回復が緩やかであるため、民間部門は大幅な貯蓄超過で推移すると考えられる。全体としては後者が前者を幾分上回るため、それと表裏の関係にある経常収支は黒字で推移し、かつ、黒字幅は緩やかに拡大すると予想される。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、為替円高の影響を受けつつも、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の上昇などを反映し、……。消費者物価指数（除く生鮮食品）についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとで、……。¹⁸……。

¹⁷ ……

¹⁸ 2010年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）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。すなわち、公立高等学校にかかる

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得についても、……。

以下、こうした経済・物価見通しについて、個別項目ごとに補足する。

(輸出を取り巻く環境)

海外経済については、在庫復元の動きや各種政策対応の効果を背景に、春頃までは力強い成長を続けてきた。もともと、夏以降は、在庫還元や財政面での需要刺激効果の減衰、新興国・資源国における金融緩和策の修正の動きなどを背景に、海外経済の成長ペースは幾分鈍化してきている。地域別にみると、米国経済は、輸出を中心に緩やかな回復が続いているものの、バランスシート問題を抱える中で、個人消費や住宅投資に弾みが見つかず、本年半ば頃より減速傾向を示している。欧州経済は、全体としては緩やかに回復しているが、国ごとの景気回復ペースのばらつきが生じている。新興国・資源国経済は、金融緩和策の修正の動きなどから幾分減速しつつあるものの、米国等と異なりバランスシート調整の問題に直面しておらず、旺盛な内需を中心に高めの成長を続けている。

こうした海外経済の動向を背景に、速いペースで増加を続けてきたわが国の輸出についても、このところ増加ペースが明確に鈍化してきている。実質輸出について、地域別にみると、新興国向けを中心に増加ペースが鈍化している(図表 27(1))。これを財別にみると、これまで高い伸びを示してきた自動車関連や資本財・部品の増勢鈍化が目立つ(図表 27(2)(3))。また、情報関連財については、2009年春以降、新興国経済の成長や新型IT製品の市場拡大を背景に、世界的に需要が拡大してきたが、最近、最終需要や出荷の予測に頭打ちないし下方修正の動きがみられ始めている。このため、液晶パネルや一部の半導体において、世界的

授業料の不徴収および高等学校等就学支援金の支給は、両者合わせて、2010年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)を0.5%ポイント程度、押し下げることになる。

に在庫が過剰気味となっており、わが国の輸出や生産に対しても、影響が及んでいる（図表 27(4)）。

先行きの海外経済は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、2011 年以降、成長率は再び高まっていくと予想される（図表 28）。この点で最大の鍵を握るのは、近年、世界経済の牽引役となっている新興国・資源国経済の動向である。これらの国の経済は、金融緩和策の修正などから、一時的に幾分減速するものの、旺盛な国内需要や海外からの資本流入が続くもとで、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、今後とも高めの成長を維持すると考えられる。これらの国では、所得水準の向上を背景に自動車や家電など耐久消費財に対する潜在的な需要は極めて強い。また、社会インフラも整備途上であるほか、高い成長期待を背景に、能力増強のための設備投資も活発である。さらに、先進国が緩和的な金融環境を維持する中で、新興国・資源国への資本流入も継続するとみられる。このため、新興国・資源国において景気の過熱感が適度に抑制されていく場合には、内需を中心として高い成長が続くと見込まれる。海外経済全体としても、これらの国の成長力を軸としながら、見通し期間を通じて、回復を続ける可能性が高い。一方、米欧経済については、バランスシート調整の影響が続く中、在庫復元や財政面からの需要刺激効果が減衰するため、当面、回復のペースは緩やかなものにとどまると見込まれる。もっとも、バランスシート調整の進捗につれて、民間需要の自律的回復力が徐々に強まり、成長率は次第に高まっていくと考えられる。

この間、情報関連財については、パソコンや液晶テレビに対する世界的な需要の伸びが一頃に比べれば鈍化しており、世界の半導体出荷も最近は頭打ち気味となっている（図表 29(1)）。このため、アジア諸国の情

報関連財の出荷も鈍化してきている（図表 29(2)）。ただし、もともと、ITバブルと言われた 2000 年代初めほど過熱感が強かったわけではない（図表 29(3)）。世界的にみて、生産能力も総じて抑制されている（図表 29(4)）。これらを踏まえると、当面、深刻な供給過多に陥る可能性は低く、在庫調整も軽度なもので済むと見込まれる。もっとも、この分野の需給環境はしばしば短期間で大きく変動し得ることから、わが国の輸出や生産に及ぼす影響を含め、今後とも十分注意してみていく必要がある。

このように、海外経済が新興国・資源国を中心に成長を続けるもとの、先行きの輸出についても、見通し期間全体で見れば、増加基調をたどるとみられる。もっとも、当面は、海外経済の減速や為替円高の影響、情報関連分野における在庫調整により、増加ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

（企業の収益環境と支出行動）

企業部門についてみると、製造業を中心に企業収益は改善が続けている（図表 30）。リーマン・ショックからしばらくの間は、人件費をはじめとするコスト削減の動きにより、減益幅を抑える努力がなされてきた。しかしその後は、輸出・生産の増加に伴い、売上増を背景とした増益へと転じている。

先行き、製造業では、海外経済の回復が維持されるもとの、生産の増加基調を背景に、収益は回復を続けると見込まれる。もっとも、為替円高や海外経済の減速、エコカーの駆け込み需要の反動などを背景に、製造業の収益は一時的に弱めとなる可能性がある。非製造業の収益についても改善を続けるとみられるが、企業のコスト削減姿勢の根強さや、内需回復の緩やかさなどを考えると、業績の改善は製造業と比べると相対的に緩やかなものとなる可能性が高い。このため、企業部門全体の前向

きの行動が強まるには、なお相応の時間を要すると考えられる。

生産活動が回復を続け、設備の過剰感が徐々に後退する中で、設備投資は持ち直しに転じつつある。先行きについては、企業の中長期的な成長期待が維持されるもとで、設備の稼働水準が高まるにつれて、設備投資の持ち直しが徐々にはっきりしていくとみられる（図表 31）。2009 年度の設備投資額が、資本ストックとの対比でみてかなり低い水準になってきていることからいっても、企業の期待成長率が大きくマイナスに落ち込んでいかなない限り、2010 年度の設備投資は増加に転じるとみることができる（図表 32）。ただし、2010 年度中の増加は小幅なものにとどまり、2011 年度以降に増加ペースが幾分高まっていくと考えられる。景気の回復傾向が続けば、中長期的な成長期待も徐々に高まっていくと考えられるが、その改善ペースは緩やかであるため、キャッシュフロー対比でみた設備投資の水準は、抑制された状態が続くと考えられる（図表 33）。業種別にみると、製造業では、輸出・生産の回復につれて、設備の稼働状況が上昇していくことに伴い、設備投資の回復もより明確になっていくと考えられる。非製造業では、小売などでは、個人消費の回復が緩やかであることなどを背景に、抑制的な投資スタンスが当面維持される可能性が高い。一方、電力や鉄道など社会インフラ関連企業においては、環境関連投資や更新投資を中心に、堅調な増加が見込まれる。

この間、海外での設備投資については、国内設備投資よりも勢い良く回復すると見込まれる（図表 34(1)）。基本的には、新興国・資源国が世界経済の牽引役となる中で、日本企業の海外拠点展開は、現地需要向け量産品の開発拠点を含めて、さらに拡大し、海外生産比率も着実に上昇していくとみられる（図表 34(2)(3)）。もっとも、多品種少量の資本財の生産や、新製品・先端技術の研究開発機能は、引き続き国内拠点の重要

な役割と位置付けられていく可能性が高い（図表 34(4)）。このように、海外拠点の拡充と同時に、国内生産・輸出機能も相応に維持される形で、内外分業体制が再構築されていくと考えられる。

なお、一部のアジア新興国への進出動機は、安価な労働力やその国の成長性だけでなく、当該国と他国とのFTA（自由貿易協定）締結等により、輸出拠点としての魅力が高まっている点も、重視されるようになってきている。これらの国々へは、完成品メーカーだけではなく、高度な技術を有する部品メーカーも積極的に進出してきており、現地における「協業と分業の深化」や「集積の利益」が拡大している。現地労働者の技術レベルや、生産性の向上も著しいと言われている。このように、海外市場の拡大や円高だけでなく、技術水準やビジネス環境の面で新興国の競争力が高まってきていることも、日本の製造業の経営戦略に影響を与えていくと考えられる。

（雇用・所得環境と家計の支出行動）

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。すなわち、失業率は高水準で推移しているが、所定外労働時間が増加を続けているほか、有効求人倍率も緩やかに上昇しており、雇用者数も前年比で下げ止まりつつある。賃金についても、所定外賃金が前年比で増加を続けているほか、特別給与も企業収益の改善を反映して、最近は前年比で増加している。

先行きについては、雇用過剰感が残るもとの、しばらくの間、雇用・所得環境の改善ペースは緩やかなものにとどまり、雇用者報酬の増加が明確になるには、なお時間がかかると考えられる。

労働需給について確認するため、労働生産性の動きをみると（図表 35(1)(2)）、就業者一人当たりでみた場合の労働生産性は、過去のトレン

ドをなおはっきりと下回っている¹⁹。これは、需要の大きさに比べて、就業者数がなお余剰であることを表している。この点は、短観の雇用判断DIが、引き続き「過剰超」であることとも整合的である。こうした現状を踏まえると、今後は需要が回復基調をたどっても、企業はまず労働時間の一段の増加や効率改善で対応し、雇用については抑制を続ける可能性が高い。この間、労働供給についてみると、景気後退期には、職探しの困難さから、労働市場への参入をあきらめる人が増えるため、労働力率は低下する。一方、景気回復期には、就業の可能性が高まるため、労働市場に参入する人が増え、労働力率は高まる。したがって、先行き、景気が緩やかな改善傾向をたどる場合、労働需要が増加するだけでなく、労働市場への参入、すなわち労働供給も増えていく可能性がある²⁰。こうした労働需給を背景に、失業率も、当面は高止まりを続け、見通し期間を通じてごく緩やかな低下傾向をたどると考えられる（図表 35(3)）。

この間、一人当たり賃金は、労働時間の増加に加え、企業収益の改善による特別給与の増加から、直近では前年比がプラスとなっている。しかし、雇用過剰感が強いもとで、企業の人件費抑制スタンスは依然根強い。また、労働分配率をみると（図表 36）、最近のピーク対比では低下し

¹⁹ もちろん、労働生産性のトレンドは幅をもってみる必要がある。例えば、最近は、生産の増加が続く中でも製造業の雇用減少が続く一方、人手不足感の強い医療・福祉などでは雇用の増加が続いている。こうした労働集約的なサービスのウエイトが構造的に高まる過程では、マクロ的な労働生産性のトレンドが緩やかになるため、雇用者数の回復は早まることになる。

²⁰ ただし、景気回復に伴い労働市場への参入がどの程度増加するかについては、不確実性が大きい。近年は、高齢化により潜在的な労働力の減少圧力が働いている一方で、とりわけ女性の就業意欲の高まりや、その就業を容易にする労働市場の構造変化もみられる。そうした諸要因のバランスが今後どのように展開するかにより、労働の潜在的な供給力、ひいては労働需給や賃金の動向は、影響を受けると考えられる。詳しくは、河田皓史・永沼早央梨「わが国の労働力率の動向に関する一考察」（日銀レビュー、2010年）を参照。

てきているが、2004～2007年頃の水準に比べればなお高めとなっている。こうした水準感からみて、労働分配率は先行きも緩やかな低下傾向を続けると予想される。したがって、一人当たりの賃金が安定的に上昇を続けるようになるのは、見通し期間の後半になると予想される。なお、政府から家計に対する所得移転についてみると、2009年度には各種の補助金に加え、定額給付金が支給されたことから、かなりの程度、家計の可処分所得が下支えされた（図表37(1)）。2010年度は、子ども手当の支給が開始されたものの、家計への所得移転の総額は、前年度と比べると縮小すると考えられる。

以上のような雇用・所得環境を背景に、個人消費は、各種対策の効果もあって、耐久消費財を中心に持ち直し基調を続けている。2010年度下期の個人消費は、エコカー補助の終了に伴う自動車販売の反動減などから、一時的に弱めの動きとなるとみられる。もっとも、2011年度以降については、雇用・所得環境の改善が進むもとで、個人消費は、徐々に底堅さを増し、自律的回復の動きも次第に現れてくるとみられる。ただし、雇用者報酬の改善が緩やかなものにとどまることや、財政赤字などを巡り将来不安が根強く残る可能性もあることから、回復のペースに弾みがつく展開にはならないと考えられる。

以上の見通しを消費性向でみると、見通し期間中を通じて幾分低下するという予想になる（図表37(2)）。これは、将来にわたっての期待所得があまり高まらないもとでは、所得移転によって可処分所得が増加しても、そのうち貯蓄に回る分が少なくないと考えられるためである²¹。また、大幅な財政赤字などを背景にした将来への不安も、消費性向を低下させ

²¹ 子ども手当の限界消費性向は、様々な機関の調査やアンケートなどでは、3～5割程度の可能性が高い、との結果が示されている。

る方向で働く可能性がある。日本の家計貯蓄率は、高齢化の進展を背景に、中長期的には低下傾向にあるが、上記消費性向と表裏の関係にあるため、見通し期間中は幾分上昇する可能性が高い。仮に、雇用・所得環境の厳しさが長引き、将来に対する閉塞感も強まるような場合には、消費性向は上記の予想からさらに下振れる可能性が高まる。他方、潜在的な家計需要を掘り起こす企業の力が強まる場合や、株価の持ち直しが明確化する場などには、消費性向が上振れる可能性もある。

住宅投資は、このところ、下げ止まっている。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、2009年7～9月をボトムに持ち直している。こうした動きの背景についてみると、借入金利が低下する中、分譲マンションの価格調整が進んでおり（前掲図表6(2)）、各種の政策支援とあいまって、ペントアップ・デマンドが顕在化しやすい環境が徐々に整いつつある。また、在庫の調整も、かなり進んできている（前掲図表6(3)）。こうしたもとで、新規供給へ向けた用地取得等の動きは、大手業者を中心に、徐々に広がりつつある。もっとも、厳しい雇用・所得環境が続くもとで、新築ではなく、中古住宅やリフォームを選択する世帯も増えている。この点も踏まえると、住宅投資の増加ペースは、緩やかなものにとどまると考えられる。

(物価変動を取り巻く環境)

最近の消費者段階の物価環境をみると、消費者の節約意識が根強く続いており、企業間の価格競争も続いている。もっとも、景気の改善や、国際商品市況の上昇を背景に、短観の仕入価格判断D I、販売価格判断D Iは、ともに下げ止まりつつある（図表38）。家計調査の購入単価をみ

ても、下落幅の縮小やプラスへの転化がみられる（図表 39）²²。そうしたもとで、消費者物価（除く生鮮食品）の実績は、概ね7月中間評価時の見通しに沿って推移している。

先行きの物価環境をみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が緩やかな回復傾向を辿るもとで、徐々に改善している（図表 40(1)）。ただし、マクロ的な需給バランスの把握を巡っては、不確実性が大きいことに留意する必要がある。経済が構造的な需要の変化を伴って大きく変動する場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力が実質的に低下している可能性がある（図表 40(2)）²³。この場合、最近時点までのデータに依拠した需給ギャップに基づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、景気が回復傾向をたどる過程では、結果として物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。

ユニット・レーバークスト（実質GDP1単位当たりの人件費）は、企業による根強い労働コスト抑制姿勢を背景に、なお低下基調が続く可能性が高いが、雇用・賃金の回復とともに、今後、その低下幅は緩やかに縮小していくと見込まれる（図表 41）。

この間、中長期的な予想物価上昇率は、安定的に推移している。日本

²² 購入単価は、家計調査の支出金額を購入数量で割って算出しており、この低下には、より低価格の代替商品へのシフトなどを含めて、消費者の節約意識の強まりが反映されていると考えられる。

²³ 潜在成長率の内訳をみると、最近では、設備投資が低水準であることから、資本ストックが減少に転じているほか、労働需給の mismatch 拡大により、潜在的な就業者数の減少幅も拡大している。このため、わが国の潜在成長率は、現時点では、かなり低いとみられる。先行きは、資本ストックや潜在就業者が徐々に回復に向かう中で、潜在成長率も緩やかに高まっていくとみられ、見通し期間中の潜在成長率については、平均すると、「0%台半ば」になると考えられる。潜在成長率の推計とその留意点については、BOX 4を参照。

銀行「生活意識に関するアンケート調査」を用いて推計した家計の予想物価上昇率をみると（図表 42(1)）、「今後1年間の予想物価上昇率」は、0%を幾分下回る水準となっているが、「今後5年間の予想物価上昇率」は、小幅のプラスで比較的安定している。エコノミストの中長期的な予想物価上昇率をみると、ここ数年、概ね1%程度で安定的に推移している（図表 42(2)）。

国際商品市況は、新興国・資源国の高成長などを背景に、振れを均してみれば、緩やかな上昇傾向にある（図表 43）。先行きについては、上下両方向に不確実性があるが、新興国・資源国が高めの成長を続けることなどを背景に、見通し期間を通じて、緩やかに上昇すると想定できる²⁴。なお、最近の為替円高の動きについては、輸入物価を通じて、当面、国内の物価の下押し圧力として作用すると考えられる。

先行きについては、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとので、・・・（図表 44）。

なお、先行きの消費者物価の動きをみるうえでの留意点として、消費者物価指数の基準改定がある。すなわち、現行指数の基準年である2005年から時間が経ってきたため、その間に指数水準が大幅に低下した耐久消費財のマイナス寄与が、最近では物価指数全体の変動に反映されにくくなってきている。その結果、指数全体の前年比マイナス幅は、小さめに出る傾向が強まりつつある。したがって、指数が2010年基準に切り替わった段階で、遡及改定の対象となる2011年1月以降の前年比が、今回の見通しから下方修正される可能性が高い。また、価格下落の大きい耐久

²⁴ 新興国・資源国経済については、今後のマクロ経済政策の運営次第では、景気が過熱するリスクもある。この場合、国際商品市況が上昇する可能性があるが、これは、わが国の物価の押し上げ要因になるとともに、交易条件の悪化を通じて、わが国の国内民間需要の下押し要因となる可能性がある。

消費財のウエイトが需要刺激策によって大きくなったことで、これらの財の指数全体への影響が大きくなる可能性もある。なお、2010年基準への改定時期は、2011年8月の予定である。その際、2010年12月以前の前年比は遡及改定されない予定である。

以 上

(BOX 1) サービス価格と賃金の動き

日米欧の消費者物価指数の長期的な推移を財・サービス別に比較してみると、財価格、サービス価格ともわが国の変化率は総じて低いが、サービス価格の低迷がより顕著となっている（BOX 1 図表(1)）。例えば、日本の消費者物価指数の変動の内訳を、財・サービス価格別に米国と比較すると、違いの大半は、サービス価格の変化率の差で説明可能である。

もともとサービス産業は、財に比べるとより労働集約的であることから、サービス価格は賃金変動の影響を受け易い。従って、わが国のサービス価格が長年弱含みで推移してきた要因としては、サービス関連産業の賃金の伸び率が、米欧対比、低めに推移してきたことの影響が大きいと考えられる。

こうした動きの背景としては、景気の強弱を映じた需給の逼迫程度や中長期的な予想物価上昇率の差異などさまざま要因が考えられるが、景気後退期における労働市場の調整メカニズムの違いも影響を与えた可能性がある。

すなわち、労働市場の動きをみると、わが国においては、バブル経済崩壊以降、長期にわたって労働コストの削減という課題に直面した企業が、調整手段として、雇用の調整（＝失業の上昇）に止まらず、名目賃金の引き下げを重視し、雇用の削減幅抑制を最優先した労働者側も、賃金の引き下げを結果として受け入れたことも影響している可能性が考えられる²⁵。実際、わが国の労働需給関連指標を、米欧との対比を念頭に入れて確認すると、一人あたり雇用コストは、企業による労働コスト抑制姿勢を背景に、米欧と比較しても、大幅に調整されてきた一方、失業率については、依然として米欧対比で低い水準に止まってきたことが特徴点として指摘できる（BOX 1 図表(2)）。一方、米欧では、今回の景気後退局面において、短期間のうちに急速に雇用削減が行われ、失業率が急上昇した一方、賃金の変動が比較的小さかったことが特徴的である。もっとも、米国では、失業率が高止まりする中で、このところ賃金と物価の上昇率が徐々に低下してきており、今後の動向が注目される。

²⁵ 名目賃金の調整は、特別給与（ボーナス）や所定内賃金の削減に加えて、パート比率の上昇という形でも行われた。

(BOX 2) 最近の為替レート変動の背景

リーマン・ショック後における各国通貨の名目実効為替レートの動きを振り返ると、世界的な金融システム不安の高まりや景況感の急速な悪化を背景に、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったことに加え、内外金利差の縮小もあって、日本円やスイス・フランのように、相対的に安全とみられており、もともと低金利であった通貨が大きく増価した(BOX 2 図表(1))。一方、ユーロは、2009年秋以降、欧州周辺国のソブリン問題が強く意識され始めたことを契機に、減価した。この間、オーストラリア・ドル、ブラジル・レアル、韓国ウォンといった資源国や新興国の通貨も、リーマン・ショック直後に大きく減価した。その後、オーストラリア・ドルやブラジル・レアルは、高成長を背景に大きく増価したが、韓国ウォンの増価幅は、相対的に小さかった。

2010年夏以降の名目実効為替レートの動きをみると、新興国・資源国通貨が大きく上昇しており、オーストラリア・ドルが対ドルで1983年以降の最高値をつけたほか、タイ・バーツも1997年以降の最高値近傍の水準となっている(BOX 2 図表(2))。また、日本円やスイス・フランは、相対的に安全資産とみられたことに加え、米国金利との金利差が縮小する中で、増価した。ユーロは、欧州周辺国のソブリン問題が引き続き意識される中で、横ばい圏内の動きとなった。一方、米ドルは減価しており、ほとんどの主要通貨に対し、全面的に安くなった。この間、中国人民元などの一部の新興国通貨は、ドルに連動するかたちで減価した。こうした夏以降の為替相場の動きを踏まえると、米国経済の先行き不透明感が為替レート変動の最も大きな要因となっていたと考えられる。

(BOX 3) 主要中央銀行の資産規模

2008年秋のリーマン・ブラザーズ破綻後の金融危機に対して、米国連邦準備制度（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）は、政策金利を実質的にゼロ金利となる水準まで引き下げるとともに、銀行間市場の機能低下に対処するために流動性供給を拡大させた。また、機能不全の目立つ特定市場の流動性を回復させるために、資産買取りなどの対応を講じた。このような措置の結果、これらの中央銀行の資産規模は急増し、資産規模の対名目GDP比率は、それぞれ10%ポイント程度上昇した（BOX 3 図表）。現在でも、この高水準の資産規模は維持されており、資産規模の対名目GDP比率は、FRBとBOEで10%台半ば、ECBで20%程度となっている。

日本銀行の資産規模の対名目GDP比率の推移をみると、1995年に、政策金利を0.5%まで引き下げた後、1997～98年の金融危機への対応から流動性供給を拡大したことなどから、資産規模の対名目GDP比率は急速に上昇した。その後、ゼロ金利政策や量的緩和政策の導入により、流動性供給をさらに拡大させたため、資産規模の対名目GDP比率は一段と上昇し、2004～05年のピーク時には同比率は30%程度にまで達した。これを、政策金利を現在の主要中央銀行の政策金利と同程度となる0.5%まで引き下げた1995年と比較すると、約20%ポイントの上昇となった。その後、量的緩和政策の解除に伴い、資産規模の対名目GDP比率はいったん低下したものの、リーマン・ブラザーズ破綻後の経済・金融情勢への対応から、積極的な流動性供給を実施してきたため、同比率は再び上昇しており、現在では20%台半ばの水準となっている。

このように、現時点において、日本銀行は、経済規模との比較でみて、資産規模という点でも、また、実質的にゼロ金利とも呼べるきわめて低い政策金利としてからピーク時までの資産規模の拡大幅という点でも、世界の主要中央銀行の中で最大となっている。

(BOX 4) 潜在成長率の推計

潜在成長率とは、中長期的に持続可能な経済成長率と定義されることが多い。中長期的には、一国の経済の成長率は、その経済が持つ供給能力に規定されるため、潜在成長率は供給能力の増加率と解釈される。潜在成長率は、その名が示す通り、客観的に観測できない「潜在」的な概念であるため、何らかの方法によって推計しなければならない。以下では、現在、日本銀行が用いている推計方法と、それにより推計された潜在成長率をみるうえでの留意点について、説明する。

1. 潜在成長率の推計方法

日本銀行では、他の中央銀行と同様に、「生産関数アプローチ」と呼ばれる手法を用いて、潜在成長率を推計している²⁶。すなわち、まず国内総生産（GDP）が、資本や労働といった生産要素と、そうした生産要素以外の要因である全要素生産性によって生み出されていると想定する。その関係は、コブ・ダグラス型の生産関数で表すことが一般的になっている²⁷。そのうえで、各生産要素の潜在的な投入量に見合う国内総生産の成長率を、潜在成長率とみなす。具体的には、以下のように推計している。

ステップ1：資本ストックの測定（BOX 4 図表(1)）

日本産業生産性データベースに掲載されている資本ストックのデータを使用している。当該資本ストックは、技術の陳腐化などによる資本ストックの陳腐化を考慮に入れて測定されており、潜在成長率を推計する上で望ましいデータである。

ステップ2：潜在労働投入量の測定（BOX 4 図表(2)(3)(4)）

潜在労働投入量は、潜在就業者数と、その就業者が潜在的に働ける労働時間（潜在労働時間）に規定される。このうち、潜在就業者数については、まず、男女別・年齢層別に労働力率のトレンドを推計し²⁸、それらを各層の人口で加重平均して、マクロの労働力率のトレンドを算出する。これに潜在就業率（ $= 1 - \text{構造失業率}$ ）と15歳以上人口を掛け合わせて、潜在就業者数とす

²⁶ より詳細な推計方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）を参照。

²⁷ $Y = (1 - \alpha)K + \alpha L + TFP$ 。ただし、 Y は国内総生産、 K は資本投入量、 L は労働投入量、 TFP は全要素生産性を表す（いずれも対数表示）。定数 α は労働分配率、 $1 - \alpha$ は資本分配率を表す。実際の潜在成長率の推計では、労働分配率 α は過去の平均値を用いることが多い。

²⁸ 労働力率のトレンドを推計する際には、HPフィルターを用いている。

る²⁹。次に、潜在労働時間については、所定内労働時間と所定外労働時間のトレンドを、一般労働者、パート労働者別に求めたうえで、加重平均して推計している³⁰。

ステップ3：全要素生産性の測定（BOX 4 図表(5)）

実際に生産活動に用いられた資本投入量と労働投入量を資本分配率と労働分配率で加重平均し、それを実際の国内総生産から差し引くことで全要素生産性を算出する。ただし、このように計算された全要素生産性は、GDP統計の毎四半期の振れも含んでしまっているため、HPフィルターでスムージングを行っている。

ステップ4：潜在成長率の計算

ステップ1で得られた資本ストックの伸び率とステップ2で得られた潜在労働投入量の伸び率を資本分配率と労働分配率で加重平均し、さらにスムージング化された全要素生産性の伸び率を加えることで、潜在成長率を算出している。

2. 潜在成長率に関する留意点

第一に、潜在成長率は、各種統計を用いて特定の方法によって推計するため、用いる統計や推計方法によって、異なる推計結果が得られる可能性がある³¹。例えば、もっとも簡便な潜在成長率の推計方法として、国内総生産をHPフィルターによってスムージングする方法があるが、こうして得られた潜在成長率は、必ずしも生産関数アプローチによって求められた潜在成長率と一致するわけではない（BOX 4 図表(6)）。

第二に、潜在成長率は、中長期的に持続可能な経済成長率であるが、短期的な景気変動にも影響を受ける可能性がある。例えば、景気悪化により設備投資が減少した場合、資本ストックの伸び率は低下する。また、同じく景気悪化に伴い労働需給のミスマッチが拡大すれば、潜在的な就業者数も低下する。さらに、全要素生産性についても、中長期的な技術進歩率だけではなく、短期的な景気変動の影響を受ける可能性がある。いずれについても、景気が悪

²⁹ 構造失業率は、失業率と欠員率の関係に基づき推計している。

³⁰ 所定内労働時間のトレンドの推計方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）公表時以降のデータの蓄積を踏まえ、若干の変更を加えた。具体的には、パート労働者の所定内労働時間のトレンドが、従来の横ばいから近年は右下がりに変化したことを推計に反映させている。

³¹ 潜在成長率の推計方法とその不確実性については、日銀レビュー「潜在成長率の各種推計法と留意点」（2009年9月）や「経済・物価情勢の展望（2009年4月）」BOX 2「潜在成長率や需給ギャップの計測を巡る不確実性」を参照。

化した場合、短期的に潜在成長率を押し下げる要因となる。実際、1990年代後半から2000年代初めにかけての局面や、最近の局面では、潜在成長率の循環的な低下がみられる（図表40(2)）。

第三に、最も重要な点として、潜在成長率の推計値を決定づける諸変数——資本ストック、労働力率のトレンド、構造失業率、労働時間のトレンド、全要素生産性——は、いずれもその時点における直近の値を正確に認識することが難しい。したがって、今後データが蓄積されて数年後に改めて推計し直すと、直近の潜在成長率はかなり異なる値になる可能性がある。これは常にあてはまる留意点であるが、リーマン・ショックにより経済が大幅に変動した現在のような局面では、上記各変数をリアルタイムで正確に把握することは、とくに難しい。また、そもそもGDPなどの基礎データが事後的にかなり改定されることもあり、その場合は当然、潜在成長率も事後的にかなり変化する。これらを踏まえると、とくに現局面における潜在成長率の推計値は、大きな幅を持ってしておく必要がある。

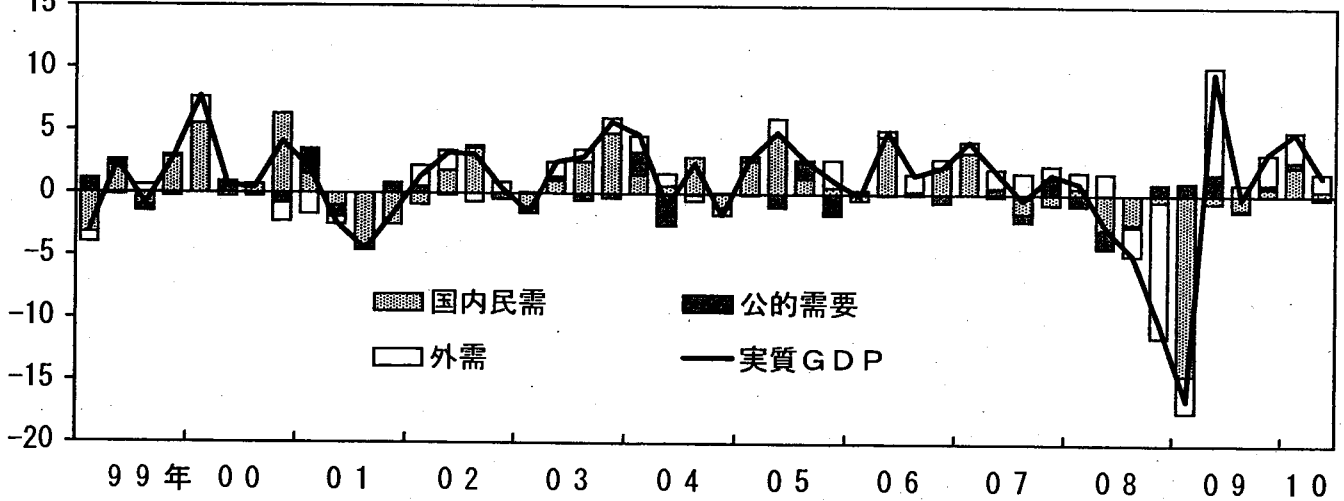
経済・物価情勢の展望（2010年10月） 参考計表

- | | |
|-------------------------|-------------------------|
| (図表 1) 実質GDPと景気動向指数 | (図表 36) 労働分配率 |
| (図表 2) 輸出入 | (図表 37) 可処分所得と消費性向 |
| (図表 3) 企業収益と設備投資 | (図表 38) 販売価格と仕入価格 |
| (図表 4) 雇用者所得 | (図表 39) 家計調査の購入単価と消費者物価 |
| (図表 5) 個人消費 | (図表 40) 需給ギャップと潜在成長率 |
| (図表 6) 住宅投資 | (図表 41) 賃金と物価 |
| (図表 7) 鉱工業生産 | (図表 42) 物価の先行きに対する見方 |
| (図表 8) 全産業活動指数 | (図表 43) 商品市況 |
| (図表 9) 生産要素の稼働状況 | (図表 44) 需給ギャップとインフレ率 |
| (図表 10) 企業物価 | (BOX 1 図表) |
| (図表 11) 消費者物価 (1) | 主要国の消費者物価と賃金 |
| (図表 12) 消費者物価 (2) | (BOX 2 図表) |
| (図表 13) 主要国金融市場の信用スプレッド | 名目実効為替レートの変化 |
| (図表 14) ソブリン・リスク・プレミアム | (BOX 3 図表) |
| (図表 15) 政策金利 | 主要国中銀の資産規模 |
| (図表 16) 短期金利 | (BOX 4 図表) |
| (図表 17) 長期金利 | 潜在成長率の推計 |
| (図表 18) 株価 | (参考図表) 地域別の景気の総括判断 |
| (図表 19) 為替相場 | (地域経済報告) |
| (図表 20) CP市場 | |
| (図表 21) 社債市場 | |
| (図表 22) 貸出・マネーストック | |
| (図表 23) 金利水準と実体経済 | |
| (図表 24) 企業金融 | |
| (図表 25) 地価 | |
| (図表 26) 貯蓄投資バランス | |
| (図表 27) 地域別輸出 | |
| (図表 28) 海外経済 | |
| (図表 29) ITサイクル | |
| (図表 30) 企業収益 | |
| (図表 31) 設備投資計画 | |
| (図表 32) 資本ストック循環 | |
| (図表 33) キャッシュ・フローと設備投資 | |
| (図表 34) 海外現地生産 | |
| (図表 35) 労働生産性のトレンドと失業率 | |

実質GDPと景気動向指数

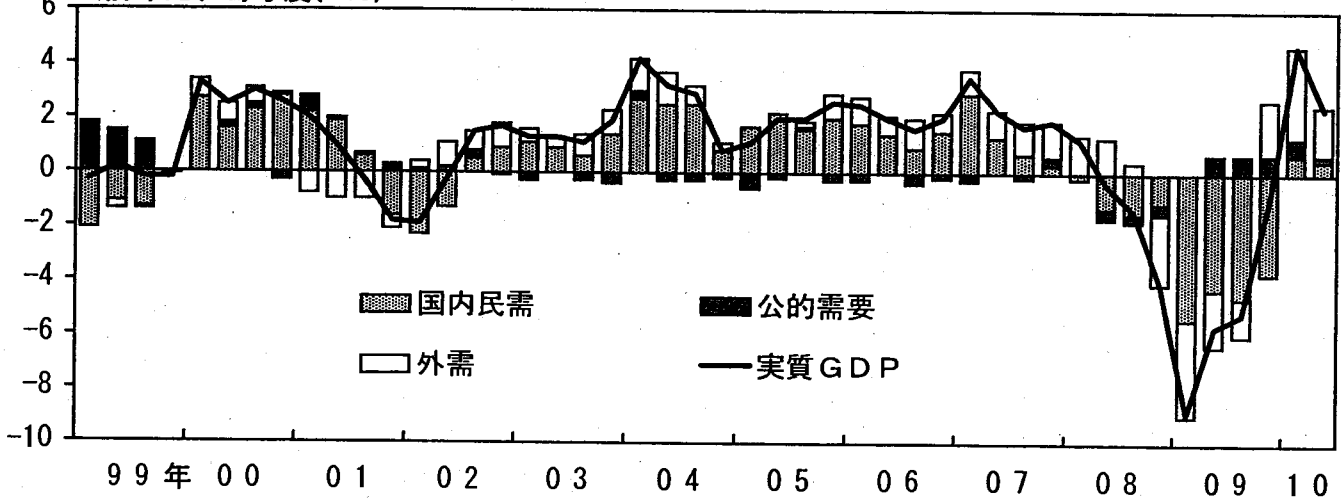
(1) 実質GDP (前期比)

(季調済前期比年率、寄与度、%)



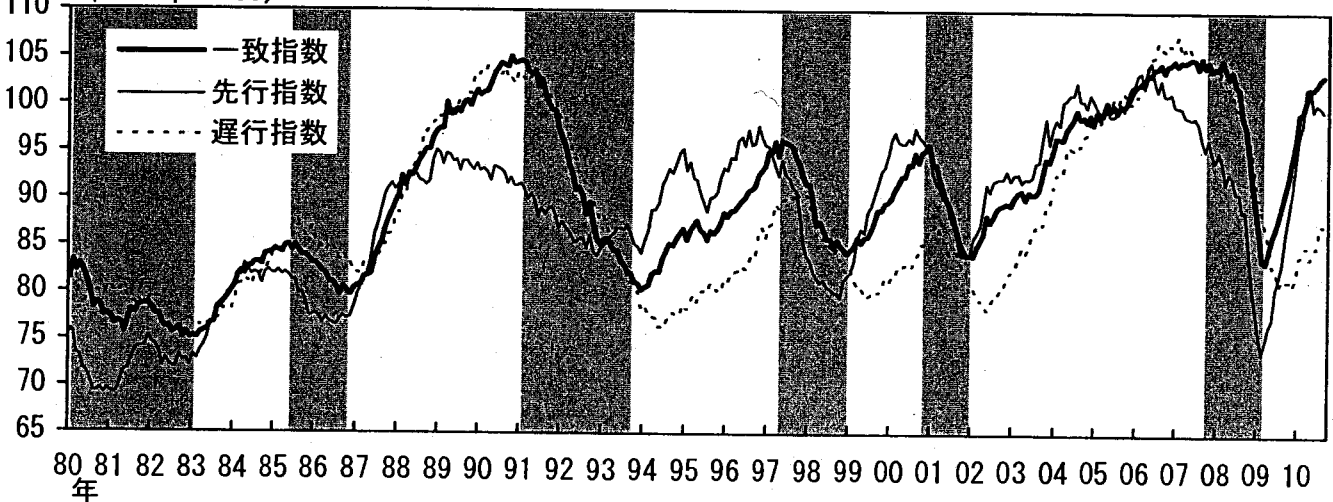
(2) 実質GDP (前年比)

(前年比、寄与度、%)



(3) 景気動向指数 (C I)

(2005年=100)



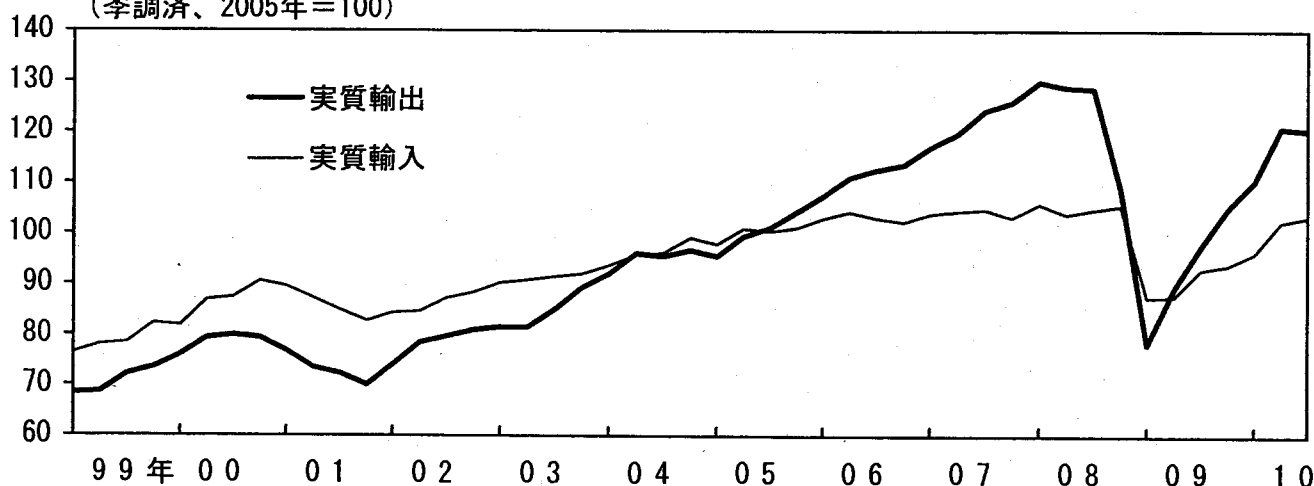
(注) シャド一部分は景気後退局面。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

輸出入

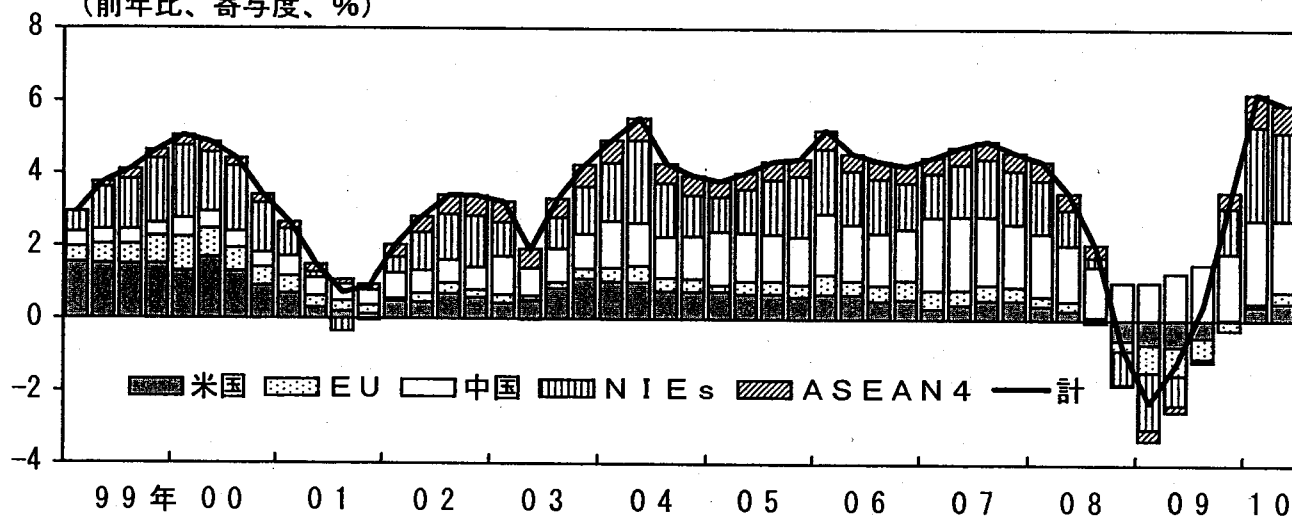
(1) 実質輸出入

(季調済、2005年=100)



(2) 主要貿易相手国の経済成長率

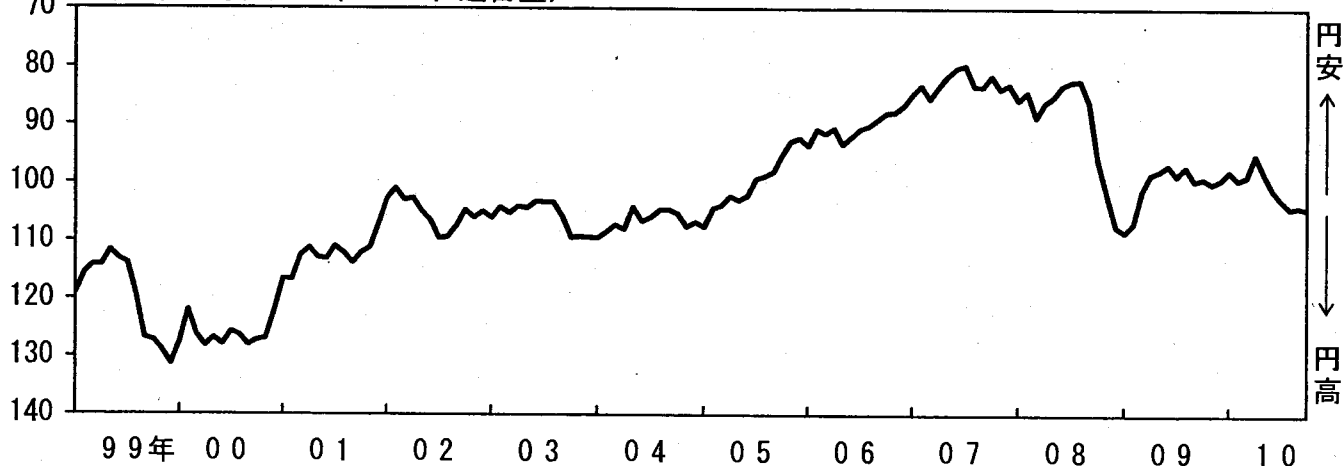
(前年比、寄与度、%)



(注) 主要貿易相手国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの。

(3) 円の実質実効為替レート

(月中平均、2005年=100、逆目盛)

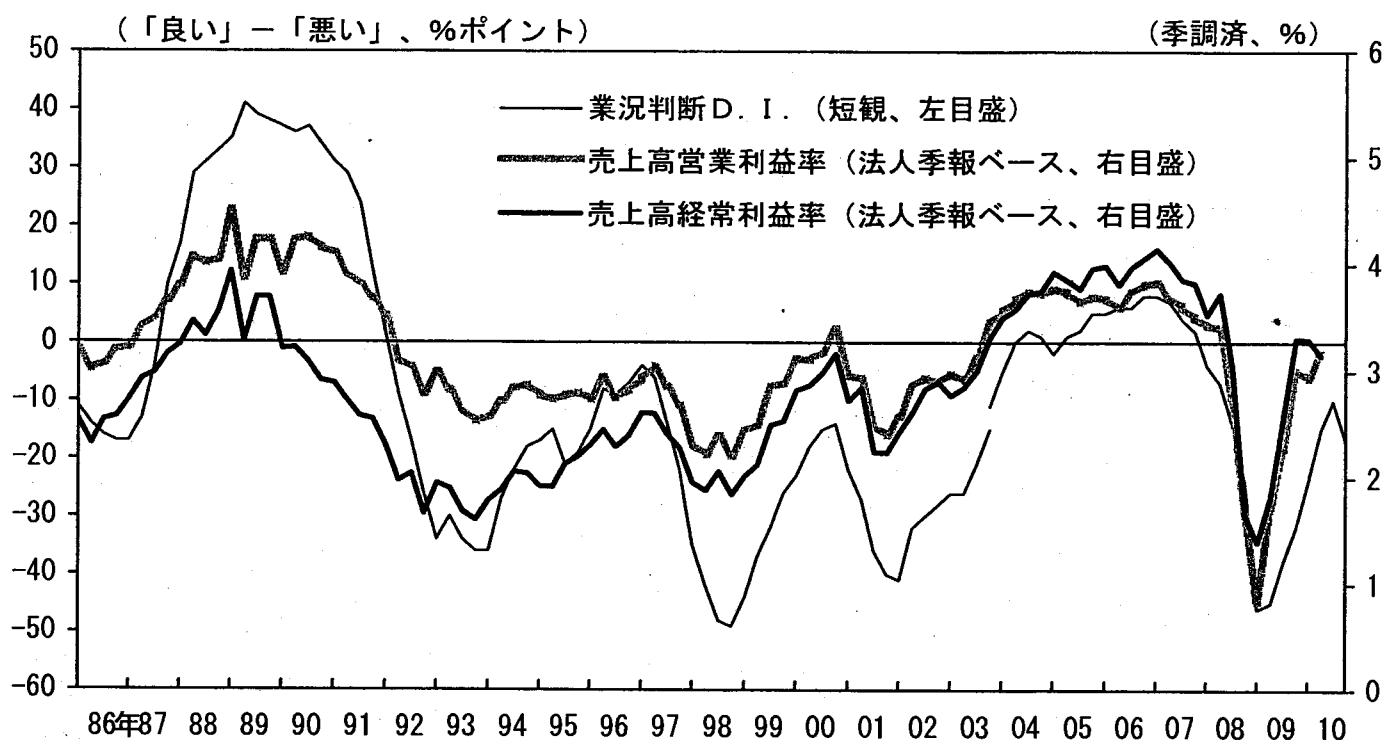


(注) BISのブロードベース。なお、2010年10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

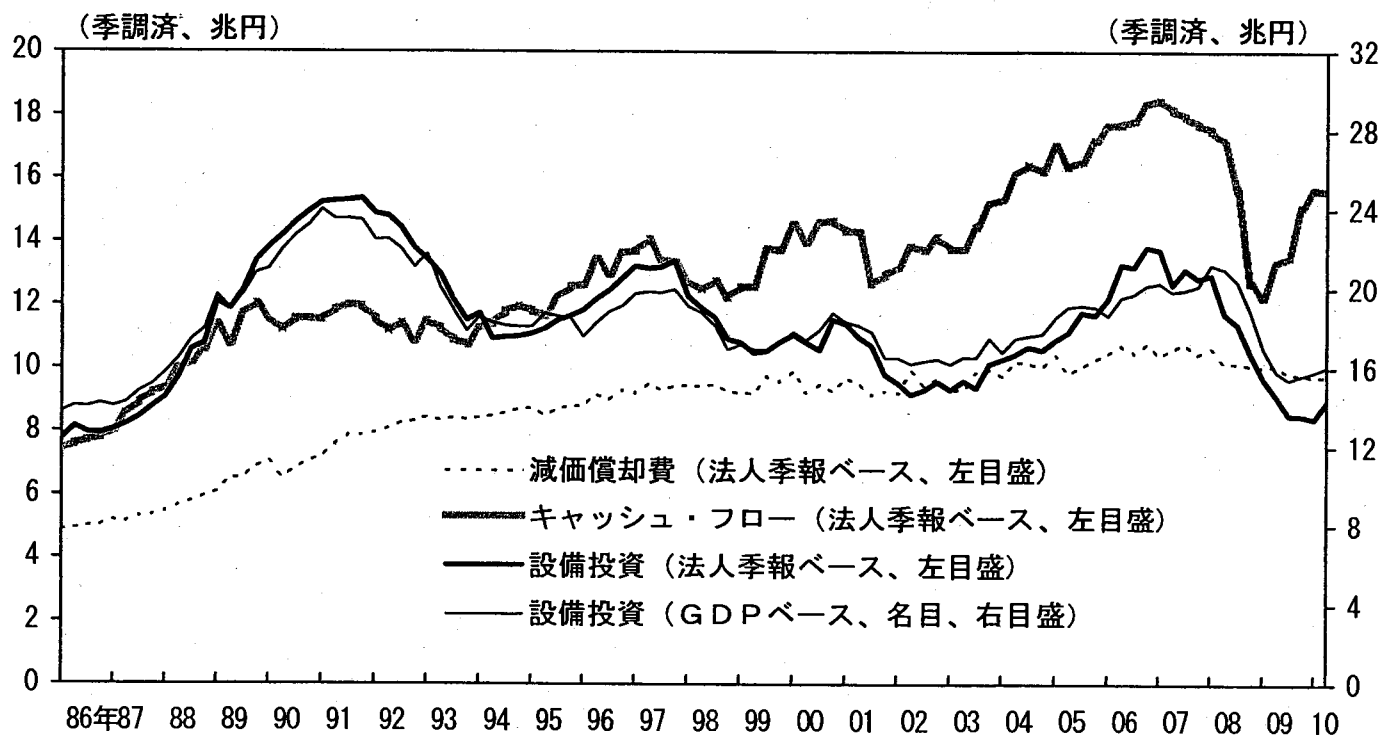
(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、BIS、CEIC

企業収益と設備投資

(1) 企業収益



(2) 設備投資



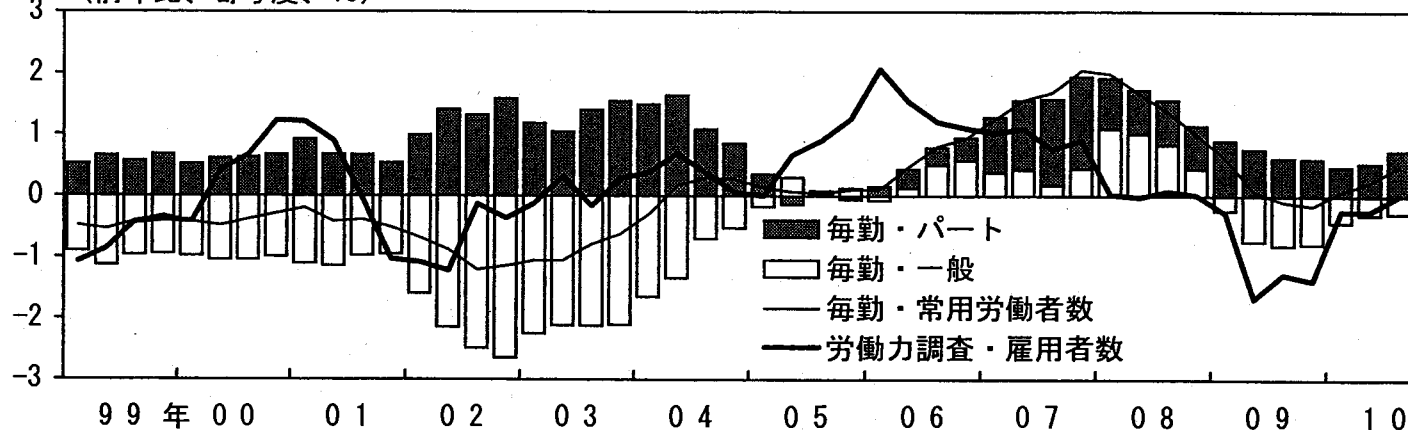
- (注) 1. 法人季報の計数は、全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
 2. 短観の計数は、全産業全規模合計。2010/4Qは、2010/9月調査時点の企業の予測値。
 3. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
 4. $\text{キャッシュ・フロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} / 2$

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

雇用者所得

(1) 雇用者数

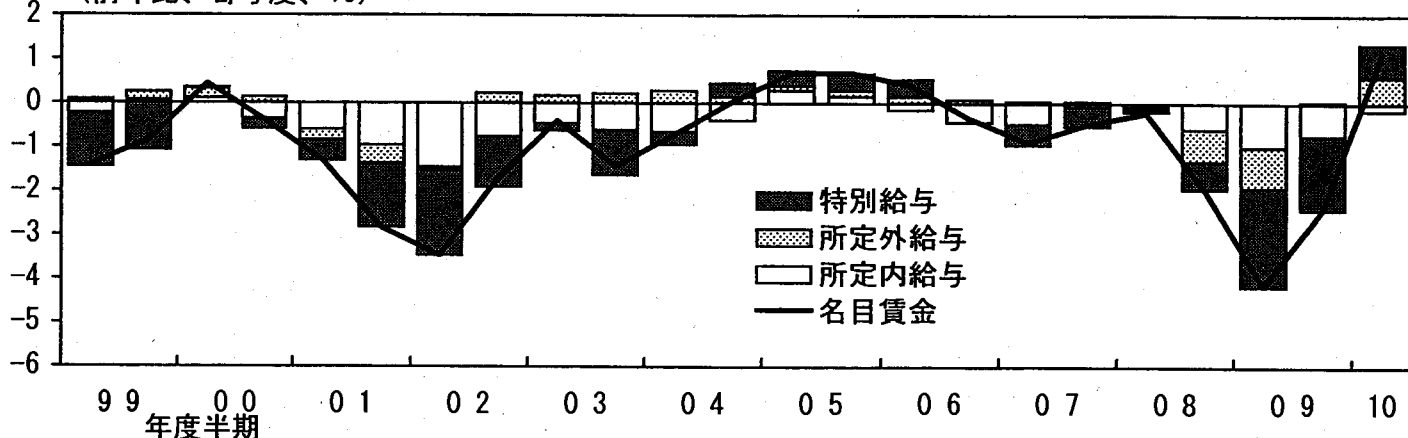
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 毎月勤労統計(「毎勤」)の計数は、事業所規模5人以上(下のいずれの図表も同じ)。
2. 2010/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 名目賃金

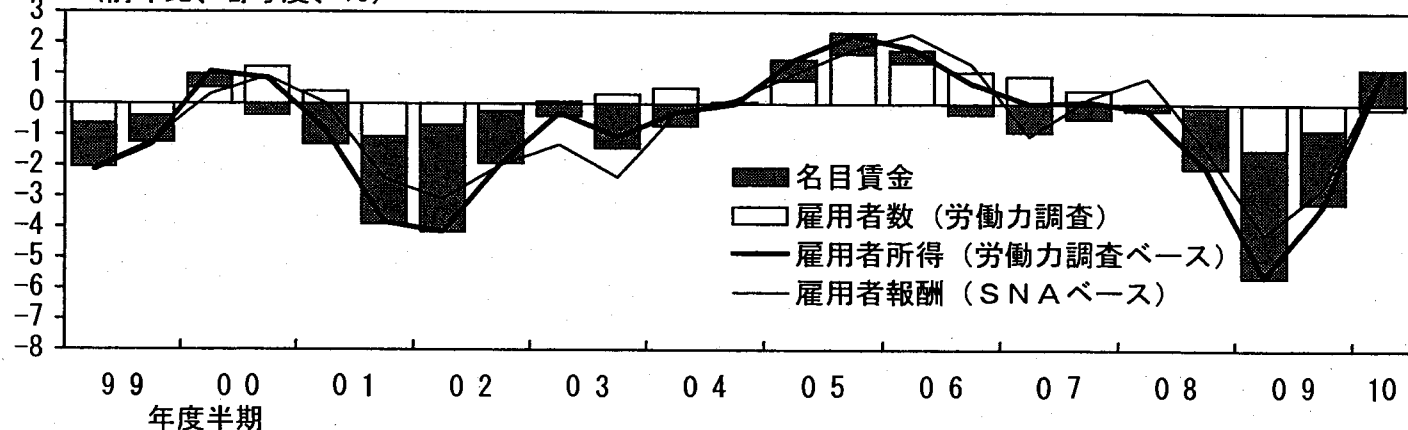
(前年比、寄与度、%)



(注) 2010年度上半期は、2010/4~8月の前年同期比。

(3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



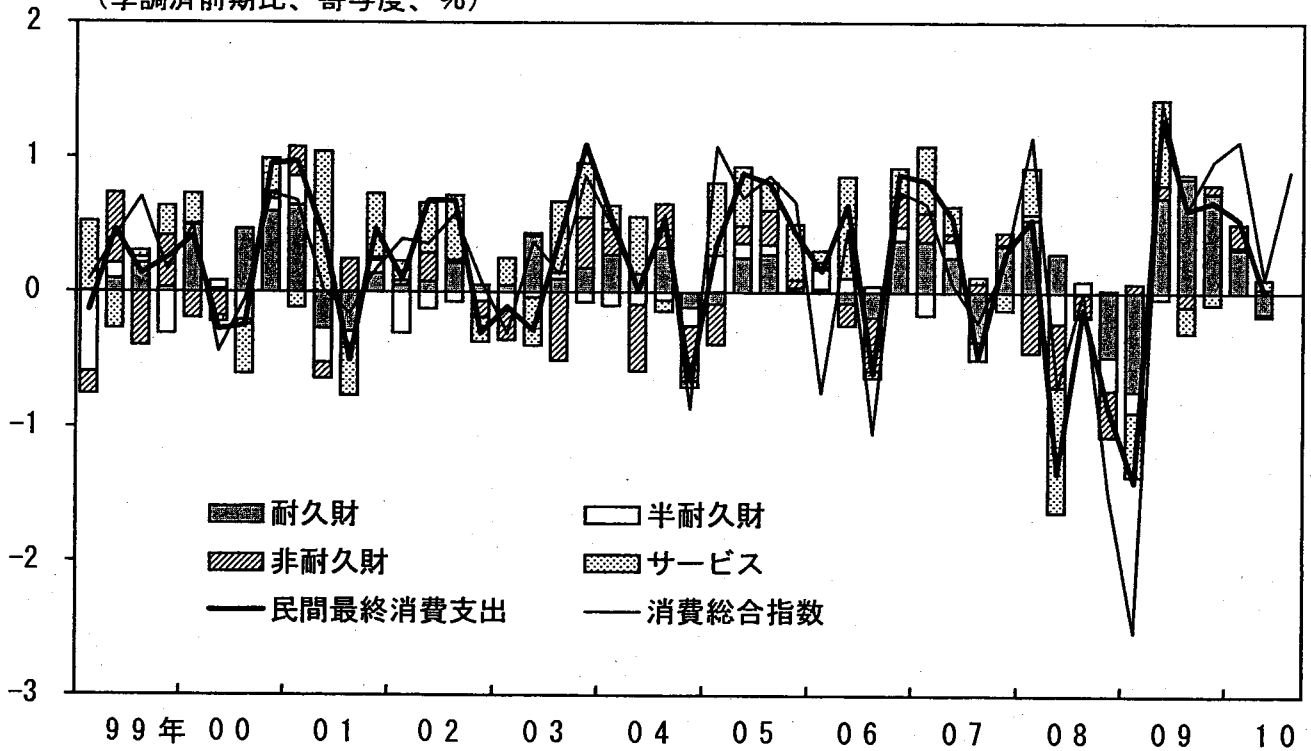
(注) 1. 2010年度上半期の雇用者報酬(SNAベース)は2010/2Qの値、それ以外は4~8月の前年同期比。
2. 雇用者所得(労働力調査ベース)は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、内閣府「国民経済計算」

個人消費

(1) GDPベース・形態別消費 (実質)

(季調済前期比、寄与度、%)

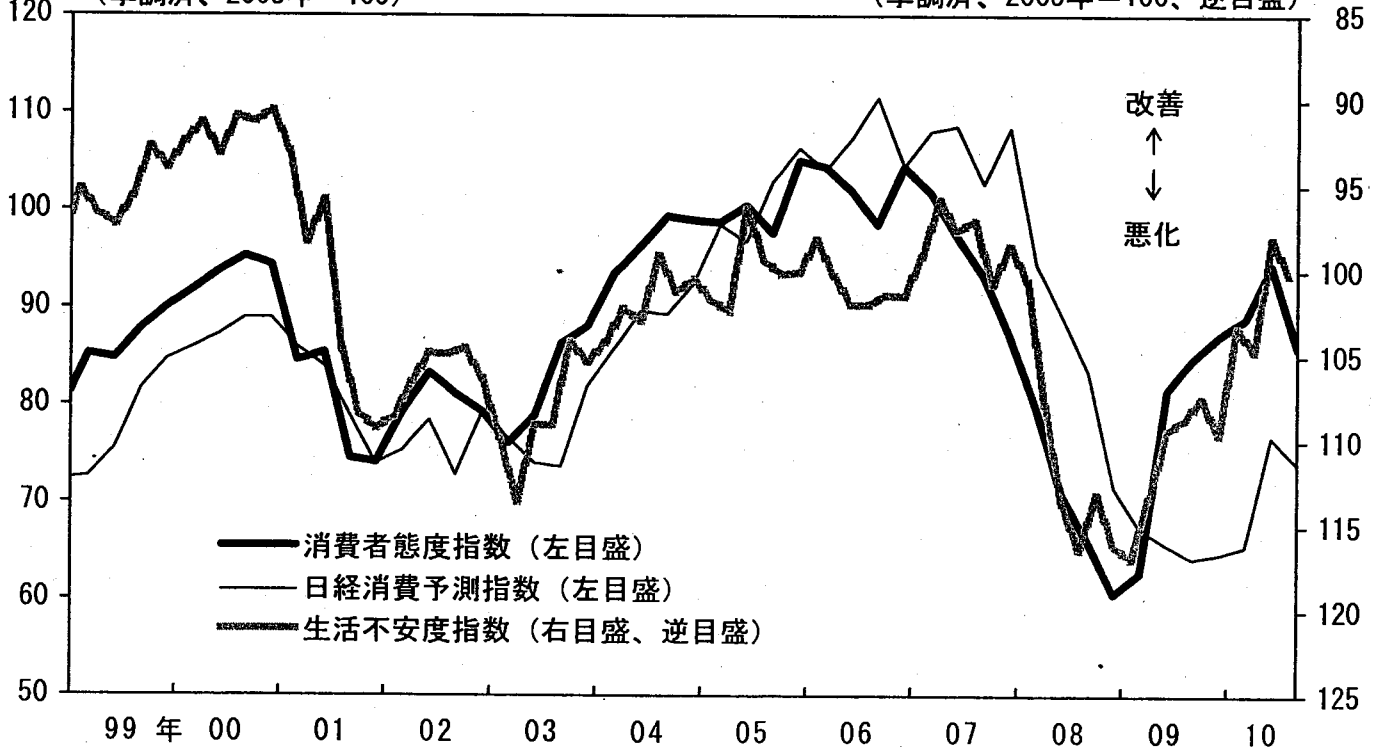


(注) 消費総合指数の2010/3Qは、7~8月の4~6月対比。

(2) 消費者コンフィデンス指標

(季調済、2005年=100)

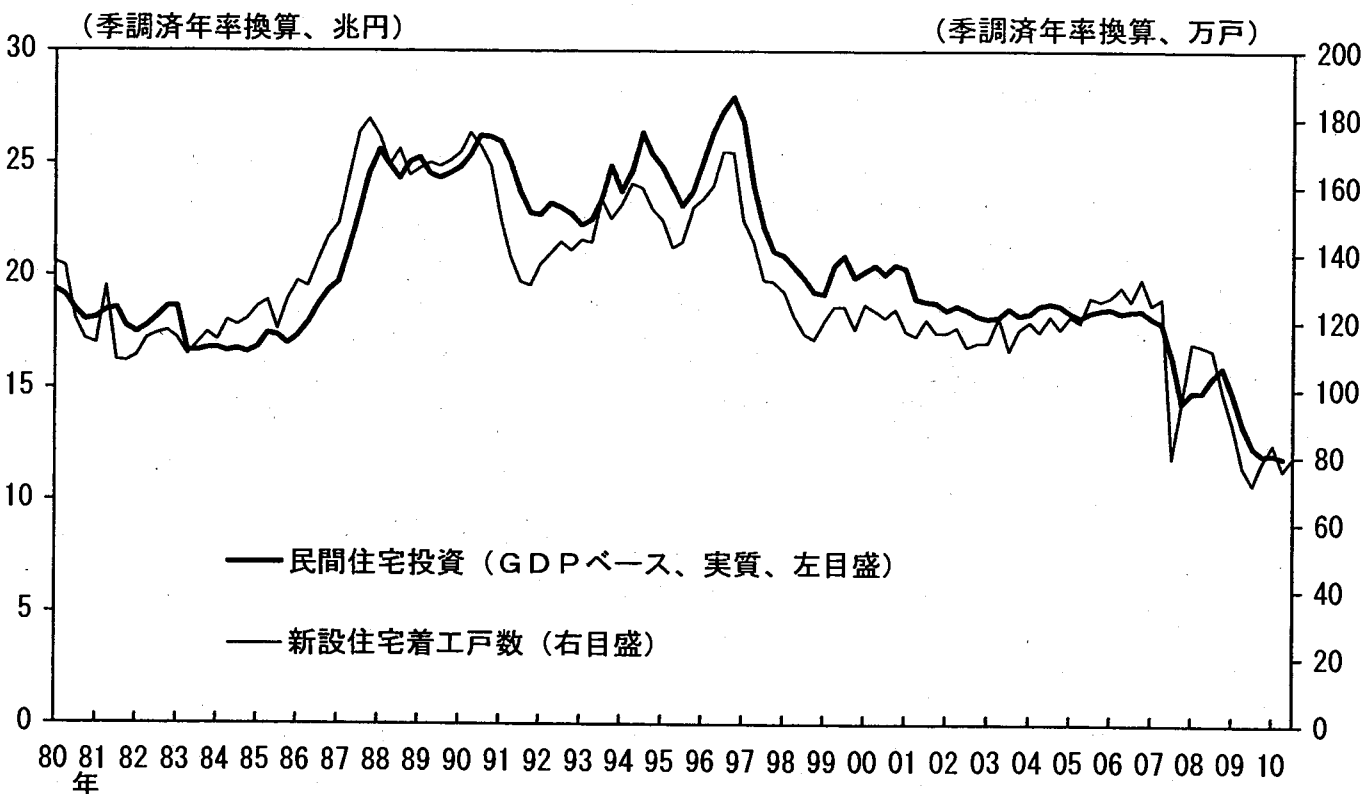
(季調済、2005年=100、逆目盛)



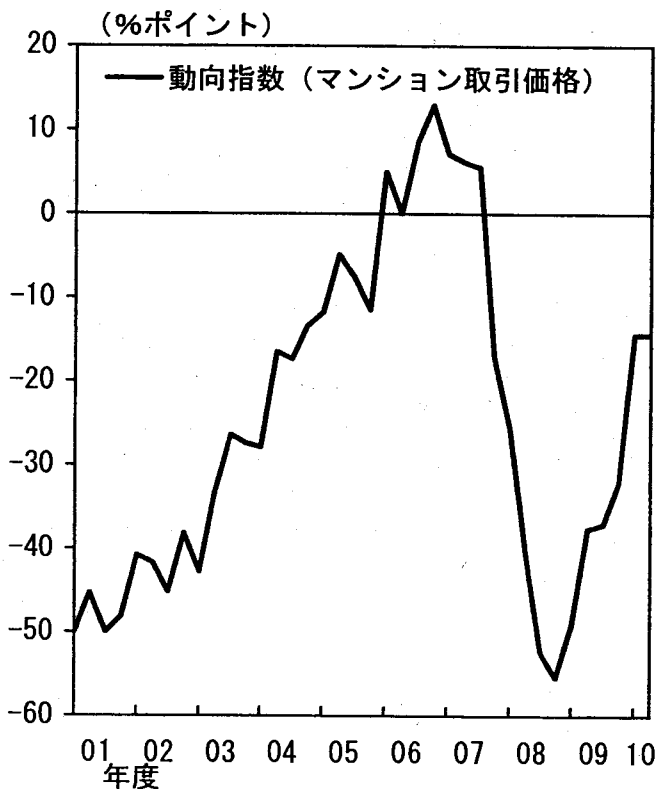
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」、
日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

住宅投資

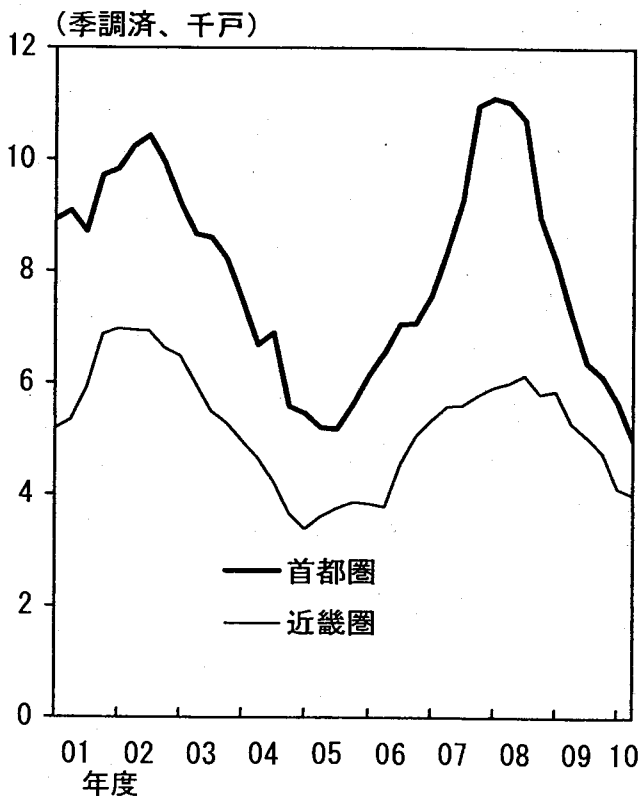
(1) 新設住宅着工戸数と住宅投資



(2) 不動産業業況等調査



(3) マンション在庫戸数



(注) 1. 新設住宅着工戸数の2010/3Qは、7~8月の値。

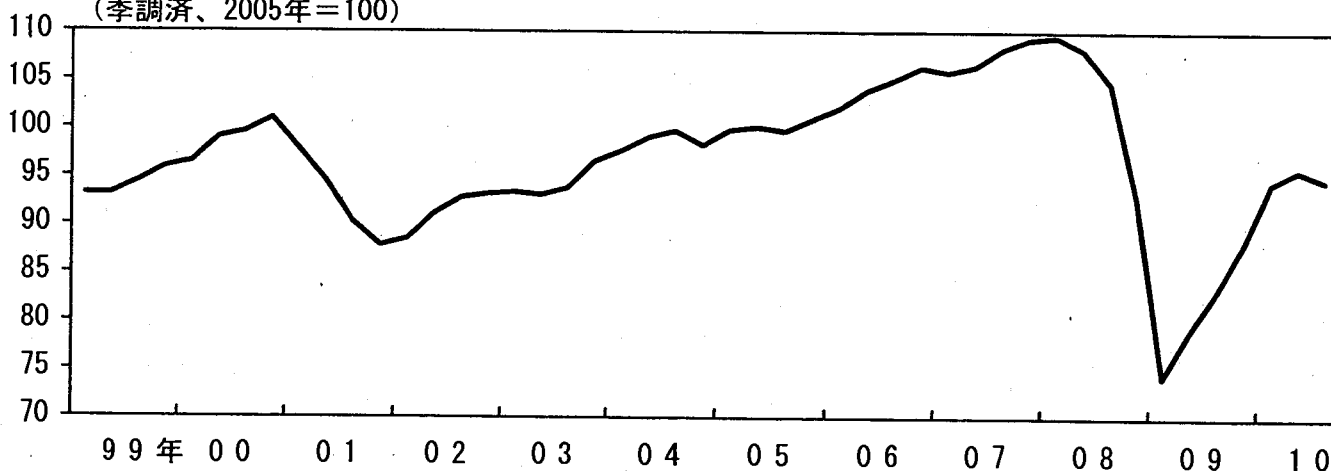
2. 動向指数 (マンション取引価格) = [(上昇したとする回答数 × 2 + やや上昇したとする回答数) - (やや下落したとする回答数 + 下落したとする回答数 × 2)] ÷ 2 ÷ 全回答数 × 100

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」、土地総合研究所、不動産経済研究所

鋳工業生産

(1) 鋳工業生産

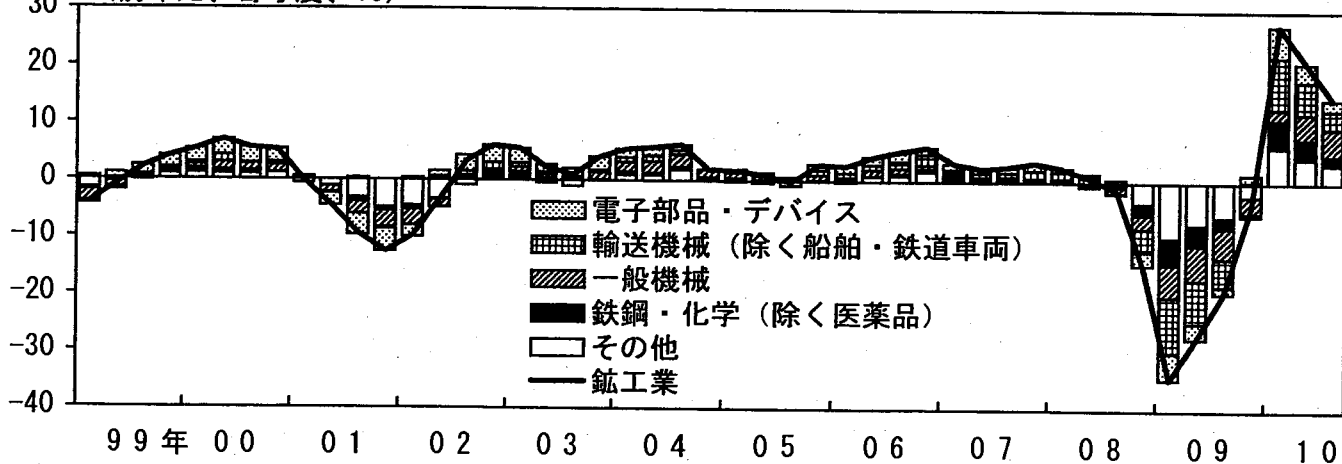
(季調済、2005年=100)



(注) 2010/3Qは、7~8月の値。

(2) 生産の業種別寄与度

(前年比、寄与度、%)

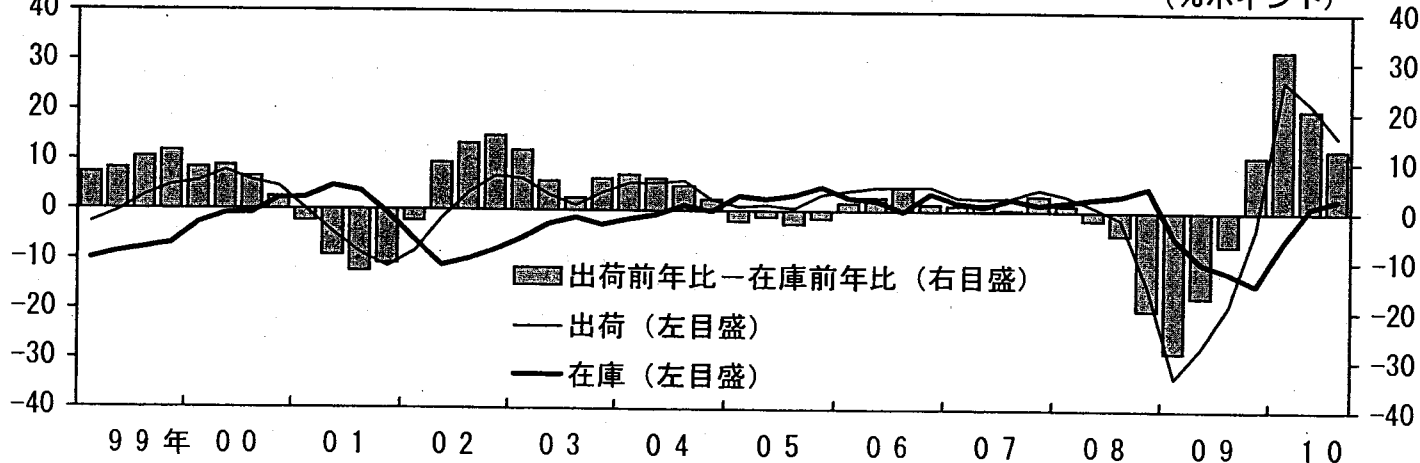


(注) 1. 2003年以前は、2000年基準の指数を用いて算出。
2. 2010/3Qは、7~8月の前年同期比。

(3) 出荷・在庫バランス (鋳工業)

(前年比、%)

(%ポイント)

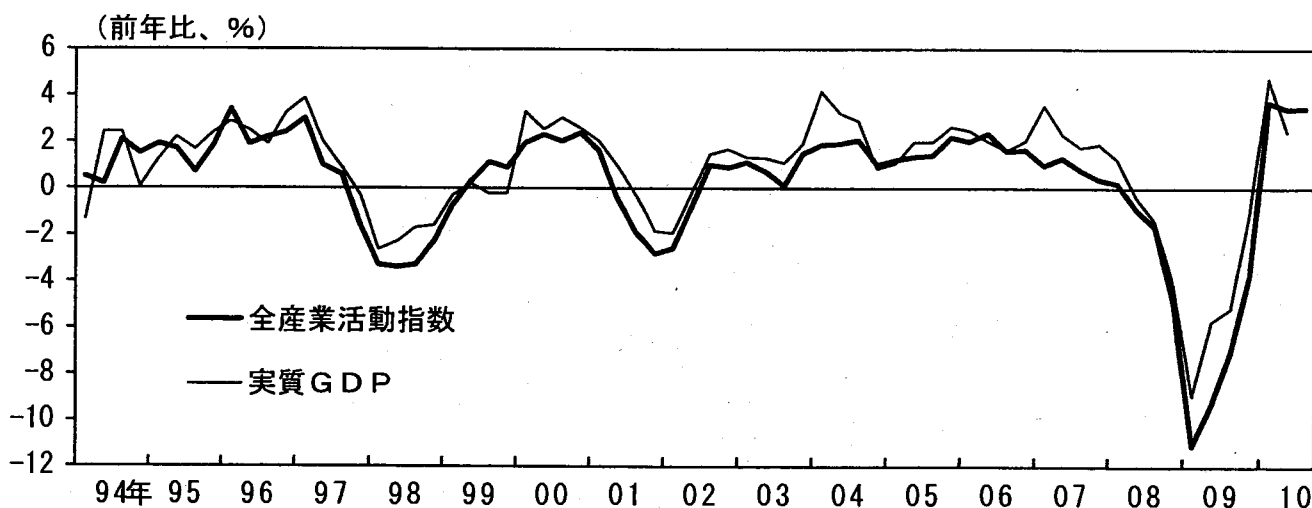


(注) 2010/3Qは、出荷は7~8月の前年同期比、在庫は8月の前年同月比。

(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

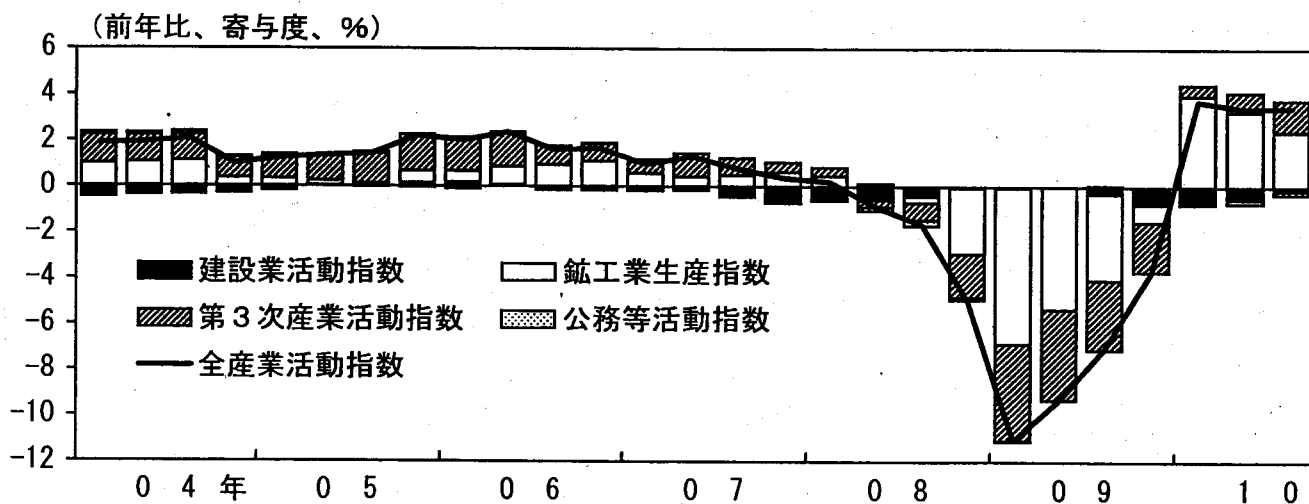
全産業活動指数

(1) 全産業活動指数と実質GDP

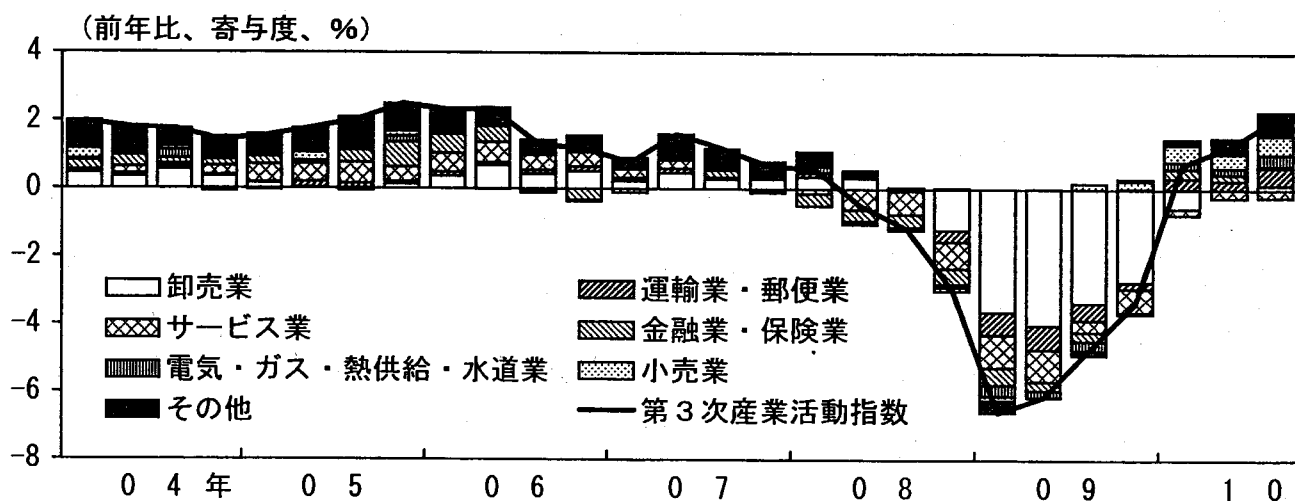


(注) 2010/3Qは、7~8月の前年同期比(下のいずれの図表も同じ)。

(2) 全産業活動指数の内訳



(3) 第3次産業活動指数の内訳

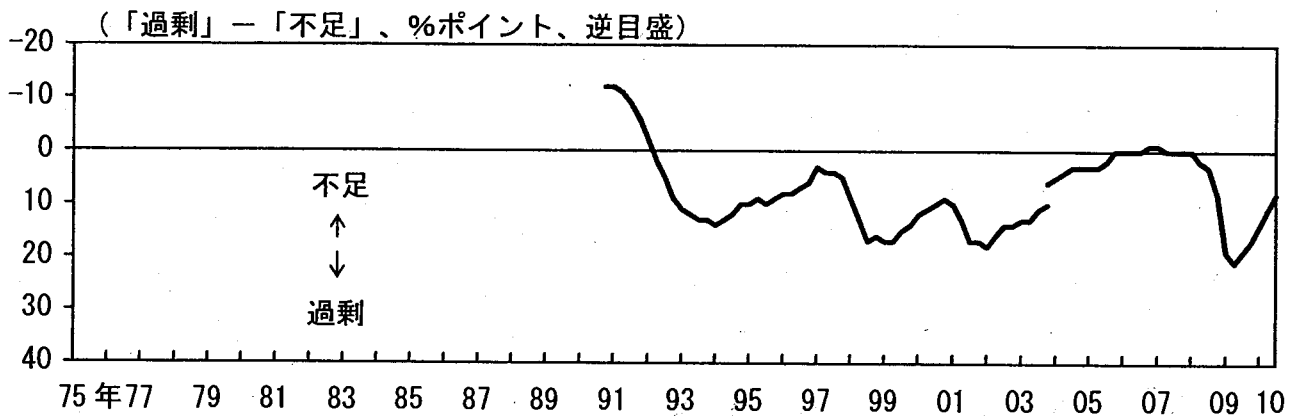


(注) サービス業は、学術研究・専門・技術サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、その他サービス業(公務等を除く)の合計。

(資料) 経済産業省「全産業活動指数」「第3次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」

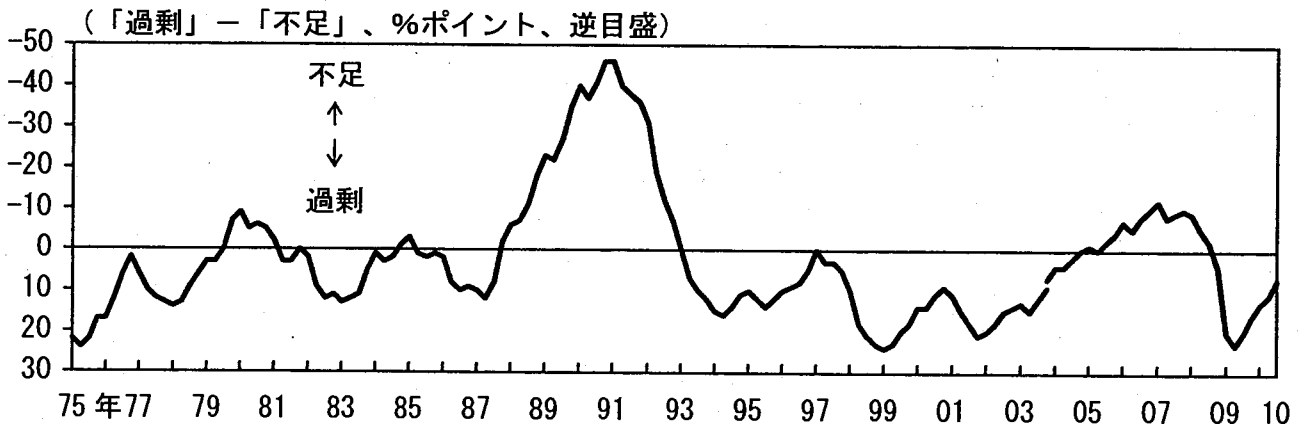
生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D. I.

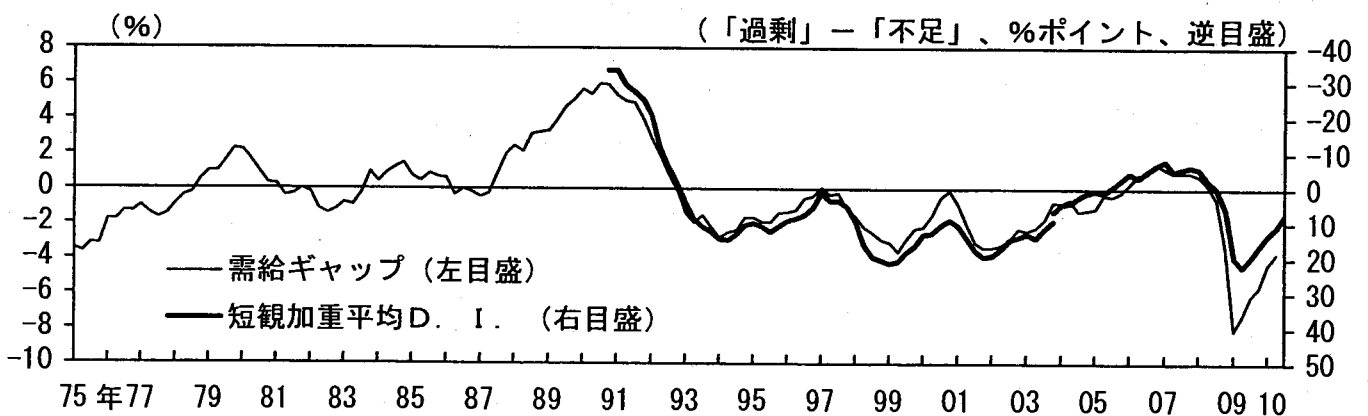


- (注) 1. 全産業全規模合計。
2. 短観は、2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
3. 上記1~2については、下のいずれの図表も同じ。

(2) 雇用人員判断D. I.



(3) 短観加重平均D. I. と需給ギャップ



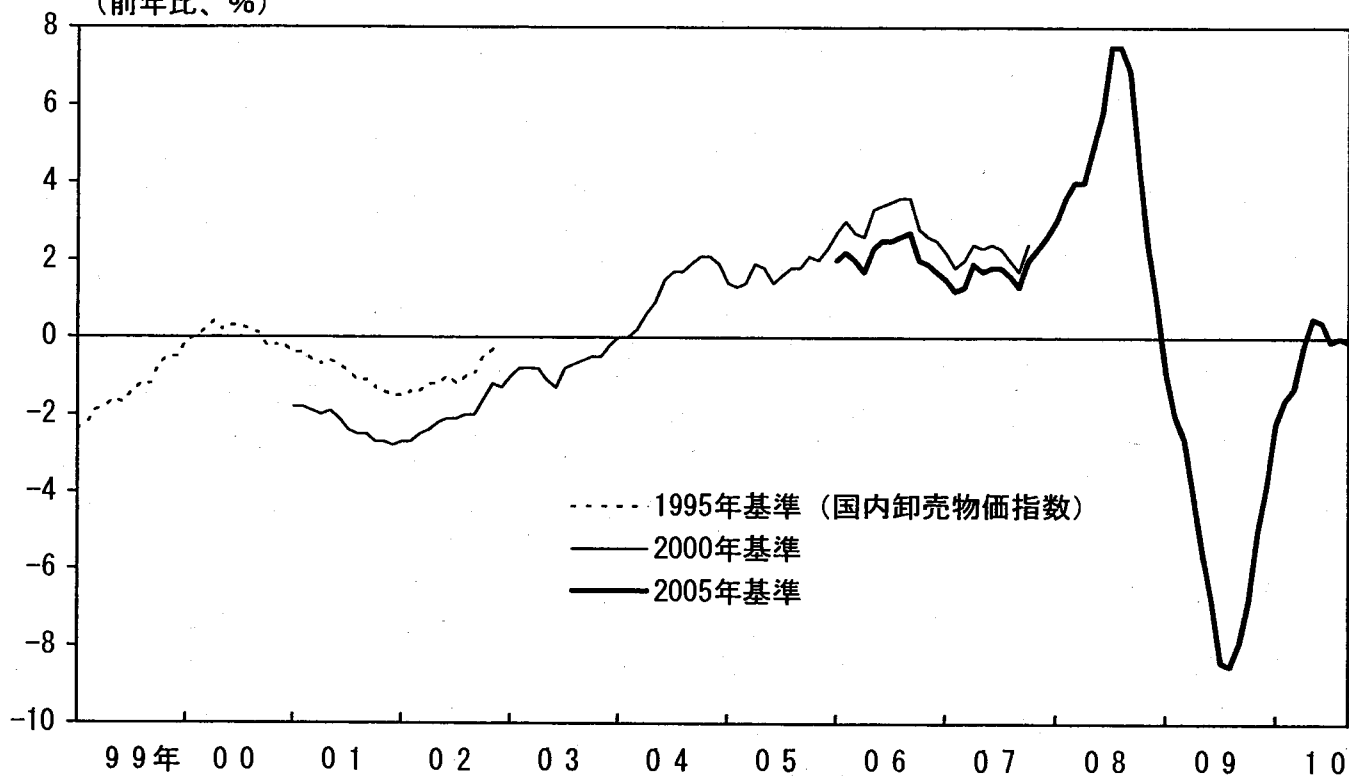
- (注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2008年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006/5月)を参照。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

企業物価

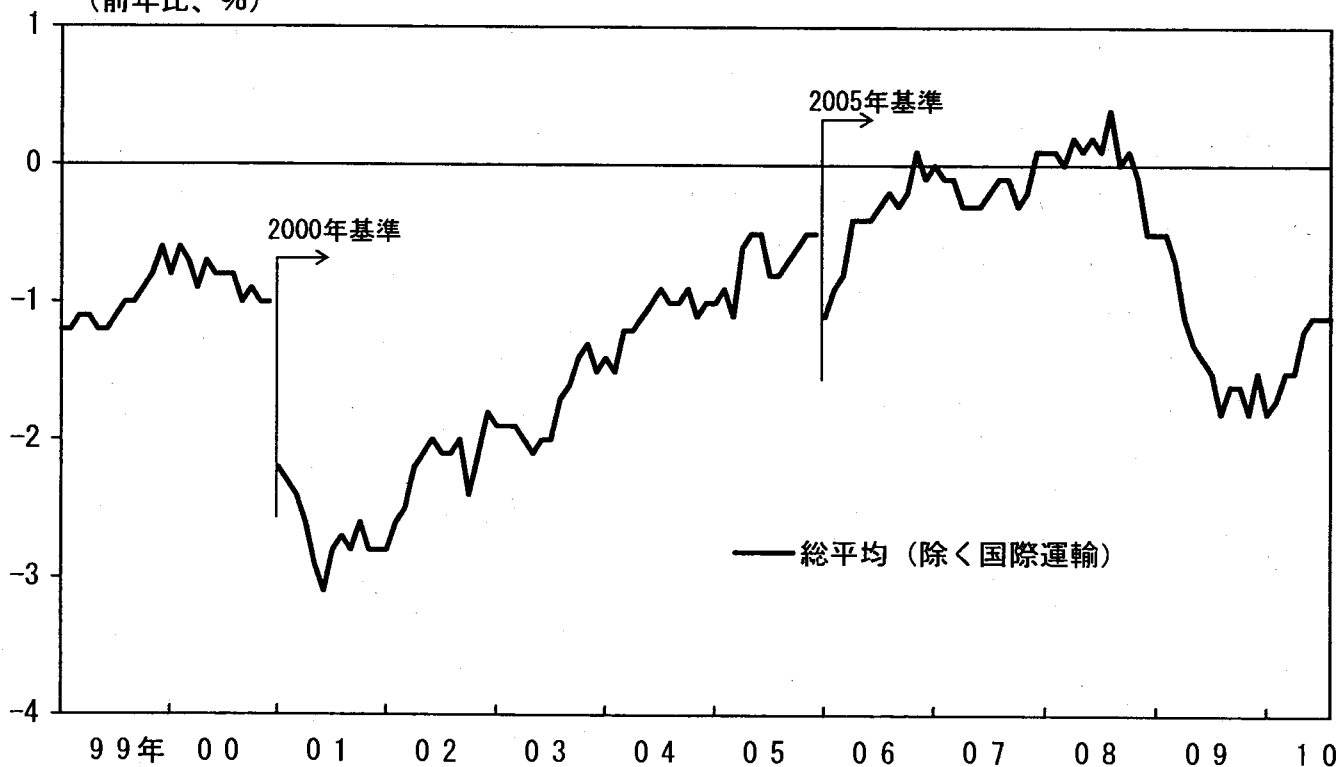
(1) 国内企業物価指数

(前年比、%)



(2) 企業向けサービス価格指数

(前年比、%)

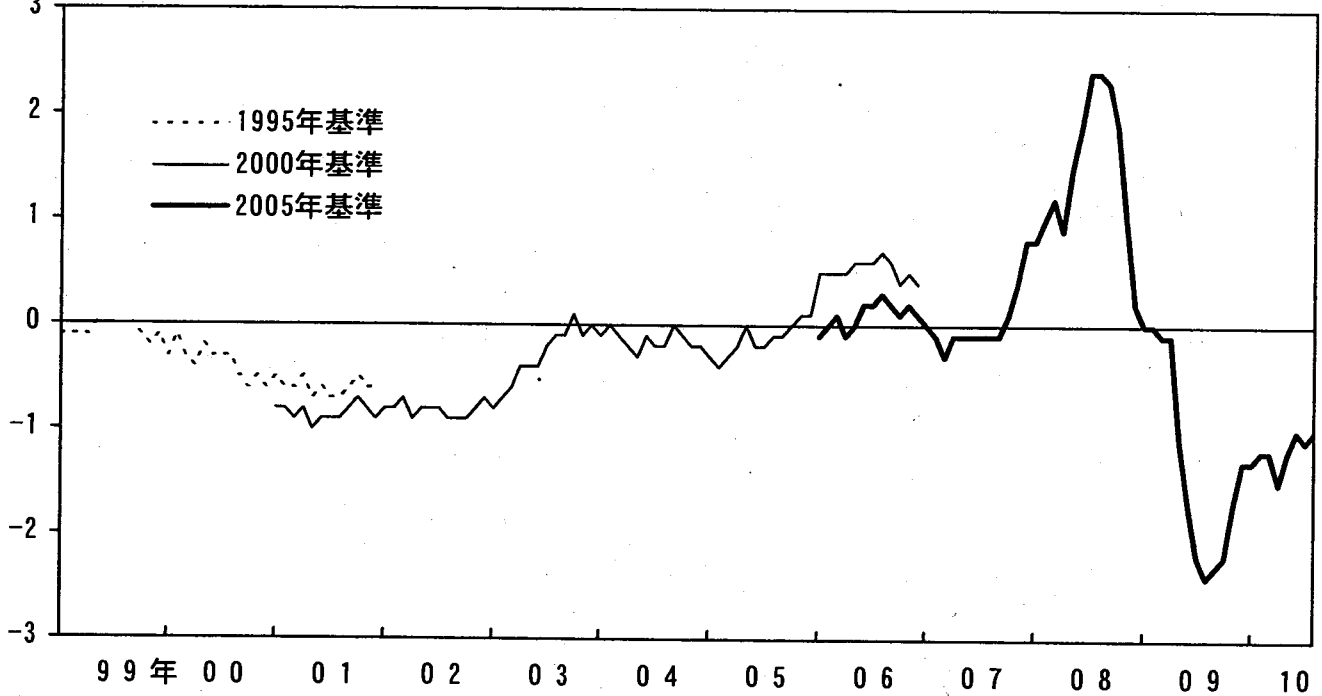


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価 (1)

(1) 消費者物価指数

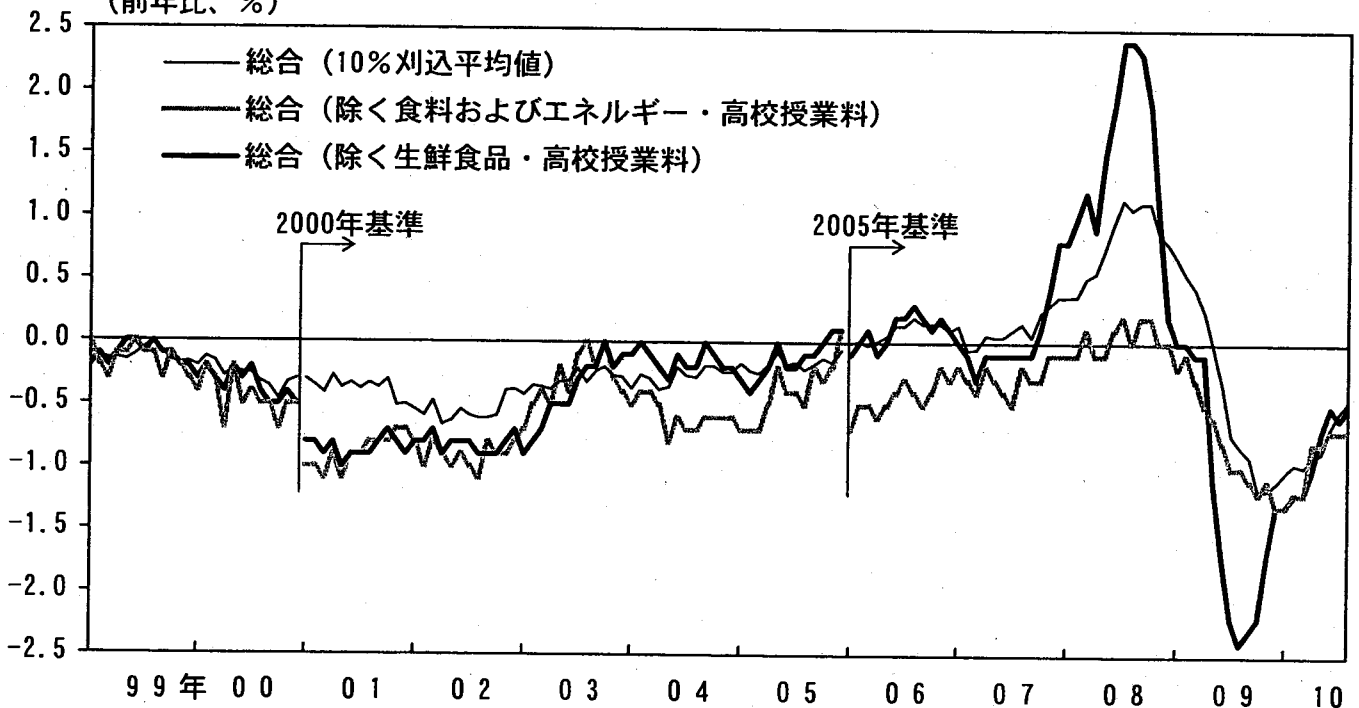
(前年比、%)



(注) 総合除く生鮮食品。

(2) 基調的な物価変動

(前年比、%)



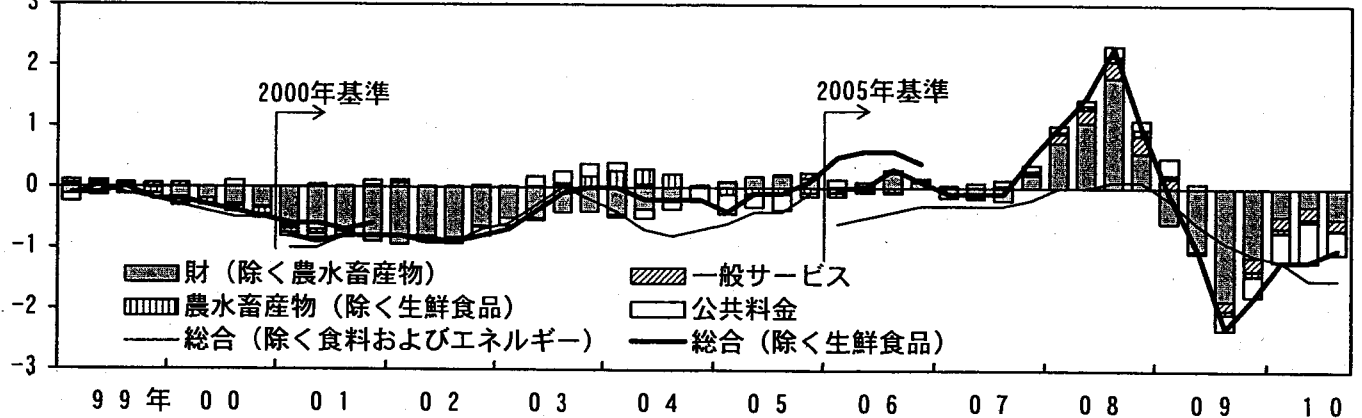
- (注) 1. 「食料」は「酒類」を除く。
2. 高校授業料は「公立高校授業料」および「私立高校授業料」からなる。
3. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目で新たに指数を作成して算出。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

消費者物価(2)

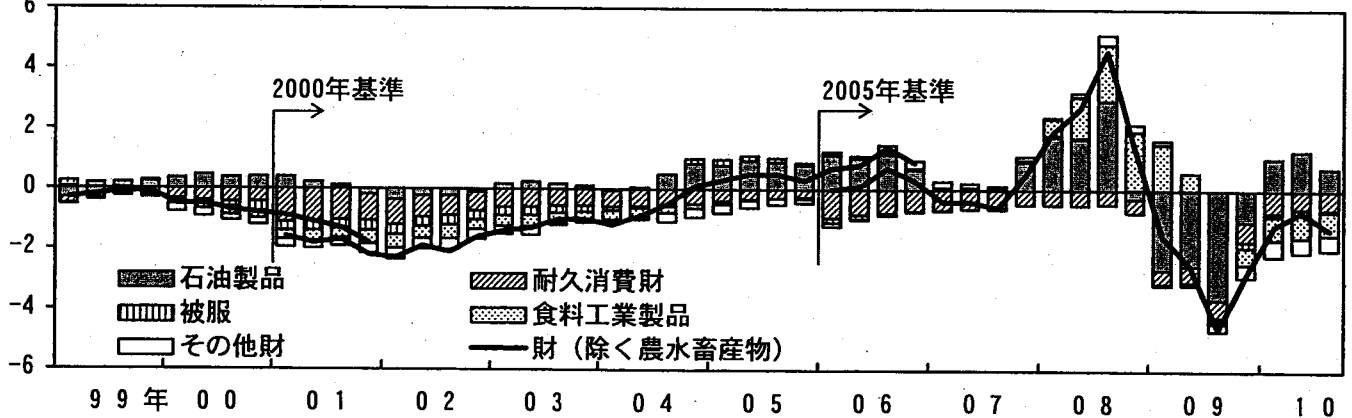
(1) 総合除く生鮮食品

(前年比、寄与度、%)



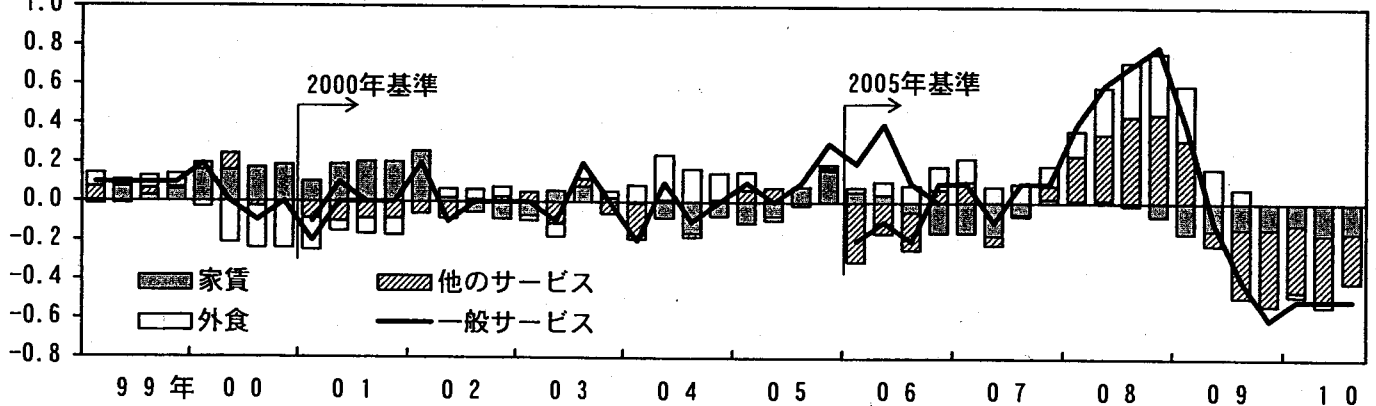
(2) 財除く農水畜産物の要因分解

(前年比、寄与度、%)



(3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。

ただし、以下の分類については、組み替えて定義している(「」内は総務省公表ベース)。

財=「財」-「電気・都市ガス・水道」

公共料金=「公共サービス」+「電気・都市ガス・水道」

被服=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」

家賃=「民営家賃」+「持家の帰属家賃」

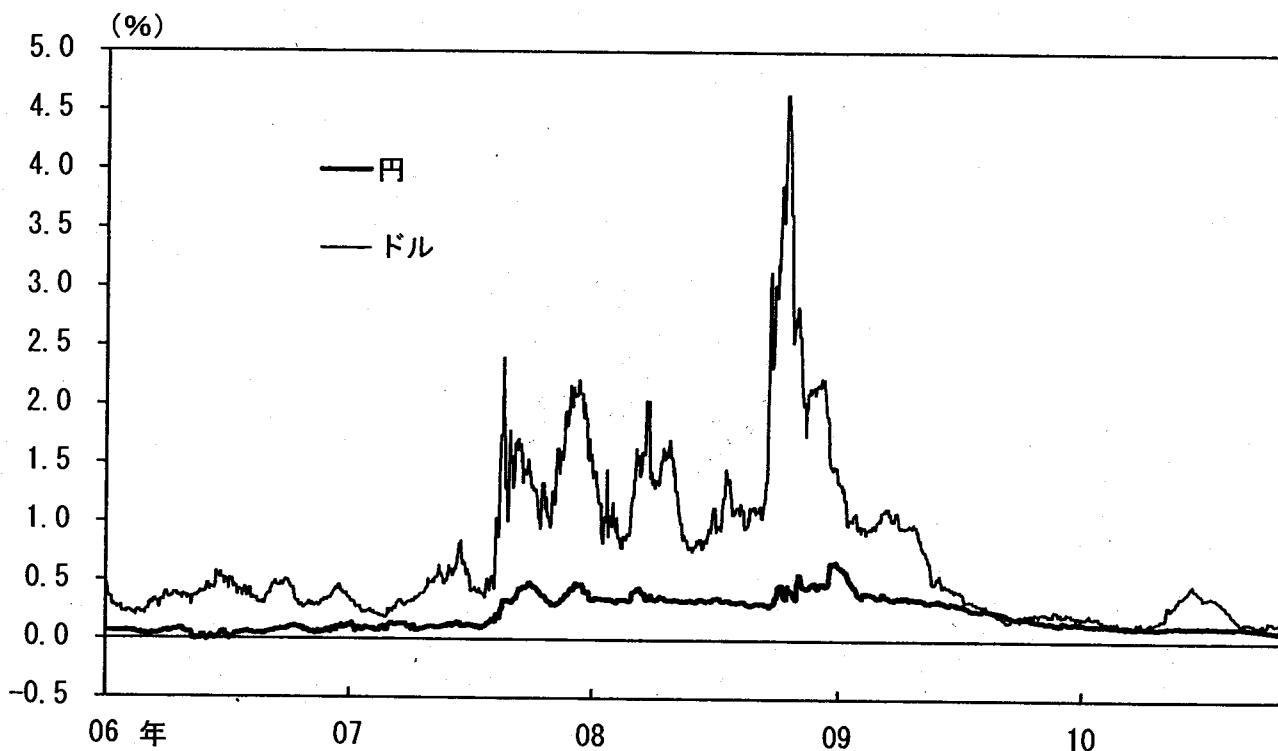
2. 「食料」は「酒類」を除く。

3. 2010/3Qは、7~8月の前年同期比。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

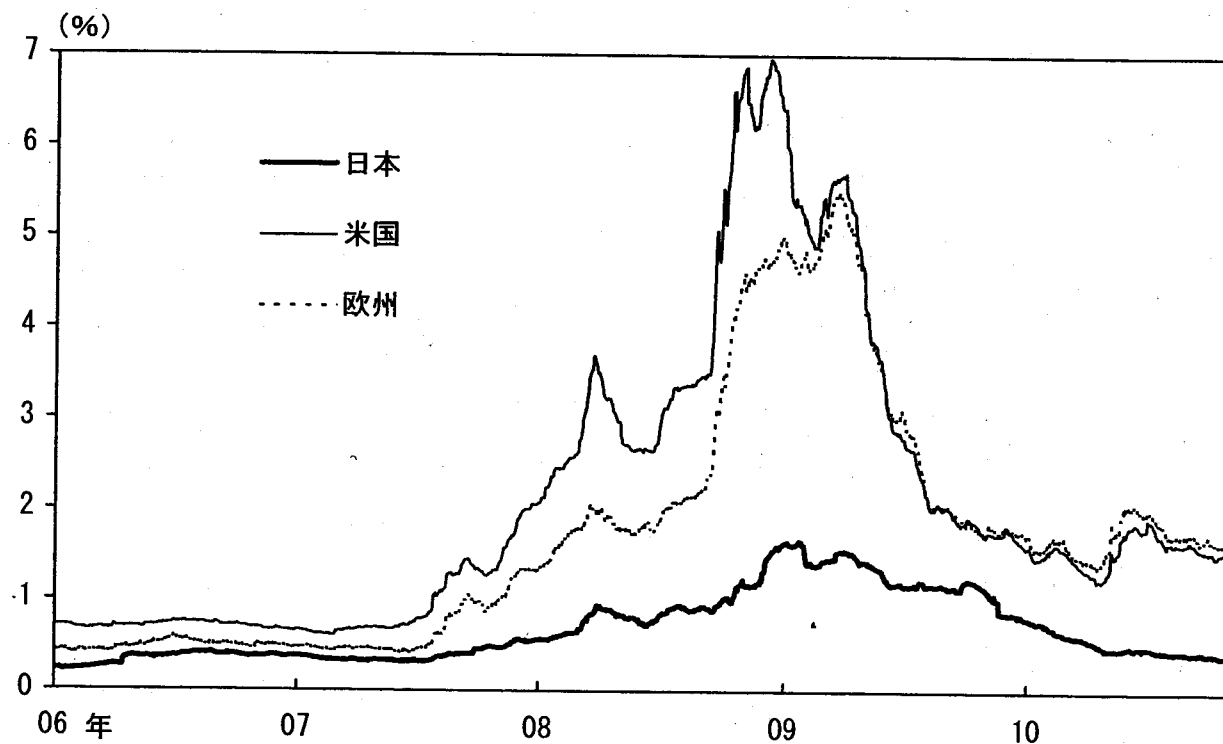
主要国金融市場の信用スプレッド

(1) 円とドルのターム物の信用スプレッド



(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-短期国債3か月物利回り

(2) 主要国の社債の信用スプレッド

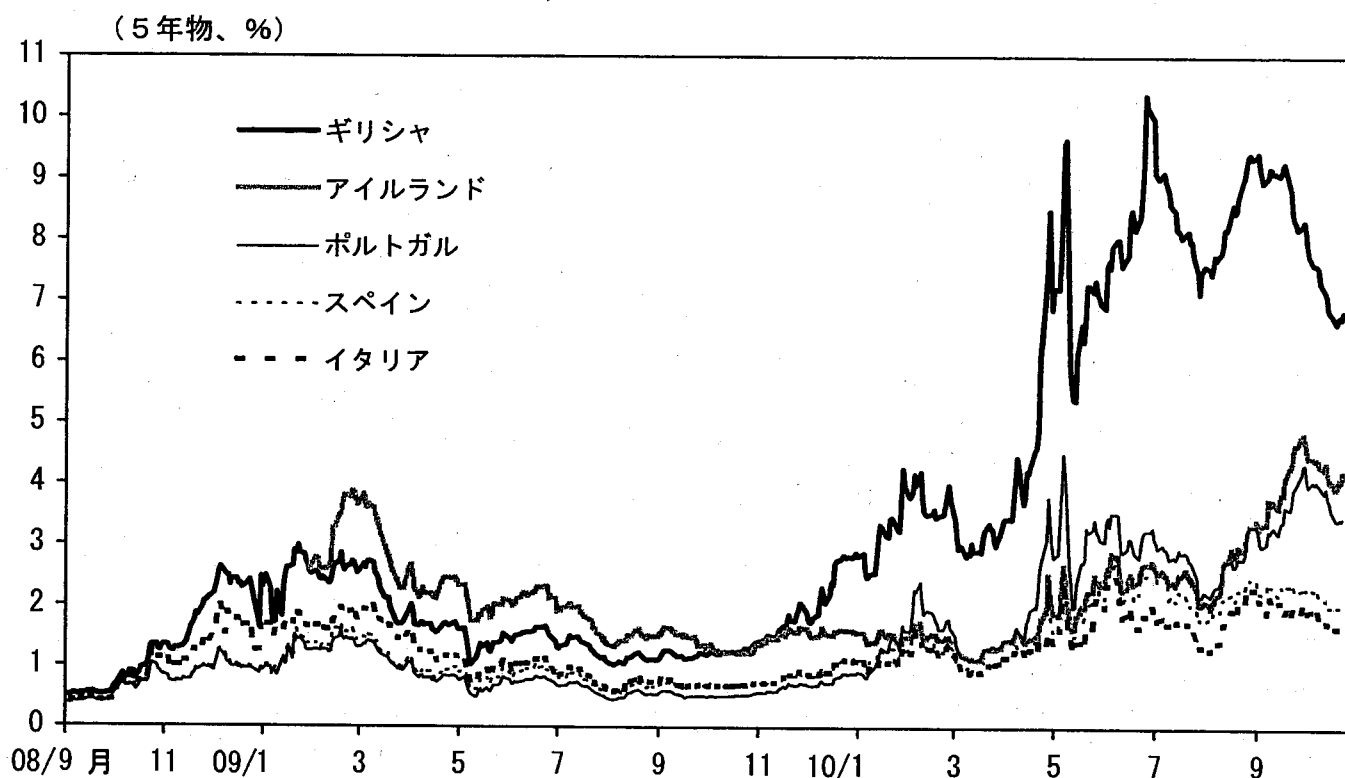


- (注) 1. 社債の信用スプレッド=社債流通利回り-国債流通利回り
2. 日本は5年物。米国、欧州は3~5年物。
3. 社債の格付けは全てA格。格付けは日本はR&Iによる。米国、欧州は、ムーディーズ、S&P、フィッチによる。

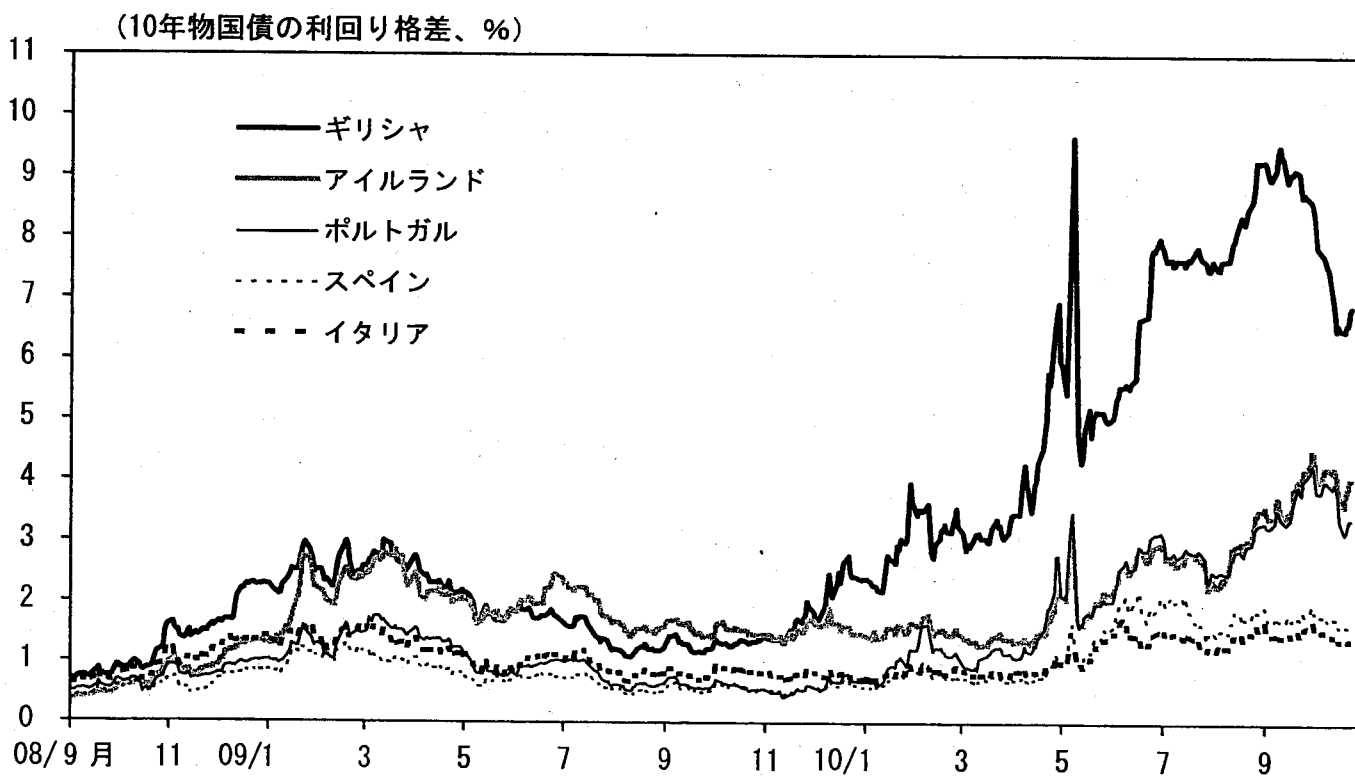
(資料) 日本証券業協会、Bloomberg

ソブリン・リスク・プレミアム

(1) ソブリンCDSプレミアム

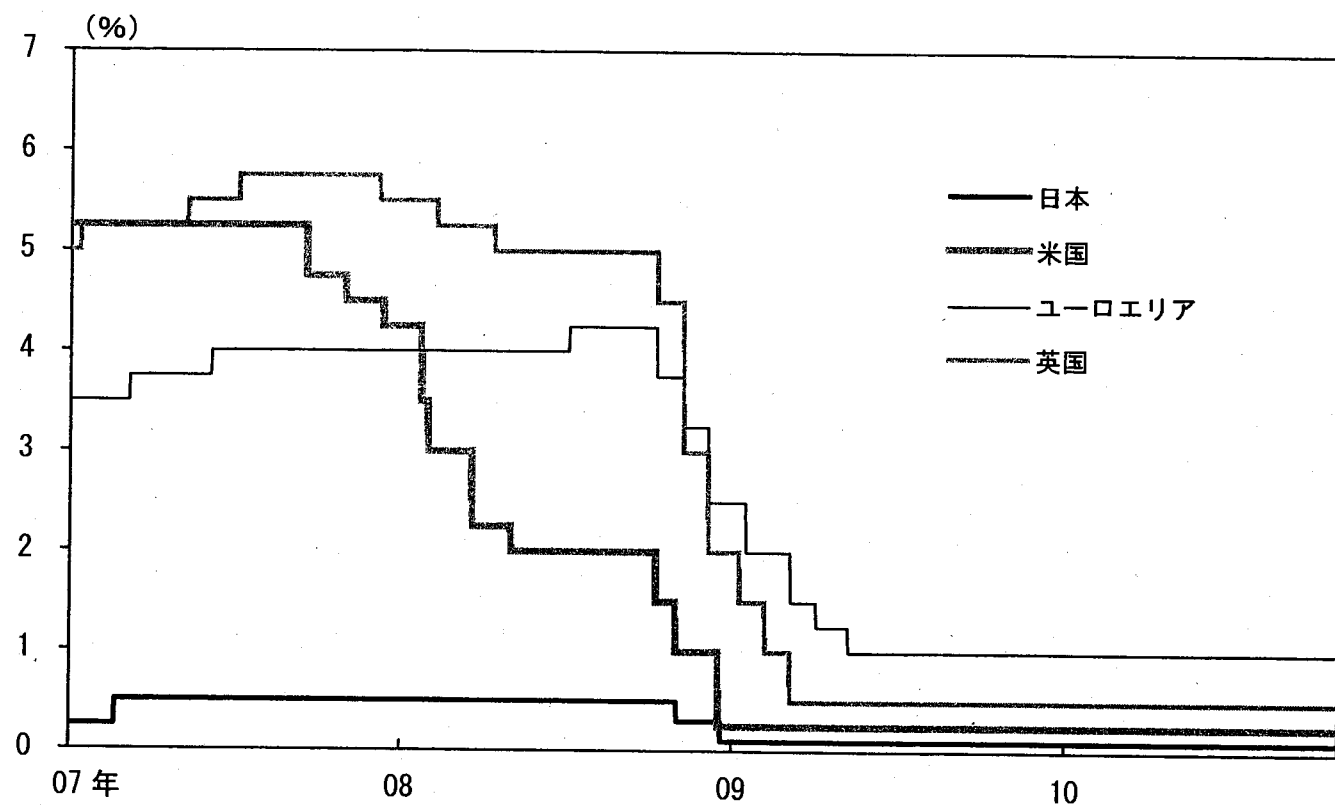


(2) 欧州各国とドイツの国債の利回り格差



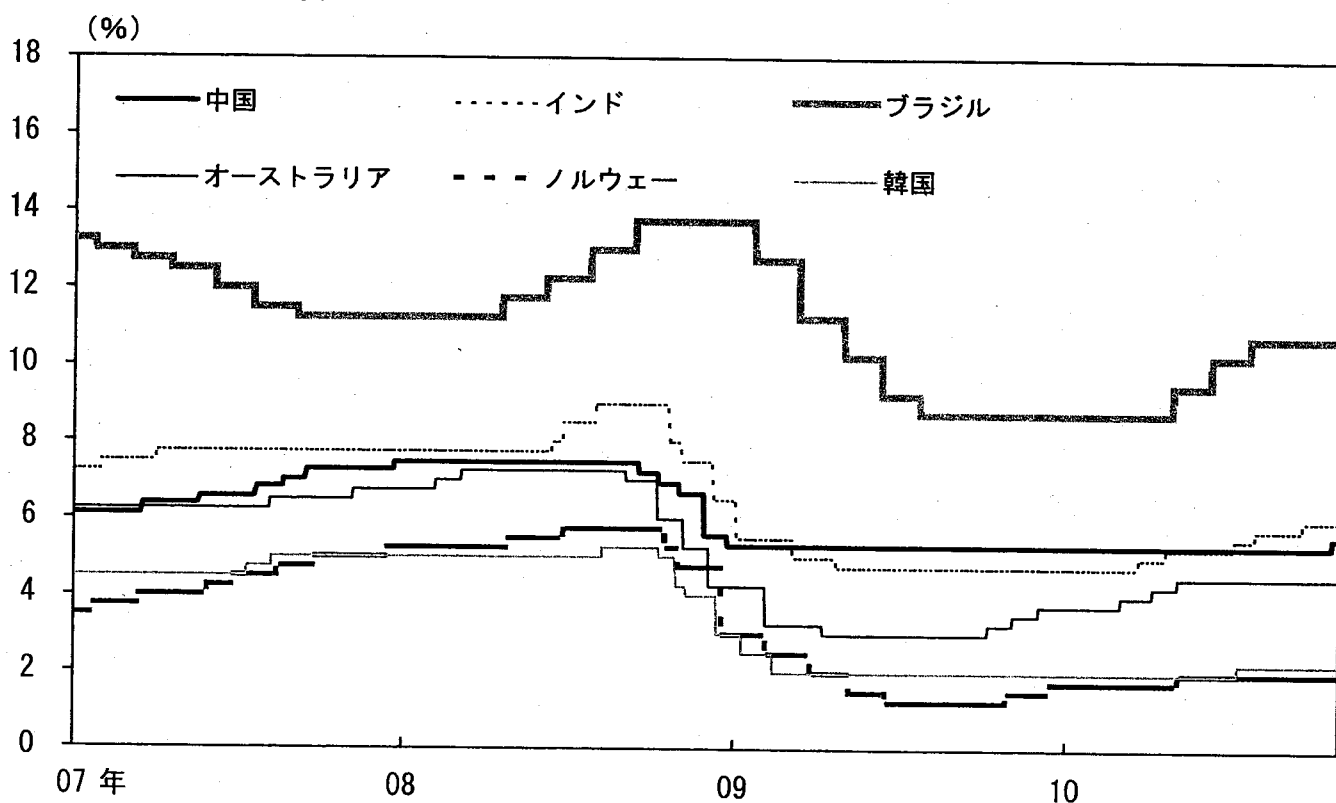
政策金利

(1) 先進国



(注) 2008年12月16日以降の米国の翌日物金利の誘導目標は0~0.25%、準備預金の付利金利は0.25%。
2010年10月5日以降の日本の翌日物金利の誘導目標は0~0.1%程度、当座預金の付利金利は0.1%。

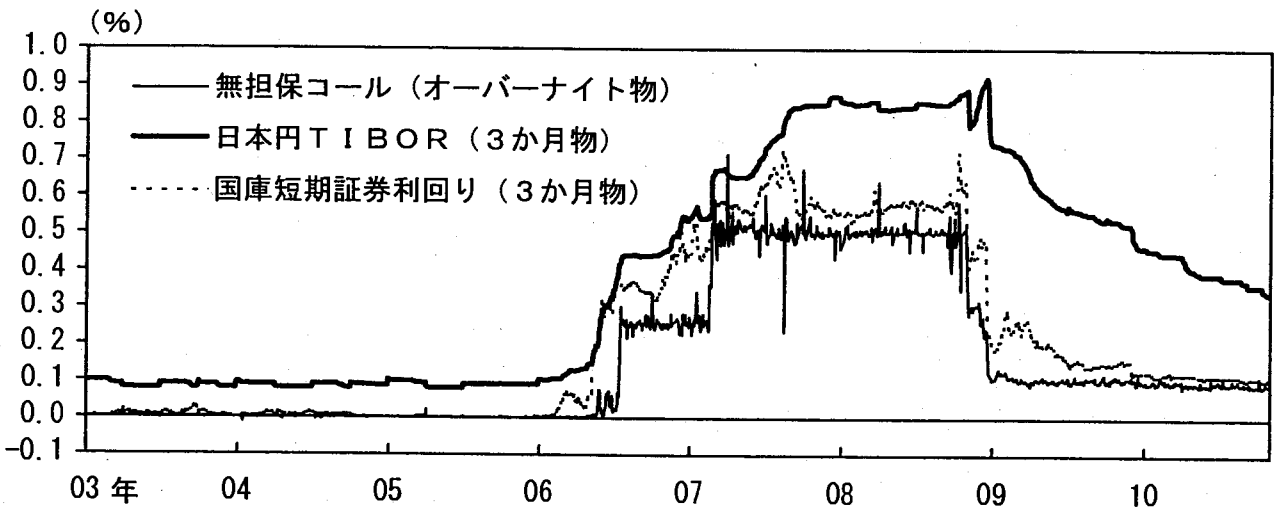
(2) 新興国・資源国



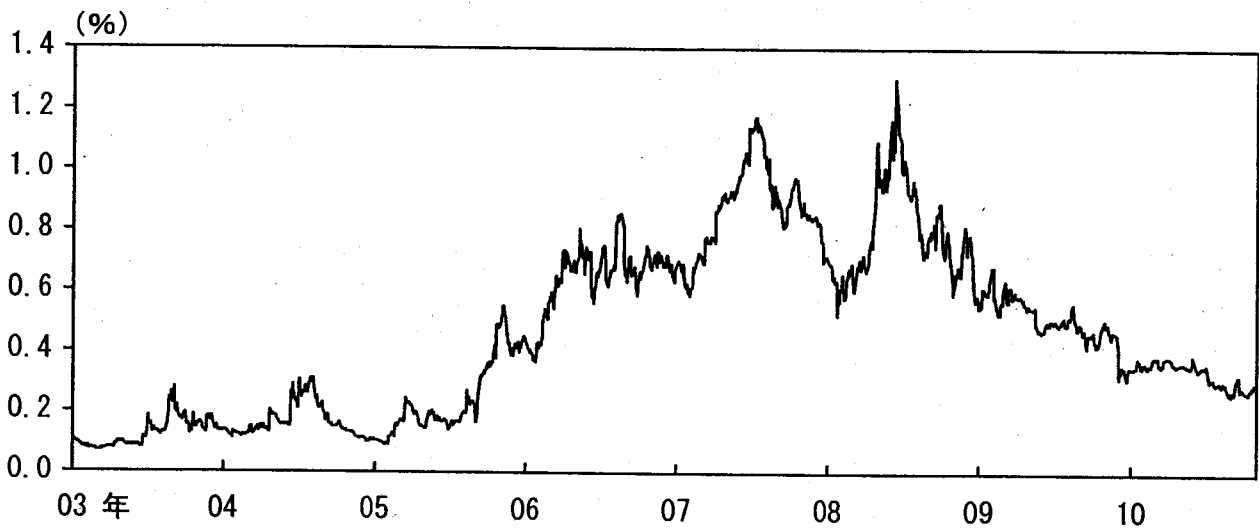
(資料) 日本銀行、Bloomberg

短期金利

(1) 短期金利

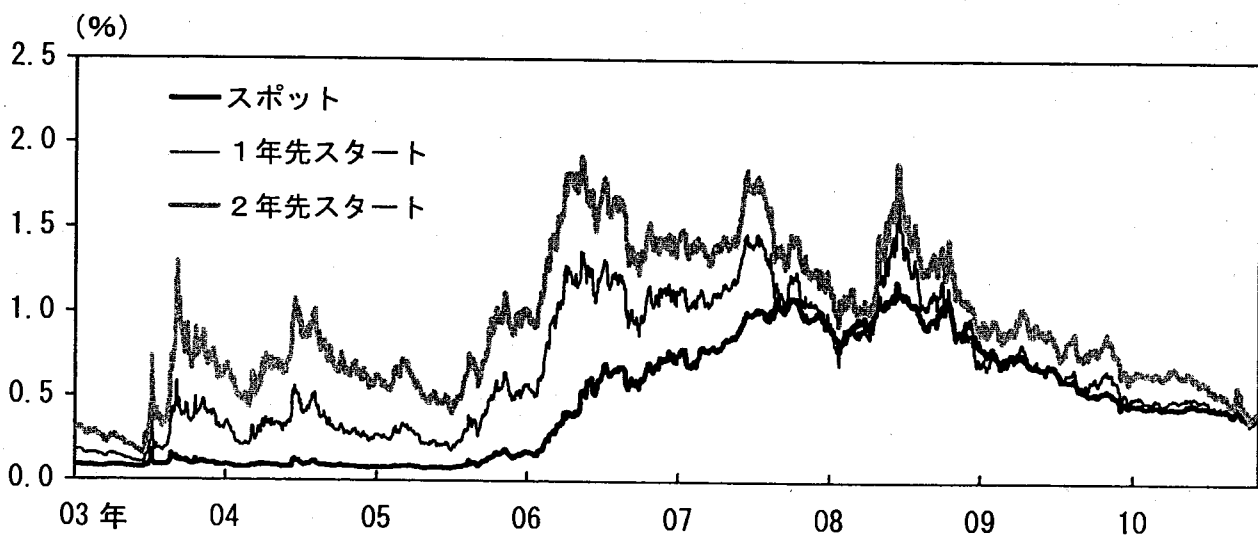


(2) ユーロ円金利先物



(注) 中心限月、3か月物。

(3) 1年物インプライド・フォワード・レート

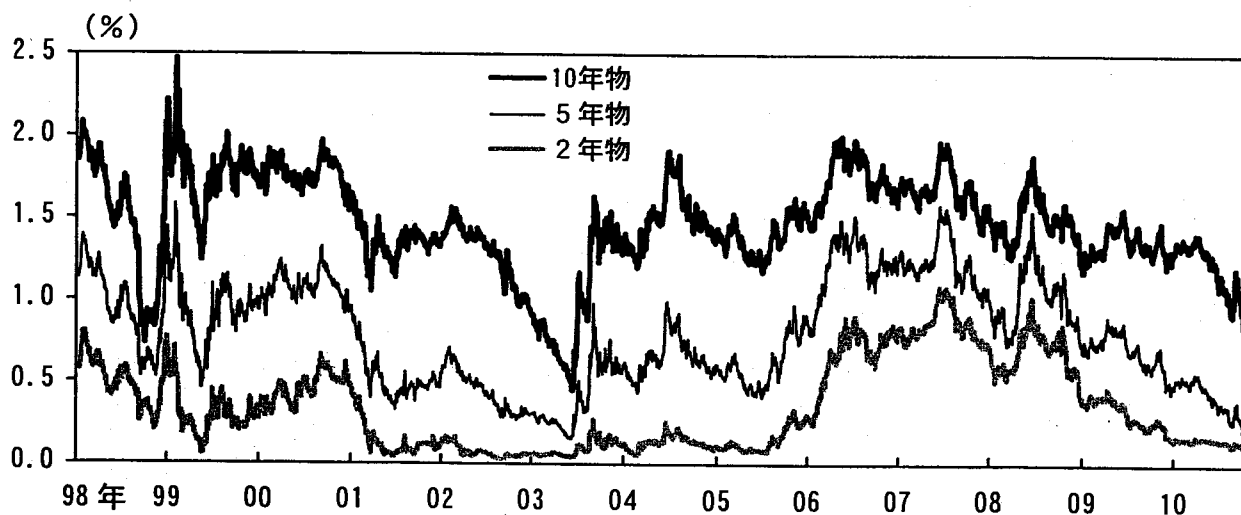


(注) 円-円スワップ・レートから算出。

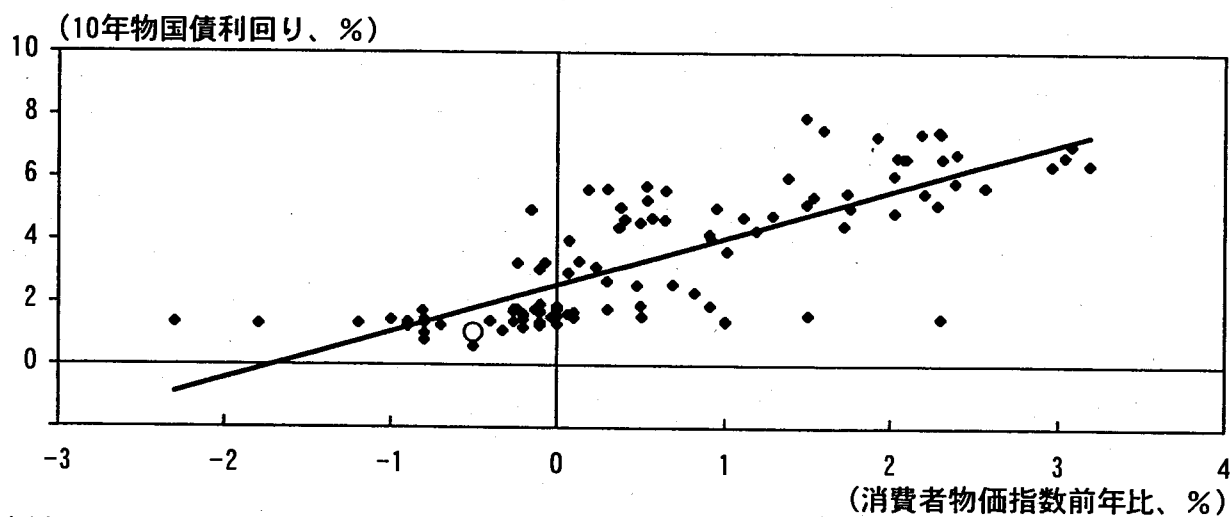
(資料) 日本銀行、東京金融取引所、Bloomberg

長期金利

(1) 国債利回り

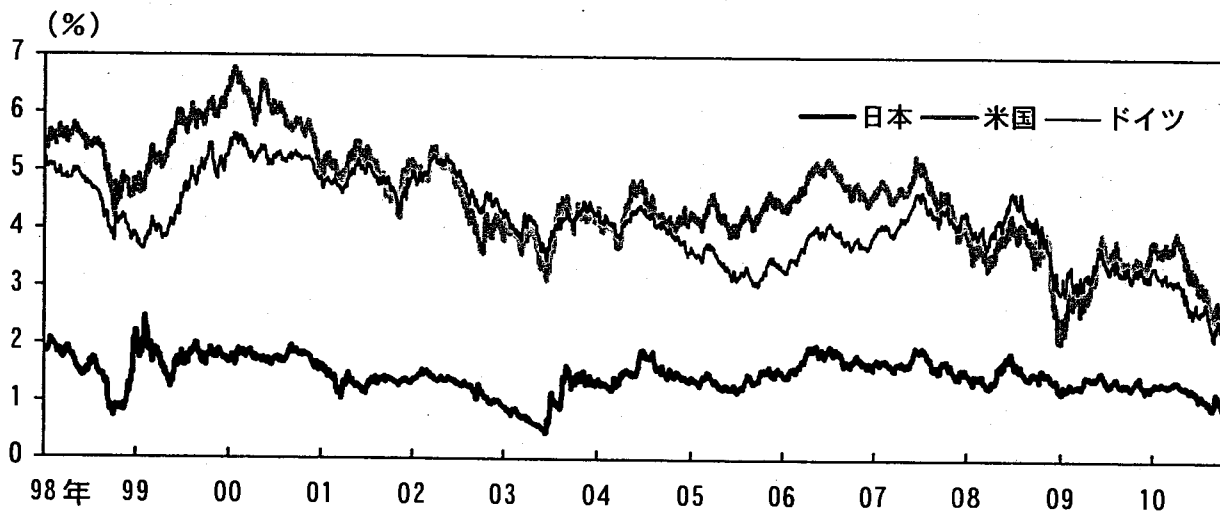


(2) 長期金利と消費者物価変化率



- (注) 1. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品(消費税調整済み)。2001/1Q以降は高校授業料を除く。
2. 対象期間は1983/3Q~2010/3Q。但し、2010/3Qは7~8月の値(白丸で表記)。

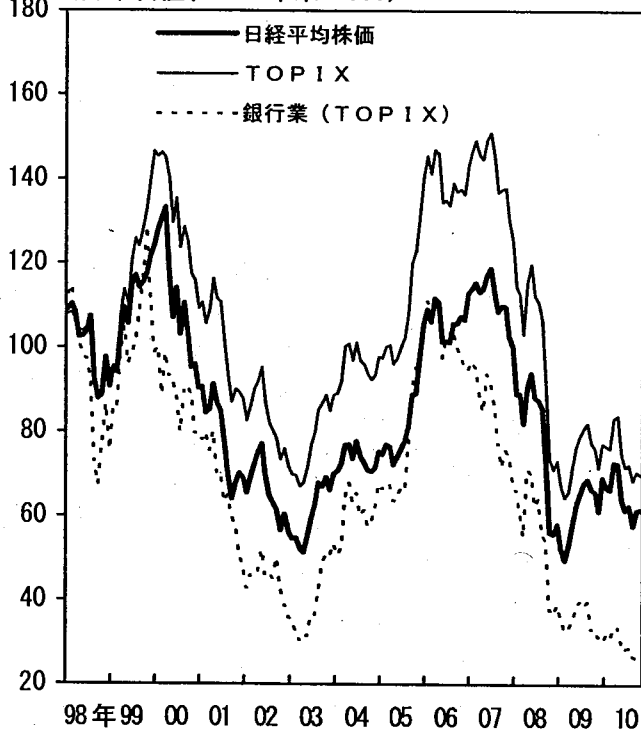
(3) 主要国の長期金利(10年物国債利回り)



株 価

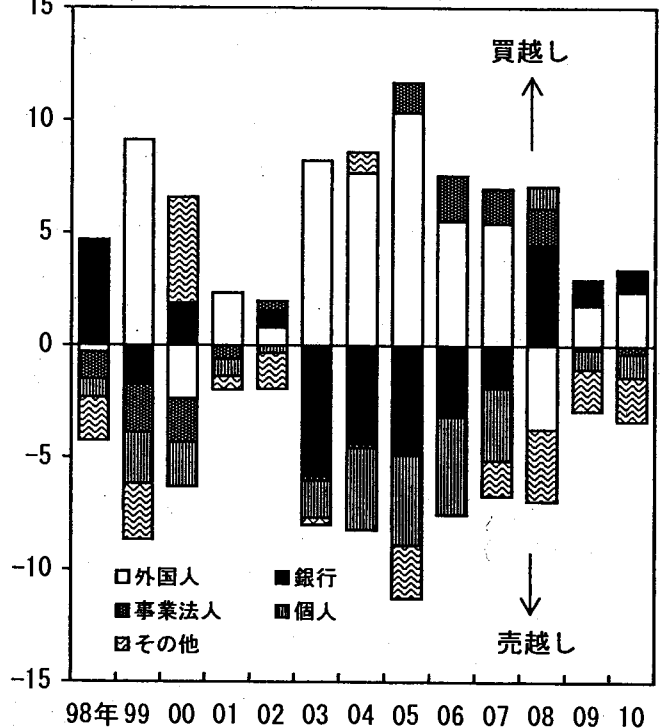
(1) 株価

(月末終値、1997年末=100)



(2) 主体別売買状況

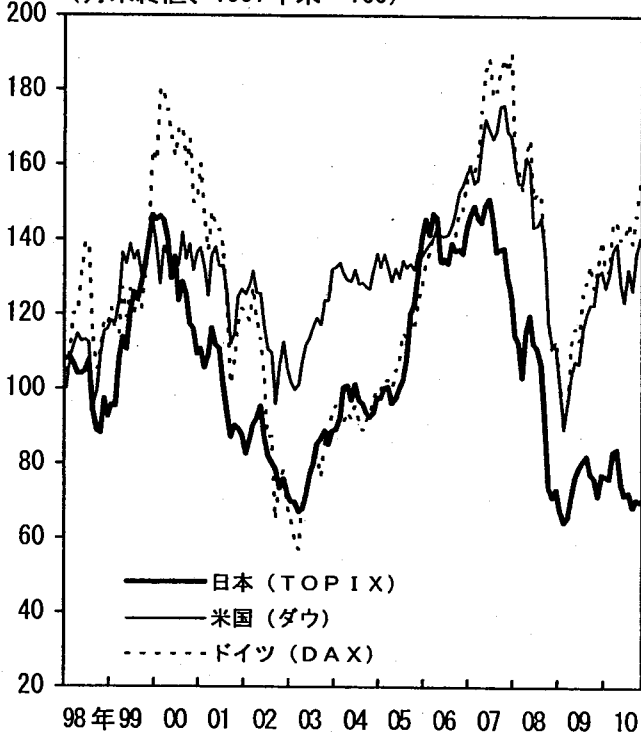
(兆円)



(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
 2. 2010年の計数は、1~9月の年換算値。

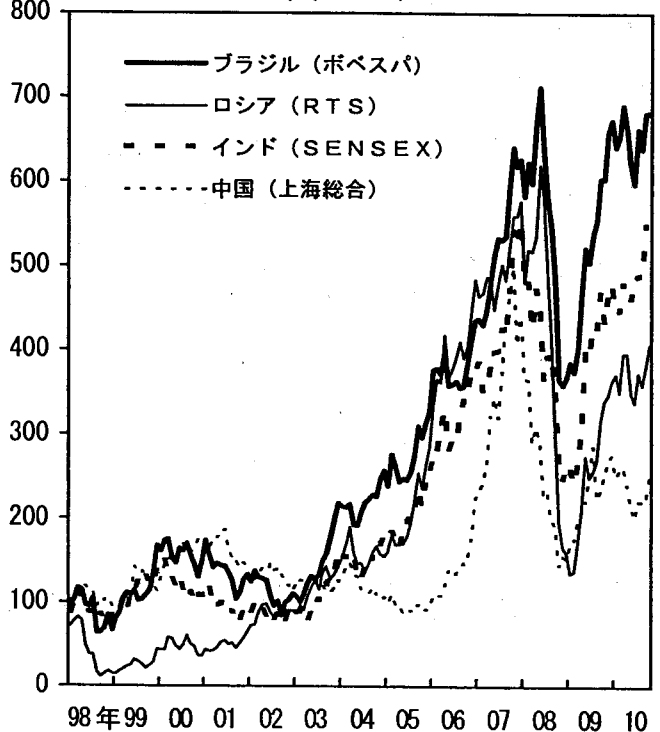
(3) 主要国の株価

(月末終値、1997年末=100)



(4) BRICs 諸国の株価

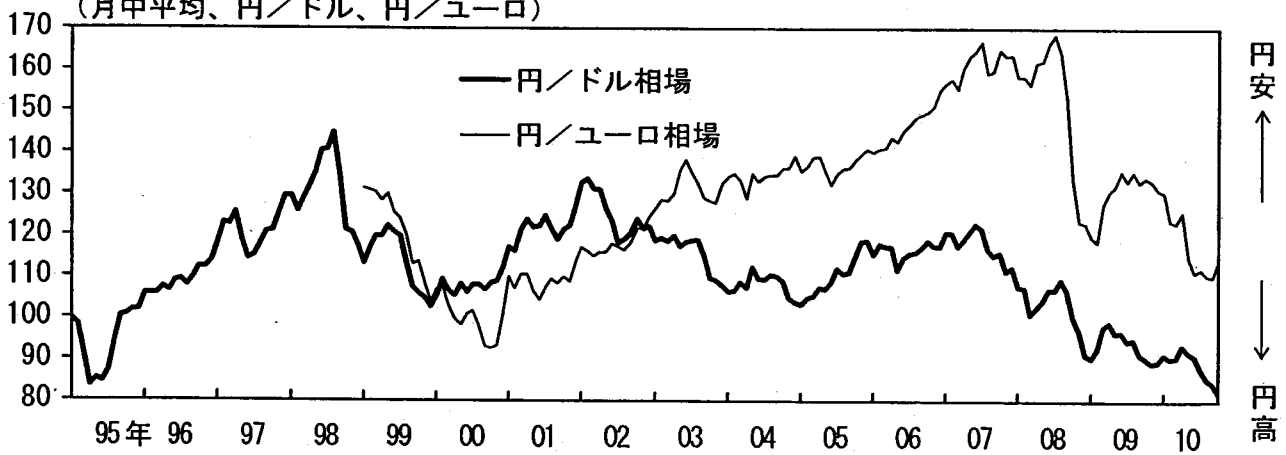
(月末終値、1997年末=100)



為替相場

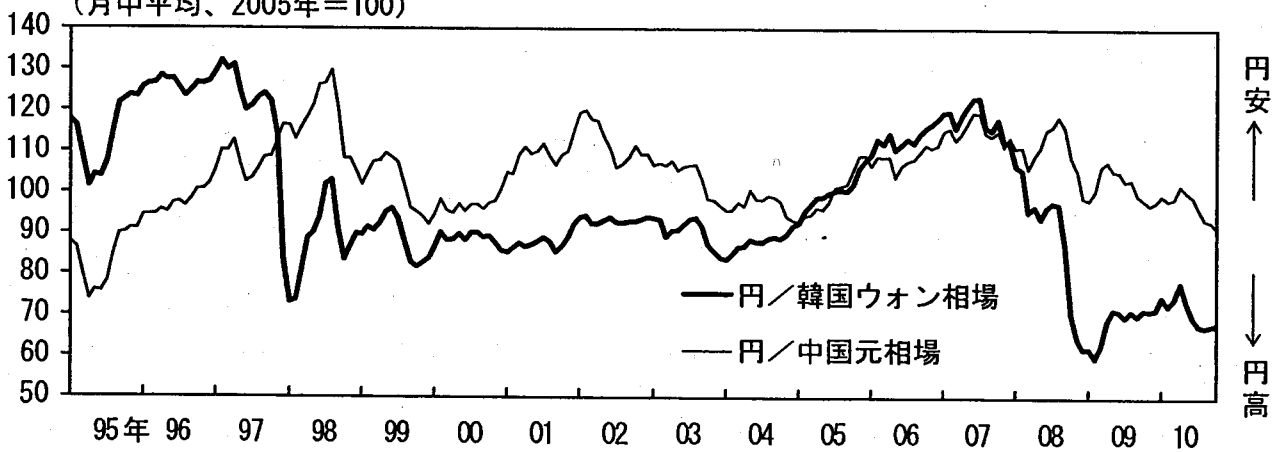
(1) ドル、ユーロの対円相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



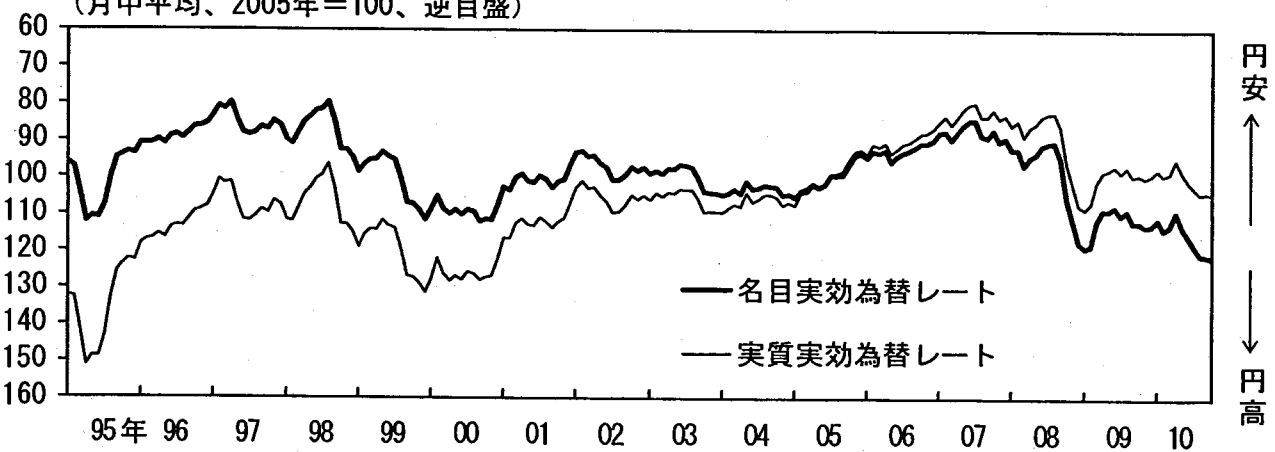
(2) 韓国ウォン、中国元の対円相場

(月中平均、2005年=100)



(3) 円の実効為替レート (名目、実質)

(月中平均、2005年=100、逆目盛)

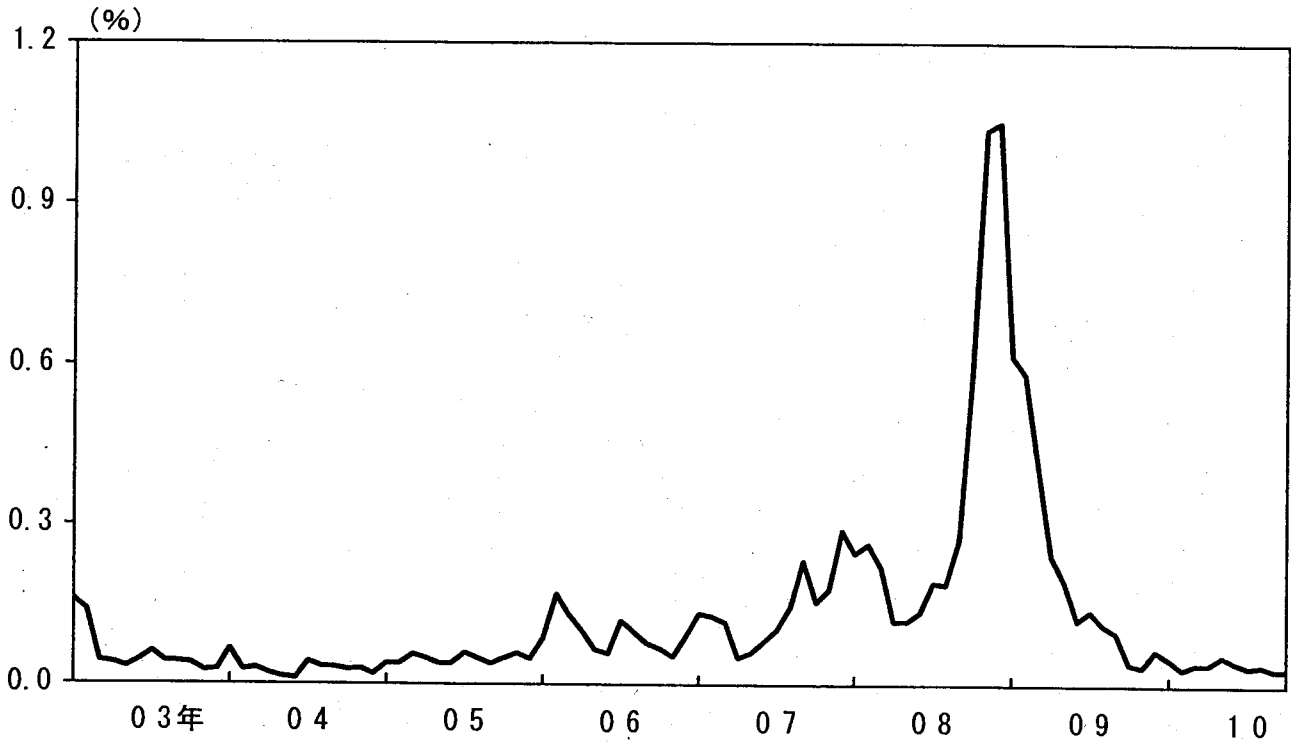


(注) 実効為替レートはBISのブロードベース。なお、2010年10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(資料) BIS、日本銀行、Bloomberg

CP市場

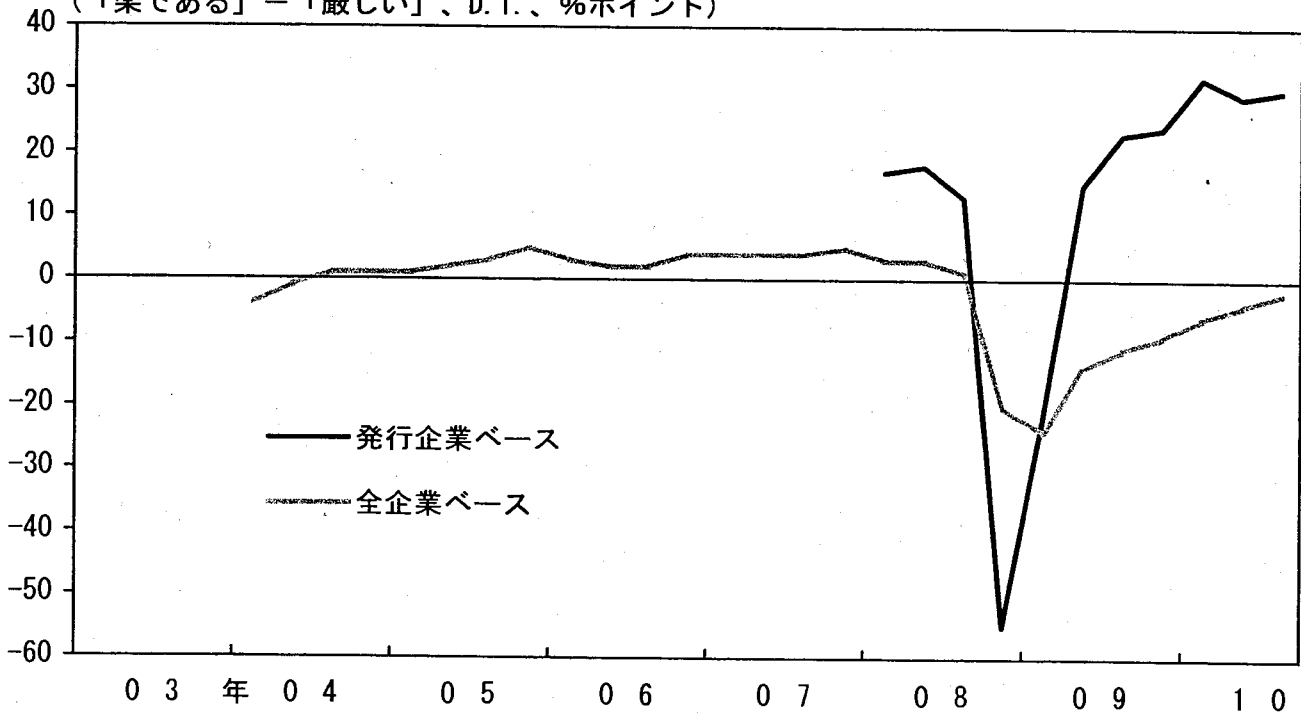
(1) CPの信用スプレッド



(注) CPの信用スプレッド=CP発行レート(3か月物)-国庫短期証券流通利回り(3か月物)。CP発行レートは、2009/9月以前はA1格以上、2009/10月以降はA1格。

(2) 企業から見たCPの発行環境

(「楽である」-「厳しい」、D.I.、%ポイント)

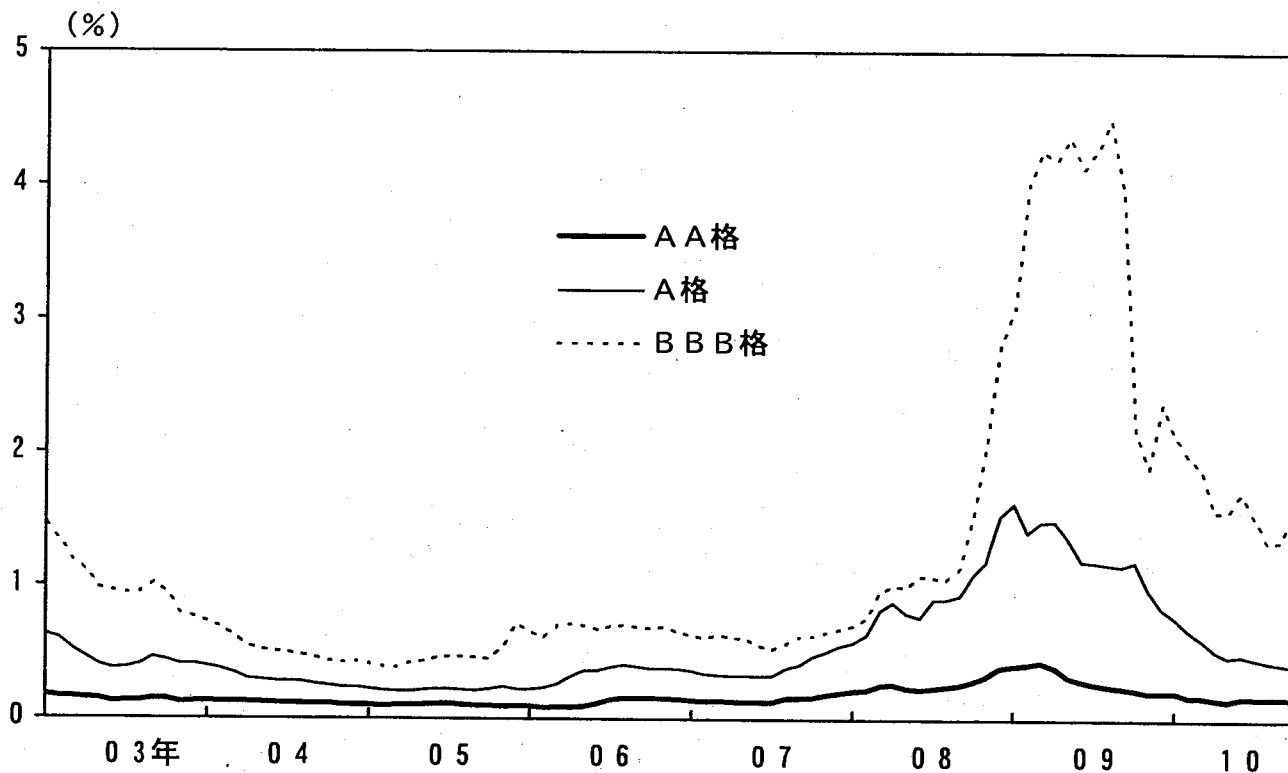


(注) いずれも全産業・大企業。発行企業ベースは、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「CP残高」が1度でも存在したことがある企業のみを集計したもの。全企業ベースは、実際のCP発行の有無にかかわらず、全ての企業の回答を集計したもの。

(資料) 日本銀行「国内コマーシャルペーパー発行平均金利」「全国企業短期経済観測調査」、証券保管振替機構、Bloomberg

社債市場

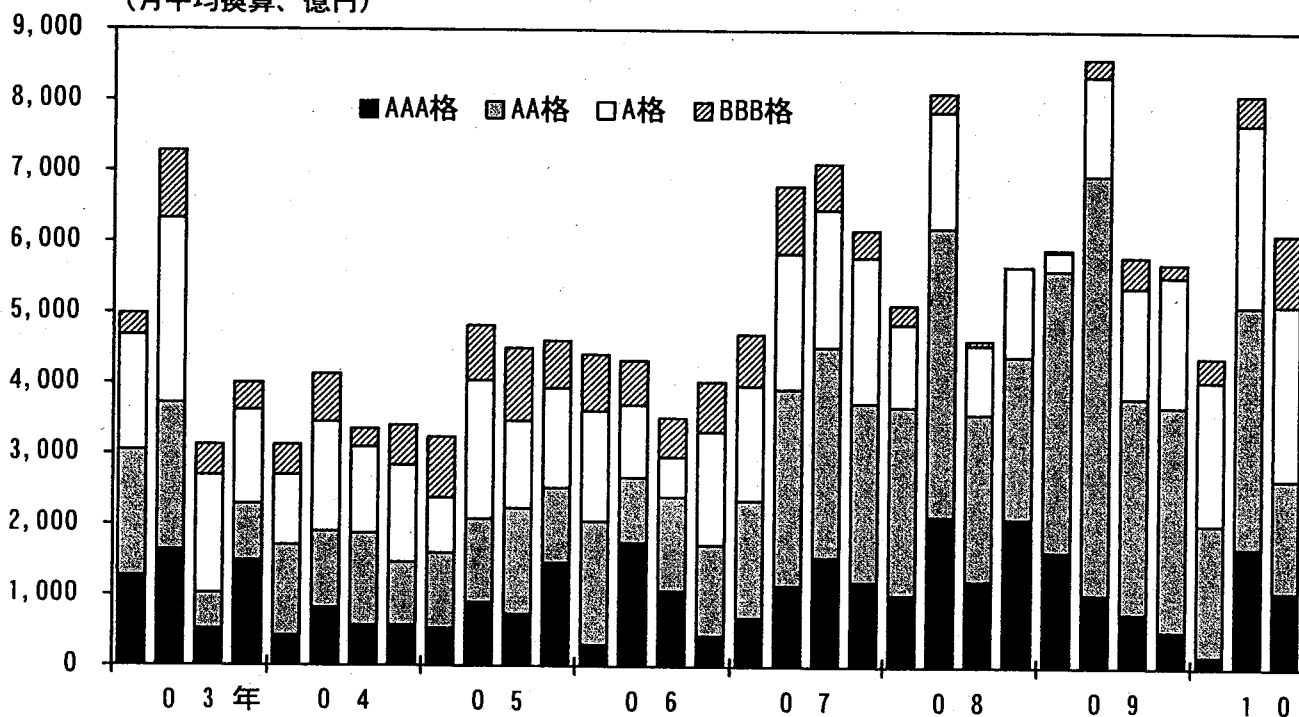
(1) 社債の信用スプレッド



(注) 社債の信用スプレッド=社債流通利回り(5年物)-国債流通利回り(5年物)。
社債の格付けはR&Iによる。

(2) 社債発行額

(月平均換算、億円)

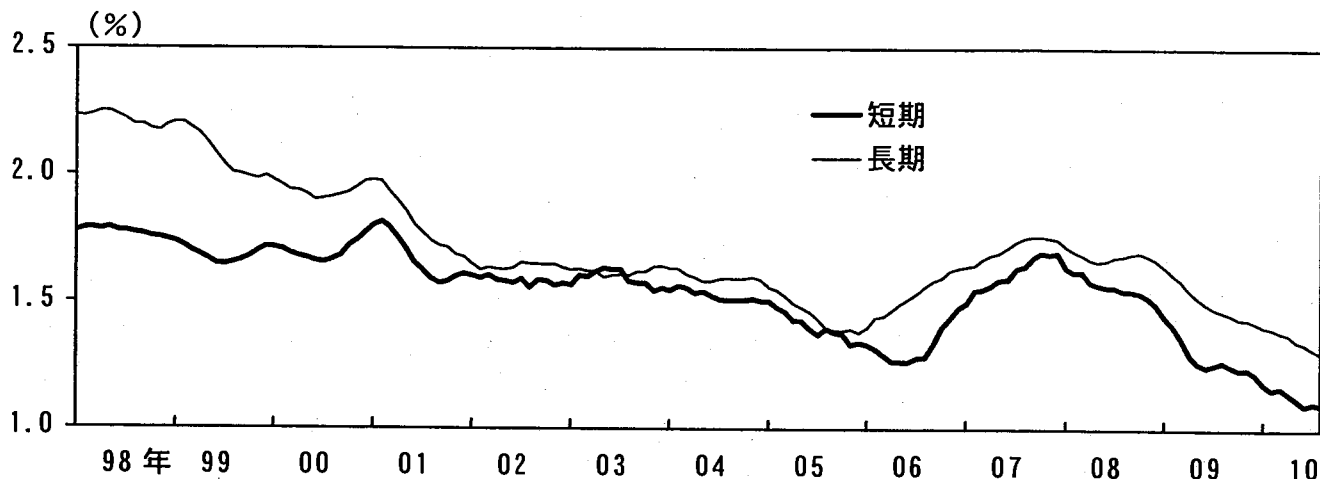


(注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。

(資料) 日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出・マネーストック

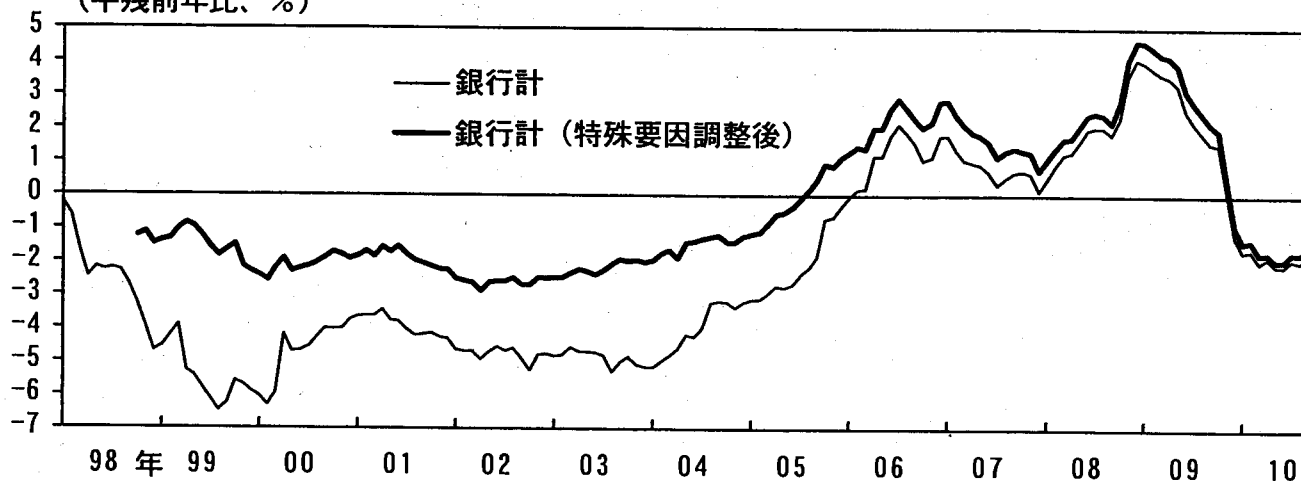
(1) 新規貸出約定平均金利



(注) 後方6か月移動平均値。

(2) 民間銀行貸出

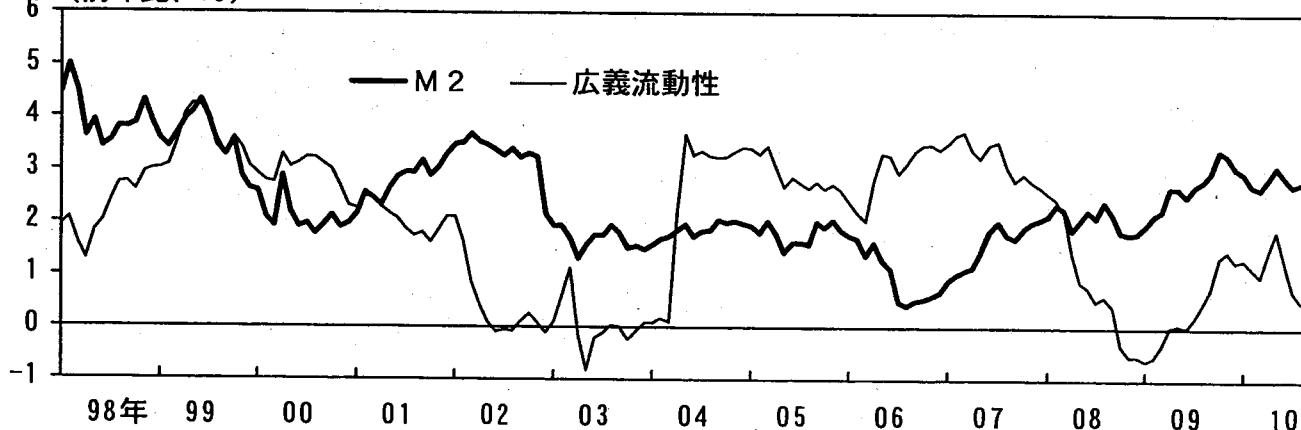
(平残前年比、%)



(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したものの。

(3) マネーストック

(前年比、%)

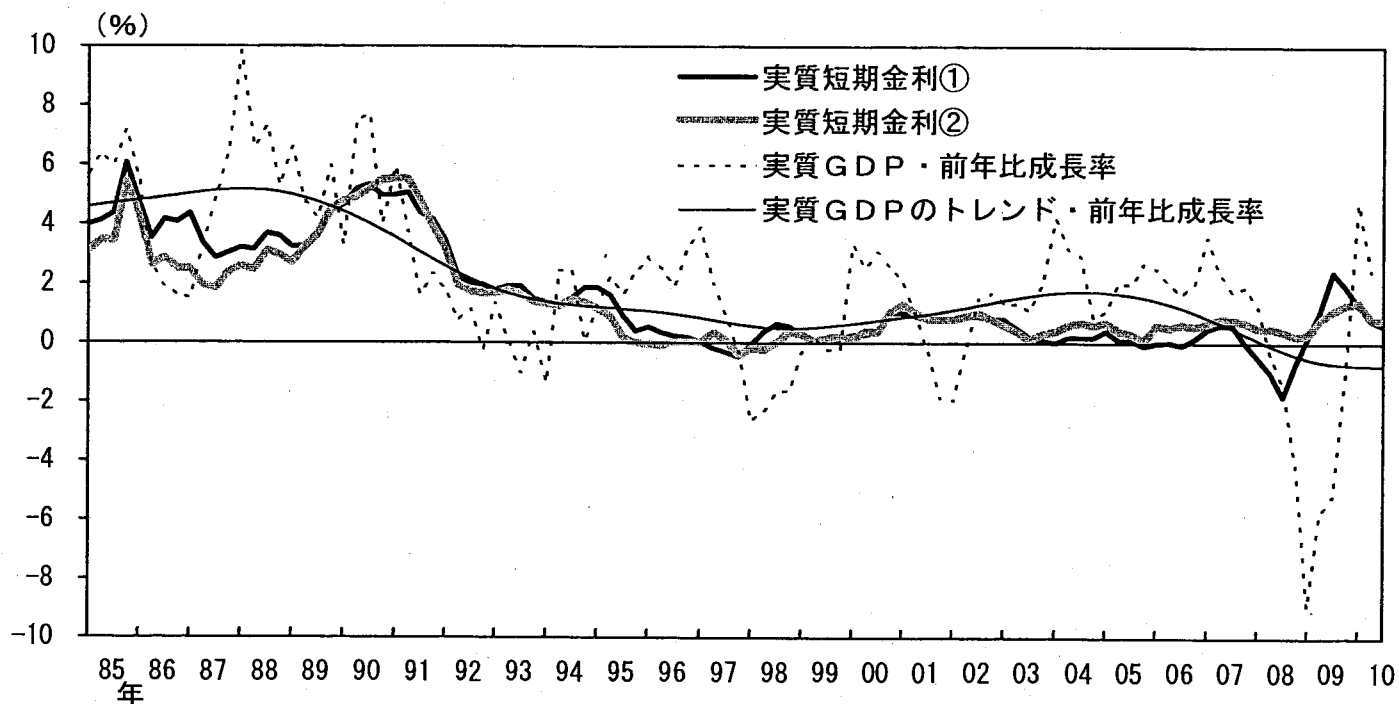


(注) 2004/3月以前のM2、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「広義流動性-債券現先・現金担保付債券貸借」を利用。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーストック」「マネーサプライ」
「貸出約定平均金利」

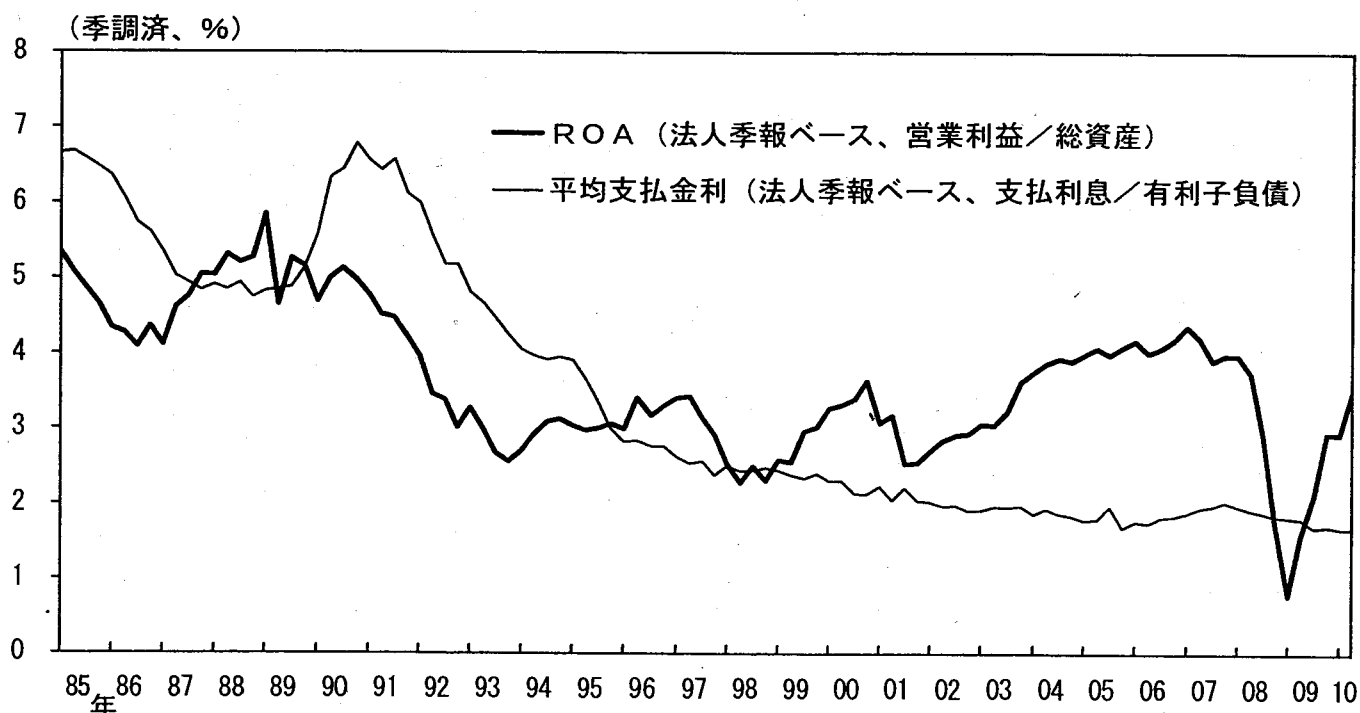
金利水準と実体経済

(1) 実質短期金利と成長率



- (注) 1. 実質短期金利①＝無担保コールレート(0/N物)－消費者物価指数(総合除く生鮮食品)前年比
 2. 実質短期金利②＝無担保コールレート(0/N物)－消費者物価指数(総合除く食料(酒類を除く)・エネルギー)前年比
 3. 消費者物価指数は、消費税調整済み。2001/10以降は、高校授業料を除く。
 4. 実質GDPのトレンドはHPフィルターにより計算。

(2) 企業のROAと平均支払金利



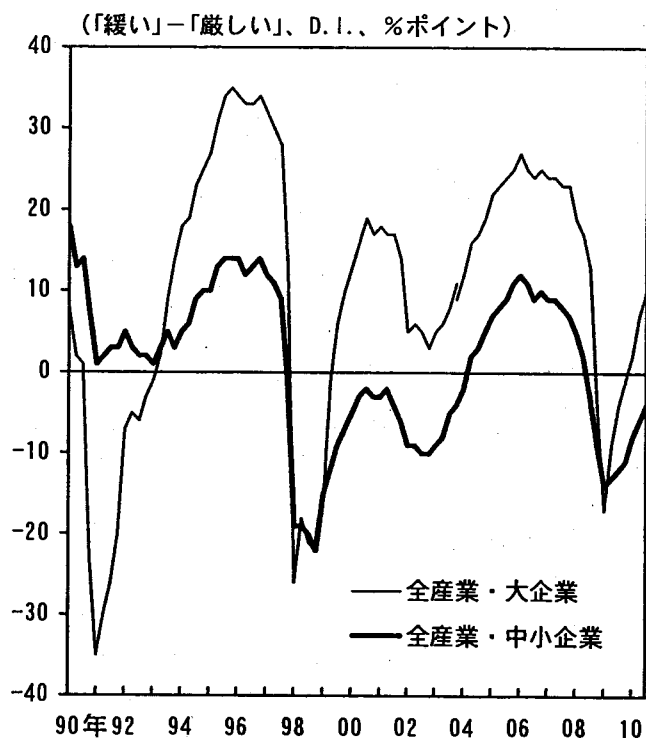
- (注) 1. 全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
 2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

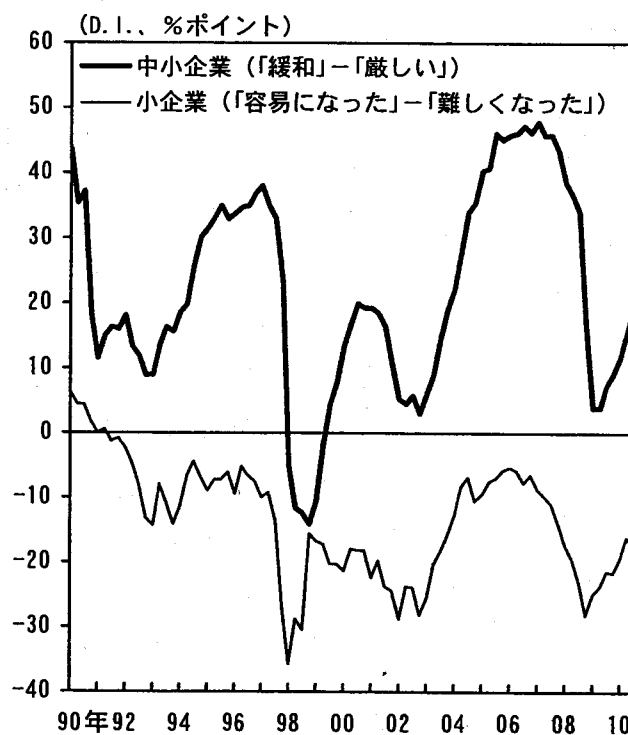
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



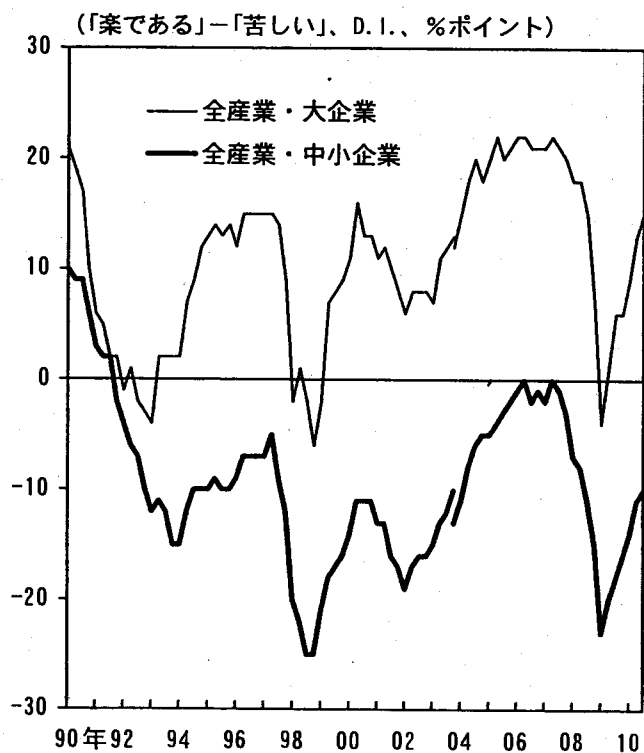
<日本公庫>



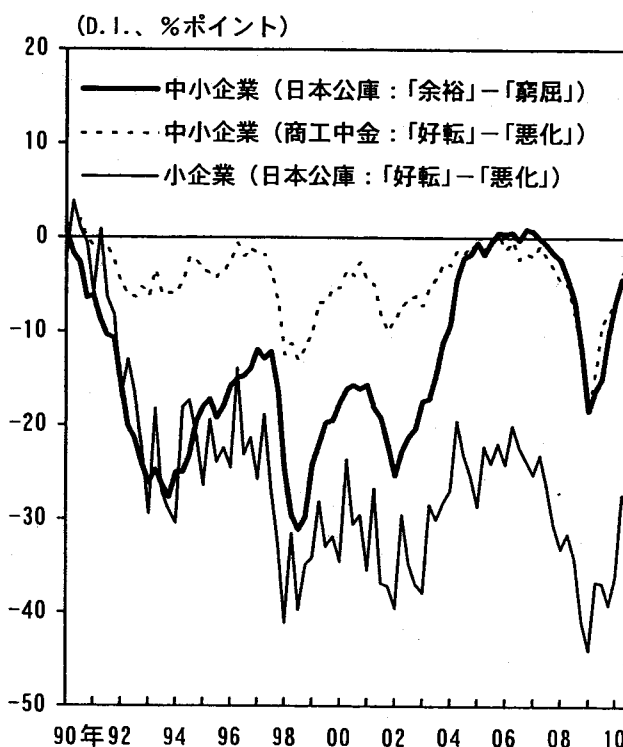
(注) 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下の(2)も同じ)。

(2) 企業の資金繰り

<短観>



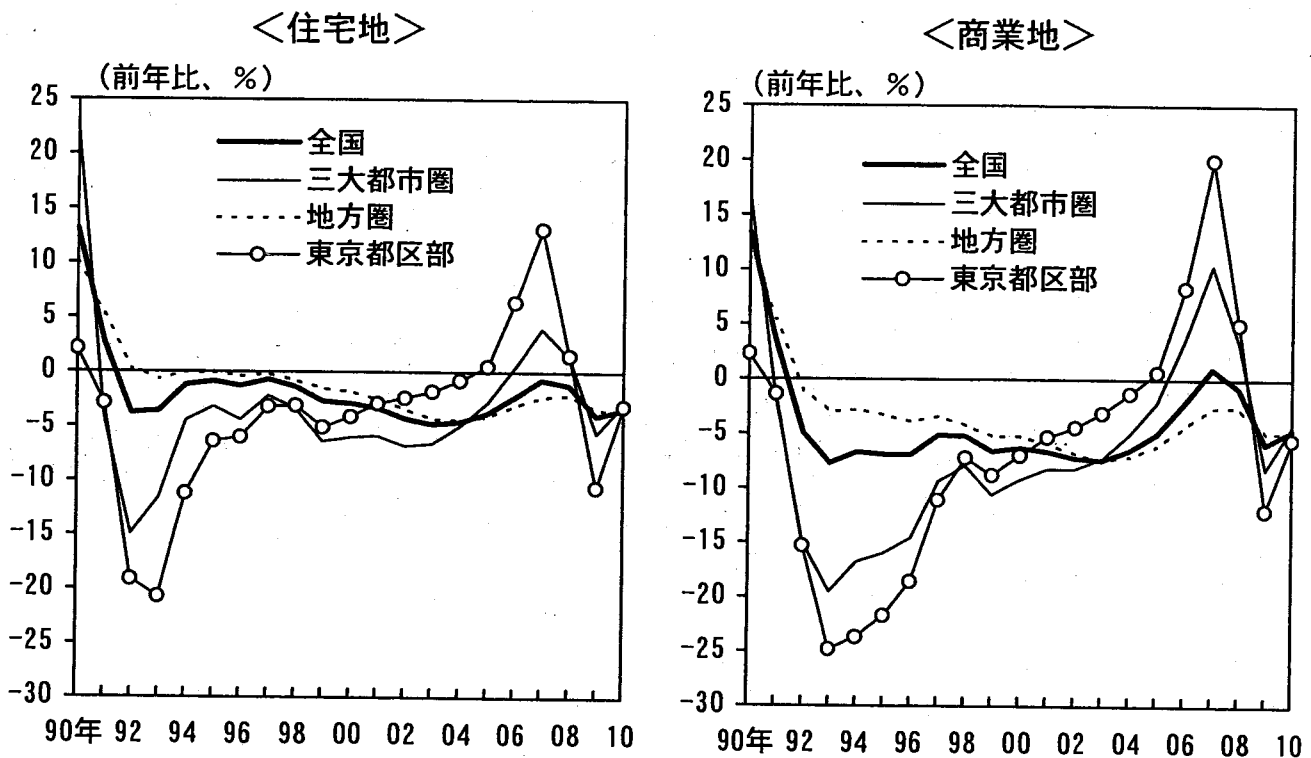
<日本公庫・商工中金>



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

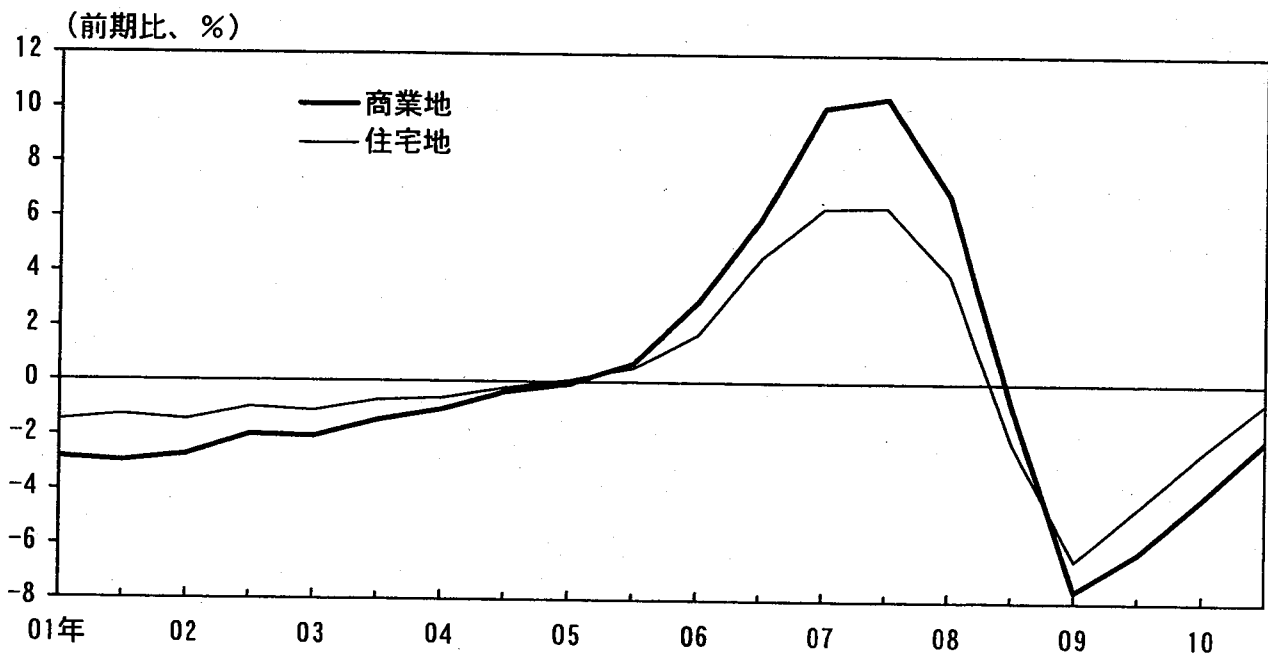
地 価

(1) 都道府県地価



- (注) 1. 7月1日時点の地価を調査。
 2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

(2) 東京都区部の地価の動向



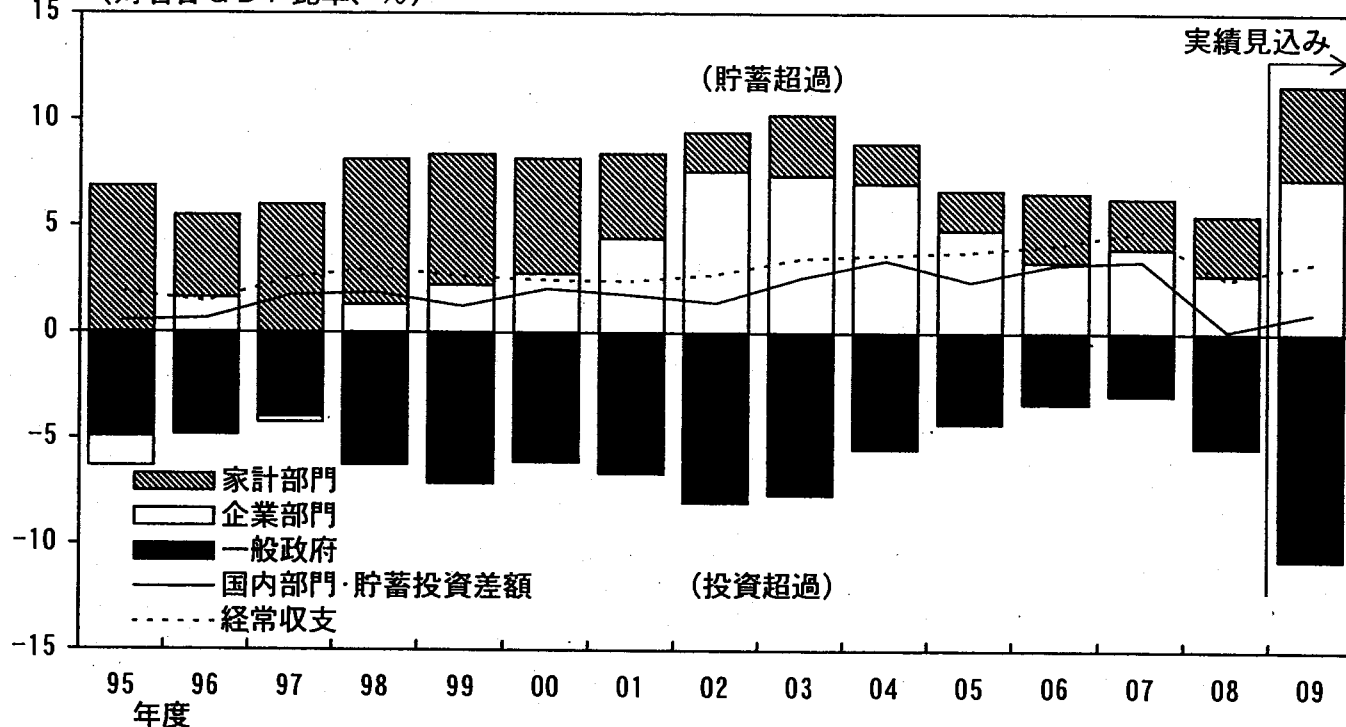
- (注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点（住宅地49地点、商業地39地点）における半期ベースの比較。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

貯蓄投資バランス

(1) 貯蓄投資バランス

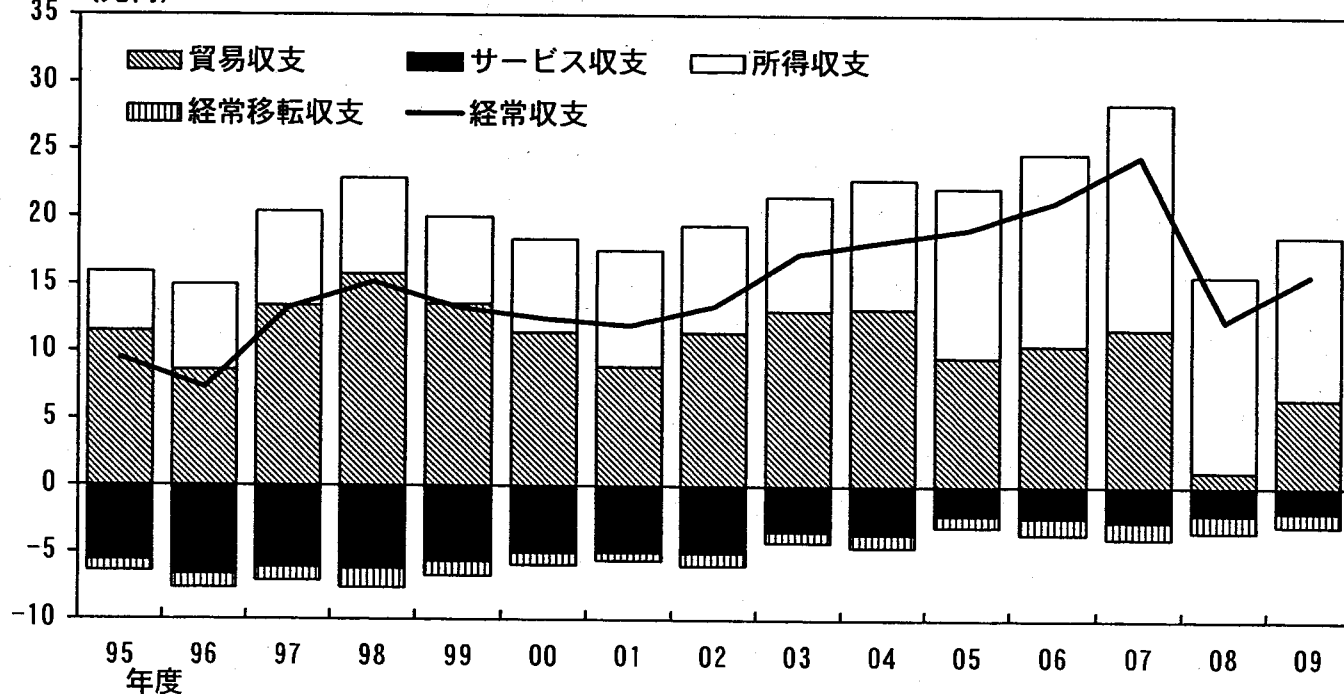
(対名目GDP比率、%)



(注) 日本銀行調査統計局の試算値。試算方法については、「経済・物価情勢の展望」(2009/4月)の図表25参照。なお、2009年度の試算にあたっては、一般政府貯蓄投資バランスは内閣府「経済財政の中長期試算」に基づき、家計貯蓄投資バランスは図表37で試算されている名目可処分所得を利用している。

(2) 経常収支の内訳

(兆円)

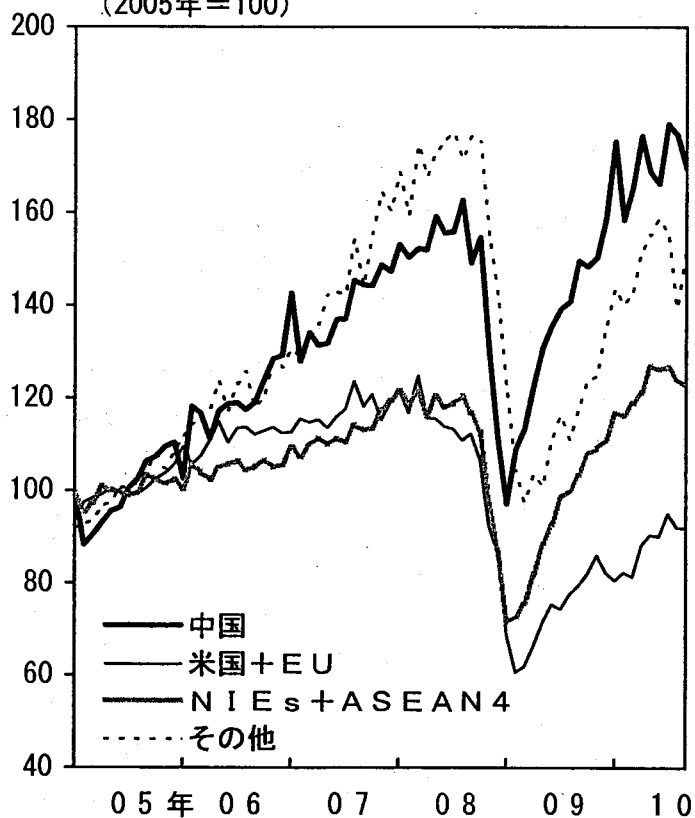


(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

地域別輸出

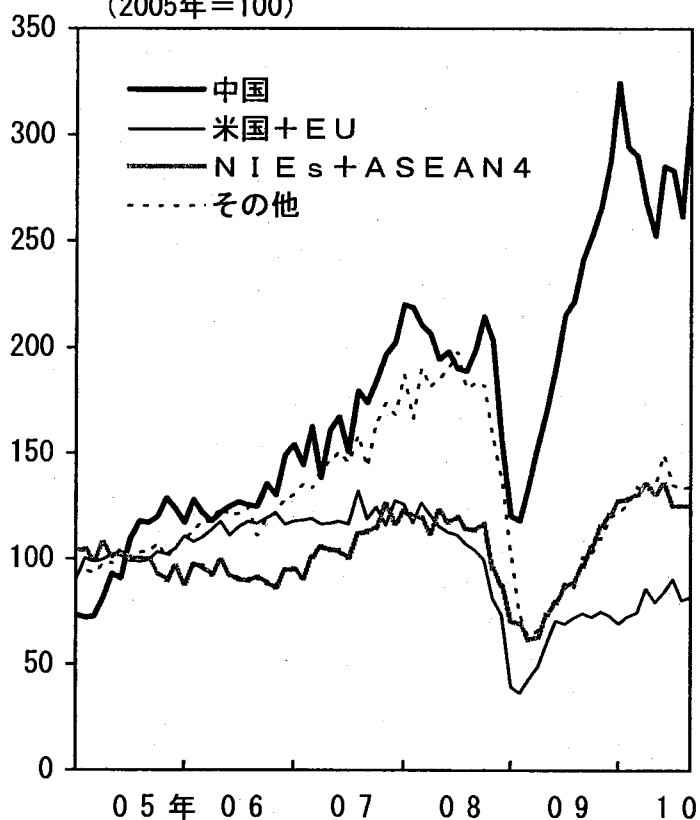
(1) 合計

(2005年=100)



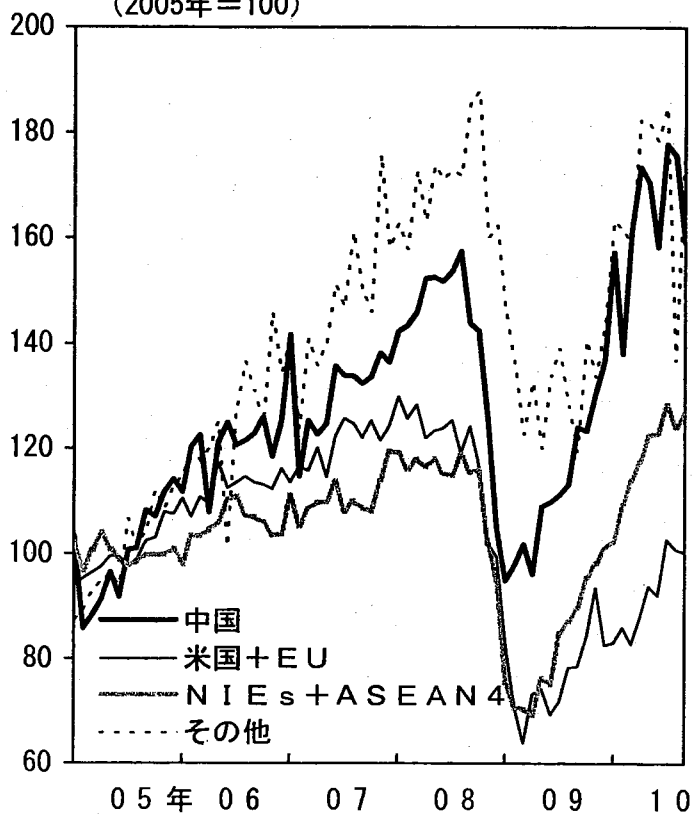
(2) 自動車関連

(2005年=100)



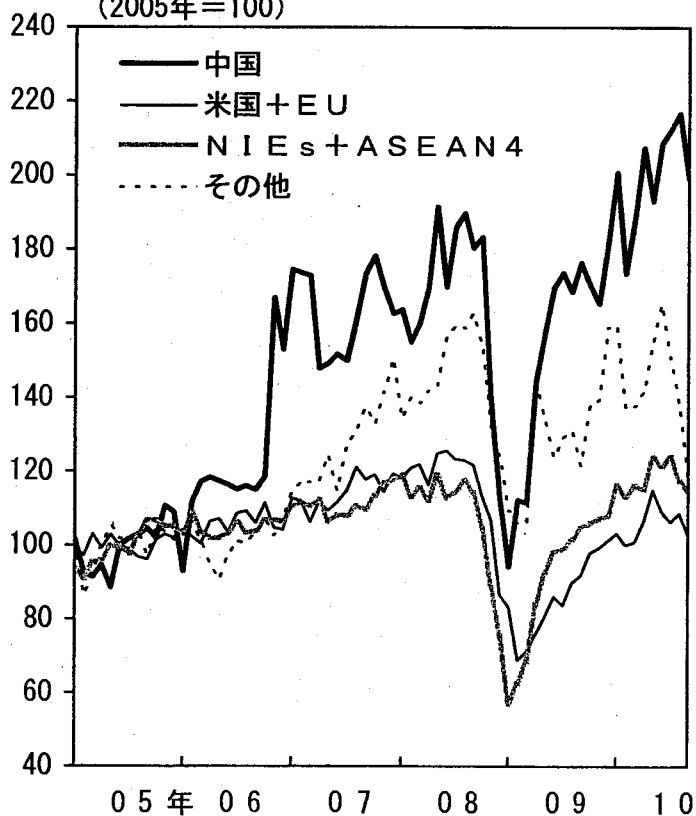
(3) 資本財・部品

(2005年=100)



(4) 情報関連

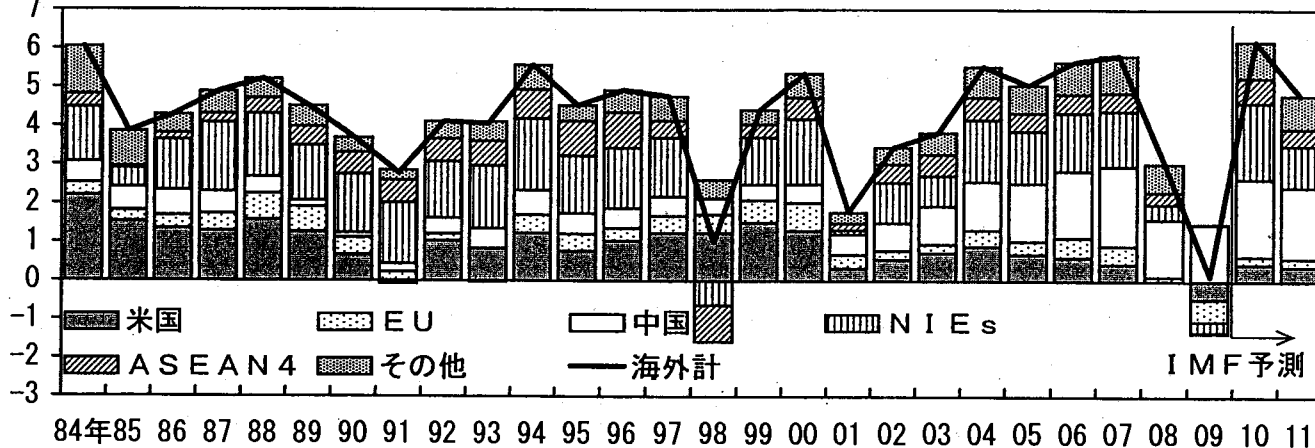
(2005年=100)



海外経済

(1) わが国が直面する海外経済の成長率

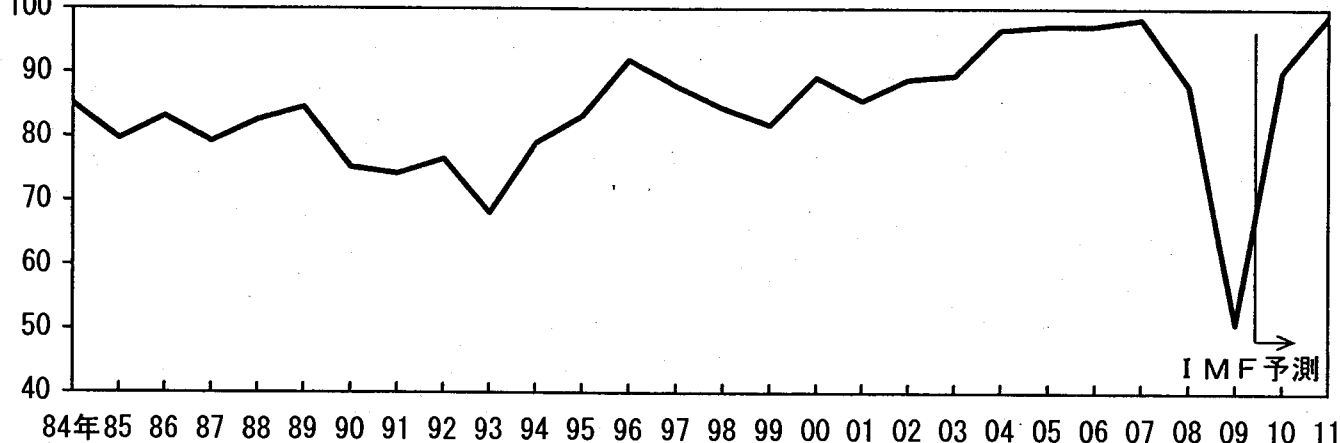
(前年比、寄与度、%)



(注) 海外経済成長率は、各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの。

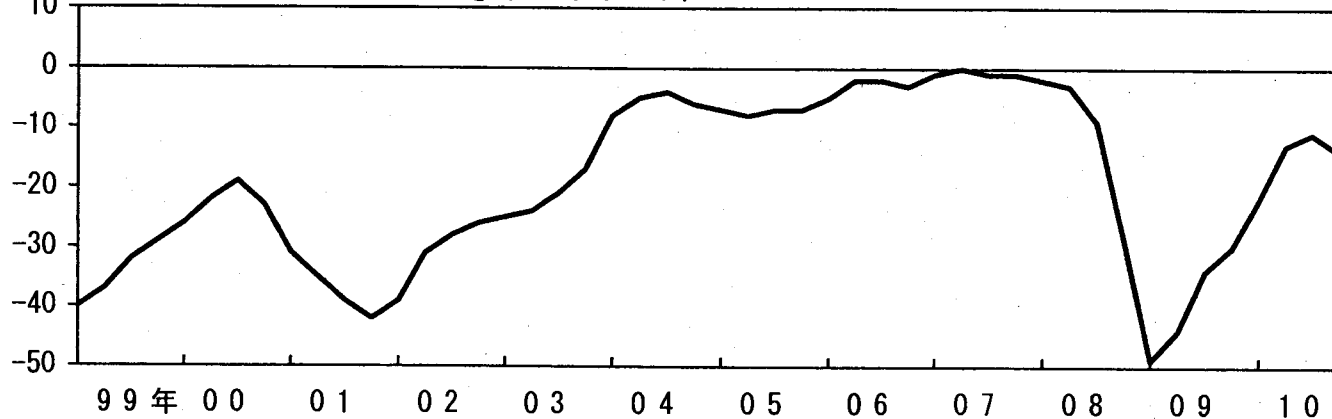
(2) 経済成長率がプラスの国の割合

(%)



(3) 海外での製商品需給判断D. I.

(「需要超過」 - 「供給超過」、%ポイント)

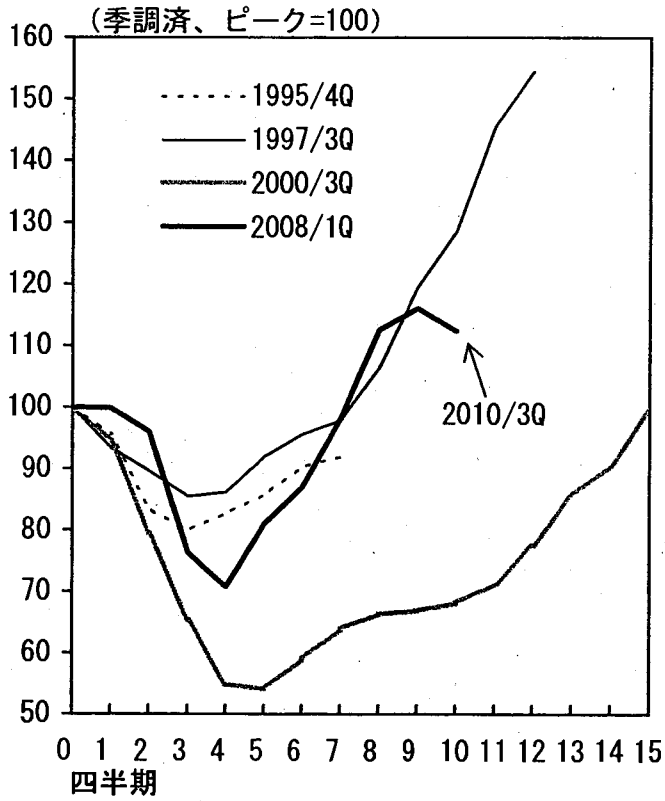


(注) 1. 短観ベース。計数は、全産業全規模合計。
2. 2010/4Qの計数は、2010/9月調査時点の企業の予測値。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

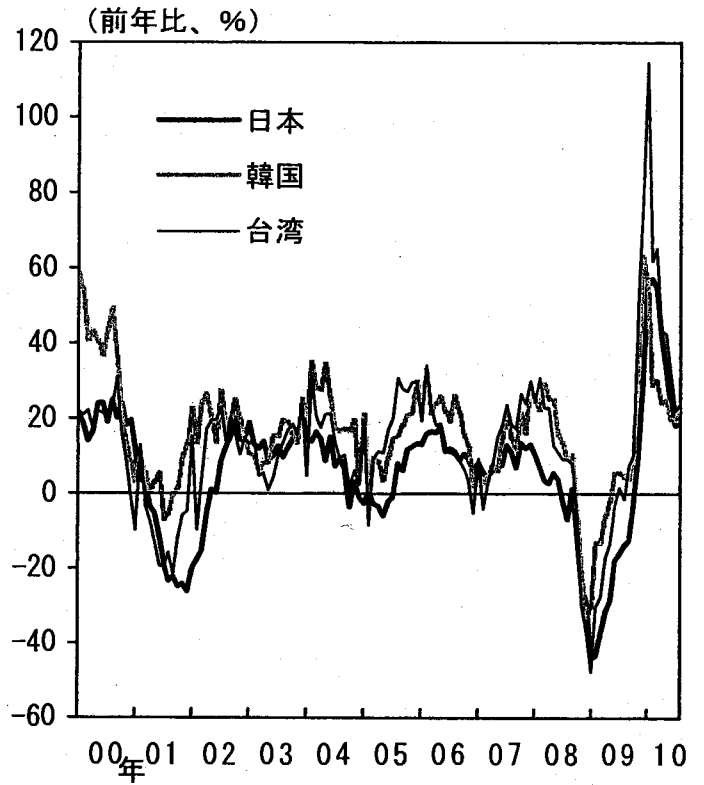
I T サイクル

(1) 世界半導体出荷の局面比較

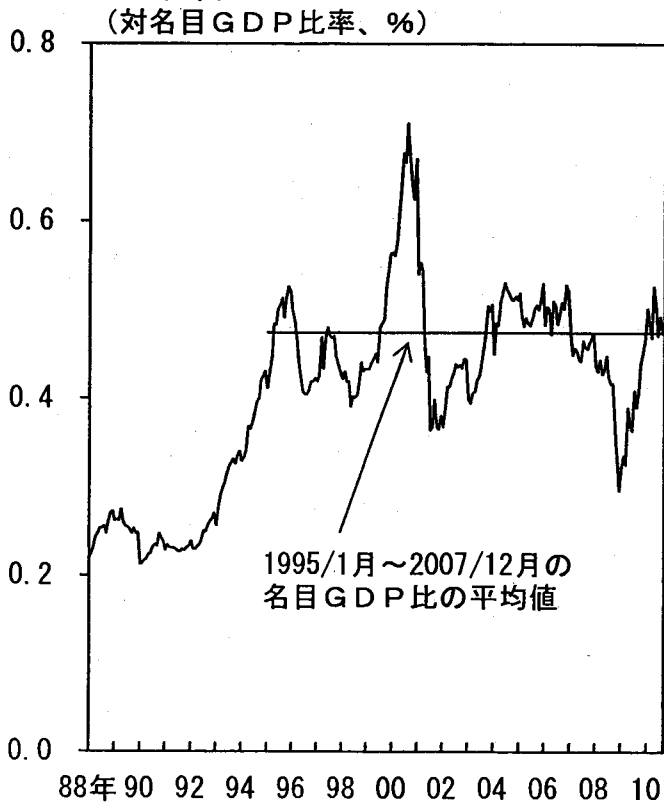


(注) 世界半導体出荷の2010/3Qは、7~8月の値。

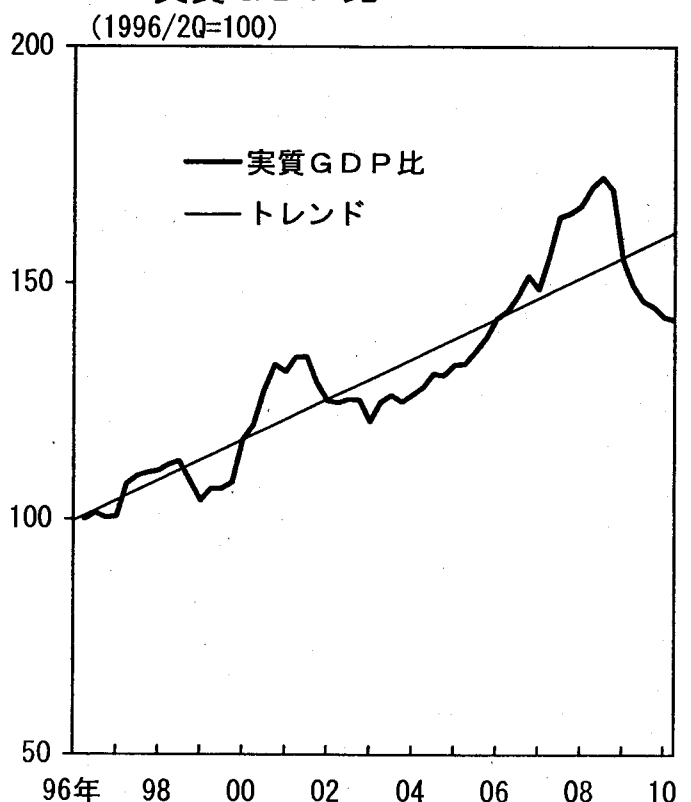
(2) 日韓台の I T 関連財の出荷



(3) 世界半導体出荷
・ 名目 GDP 比



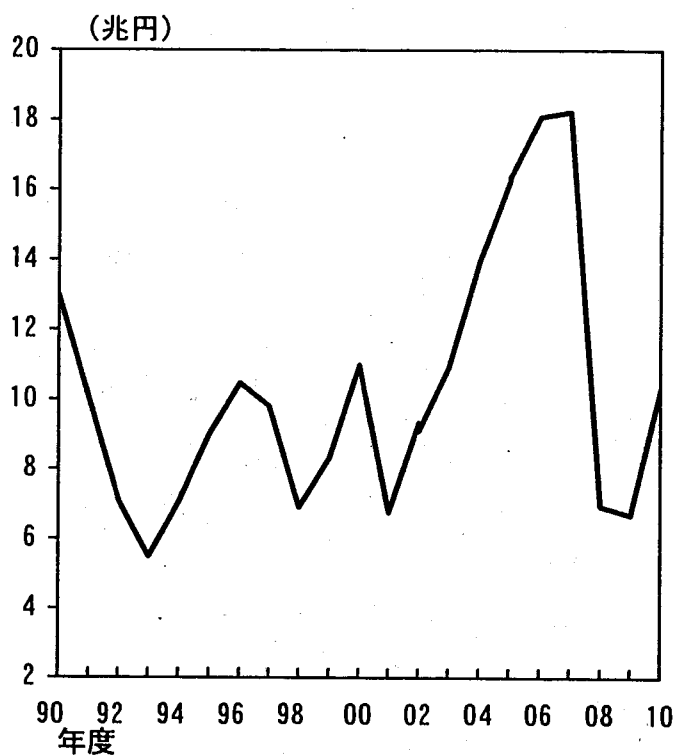
(4) 世界の半導体生産能力
・ 実質 GDP 比



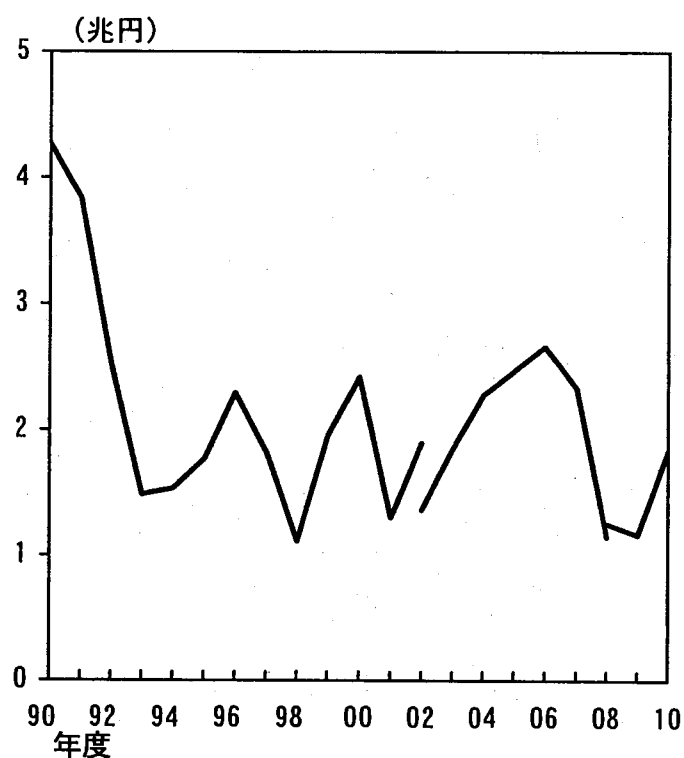
(資料) WSTS、CEIC、経済産業省「鉱工業指数統計」、IMF「World Economic Outlook」、SICAS

企業収益

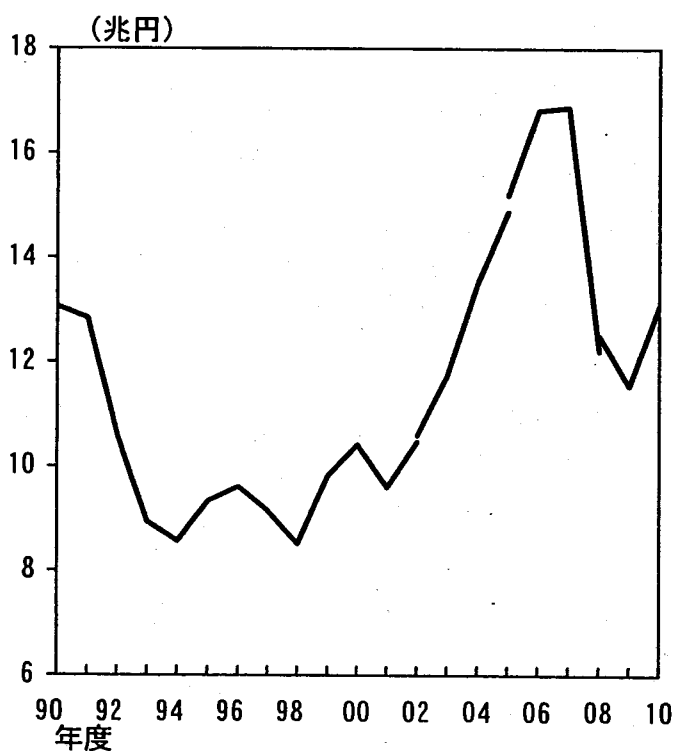
(1) 製造業大企業



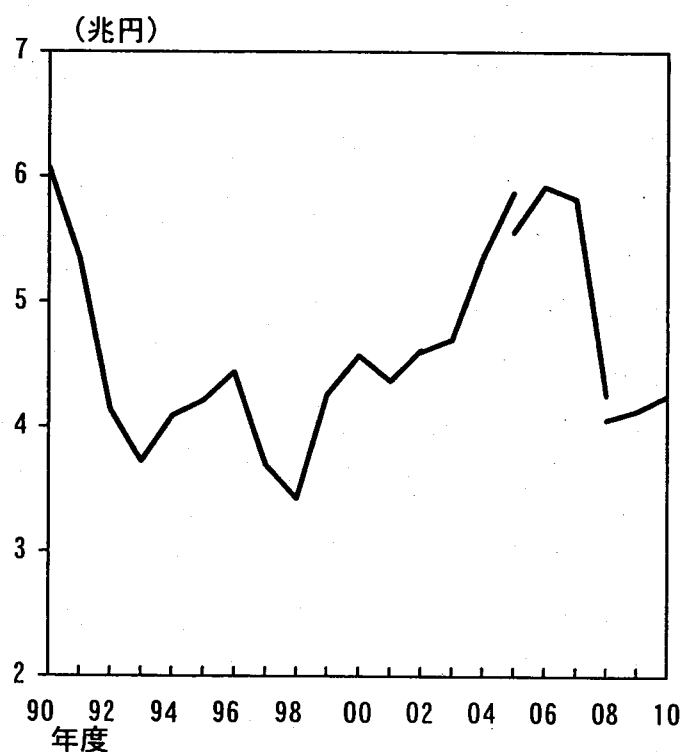
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



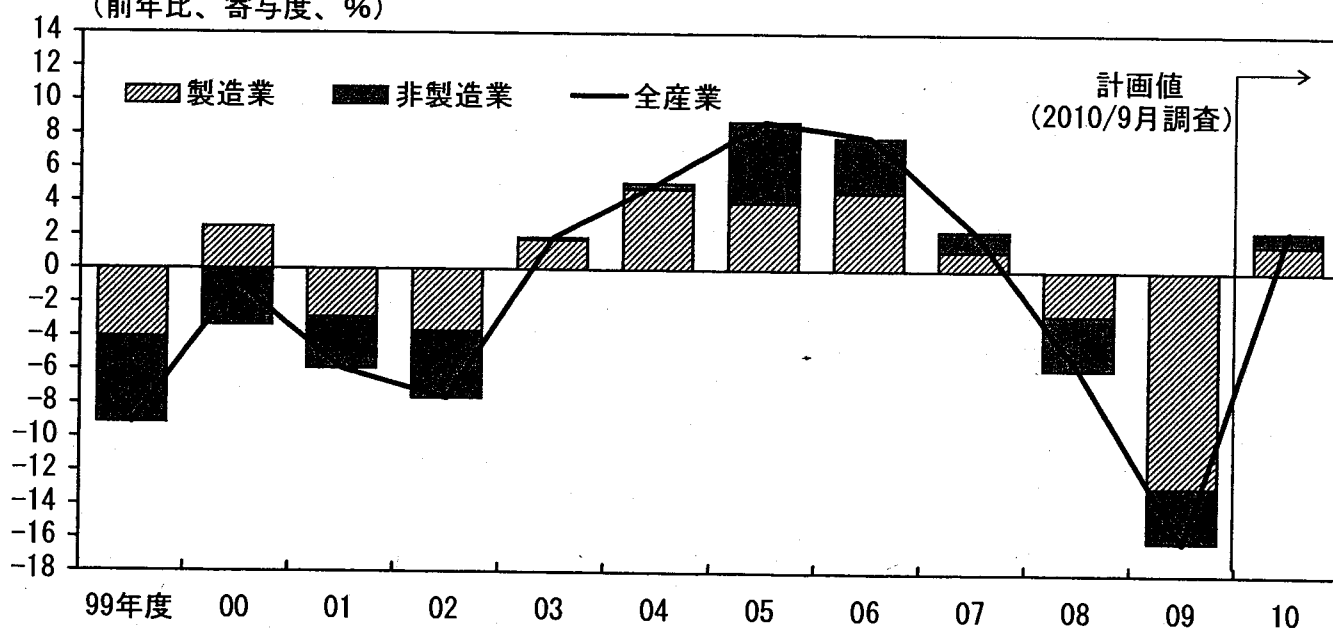
- (注) 1. 経常利益ベース。
2. 2010年度は、2010/9月調査時点の企業の予測値。
3. 2004/3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。
また、2007/3月調査と2010/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。
このため、これらのタイミングで、計数には不連続(段差)が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

設備投資計画

(1) 設備投資計画

(前年比、寄与度、%)

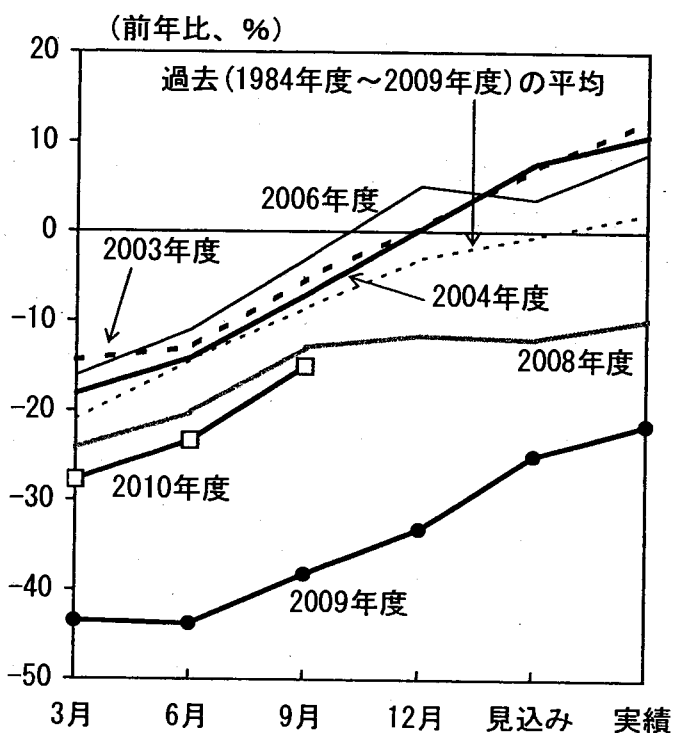
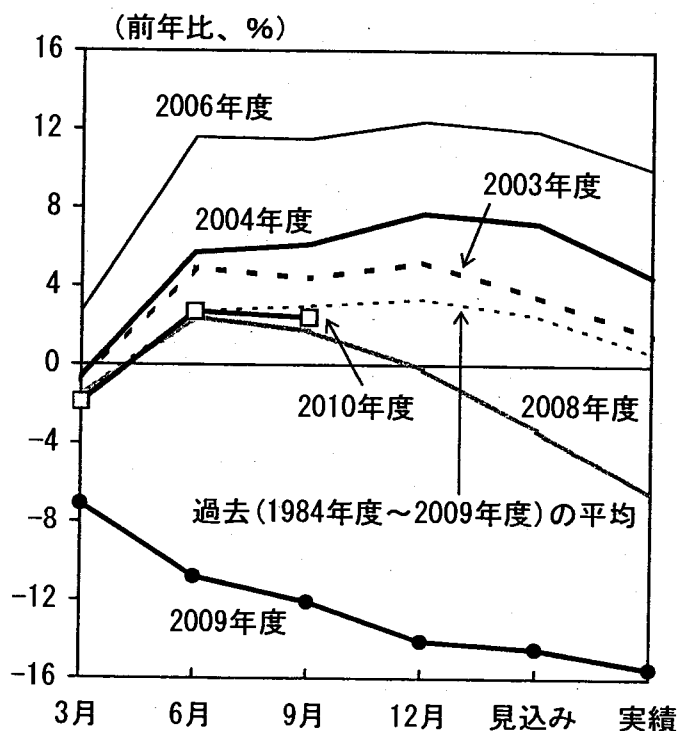


- (注) 1. 短観ベース。計数は、全規模合計。
 2. 2002年度までは土地投資額を含み、ソフトウェア投資額を除く。
 2003年度からは土地投資額を除き、ソフトウェア投資額を含む。
 3. 2008年度まではリース会計対応前ベース、2009年度からはリース会計対応ベース (下の(2)も同じ)。

(2) 設備投資計画の修正状況

<大企業>

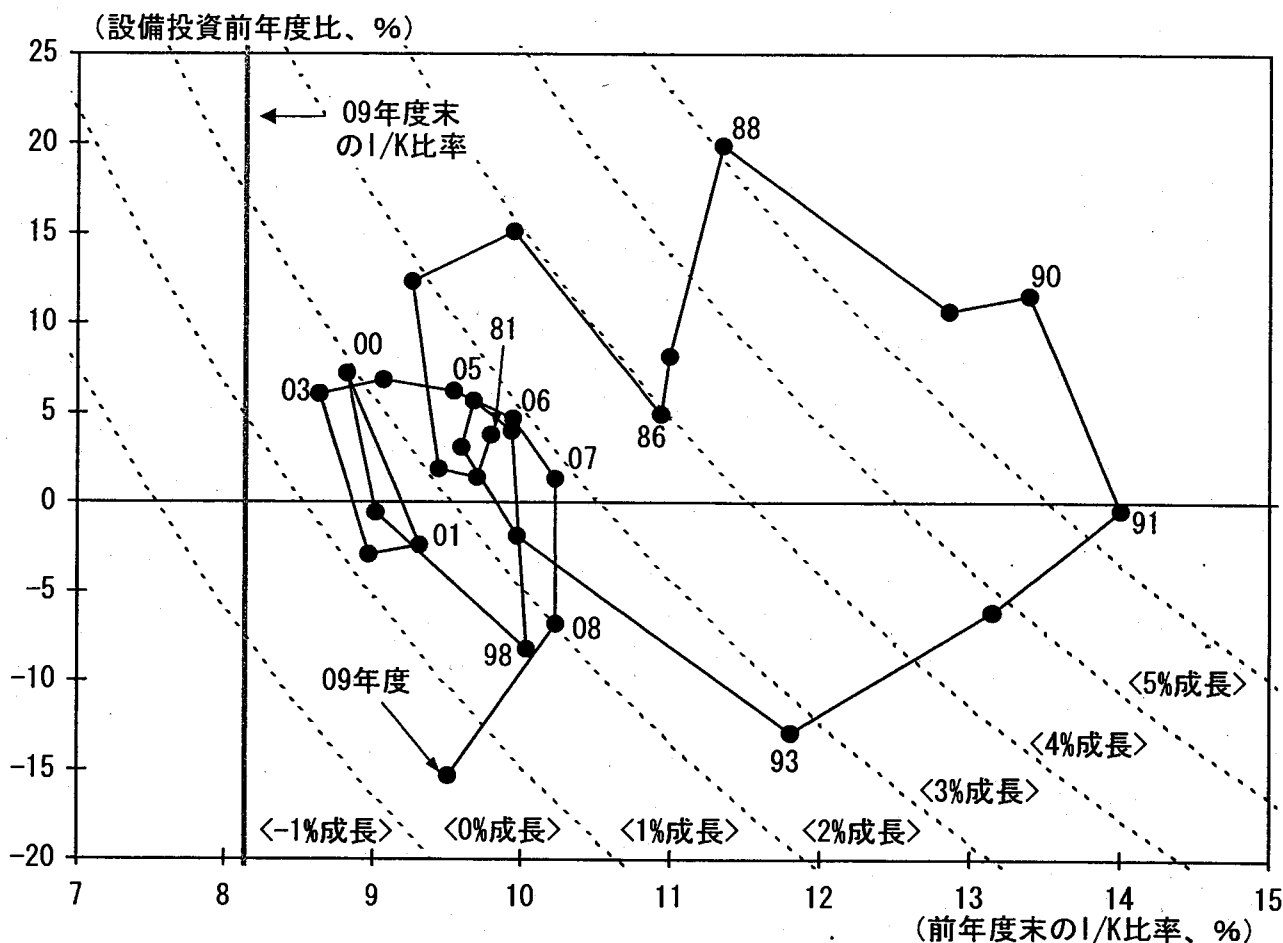
<中小企業>



- (注) 1. 短観ベース。計数は、全産業合計。
 2. 土地投資額を含み、ソフトウェア投資額を除く。
 3. 2004/3月調査、2007/3月調査、2010/3月調査では、調査対象企業の見直しを実施された。
 このため、2003年度、2006年度、2009年度については、12月調査までは見直し前の計数、
 見込みおよび実績は見直し後の計数となっている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

資本ストック循環



・資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。

・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$

縦軸

横軸

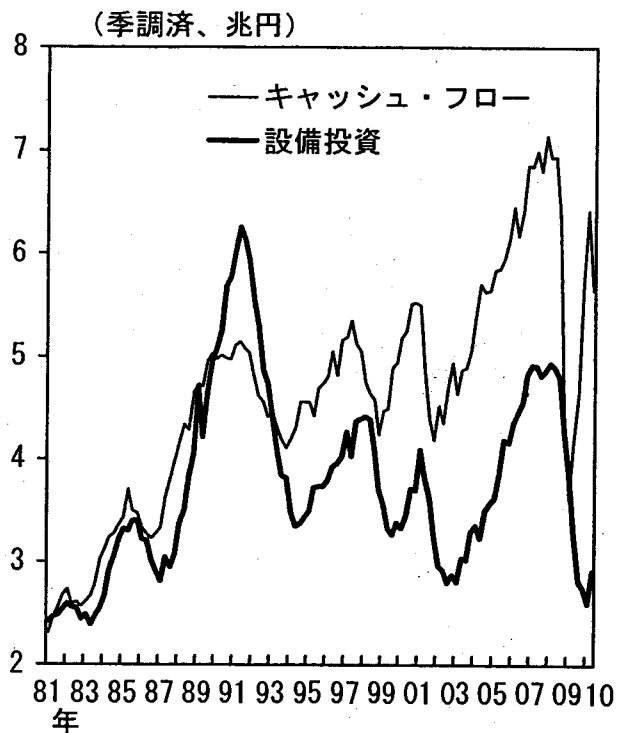
・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック年報」「民間企業資本ストック速報」、経済産業省「工業統計調査」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース2009年版」

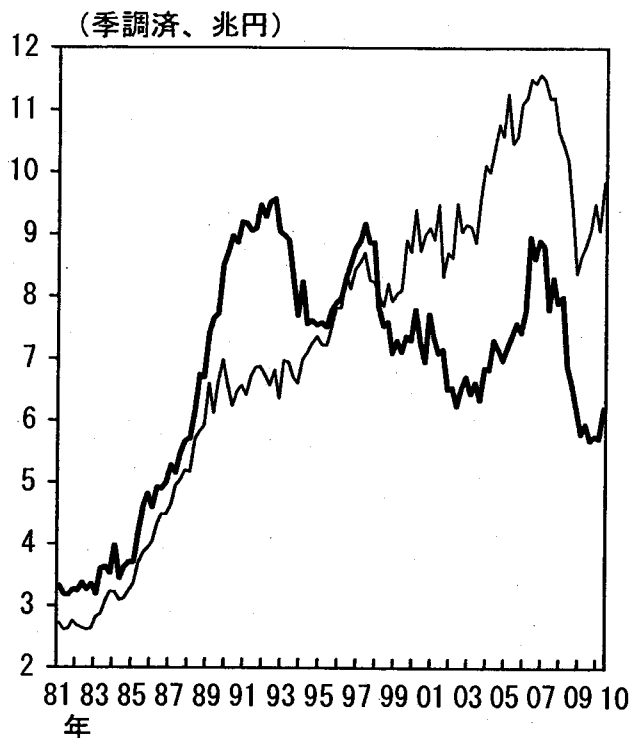
キャッシュ・フローと設備投資

(1) キャッシュ・フローと設備投資

①製造業



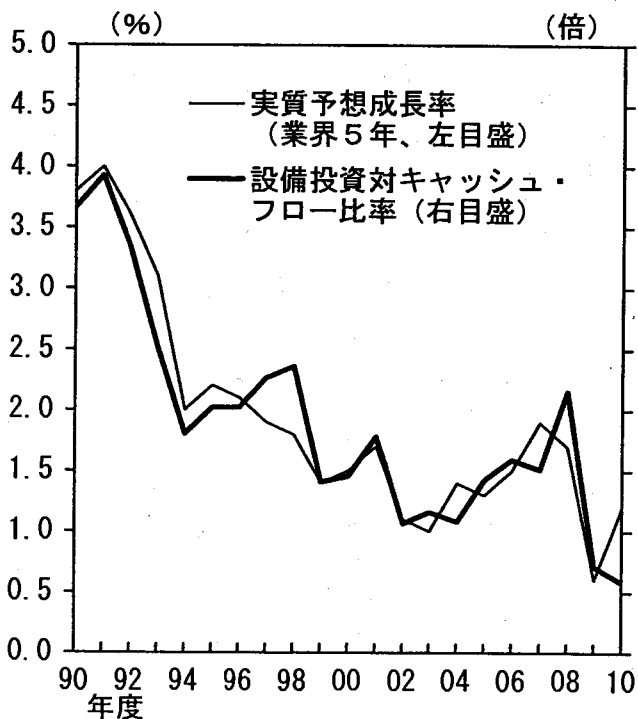
②非製造業



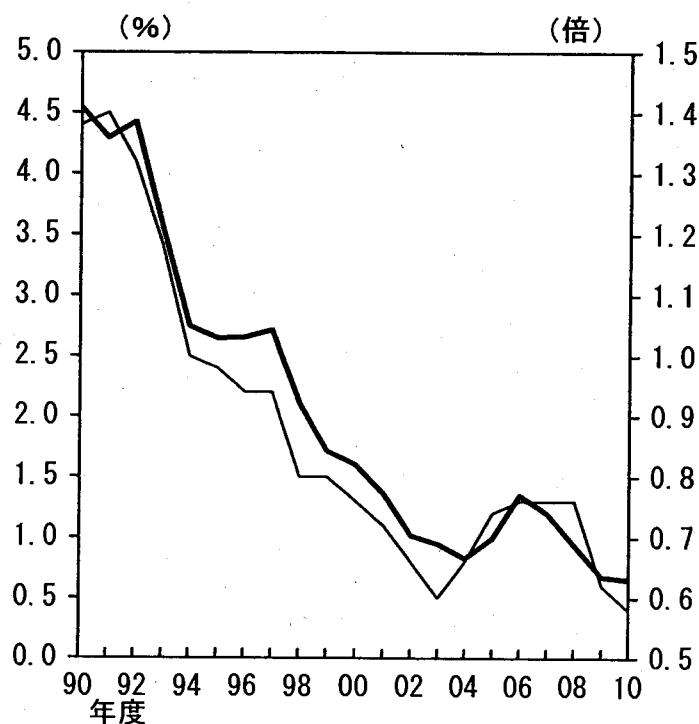
- (注) 1. 全規模ベース。
2. $\text{キャッシュ・フロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} / 2$

(2) 設備投資対キャッシュ・フロー比率と予想成長率

①製造業



②非製造業

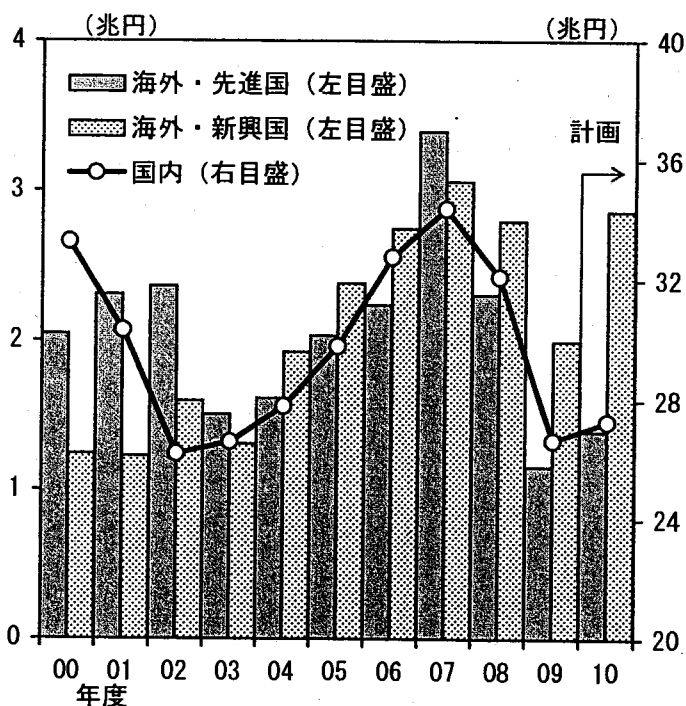


- (注) 1. 設備投資対キャッシュ・フロー比率は、全規模ベース。2010年度は、2010/20の値。
2. 予想成長率は、当該年度から始まる5年間の平均成長率(調査時点は前年度の1月または2月)。

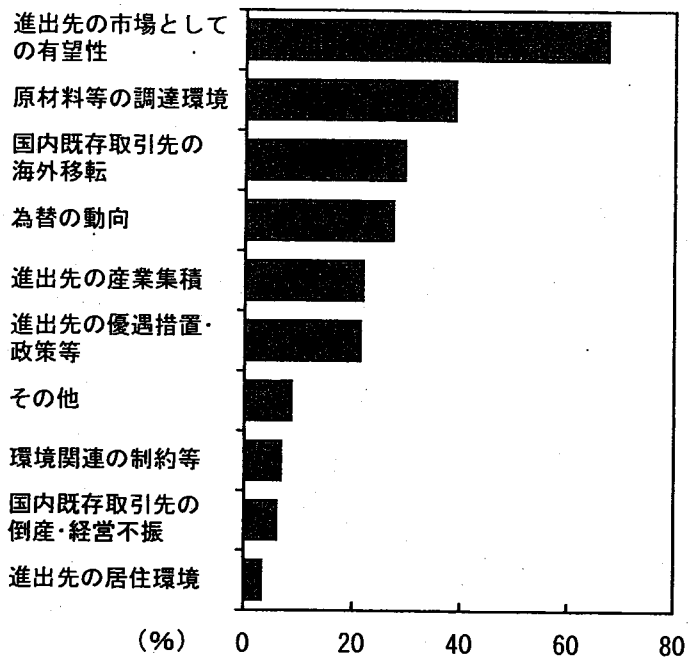
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

海外現地生産

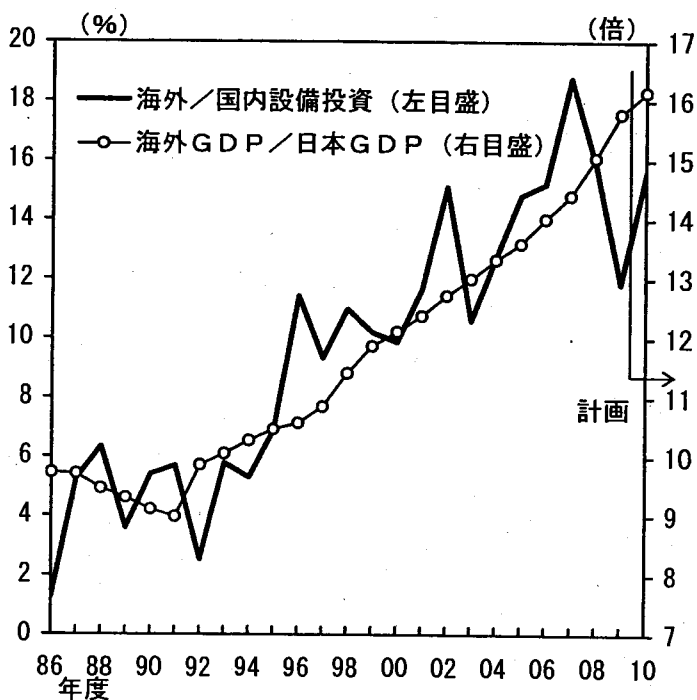
(1) 内外設備投資



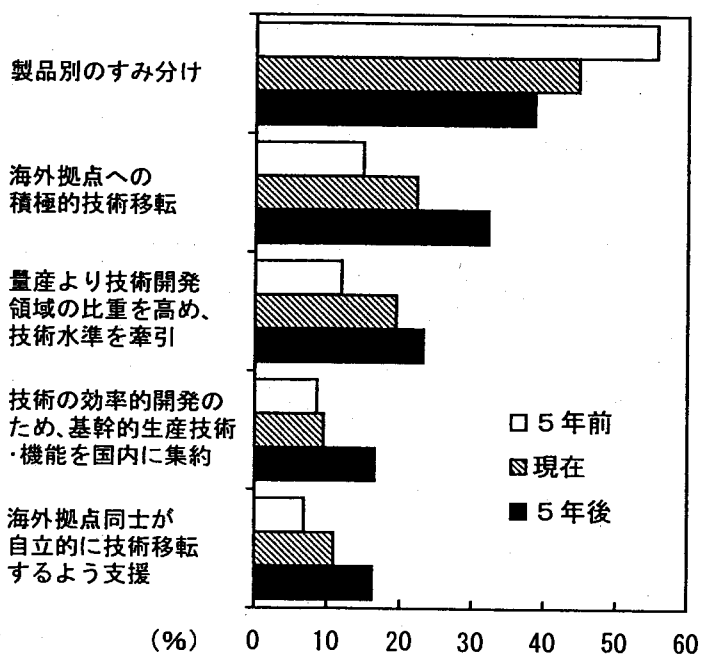
(2) 今後(5年間程度)海外に生産拠点を設置・増強する理由・背景



(3) 海外設備投資比率と海外市場の広がり



(4) 新興国の生産拠点に対する国内拠点の役割



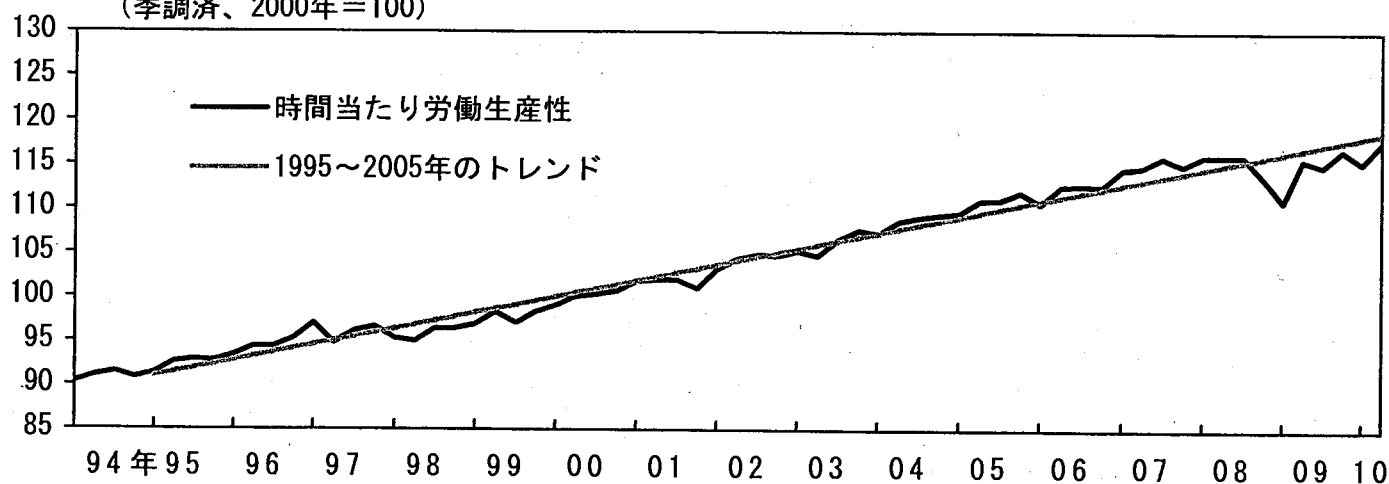
- (注) 1. 海外設備投資は、2008年度までは経済産業省「海外事業活動基本調査」に基づく。2009年度以降は、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」(2010/6月調査)の前年比を用いて推計。
 2. 国内設備投資は、短観に基づく。2010年度は、短観の前年比計画(2010/9月調査)を用いて推計。対象は、全産業、大企業(含む土地、除くソフトウェア)。
 3. 海外GDPと日本GDPの比率は、IMFベース(暦年値)。
 4. (2)および(4)は2010/1月調査。

(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」「ものづくり白書」、IMF「World Economic Outlook」、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

労働生産性のトレンドと失業率

(1) 時間当たり労働生産性

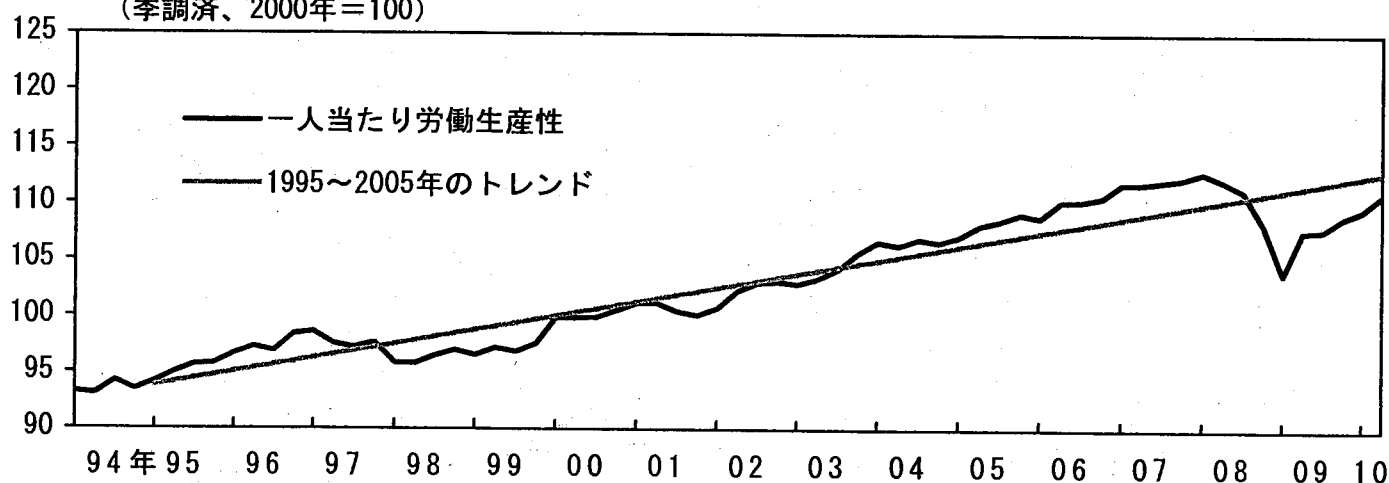
(季調済、2000年=100)



(注) 時間当たり労働生産性=実質GDP/労働投入量
労働投入量=就業者数×総労働時間

(2) 一人当たり労働生産性

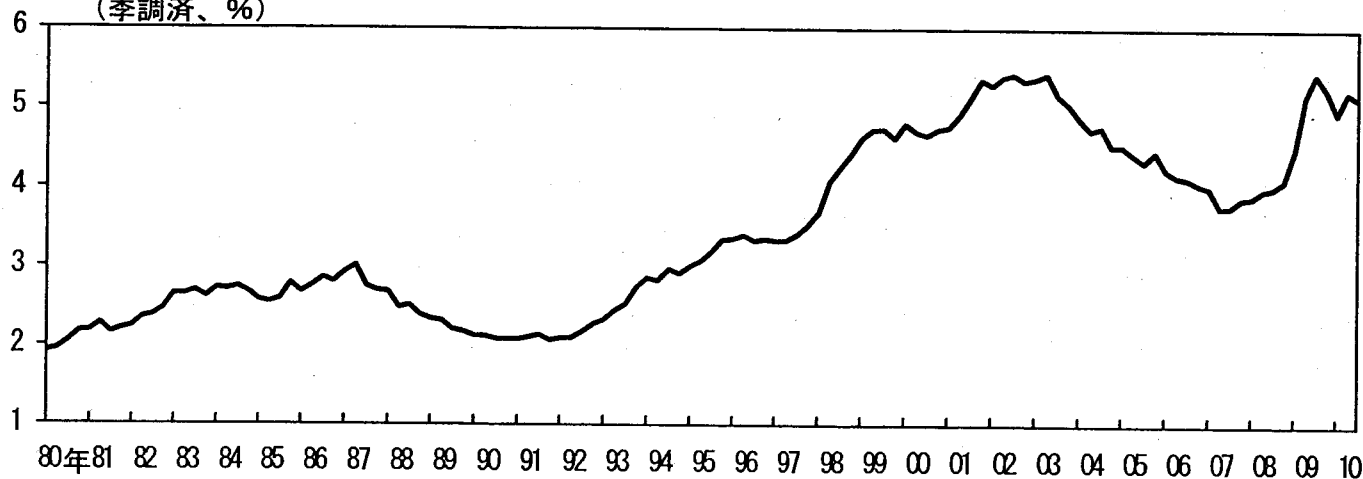
(季調済、2000年=100)



(注) 一人当たり労働生産性=実質GDP/就業者数

(3) 失業率

(季調済、%)

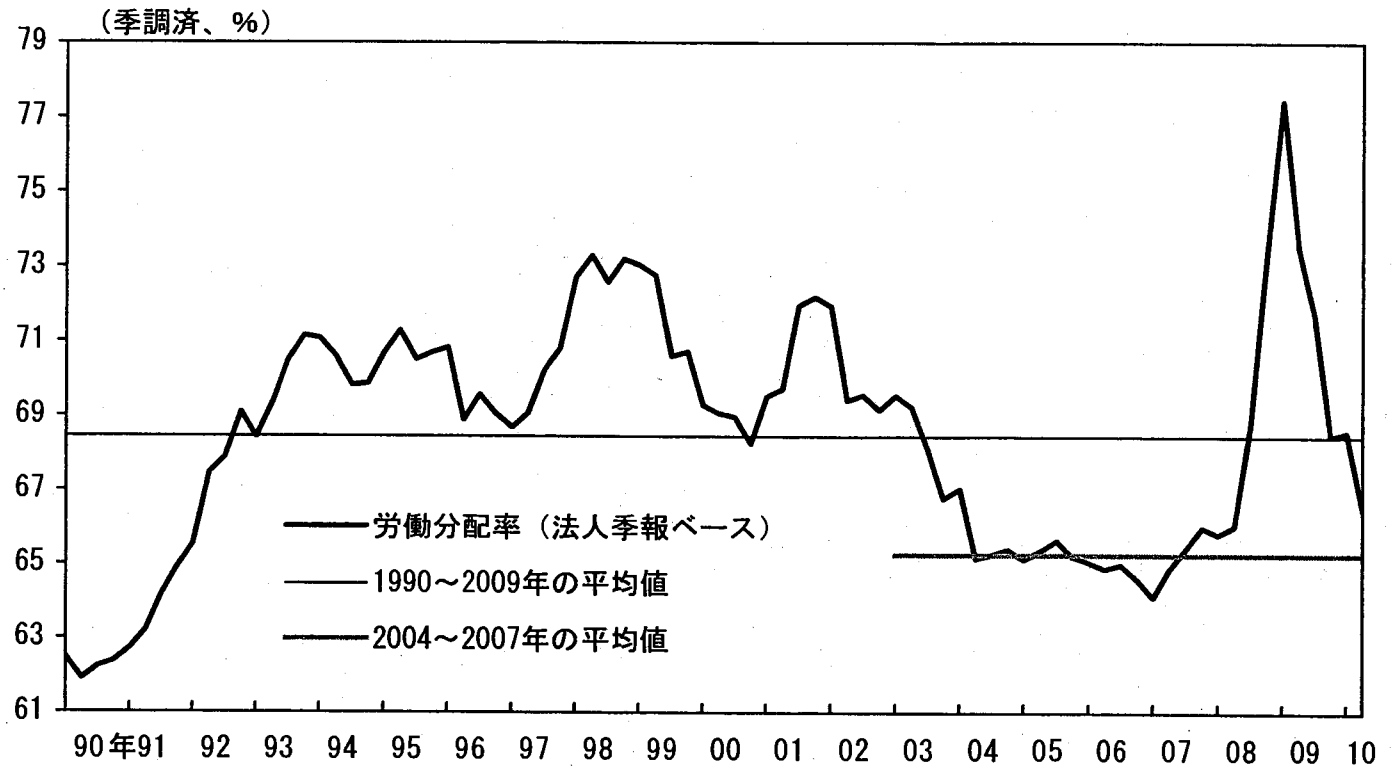


(注) 2010/3Qは、7~8月の値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

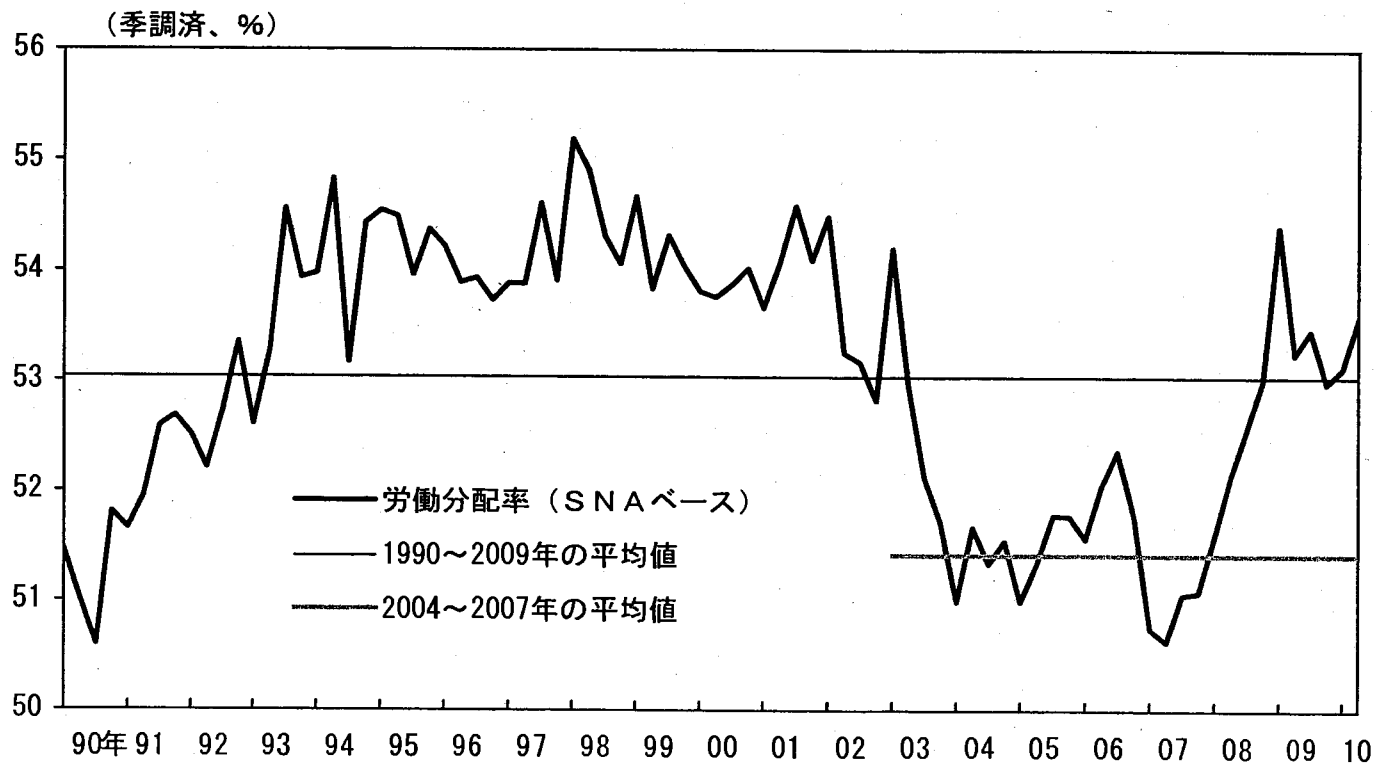
労働分配率

(1) 法人季報ベース



(注) 労働分配率 (法人季報ベース) = 一人当たり名目賃金 / 一人当たり名目労働生産性 × 100
一人当たり名目賃金 = 人件費 / 人員計
一人当たり名目労働生産性 = (人件費 + 営業利益 + 減価償却費) / 人員計
すべて全産業 (除く金融保険業) ・全規模の値。

(2) SNAベース



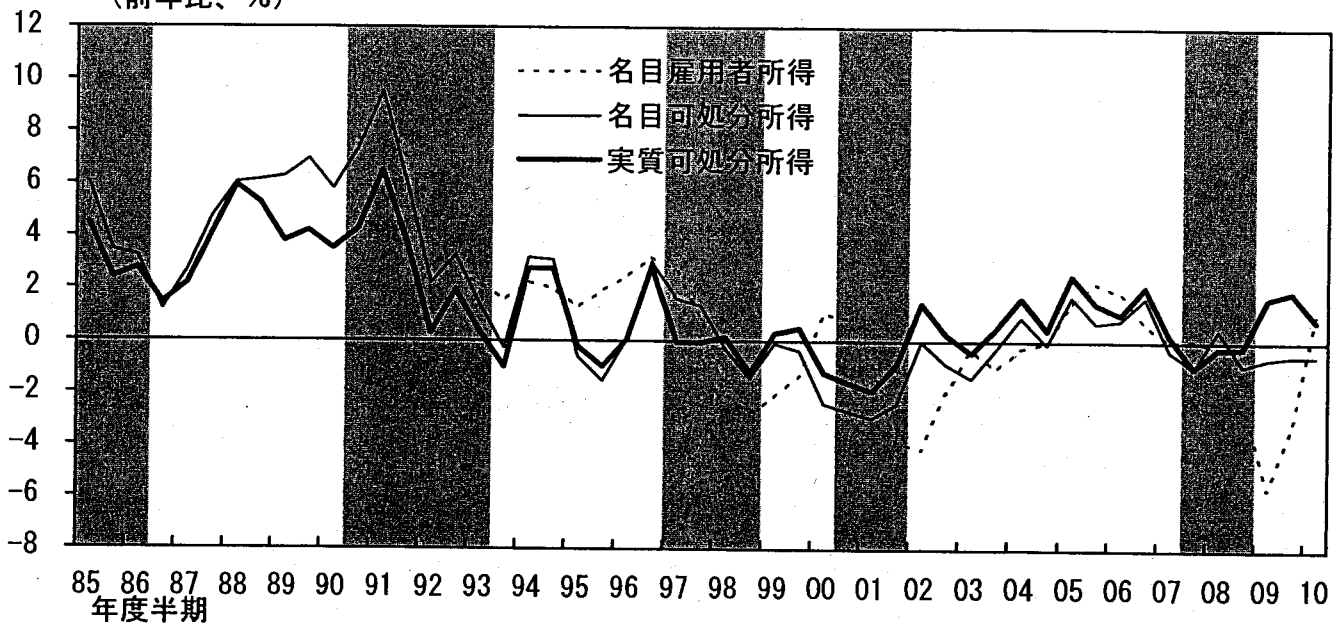
(注) 労働分配率 (SNAベース) = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100

(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」

可処分所得と消費性向

(1) 雇用者所得と可処分所得

(前年比、%)

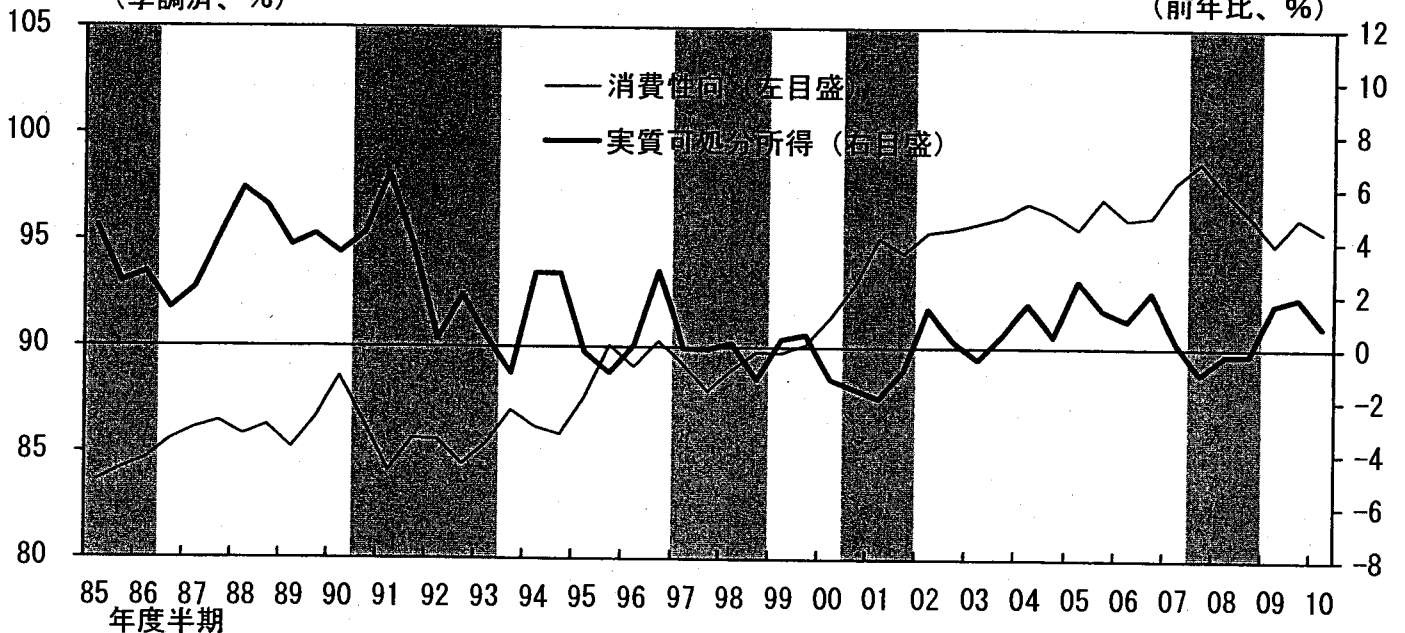


- (注) 1. シャド一部分は景気後退局面 (下の図表も同じ)。
2. 名目雇用者所得は、雇用者数 (労働力調査) × 名目賃金 (毎月勤労統計) で算出。2010年度上半期は、2010/4月～8月の前年同期比。
3. 2009年度、2010年度上半期の名目可処分所得、実質可処分所得は、一連の経済対策 (定額給付金、乗用車の減税・補助金、家電のエコポイント制度、子ども手当等) による政府から家計への所得移転を加味。日本銀行調査統計局による試算値。

(2) 実質可処分所得と消費性向

(季調済、%)

(前年比、%)



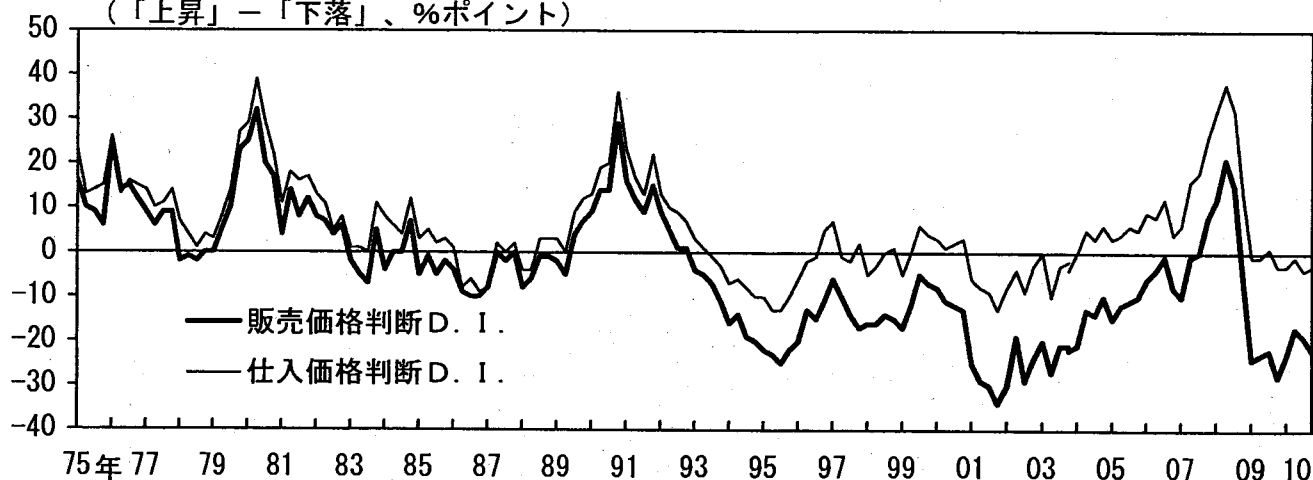
- (注) 1. 2009年度、2010年度上半期の消費性向および実質可処分所得は、日本銀行調査統計局による試算値。
2. 消費性向 = 家計最終消費支出 / 可処分所得

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計年報」「平成21年度補正予算」「平成21年度決算概要」「平成22年度予算」、厚生労働省「毎月勤労統計」等

販売価格と仕入価格

(1) 小売業

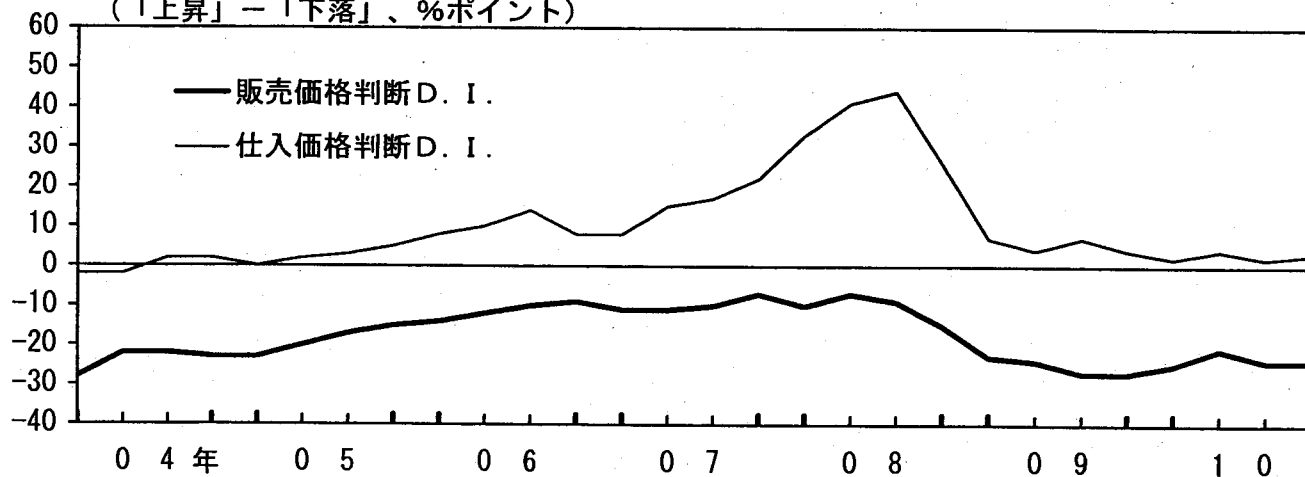
(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



(注) 1. 全規模合計。2010/4Qは、2010/9月調査時点の企業の予測値(下のいずれの図表も同じ)。
2. 短観は、2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。

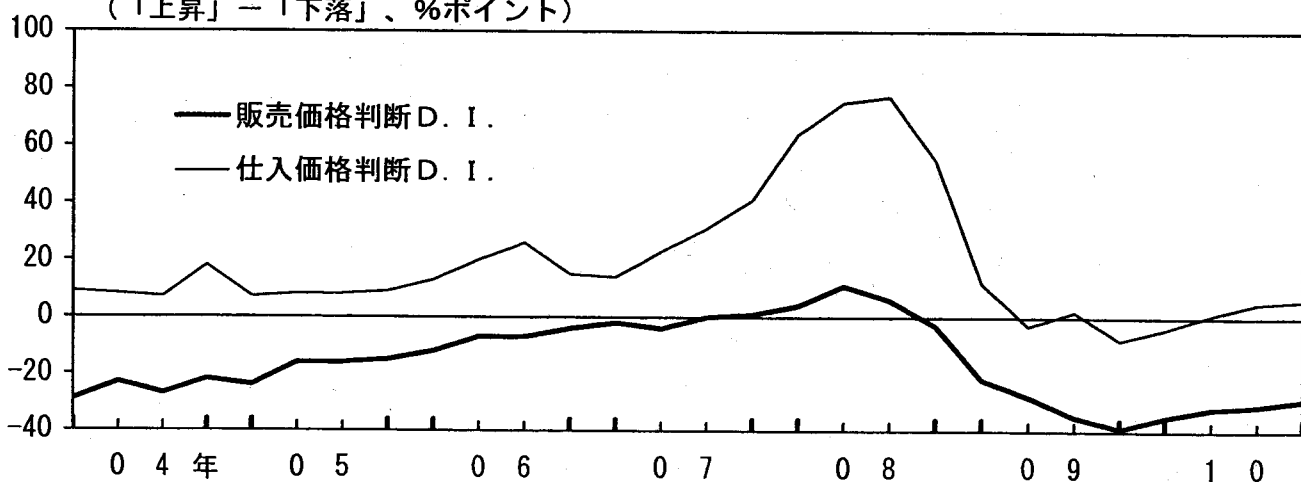
(2) 対個人サービス

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



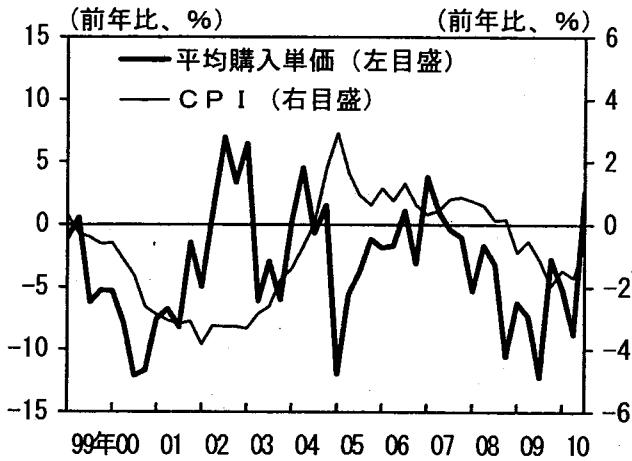
(3) 宿泊・飲食サービス

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)

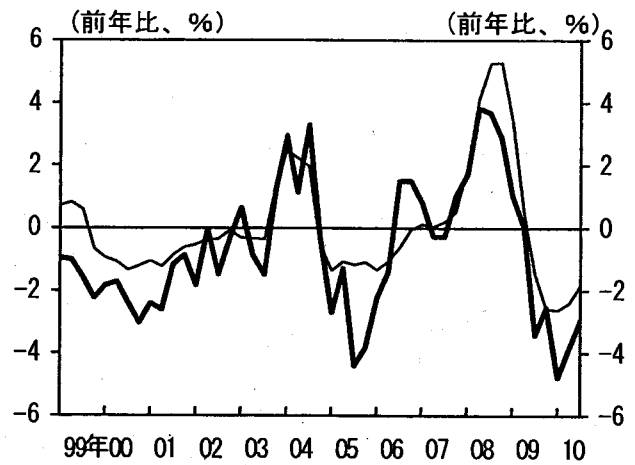


家計調査の購入単価と消費者物価

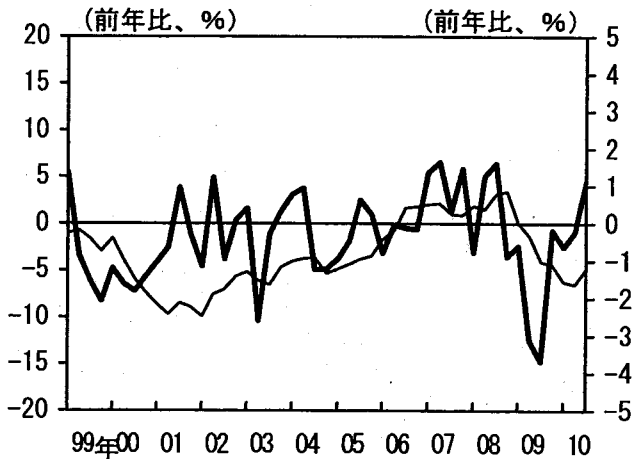
(1) 被服



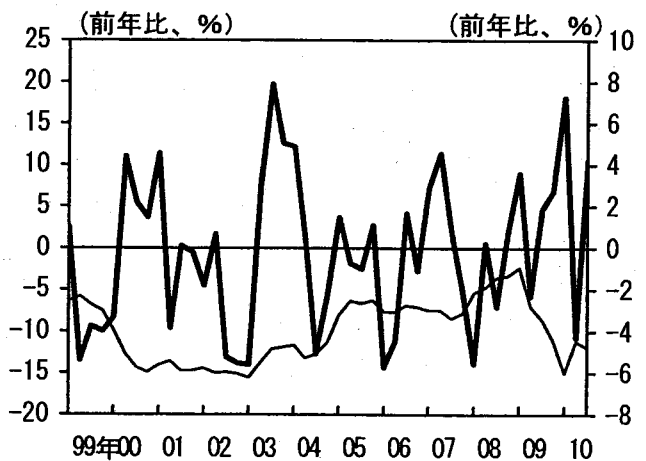
(2) 食料工業製品・農水畜産物



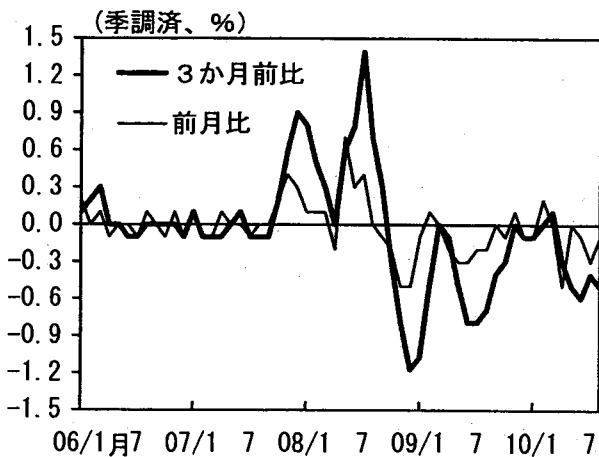
(3) その他財



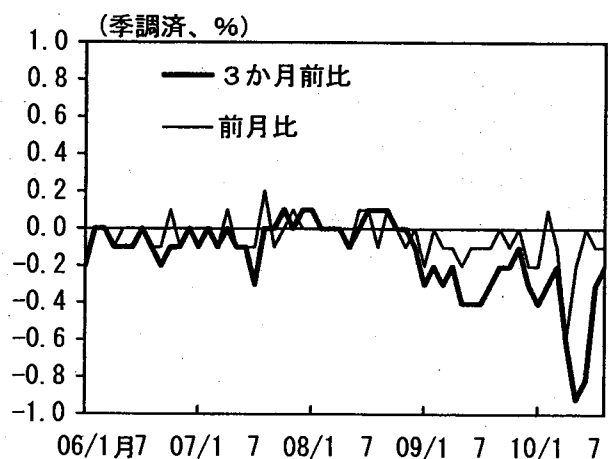
(4) 耐久消費財



(参考1) 総合除く生鮮食品



(参考2) 総合除く食料・エネルギー

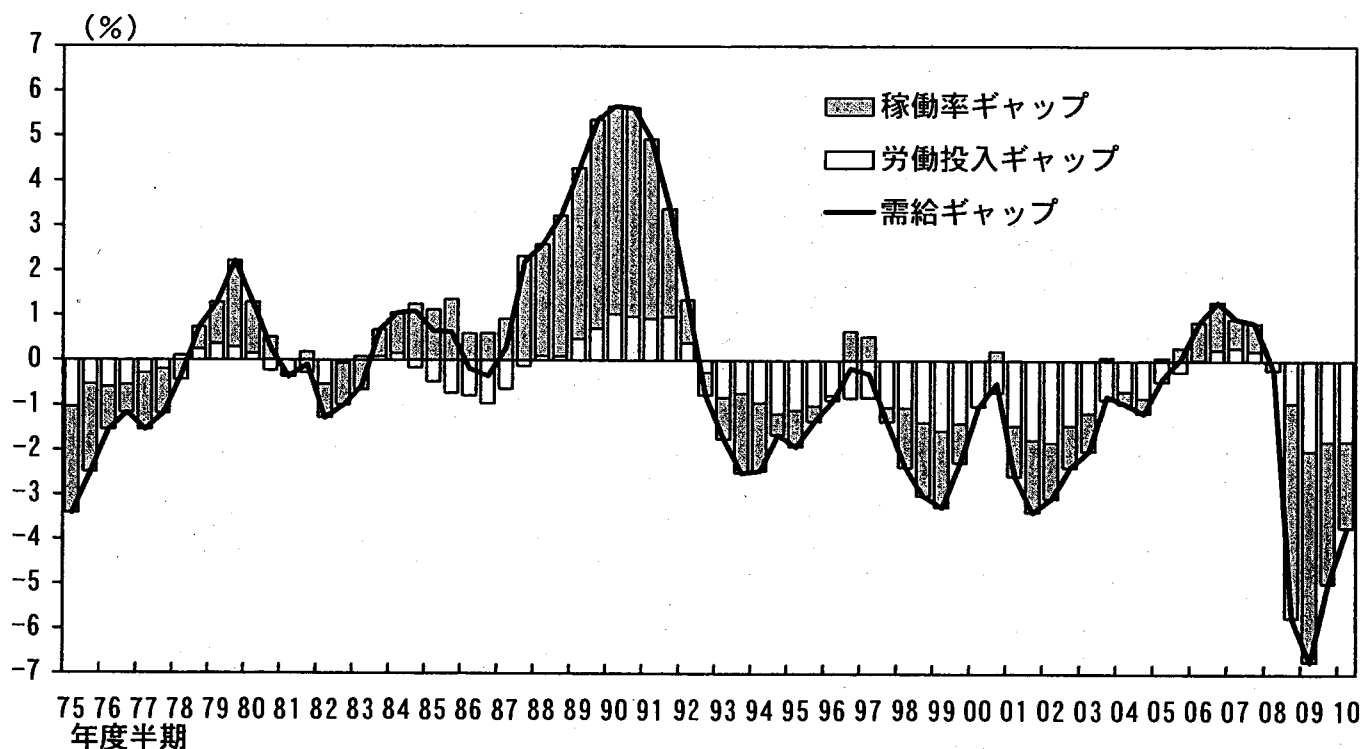


- (注) 1. 平均購入単価とCPIについては、家計調査とCPIの両方で継続してデータが存在する品目を抽出。
 2. その他財は、「財」から被服(=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」)、「食料工業製品」、「農水畜産物」、「耐久消費財」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除いたもの(「」内は総務省公表ベースのCPI分類)。
 3. (2)の農水畜産物は、生鮮食品を除く。(参考2)の「食料」は、「酒類」を除く。
 4. (1)~(4)の2010/3Qは、7~8月の前年同期比。

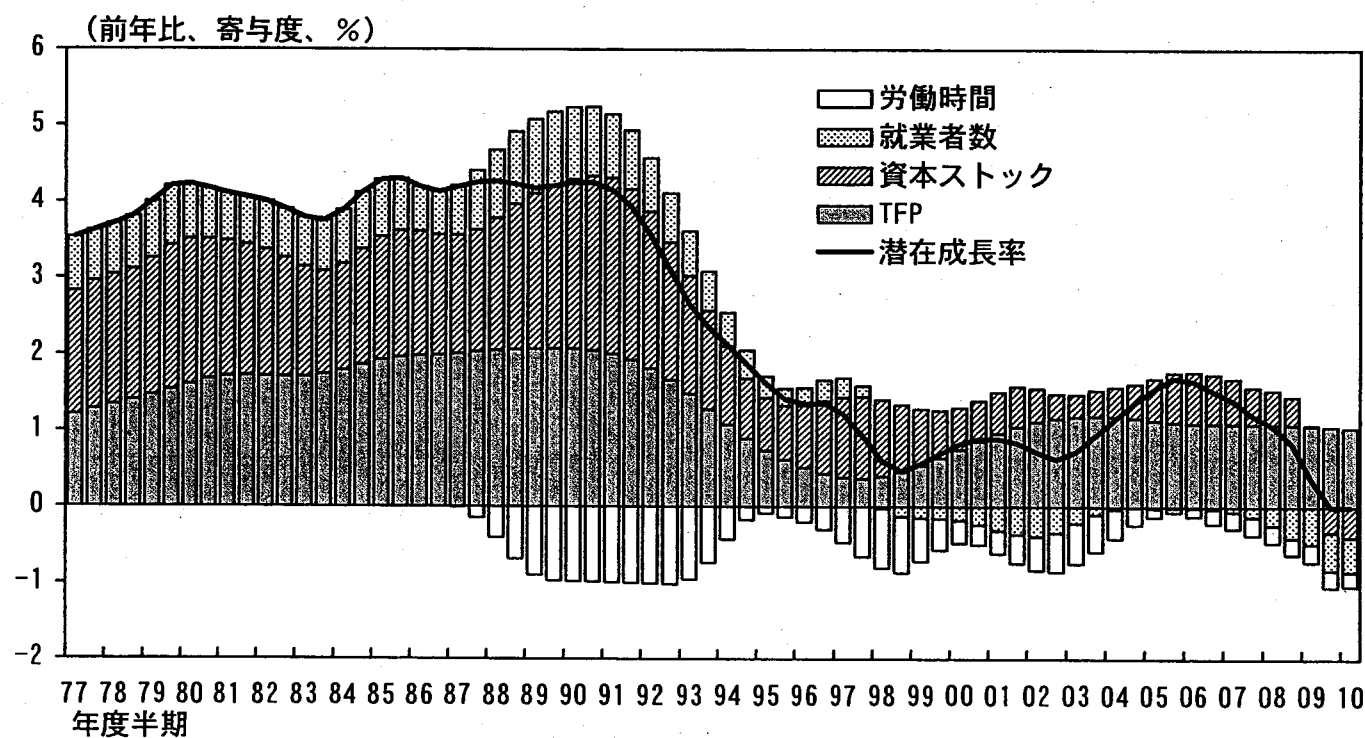
(資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」

需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



(2) 潜在成長率



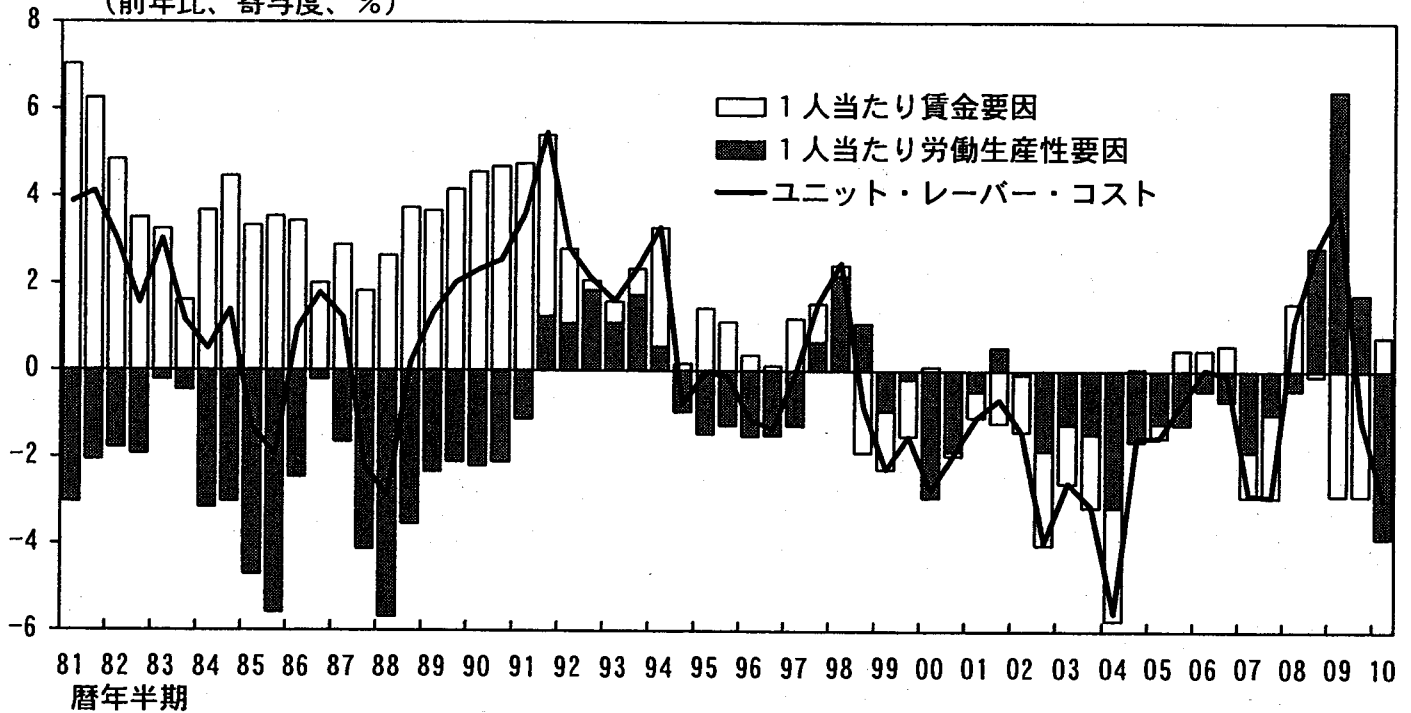
(注) 1. 日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。
2. 2010年度上半期は、2010/2Qの値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

賃金と物価

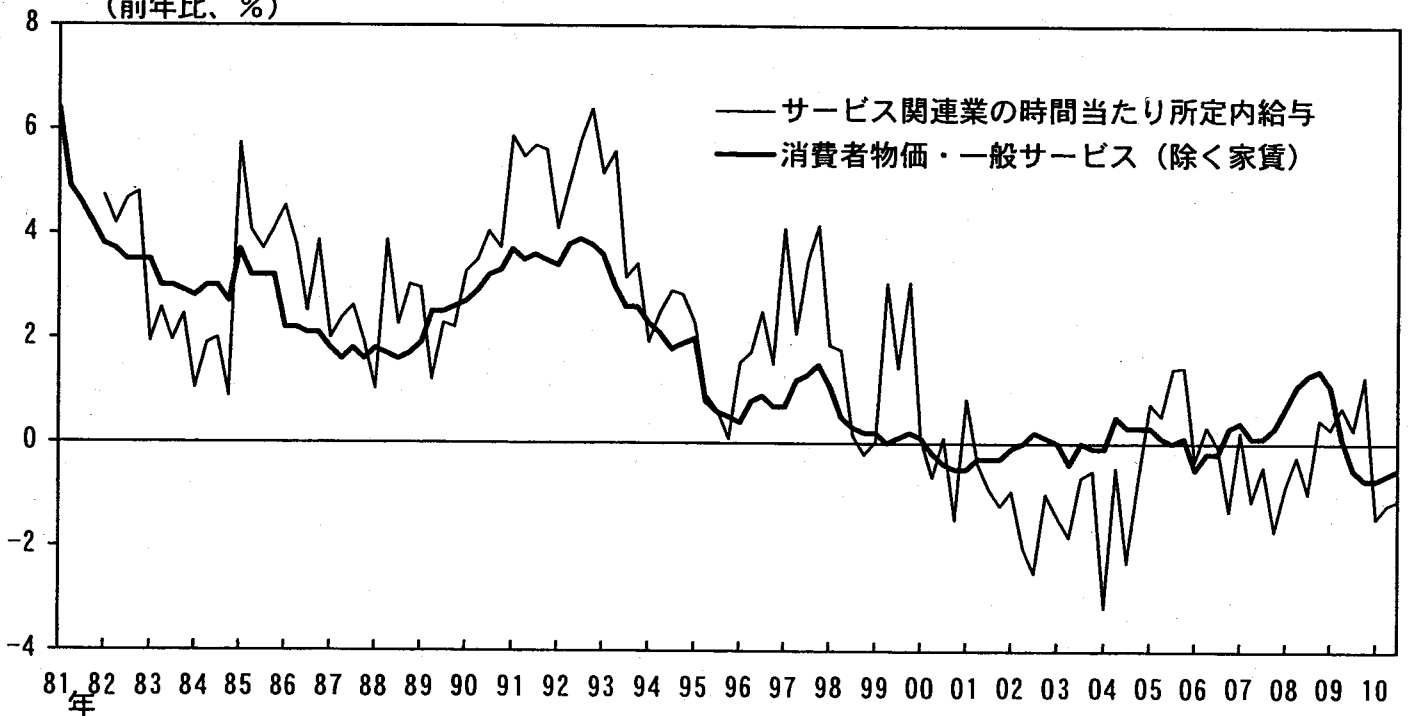
(1) ユニット・レーバー・コスト

(前年比、寄与度、%)



(2) サービス価格と賃金

(前年比、%)

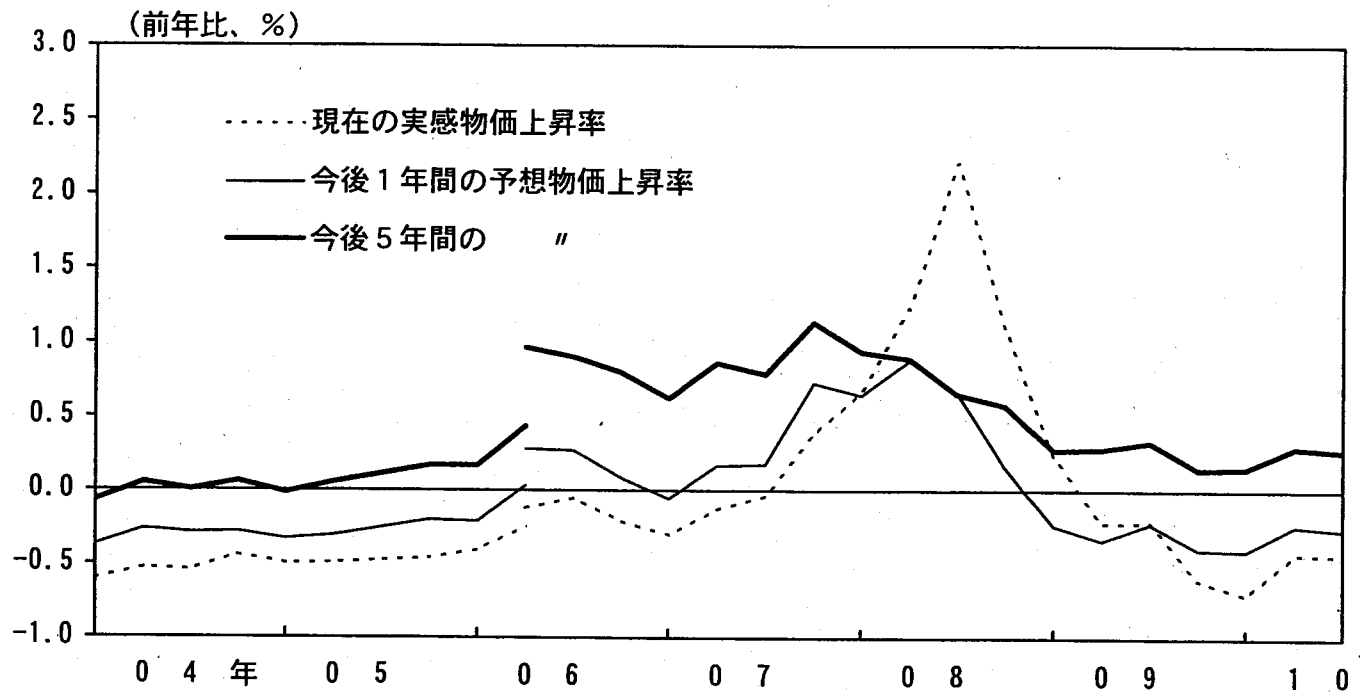


- (注) 1. 賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。
2001年以降は、新業種区分による飲食店・宿泊業、医療・福祉、教育・学習支援業、複合サービス事業、サービス業が含まれる。事業所規模30人以上のデータを使用。
2. 2010/3Qは、7~8月の前年同期比。

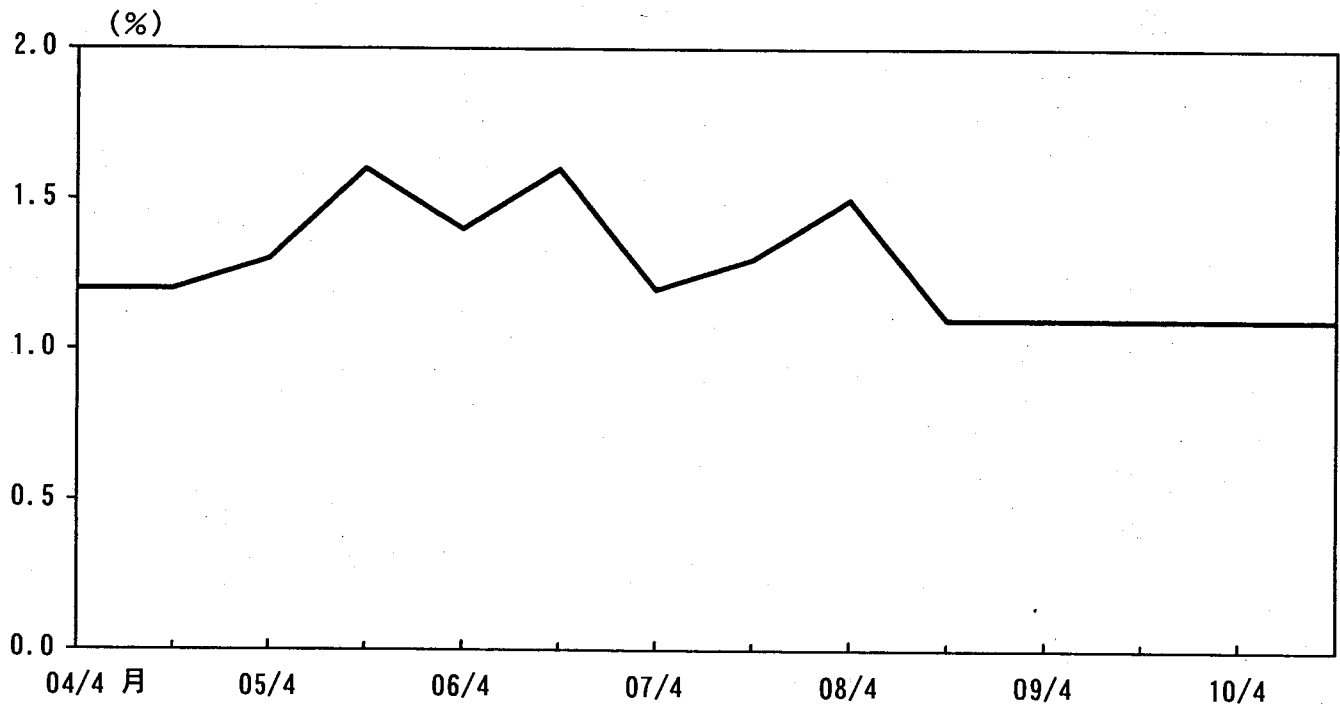
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

物価の先行きに対する見方

(1) 家計の予想物価上昇率



(2) エコノミストの予想物価上昇率



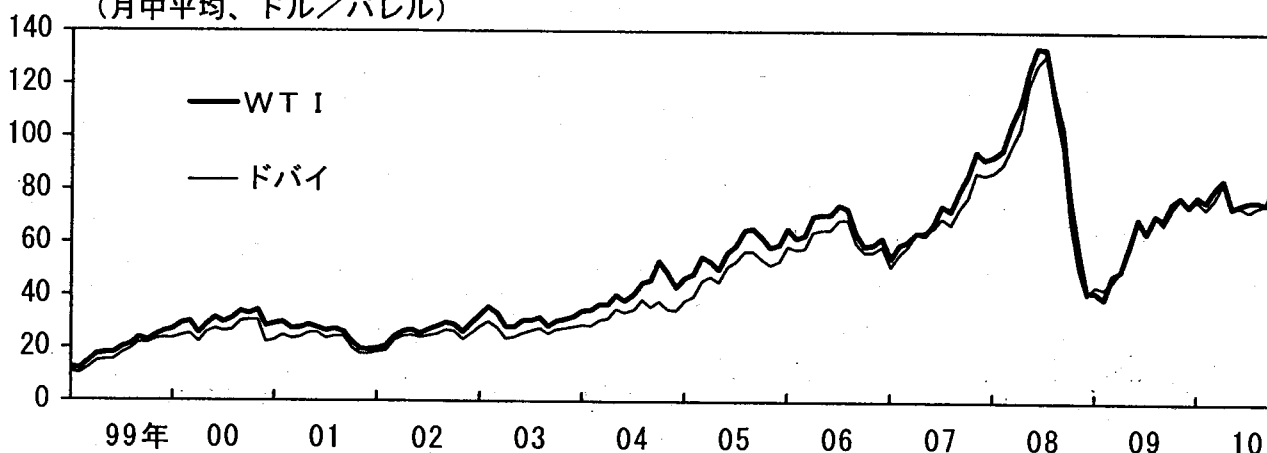
- (注) 1. (1) は、家計を対象とした「生活意識に関するアンケート調査」のデータを用いて、修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、関根・吉村・和田(2008)「インフレ予想 (Inflation Expectations) について」、日銀レビュー、2008-J-15を参照。
2. (2) は、エコノミストを対象としたコンセンサス・フォーキャストの各年4月と10月時点における6年～10年先の予想物価上昇率(暦年ベース、前年比)の平均値。

(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、コンセンサス・フォーキャスト

商品市況

(1) 原油価格

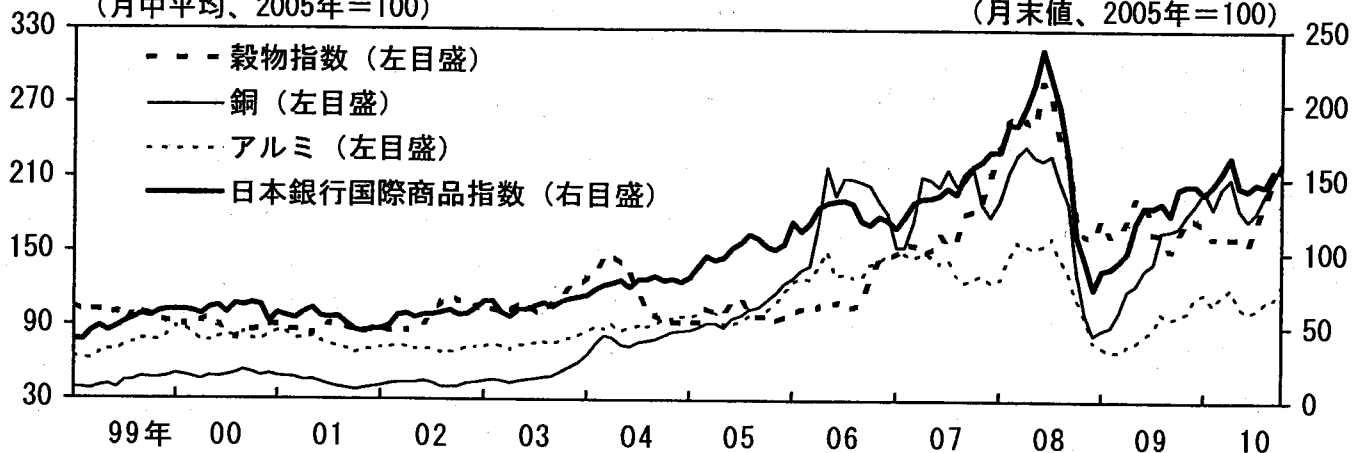
(月中平均、ドル/バレル)



(2) 国際商品市況

(月中平均、2005年=100)

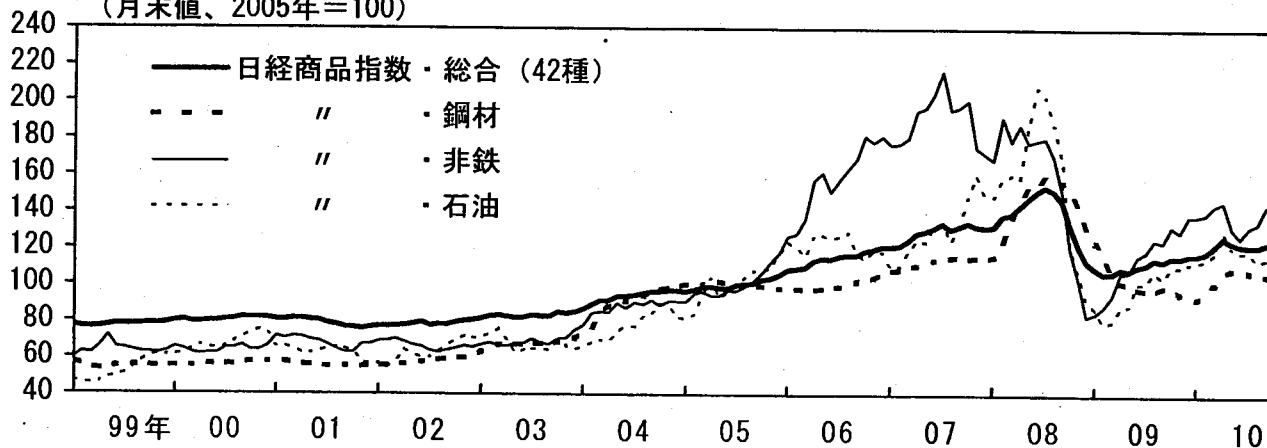
(月末値、2005年=100)



(注) 穀物指数は、穀物(小麦、大豆、トウモロコシ)の国際商品市況を加重平均したもの。加重平均に用いるウエイトは、貿易統計の輸入金額から算出。

(3) 国内商品市況

(月末値、2005年=100)

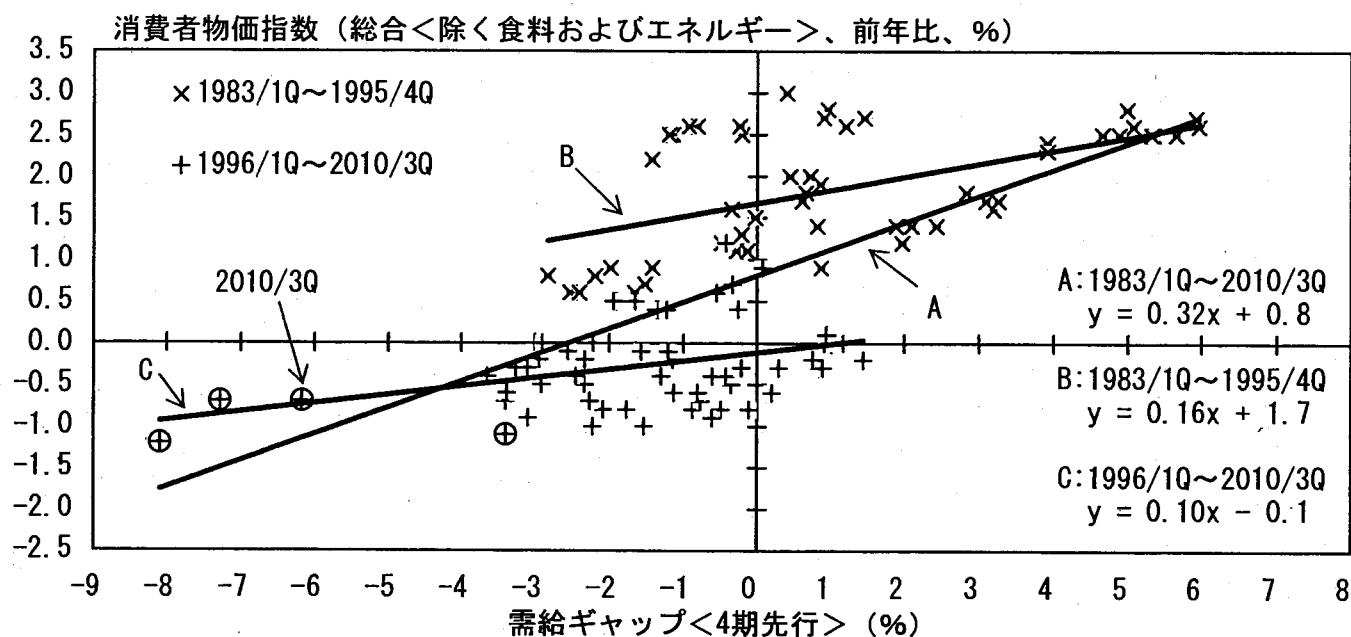


(注) 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油

(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、日本経済新聞社等

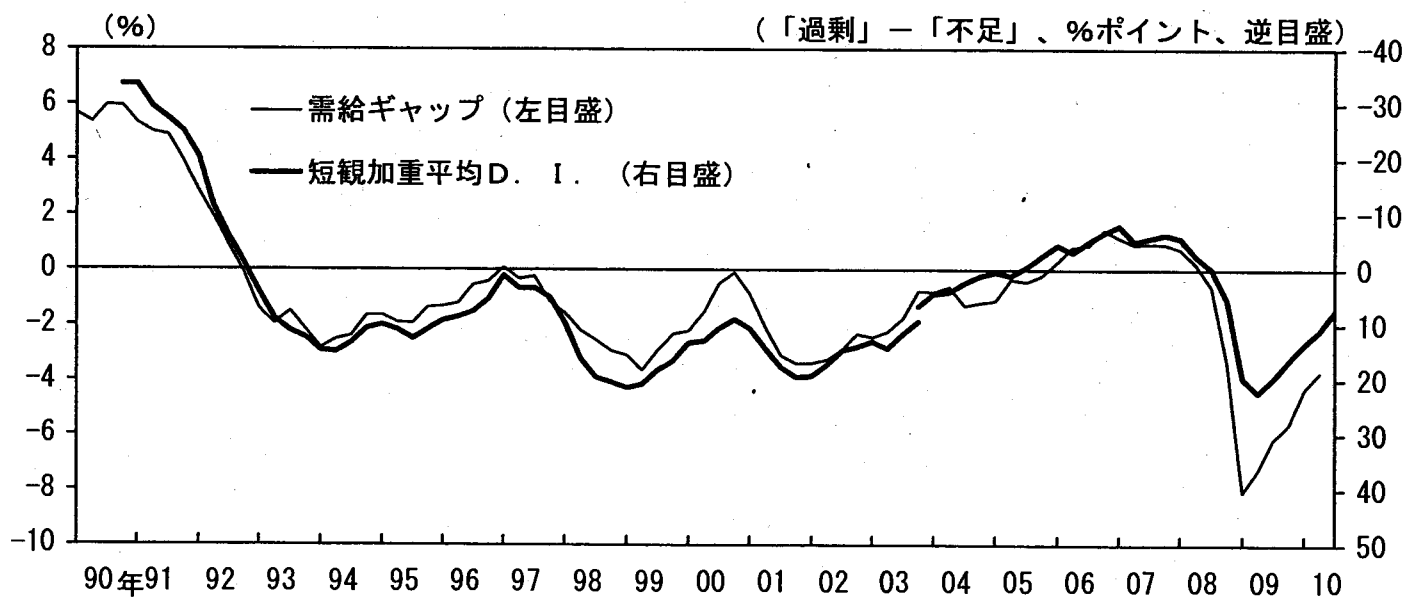
需給ギャップとインフレ率

(1) フィリップス曲線



- (注) 1. ○印は直近1年。2010/3Qは、7~8月の前年同期比。
2. 「食料」は「酒類」を除く。
3. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。また、2010/2Q以降は、高校授業料を除いたベース。
4. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）を参照（下の（2）も同じ）。

(2) 短観加重平均D. I. と需給ギャップ



- (注) 1. 全産業全規模合計。
2. 短観は、2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
3. 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率（1990~2008年度平均）で加重平均して算出。

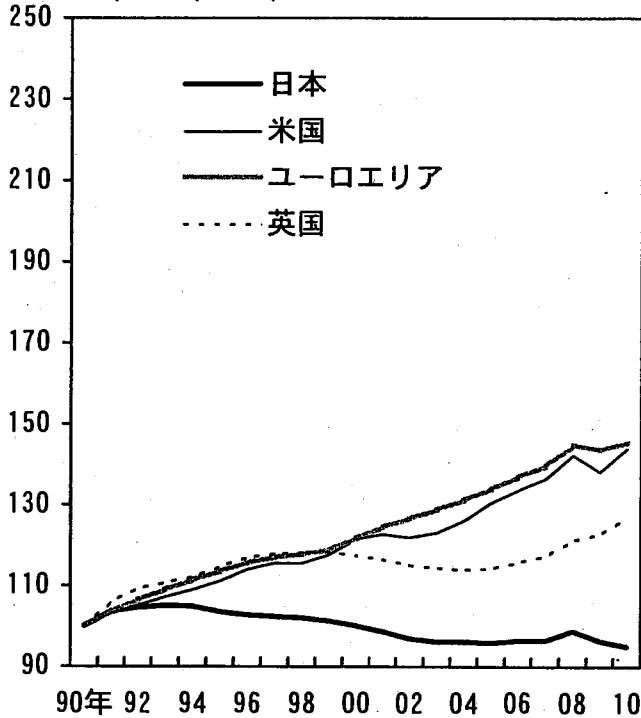
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」等

主要国の消費者物価と賃金

(1) 財・サービス別にみた消費者物価

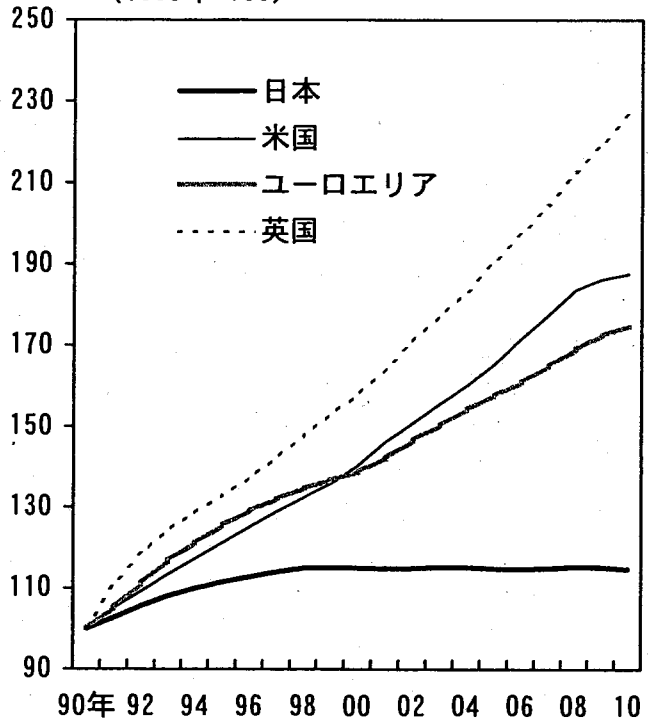
① 財

(1990年=100)



② サービス

(1990年=100)

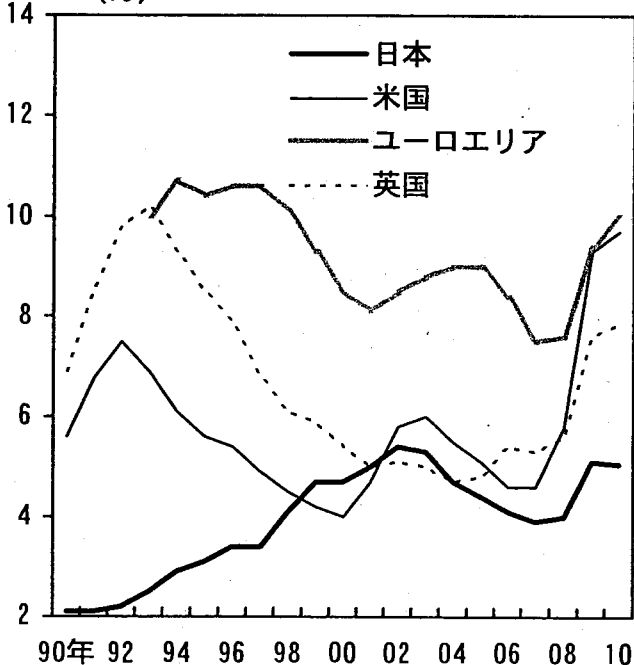


(注) 1. 日本の消費者物価指数は、消費税調整済み。また、2010年は高校授業料の影響を除く。
2. 2010年は、1~6月の値。

(2) 失業率と賃金上昇率

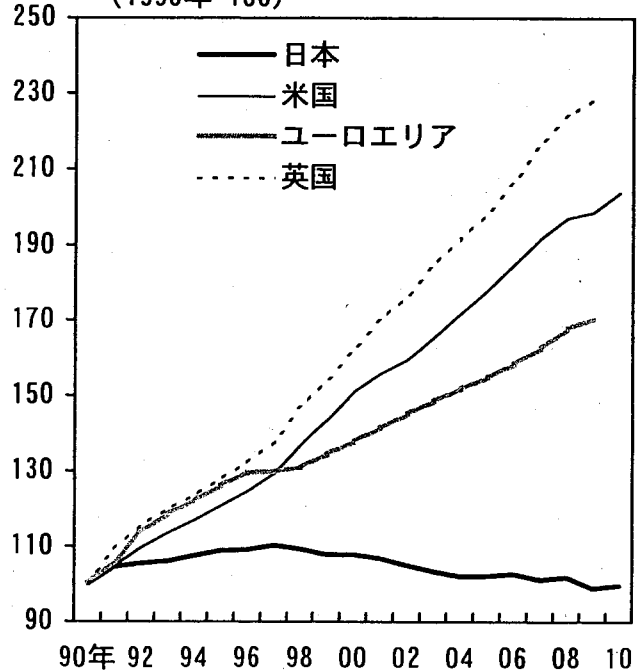
① 失業率

(%)



② 雇用コスト (一人当たり)

(1990年=100)



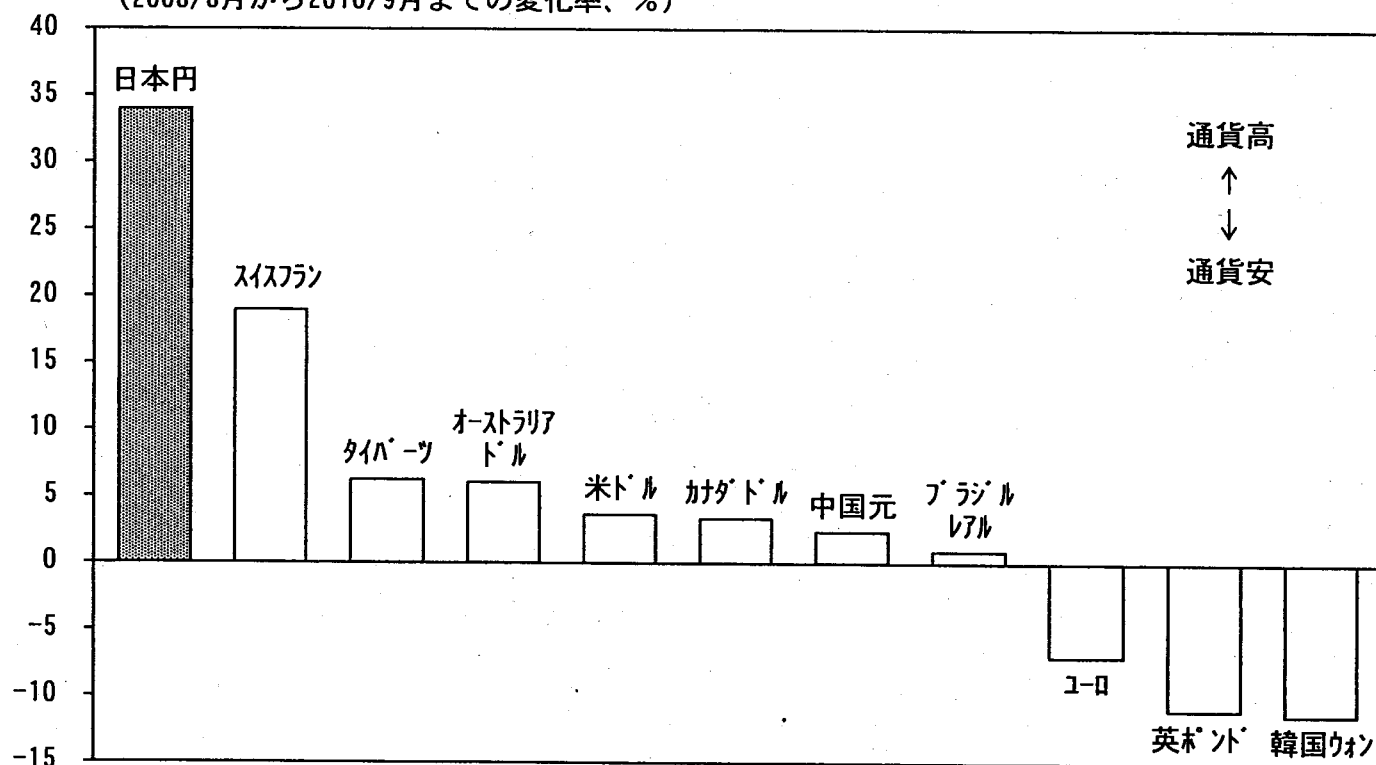
(注) 2010年は1~6月の値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」「労働力調査」、BLS、Eurostat、ONS、OECD

名目実効為替レートの変化

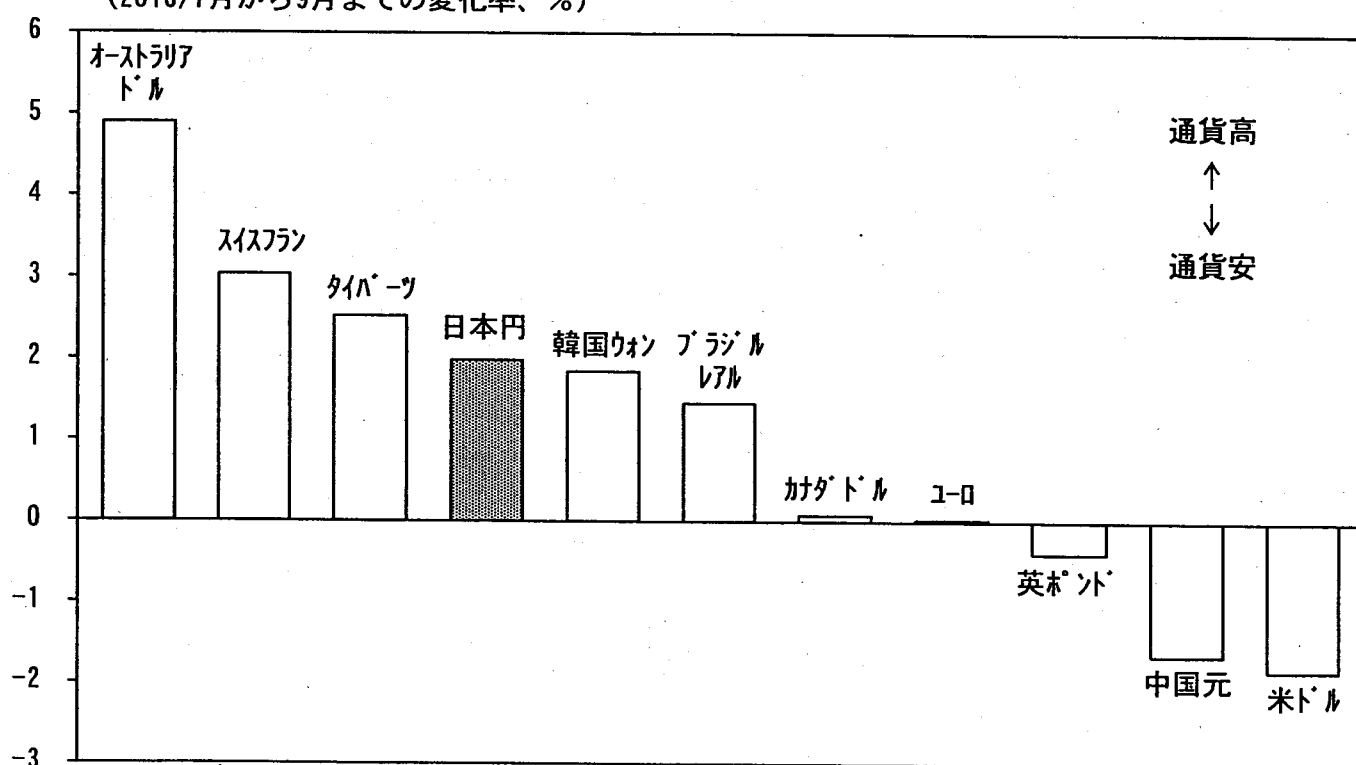
(1) リーマンブラザーズ破綻以降

(2008/8月から2010/9月までの変化率、%)



(2) 2010年夏場以降

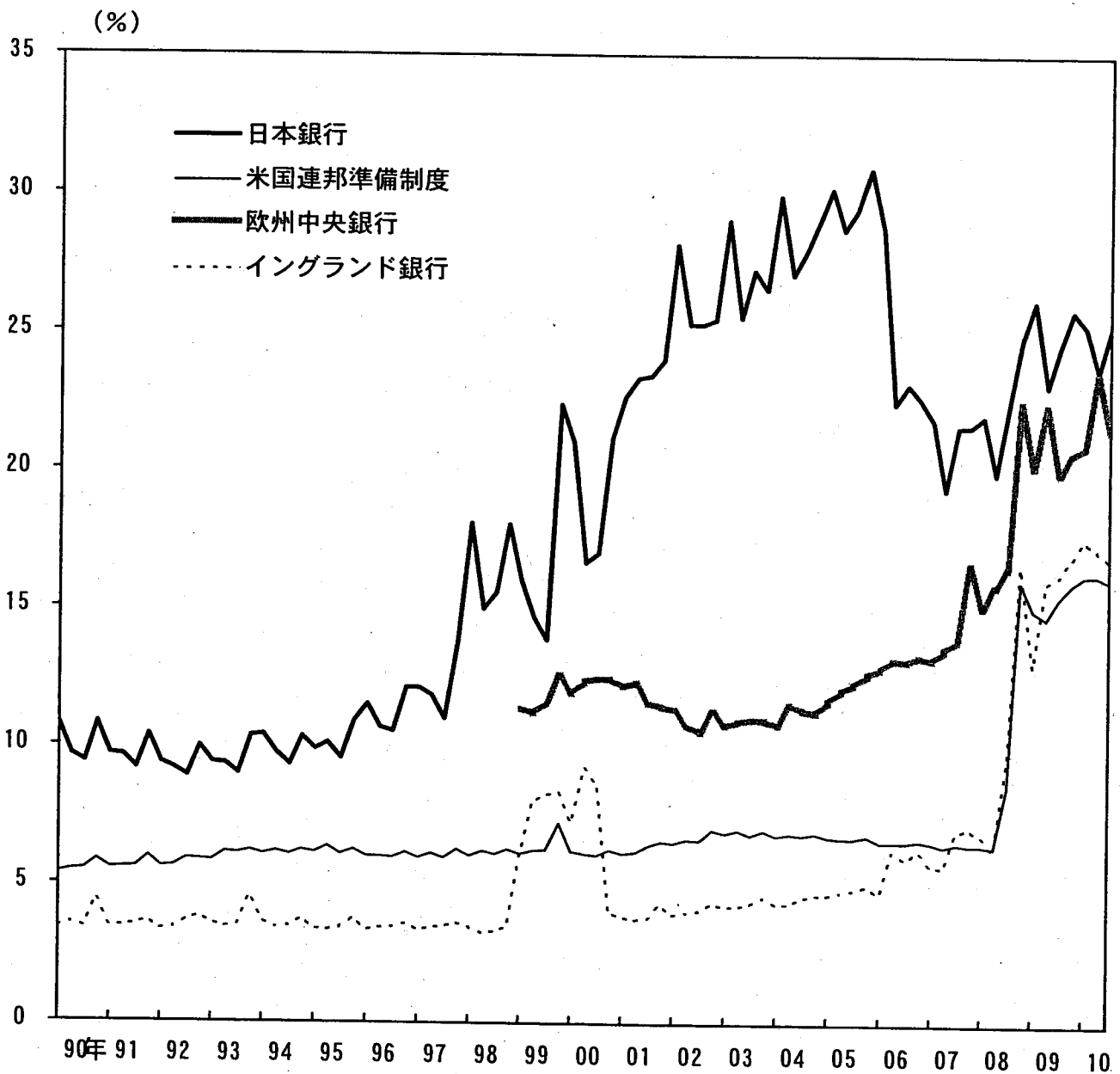
(2010/7月から9月までの変化率、%)



(注) 名目実効為替レートはB I Sのブロードベース (月中平均)。

(資料) B I S

主要国中銀の資産規模

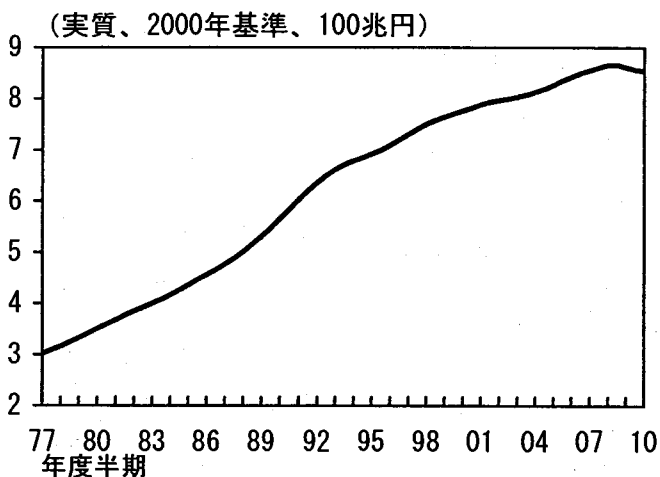


- (注) 1. 対名目GDP比率。但し、2010/3Qの名目GDPは、2010/2Qの値。
2. FRBの資産規模は、2002/3Q以前はFlow of Funds Accountsによるもの。2002/4Q以降は、Factors Affecting Reserve Balancesによるもの。
3. イングランド銀行の資産規模は、2006/1Qと2Qの間で非連続となっている。また、同行の資産規模は、TARGET (ユーロの決済システム) への加入に伴う技術的な要因により、1999年から2000年にかけて一時的に増加している。

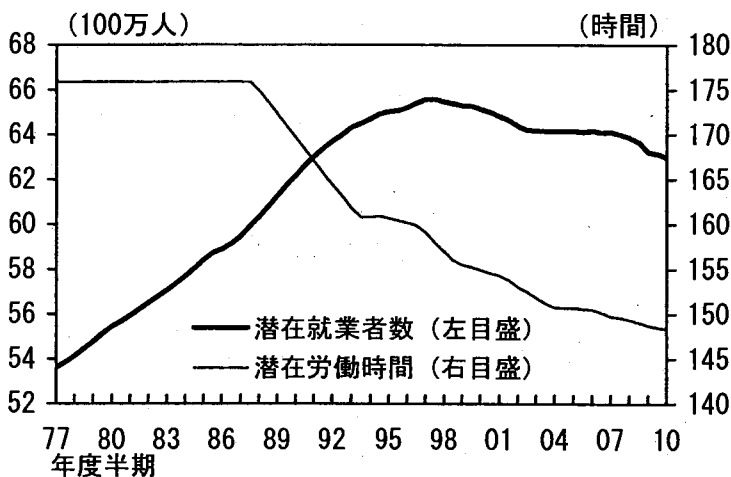
(資料) 内閣府、日本銀行、FRB、ECB、BOE、BEA、Eurostat、ONS

潜在成長率の推計

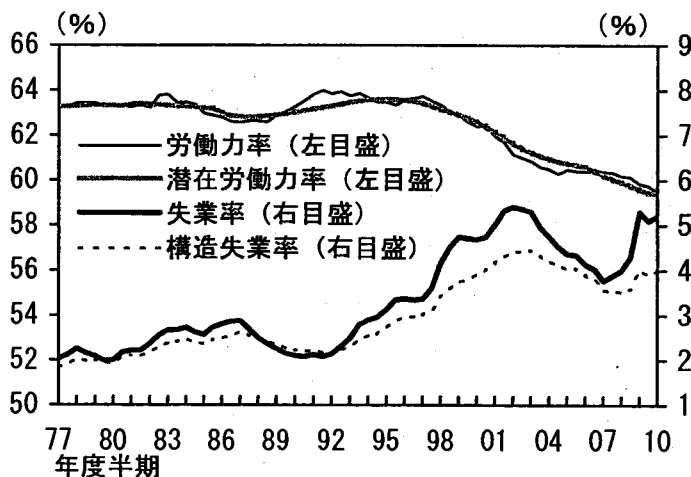
(1) 資本ストック



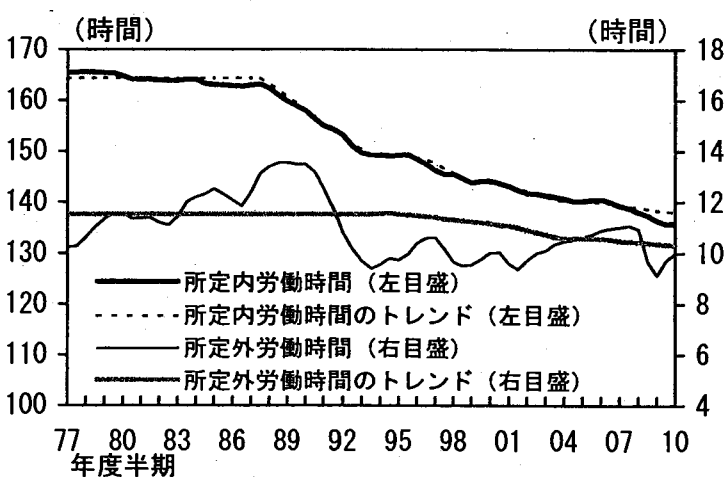
(2) 潜在労働投入



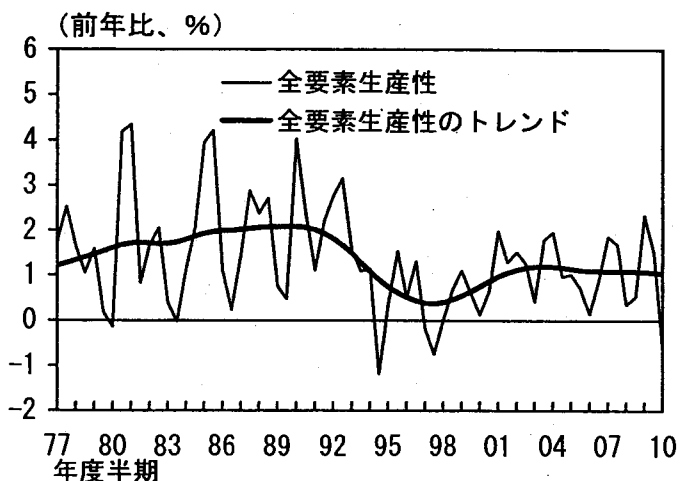
(3) 労働力率と失業率



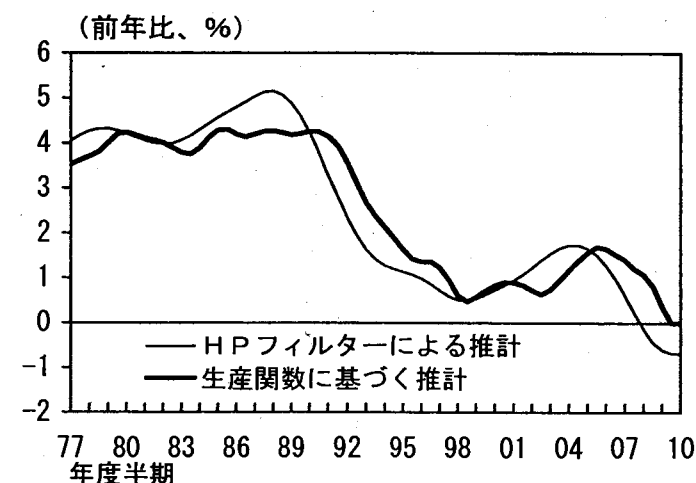
(4) 労働時間



(5) 全要素生産性



(6) 潜在成長率の各種推計



(注) 1. 2010年度上半期は、2010/2Qの値。

2. 2007暦年以降の資本ストックは、日本銀行調査統計局による試算値。

3. HPフィルタによる推計では、パラメーターの値を $\lambda=1600$ とした。

(資料) 経済産業研究所「日本産業生産性データベース2009年版」、内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」等

(参考図表)

地域別の景気の総括判断 (地域経済報告)

	7月判断	前回との比較	10月判断
北海道	厳しさを残しつつも、着実に持ち直している	⇒	厳しさを残しつつも、持ち直しを続けている
東北	持ち直しの動きが広がっている	⇒	持ち直している
北陸	依然として厳しい面もみられるが、着実に持ち直している	⇒	依然として厳しい面もみられるが、全体として持ち直しを続けている
関東甲信越	地理的および業種間のばらつきを残しつつも、緩やかに回復している	⇩	緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きが弱まっている。また、地理的および業種間のばらつきも残存している
東海	生産の増勢が一時的に鈍化したが、その後は再び増勢が戻りつつあり、全体として持ち直しを続けている	⇩	持ち直しを続けてきたが、ここにきて急速に減速しているよううかがわれる
近畿	雇用面などに厳しさを残しつつも、緩やかに回復している	⇒	雇用面などに厳しさを残しつつも、緩やかに回復している
中国	緩やかに回復している	⇩	緩やかに回復しているものの、回復のペースは鈍化している
四国	厳しさが残るものの、緩やかに持ち直している	⇒	厳しさが残るものの、緩やかに持ち直している
九州・沖縄	地域間のばらつきを残しつつも、緩やかに回復している	⇒	雇用・所得面に厳しさを残しつつも、緩やかに回復している

(注) 全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki1010.htm を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告 (2010年10月)」

2010年10月28日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2010年10月）〈案〉

【基本的見解】¹

1. はじめに

今回の展望レポート（「経済・物価情勢の展望（2010年10月）」）では、2012年度までの日本経済の見通しを示す。見通しを示すに先立ち、若干の留意点を述べる。第1に、日本経済の見通しは、経済・金融のグローバル化を反映して、海外経済や国際金融資本市場の動向に相当程度左右される。第2に、景気・物価見通しと金融政策の関係を評価する上では、金融環境の評価が鍵を握る。このため、本展望レポートでは、海外経済の見通しや国際金融資本市場の動向を最初にやや詳しく記述し、その後、わが国の金融環境の評価をまとめて記述することとした。

先行きの経済・物価の見通しについては、相対的に最も蓋然性の高い見通し（「中心的な見通し」）を、景気変動の基本的なメカニズムを中心に記述している。その上で、こうした見通しに対する上振れ要因と下振れ要因を記述している。現在は不確実性の高い経済状況であるだけに、これらについても適切に評価する必要がある。最後に、金融政策運営の基本的考え方を記述している。

2. 海外経済および国際金融資本市場

海外経済は、2008年秋のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに急速かつ大幅に落ち込んだ後、2009年春頃には下げ止まり、同年後半からは急速に持ち直した。しかし、回復初期局面における在庫復元の動きが一巡し、

¹ 10月28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

また、財政面での需要刺激効果も減衰するのに伴い、本年夏以降、経済の成長ペースは幾分鈍化してきている。地域別にみると、米国経済は、輸出を中心に緩やかな回復が続いているものの、個人消費や住宅投資に弾みが見つからない中、財政刺激策の効果の減衰などから、本年半ば頃より減速傾向を示している。欧州経済は、全体としては緩やかに回復しているが、ドイツなど一部の国と域内周辺国の間で、景気回復ペースのばらつきが生じている。新興国・資源国経済は、金融緩和策の修正の動きなどもあって幾分減速しつつあるが、旺盛な内需を中心に高めの成長を続けている。

先行きの海外経済は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、2011年以降は、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。世界経済全体の成長率は、2010年に続き、2011年、2012年も、高い成長率を記録した金融危機前の10年間の平均を上回って推移する見込みである²。地域別にみると、新興国・資源国経済は、一時的に幾分減速するものの、旺盛な国内需要や海外からの資本流入が続くもとで、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、高めの成長を維持する公算が高い。このうち、中国経済は、政府の不動産取引抑制策などを受けて、当面は減速傾向が続くものの、所得水準の向上や都市化の進展を背景とした個人消費や住宅投資、各種のインフラ投資の増加基調が続くため、全体として高めの成長を維持すると考えられる。NIEs・ASEAN諸国の経済は、輸出の増勢が鈍化する一方で、他国からの資本流入が継続し、設備投資や個人消費を中心に景気は拡大基調を辿ると見込まれる。一方、米国経済については、新興国・資源国向けを中心に輸出が増加を続けるほか、緩和的な金融環境が維持されるもとで、個人消費や設備投

² 因みに、IMFが10月に発表した世界経済の成長見通しをみると、2010年は、大幅な経済の落ち込みからの回復局面となった年前半の高い伸びが寄与するかたちで、4.8%と高い成長率となり、2011年、2012年の成長率は、それぞれ4.2%、4.5%となっている。なお、金融危機前の10年間（1998～2007年）の平均の成長率は、4.0%となっている。

資が緩やかな回復を続けるため、2011年以降、成長率は再び高まってくると見込まれる。ただし、そのペースは、バランスシート調整の影響が続く中、過去の景気回復局面に比べて緩やかなものに止まると考えられる。欧州経済については、輸出の増加が徐々に内需に波及し、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体として緩やかな回復が続くとみられる。

この間、国際金融資本市場では、2010年春以降、ギリシャなど一部欧州諸国のソブリン問題が懸念される状況となったほか、その後も、軟調な経済指標が相次いだ米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性が高まってきたことなどから、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まった。このため、米欧を中心に社債等の信用スプレッドが、本年春以降、一時的に拡大したほか、わが国を含め、多くの国で株価が不安定な動きを続けた。為替市場でも、相対的に安全な通貨とみられている円への需要が増加し、円高の動きが進行した。先進国と新興国・資源国の景気回復ペースに大きな乖離がある中、グローバルな資本移動などを背景とする国際金融資本市場の動きが、内外の実体経済にどのような影響を及ぼしていくかについては、リスクに対する投資家の姿勢の変化等にも留意しつつ、引き続き注意してみていく必要がある。

3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、緩和方向の動きが続いている。すなわち、短期金融市場では、日本銀行が実質ゼロ金利政策など強力な金融緩和を推進する中、コールレートが極めて低い水準で推移しているほか、ターム物レートが低下し、イールド・カーブは一段とフラット化している。また、CPや中高格付社債の発行金利は低位で安定し、貸出金利も低下傾向が続くなど、企業の資金調達コストは既往最低の水準まで低下してきている。企業からみた金融機関の貸出態度も、改善の動きが続いている。一方、資金需要面をみると、収益の回復に伴いキャッシュフローが増加しているこ

ともあって、企業の外部資金に対する需要は引き続き弱い。このため、銀行貸出など、民間部門の資金調達残高は前年比でみて減少を続けている。こうした中、企業の資金繰りをみると、大企業と中小・零細企業とでは幾分異なるが、全体としてみると、改善の動きが着実に続いている。先行きについても、わが国金融システムが全体として安定性を維持する中、企業収益の回復に伴い、金融緩和効果は強まる方向にあると考えられる。今後、日本銀行による強力な金融緩和政策の効果が一段と浸透していくにつれて、わが国の金融環境はさらに改善し、それが国内民間需要の自律的回復に向けた動きを後押ししていくものと期待される。

4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえた上で、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）を検討する。

まず、景気の現状をみると、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などから、改善の動きが弱まっている。2010年度後半については、海外経済の減速や耐久消費財に関する政策効果の反動といった要因に加え、このところの円高の影響もあり、景気改善テンポが鈍化する可能性が高い。このため、2010年度のわが国の成長率は、潜在成長率を上回る水準となるとはいえず、7月の中間評価時点の見通しに比べて下振れると考えられる³。2011年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとで、設備や雇用の過剰感も徐々に解消し

³ ただし、2010年度の成長率の下振れについては、GDP統計の2009年度下期の計数が下方修正されたことに伴い、2010年度への発射台（年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前年比）が低くなったことなど、統計上の要因による部分も大きい。

ていくため、わが国経済は緩やかな回復経路に再び復していくと考えられる。2012年度は、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとで、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる⁴。

こうした見通しの内容を、企業・家計の部門別にやや詳しく述べると、以下のとおりである。

まず、企業部門をみると、製造業では、2010年度入り後、輸出の増加に加え、耐久消費財に関する各種需要刺激策の効果などから、生産の増加が続き、企業収益も急速に回復してきた。もっとも、最近では、新興国・資源国における金融緩和策の修正や情報関連財の在庫調整の動きなどを背景に、輸出や生産の増加ペースは鈍化している⁵。今後は、こうした海外経済の動向や既往の円高の影響により、2010年度後半にかけて、輸出の増加ペースは緩やかなものに止まるとみられ、これに本年夏の猛暑効果の反動やエコカー補助終了の影響などが重なるため、生産は一時的に減少に転じる可能性が高い。2011年度以降は、海外経済の伸びが再び高まる中で、輸出が増勢を取り戻すほか、生産も増加基調に復し、企業収益は回復を続けると考えられる。こうした動きを背景に、企業の設備過剰感が徐々に解消するとともに、強力な金融緩和の効果浸透もあって資金調達環境が引き続き改善していくことから、先行き、設備投資は、ここ数年抑制されてきた更

⁴ 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、推計手法に依存する面が大きいほか、資本ストックや労働投入量といった重要な変数について、事後的なデータの蓄積を経た後でなければ確定した値を認識することが難しいことなどから、相当幅をもってみる必要がある。

⁵ 鉱工業生産については、2010年4月に行われた季節調整替えにより、2008年10～12月と2009年1～3月の生産の大幅な落ち込みの一部が、実勢ではなく「季節性」によるものと認識されている可能性が高い。こうした季節調整法は、その後の10～12月、1～3月の伸び率を押し上げ、4～6月、7～9月の伸び率を押し下げる方向に働くことになるが、ここでは、そうした影響を取り除いた実勢ベースにより、先行きの生産動向の基調を評価している。

新投資の反動増を含め、持ち直し傾向を続けるものと見込まれる⁶。非製造業については、製造業の業績改善の影響が徐々に波及してきており、企業収益や設備投資は緩やかに持ち直していくと考えられる。

次に、家計部門について、雇用環境をみると、失業率は、昨年夏以降、振れを伴いつつも低下傾向を辿っているが、過去の平均に比べれば、なお高い水準で推移している。一方、雇用者数は、前年比で下げ止まりつつある。賃金の動きをみると、所定外給与が前年比で増加しているほか、特別給与も、企業業績の改善を反映して前年比プラスに転じた。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、持ち直し基調を続けている。加えて、2010年度前半については、耐久消費財に関する各種対策や猛暑の効果が、個人消費の増加に寄与した。2010年度後半については、これらの効果が減衰するため、個人消費は一時的に弱まる可能性が高い。2011年度以降は、企業収益の改善や生産の復調に伴い、雇用・所得環境は改善傾向を辿るものと見込まれる。このため、個人消費は、見通し期間の後半にかけて再び持ち直し、自律的回復の動きが次第に現れてくるとみられる。この間、住宅投資は、このところ下げ止まっており、先行きは、雇用・所得環境の改善や借入金利の低下などを背景に、緩やかに改善していくと考えられる。

(2) 物価情勢

以上の経済情勢の展望を踏まえ、物価の動向を点検する。まず、消費者物価（除く生鮮食品。以下同じ。）の現状をみると、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⁷。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、財・サービスのマクロ的な需給

⁶ 海外での設備投資については、日本企業の海外拠点展開がさらに拡大していくとみられることなどから、国内設備投資を上回って回復すると見込まれる。

⁷ 2010年度の消費者物価指数については、物価の基調的な動きを判断するため、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実質無償化等の影響を除いている。

バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が緩やかな回復傾向を辿るも、引き続き、徐々に改善していく姿を想定している。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化は窺われず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。このうち、エコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定している。国際商品市況は、新興国・資源国経済が高めの成長を続けることなどを背景に、緩やかに上昇していくことを想定している。他方、最近の円高の動きは、輸入物価を通じ、当面、国内の物価の下押し圧力として作用すると考えられる。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、為替円高の影響を受けつつも、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動きなどを反映し、見通し期間を通過して緩やかな上昇が続くと見込まれる。消費者物価指数は、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、マクロ的な需給バランスが改善していくことなどから、今後とも、前年比上昇幅は縮小していくと考えられる。ただし、金融危機後の需要の落ち込みに補償が大きかったため、景気回復ペースが緩やかなため、需給バランスが改善していくには相応の時間を要する。このため、先行きの消費者物価の前年比の改善ペースも緩やかなものとなり、前年比プラスの領域に入るのは2011年度中になると考えられる。その後、2012年度にかけてプラス幅が拡大していくものと見込まれる⁸。

⁸ 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。

5. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）である。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第1に、先進国経済の動向である。このところ、米国を中心とする先進国経済については、先行きを巡る不確実性の強い状況が続いている。米国のように、バランスシート調整という重石を抱えた経済は、わが国のバブル崩壊後の経験が示すとおり、生産・所得・支出の好循環メカニズムが作用しにくい。このため、バランスシート調整が完了するまでの間、上方に弾みにくく、下方に振れやすいという状況が継続する可能性が高い。また、わが国を含め、多くの先進国が積極的な財政政策を実施してきた結果、各国の公的債務残高は大きく増加している。今後、欧米を中心に本格化する財政再建策の規模やスピード次第では、当該国および世界経済に対する予想以上の下押し圧力となる可能性がある。他方、市場において財政再建に向けた取組みが不十分と評価された場合には、長期金利の上昇やコンフィデンスの低下などを通じて、実体経済にマイナスの影響が及ぶリスクがある。これらのほか、今後、民間需要の自律的回復力が高まっていく場合、緩和的な金融環境が必要以上に長期間維持されると、経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性がある。

第2に、新興国・資源国経済の動向である。これらの国の経済は、一時的に幾分減速しつつも、内需を中心に高めの成長を維持する公算が高い。こうした中、先進国における大規模な金融緩和の継続と、その長期化予想は、新興国・資源国経済に対する資本流入を加速する可能性がある。その結果、これらの国の景気が一段と強まれば、輸出の増加を通じて、わが国経済が上振れる可能性がある。一方、これらの国における経済・金融活動

に行き過ぎが生じれば、景気の過熱や、その後の急激な巻き戻しにより、資源価格や資産価格、および実体経済面での大幅な変動が発生するリスクもある。こうした中、多くの新興国・資源国は金融緩和策の修正を進めているが、これは、短期的にはこれらの経済の下振れ要因となるものの、景気拡大の持続性というより長期的な観点からは、わが国を含めた世界経済にとってプラス方向に作用すると考えられる。

第3に、上述の要因と重なる面もあるが、企業や家計のマインドの動きにも注意を要する。現在は不確実性の高い経済・金融情勢であるだけに、企業や家計のマインドが上下両方向に変化し、それが実体経済に影響を及ぼす可能性がある。例えば、上述のような下振れ要因が存在する中、今後、世界経済の先行きを巡る不確実性がさらに高まった場合、グローバル投資家のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性がある。これにより、為替相場や株価が不安定化すれば、企業や家計のマインド悪化を通じて、わが国の実体経済が見通しよりも下振れる可能性がある。他方、先進国における金融緩和政策などが、経済の先行きに対する不確実性を低下させ、各種市場の安定化に繋がっていけば、わが国経済が、企業や家計のマインド好転を通じて上振れる可能性がある。

第4に、企業の中長期的な成長期待の動向である。最近では、多くの企業において、新興国・資源国のインフラ需要や消費需要を取り込むため、新たな製品開発や国際的な販売網の拡充を進める動きがみられる。この点では、円高を利用して海外企業の買収を進め、グローバルな視点から事業の再構築を目指す動きもみられる。今後、こうした動きが強まる場合には、企業の中長期的な成長期待が高まり、設備投資や輸出を中心に景気が上振れる可能性がある。他方、経済全体の生産性向上に向けた取組みが進まず、成長期待の低迷傾向が続く場合には、国内の設備投資が抑制されたり、家計の所得増加期待の低下を通じて、個人消費が下振れる可能性がある。

(2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、上述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有の要因として、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、労働や設備の稼働状況は回復していくと見込まれるものの、そのペースは、引き続き緩やかなものに止まる可能性が高い。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに下落幅を拡大する可能性がある。

第2に、そもそも、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が大きいことに留意が必要である。まず、今回のグローバルな金融危機の後の経済のように、経済が構造的な需要の変化を伴って大きく変動する場合には、既存資本ストックの経済的な陳腐化から、経済の供給能力が実質的に低下している可能性があるため、結果として物価下落圧力を過大に評価してしまう恐れがある。また、需給バランスの変動が、物価に対してどの程度の大きさとスピードで影響を与えるかについては不確実性が大きく、この点についても幅をもってみていく必要がある。

第3に、輸入物価の動向である。原油をはじめとする一次産品の価格動向には、上下両方向に不確実性が大きい。特に、相対的にエネルギー効率が低い新興国経済の動向や、先進国の金融緩和を背景とする商品市場への資金流入の状況次第では、一次産品価格が上下に大きく変動する可能性がある。為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

6. 金融政策運営

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている⁹ ¹⁰。

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と判断される中心的な見通しについて点検する。

上述のとおり、わが国経済は、先行き、景気改善ペースが、鈍化した後、緩やかに回復過程を経ていくとみられる。物価面では、消費者物価指数の前年比下落幅は縮小していき、プラスに転じる可能性がある。プラスの改善ペースが、緩やかなペースで進められ、前年比プラスの領域に入るのは2011年度中とみられる。その後、2012年上半期までにプラス幅を拡大していき、その見通しである。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、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、着実に歩みを進めつつあるとみられる。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。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

⁹ 現在、「中長期的な物価安定の理解」については、「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」としている。

¹⁰ 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」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方針を明らかにしている。ただし、実質ゼロ金利政策の継続については、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないこと」を条件としている。

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。

以上の2つの柱による点検を踏まえ、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、以下の

3つの措置により、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。

第1は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢にわたる判断を通じて、実質ゼロ金利政策を継続し、また、資産目入等の基金の創設・活用を通じて、長めの市場金利の低化リスクを減らすための補償を促すこと、(1)の「包括的金融緩和政策」を通じてより強力な金融緩和を推進すること、第2は、多様な資金供給財を創出することを通じて、成長基盤強化を支えるための資金供給を通じて、金融機関や企業の前向きな取組を後押しすること、成長基盤強化に資する金融市場の整備などに向け、引き続き、日本銀行は、今後とも、先行きの経済・物価動向を粘り強く点検し、必要に応じて、適宜政策対応を行うことが方針である。

本展望レポートでは、2012年度までの期間を念頭に置きながら、主として需要面の動向に焦点を当てて経済見通しを説明してきたが、これに加えて、中長期的な観点を踏まえた供給面からの分析も必要である。わが国の場合、成長率の趨勢的な低下、あるいは少子高齢化の進展といった中長期的ないし構造的な要因が経済に大きな影響を与えており、長期に亘る需要の低迷やデフレもそうした根源的な問題の表れである。わが国経済の生産性を引き上げ、成長力を高めていくためには、金融機関を含め、企業家精神に基づく民間企業の積極的な活動が何よりも重要である。そのためには、市場の活力が最大限に発揮できるような政府による取り組みも不可欠である。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。こうした取り組みのもと

で、日本銀行としても、わが国経済の発展に向け、極めて緩和的な金融政策の効果が最大限発揮されるよう、中央銀行としての貢献を続けていく考えである。

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	+2.0～+2.3 <+2.1>	+0.7～+0.9 <+0.9>	-0.5～-0.3 <-0.4>
7月時点の見通し	+2.5～+2.7 <+2.6>	+1.2～+1.3 <+1.2>	-0.5～-0.2 <-0.4>
2011年度	+1.5～+1.9 <+1.8>	+0.4～+0.7 <+0.5>	0.0～+0.3 <+0.1>
7月時点の見通し	+1.8～+2.1 <+1.9>	+0.5～+0.9 <+0.8>	0.0～+0.2 <+0.1>
2012年度	+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4) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

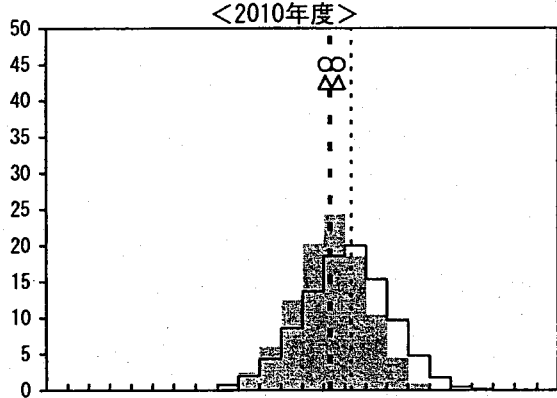
——対前年度比、%。

	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	+2.0～+2.3	+0.5～+0.9	-0.5～-0.2
7月時点の見通し	+2.2～+2.7	+1.0～+1.4	-0.5～-0.2
2011年度	+1.5～+1.9	+0.4～+1.0	-0.2～+0.4
7月時点の見通し	+1.8～+2.1	+0.5～+1.0	-0.1～+0.3
2012年度	+2.0～+2.4	+0.3～+1.0	0.0～+0.8

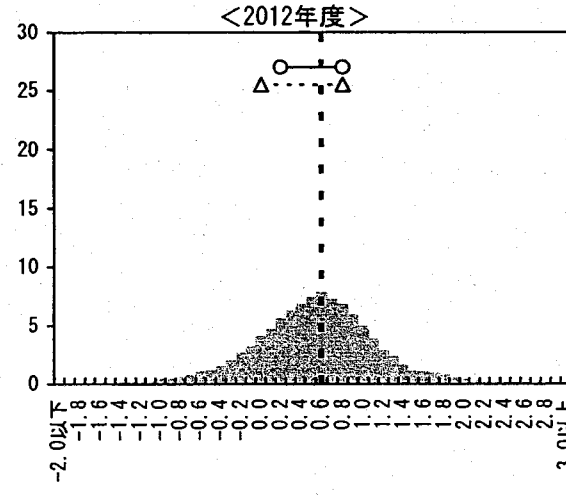
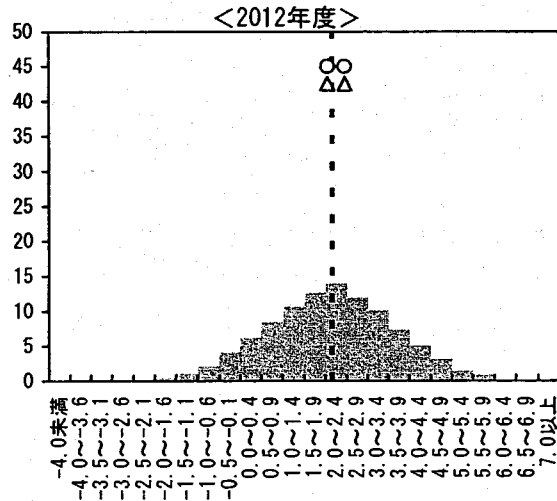
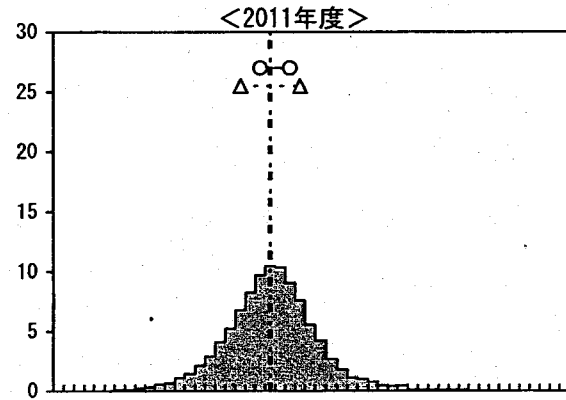
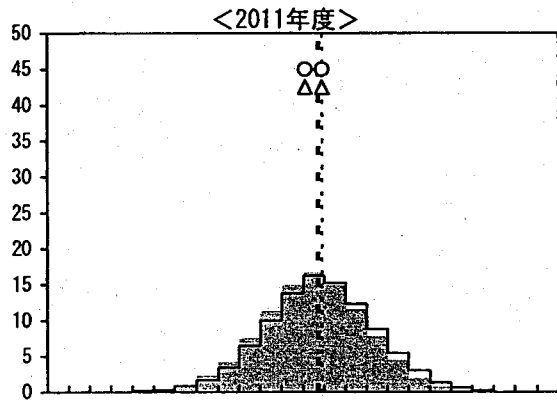
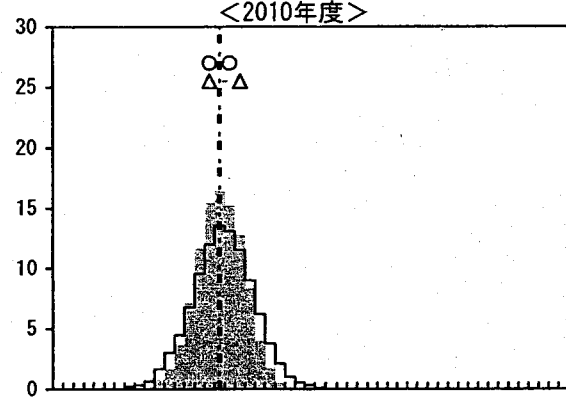
(参考2)

リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



- (注1) 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2010年7月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2010年7月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

【背景説明】

1. 2010年度前半の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

2010年度前半のわが国経済を振り返ると、2008年度のリーマン・ショック以降の大幅な落ち込みからの改善が続けたが、夏以降、そうした動きが弱まる展開となった(図表1)。春頃までは、新興国・資源国の力強い成長を背景に輸出や生産が増加を続ける中、企業収益も大幅な改善が続けた。また、企業活動が活発化するにつれて、雇用・所得環境の厳しさも幾分和らいだ。こうしたもとで、個人消費は持ち直し基調を続け、夏には、エコカー補助終了前の駆け込みや猛暑の影響などを背景に、一時的に強めの動きを示した。一方、輸出や生産は、夏以降、海外経済の減速などを背景に、増加ペースは鈍化した。

やや詳しくみると、海外経済は、春頃までは、在庫復元の動きや政策効果に支えられて、新興国・資源国経済を中心に高めの成長を続け、わが国の輸出も増加を続けた(図表2)。もっとも、夏以降は、在庫復元の一巡に加え、財政面での需要刺激効果の弱まりや、新興国・資源国における金融緩和策の修正の動きなどから、海外経済の成長ペースは鈍化してきている。そうしたもとで、わが国の実質輸出の増加ペースも鈍化した。実質輸入については、生産の動きを反映して素原料などが増加したほか、政策効果などによる国内の耐久消費財需要の高まりによって、消費財の輸入も増加した。ただし、輸出に比べると輸入の増加ペースは引き続き緩やかなものとなったため、実質貿易収支でみた純輸出は、増加傾向を続けた。この間、公共投資は、厳しい財政状況のもと、減少を続けた。

こうした外生需要のもとで、企業収益は、生産の増加により売上が増加したことに加え、人件費の抑制など企業のコスト削減努力が行われたことから、改善を続けた（図表3(1)）。設備投資も、生産の増加や収益の回復などを背景に、持ち直しに向かった（図表3(2)）。ただし、設備過剰感が依然として残る中で、設備投資は低水準で、かつ増加に弾みがつきにくい状態が続いた。この間、雇用・所得環境は、失業率が高水準で推移するなど厳しい状態が続いたが、厳しさの程度は幾分和らいだ。雇用面をみると、有効求人倍率は緩やかな改善を続けたほか、雇用者数も前年比で下げ止まりつつある（図表4(1)）。賃金面では、製造業を中心とした労働時間の増加から、所定外給与が前年比で増加を続けるとともに、企業業績の回復を反映して、特別給与が増加した（図表4(2)）。これらの結果、雇用者所得は前年比で持ち直す動きとなった（図表4(3)）。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、各種対策などを背景に、耐久財消費を中心に持ち直し基調を続けた（図表5(1)）。とくに夏には、エコカー補助終了前の駆け込み需要により自動車販売が増加したほか、猛暑の影響によってエアコンや飲料などの売上也増加した。また、たばこ税増税前の駆け込みからたばこの販売も増加した。この間、消費者コンフィデンスは、夏頃までは回復傾向をたどったが、その後、円高や株安などを背景に、弱含みとなった（図表5(2)）。住宅投資は、金利の低下や在庫調整の進捗などを背景に、下げ止まった（図表6）。

以上の内外需要の動向を背景に、鉱工業生産は増加を続けたが、そのペースは次第に鈍化した（図表7）。前年比を業種別にみると、輸送機械や電子部品・デバイスをはじめとする多くの業種で増加を続けた。在庫は、出荷が増加するもとで横ばい圏内の動きとなり、出荷・在庫バランスは、はっきりと改善した。もともと、夏以降は、海外経済の減速や円

高を背景に、輸出関連業種を中心に、生産の増加ペースが鈍化した。全産業活動指数の前年比をみると（図表8）、いったん急速に増加した製造業では、伸び率が次第に低下したが、非製造業では、伸び率は緩やかに上昇した。このような景気展開のもとで、企業の業況感は、広がりを伴いつつ、改善を続けた（前掲図表3(1)）。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備の稼働状況は、改善を続けた（図表9）。短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標をみると、2009年6月調査では過去最大の過剰超となったが、その後、過剰超幅は縮小した。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、マイナス幅が着実に縮小した¹¹。

（物価動向）

物価面をみると、マクロ的な需給バランスが徐々に改善していることから、物価の下落幅が縮小する展開となった。国内企業物価の前年比は、2009年半ば以降下落幅が縮小し、このところゼロ%近傍となっている（図表10(1)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比についても、基調的にみると下落幅が縮小を続けている（図表11、12）¹²。食料・エネルギーを除くベースでも、基調的にみれば、消費者物価の前年比下落幅は縮小してきている。企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推

¹¹ 過去のボトムを上回る水準まで改善している短観の加重平均DIと比べると、需給ギャップの推計値はマイナス幅が大きい。この点、需給ギャップの推計値については、とりわけ経済の変動が大きいときには計測誤差が大きくなり、最近ではマイナス幅を過大評価している可能性がある。一方、短観の加重平均DIについても、企業外の失業等は反映されないことなどから、経済活動水準の落ち込み度合いを十分捉えきれていない可能性が高いと考えられる。

¹² 消費者物価指数を一時的に押し下げている高校授業料を除いたベースでみると、前年比下落幅は、緩やかに縮小している（図表11(2)）。また、大幅に変動している財・サービスを除いた刈り込み平均指数の前年比をみても、前年比下落幅は縮小している。

移する中、マクロ的な需給バランスの緩やかな改善の影響が、タイムラグを伴いながら、物価面に及んできている¹³。

(金融市場動向)

改善傾向を続けてきた国際金融資本市場は、2010年春以降、ギリシャなどの欧州周辺国のソブリン問題が懸念される状況になったことや、その後、米国で市場予想を下回る軟調な経済指標の公表が続いたことを背景に、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどから、不安定化した。

米欧の短期金融市場では、2010年春以降、低位で安定していたドルの銀行間レートの対短期国債スプレッドが上昇する場面がみられた(図表13(1))。この背景には、投資家がリスク回避姿勢を強める中で、ドル資金の予防的な確保に向けた動きが強まったことなどがあつたと考えられる。こうした中、2010年2月初めに完了となった米ドル資金供給オペレーションが、5月に日本を含む各国において再開された。投資家のリスク回避姿勢の強まりは、社債市場にも影響し、米欧を中心に信用スプレッドが幾分拡大した(図表13(2))。欧州周辺国のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムや長期金利の対ドイツ国債スプレッドは、2010年春以降、大幅に上昇した(図表14)。この間、米欧では、引き続き、政策金利が低い水準に維持された一方、新興国・資源国では、緩和的な金融政策を修正する動きが続いた(図表15)。

わが国の金融資本市場をみると、短期金融市場では、米欧においてドルの資金市場が不安定化する中でも、落ち着いた状況が続いた。コール

¹³ 消費者物価に関し、わが国および主要国のサービス価格と賃金の動きについては、BOX1を参照。

レートはきわめて低い水準で推移したほか、ターム物レートは緩やかな低下を続けた（図表 16(1)）。この間、日本銀行が強力な金融緩和を推進するもとの、低金利が当面続くとの見方が市場で強まったことを背景に、金利先物レートやインプライド・フォワード・レートが低下した（図表 16(2)(3)）。長期金利は、日本銀行が強力な金融緩和を推進し、米欧の長期金利が大幅に低下するもとの、低下傾向を続けた（図表 17）。この結果、わが国のイールド・カーブは一段とフラット化した。わが国の株価は、欧州周辺国におけるソブリン問題の一段の深刻化に伴い米欧株価が急落する中で、大きく下落した後、米欧株価が回復する中でも、為替円高が上値を抑え、概ね横ばい圏内で推移した（図表 18）。為替市場では、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったことに加え、海外金利との金利差が縮小する中で、相対的に安全な通貨とみられている円への需要が増加し、円高の動きが進んだ（図表 19）¹⁴。

日本銀行は、2010年8月に、金融緩和の一段の強化を図るため、固定金利方式の6か月物の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入した。これに伴い、固定金利オペによる資金供給額は、既存の3か月物と合わせて、30兆円程度まで増額された¹⁵。さらに、10月5日、日本銀行は、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。すなわち、第1に、無担保コールレート・オーバーナイト物の金利誘導目標を、「0.1%前後」から「0～0.1%程度」に変更した。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

¹⁴ 最近の為替レート変動の背景については、BOX 2を参照。

¹⁵ 日本銀行を含む主要な中央銀行の資産規模の推移については、BOX 3を参照。

な物価安定の理解」であることを確認した。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が、実質ゼロ金利政策を継続する条件としている。第3に、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オペを行うため、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とした。基金の規模は、買入資産（5兆円程度）と固定金利オペ（30兆円程度）を合わせ、35兆円程度とした。

（金融環境）

わが国の金融環境をみると、緩和方向の動きが続いた。CP市場では、信用スプレッドが総じて低位で安定する中で、良好な発行環境が続いた（図表20）。社債市場の発行環境については、中高格付で良好な状況が続いたほか、低格付で改善の動きがみられた。信用スプレッドは、中高格付では、低位横ばいで推移した（図表21）。低格付社債の信用スプレッドは、欧州のソブリン問題が深刻化する中で一時的に幾分拡大したものの、その後は低下した。貸出金利も、ターム物レートの低下などを反映し、低下を続けた（図表22(1)）。以上のような環境のもとで、企業の資金調達コストは低下した。低金利の緩和効果は、実体経済活動や物価との関係でみると、なお減殺されている面があるが、企業収益との対比では、その効果は強まる方向の動きとなった（図表23）。

資金供給面をみると、金融機関の融資姿勢は緩和した。企業からみた金融機関の貸出態度でも、中小企業は大企業に比べてやや遅れているものの、改善の動きが続いた（図表24(1)）。資金需要面では、好調な企業収益に伴う資金流入の増加もあって、企業の運転資金需要、設備資金需

要とも後退したほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きもみられた。

以上のような企業を取り巻く資金調達環境のもとで、銀行貸出は前年比でみて減少を続けた（前掲図表 22(2)）。これには、前年にCP・社債市場の機能度が低かったため、貸出への振り替りが高水準であったことの反動も影響しているが、資金需要の後退も寄与している。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おり、大企業、中小企業ともにバブル崩壊後の平均的な水準を上回っている（前掲図表 24(2)）。この間、マネースtock（M2）の前年比は、2%台後半～3%程度の伸びで推移した（前掲図表 22(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも下落した。2010年の都道府県地価調査（7月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに、前年比でみた下落幅が縮小した（図表 25）。一方、地方圏では、商業地・住宅地ともに、前年と同程度の下落幅が続いた。なお、東京都区部における半期ごとの地価動向について、商業地・住宅地ともに、前期比でみた下落幅が縮小し、下げ止まりに向けた動きがみられた¹⁶。

2. 2010年度後半～2012年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

先行き2010年度後半～2012年度の景気展開についてみると、わが国経済は、景気改善のペースが鈍化した状況がしばらく続くものの、その後景気や物価が回復していくと考えられる。2010年度後半については、海外経済の減速や耐久消費財に関する政策効果の反動といった要因に加え、

¹⁶ 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

このところの円高の影響もあり、わが国経済は、景気改善テンポが鈍化する可能性が高い。2011年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとで、設備や雇用の過剰も解消していくため、わが国経済は緩やかな回復経路に再び復していくと考えられる。2012年度についても、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとで、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、潜在成長率を上回る成長が続くと思われる。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2010年度は+2%台前半、2011年度は+1%台後半、2012年度は+2%台前半と想定される。こうした見通しを7月の中間評価における見通しと比べると、2010年度については、幾分下振れとなる¹⁷。

この間、鉱工業生産は、エコカーやたばこの駆け込み需要の反動、猛暑効果の反動、為替円高、といった要因から、2010年10～12月には、輸送機械を中心に、季節調整の歪みを調整した実勢ベースで、いったん減少に転じる見込みである。その後は、実質GDP同様、増加基調に復すると考えられる。

以上の経済の動きを貯蓄投資バランスの観点からみると（図表26）、2009年度以降、一般政府の大幅な赤字が続くものの、企業や家計のコンフィデンスの回復が緩やかであるため、民間部門は大幅な貯蓄超過で推移すると考えられる。全体としては後者が前者を幾分上回るため、それ

¹⁷ 2010年度の成長率の下振れについては、GDP統計の2009年度下期の計数が下方修正されたことに伴い、2010年度への発射台（年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前年比）が低くなったことも影響している。また、2010年度4～6月の実質GDPは、個人消費の推計に用いられている需要側統計（家計調査や家計消費状況調査）の振れなどによって、実勢に比べて弱めとなっている可能性が高い。

と表裏の関係にある経常収支は黒字で推移し、かつ、黒字幅は緩やかに拡大すると予想される。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、為替円高の影響を受けつつも、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の上昇などを反映し、見通し期間を通じて緩やかな上昇が続く見込まれる。消費者物価指数（除く生鮮食品）についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するも、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどが、物価幅は縮小して2011年度中にはインフレの領域に入り、2012年度にはインフレ幅が拡大していくものと見込まれる。¹⁸ 一方、見通し期間の中間物価は、2010年度に比べて国内企業物価指数に比べ、2010年度、2011年度とも幾分下振れとなる。消費者物価指数については、2010年度、2011年度とも概ね安定する。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得についても、見通し期間の後半にかけて、緩やかに持ち直ししていくことが展望される。

以下、こうした経済・物価見通しについて、個別項目ごとに補足する。

(輸出を取り巻く環境)

海外経済については、在庫復元の動きや各種政策対応の効果を背景に、春頃までは力強い成長を続けてきた。もともと、夏以降は、在庫復元や財政面での需要刺激効果の減衰、新興国・資源国における金融緩和策の修正の動きなどを背景に、海外経済の成長ペースは幾分鈍化してきてい

¹⁸ 2010年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）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。すなわち、公立高等学校にかかる授業料の不徴収および高等学校等就学支援金の支給は、両者合わせて、2010年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）を0.5%ポイント程度、押し下げることになる。

る。地域別にみると、米国経済は、輸出を中心に緩やかな回復が続いているものの、バランスシート問題を抱える中で、個人消費や住宅投資に弾みがつかず、本年半ば頃より減速傾向を示している。欧州経済は、全体としては緩やかに回復しているが、国ごとの景気回復ペースのばらつきが生じている。新興国・資源国経済は、金融緩和策の修正の動きなどから幾分減速しつつあるものの、米国等と異なりバランスシート調整の問題に直面しておらず、旺盛な内需を中心に高めの成長を続けている。

こうした海外経済の動向を背景に、速いペースで増加を続けてきたわが国の輸出についても、このところ増加ペースが明確に鈍化してきている。実質輸出について、地域別にみると、新興国向けを中心に増加ペースが鈍化している（図表 27(1)）。これを財別にみると、これまで高い伸びを示してきた自動車関連や資本財・部品の増勢鈍化が目立つ（図表 27(2)(3)）。また、情報関連財については、2009年春以降、新興国経済の成長や新型IT製品の市場拡大を背景に、世界的に需要が拡大してきたが、最近、最終需要や出荷の予測に頭打ちないし下方修正の動きがみられ始めている。このため、液晶パネルや一部の半導体において、世界的に在庫が過剰気味となっており、わが国の輸出や生産に対しても、影響が及んでいる（図表 27(4)）。

先行きの海外経済は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、2011年以降、成長率は再び高まっていくと予想される（図表 28）。この点で最大の鍵を握るのは、近年、世界経済の牽引役となっている新興国・資源国経済の動向である。これらの国の経済は、金融緩和策の修正などから、一時的に幾分減速するものの、旺盛な国内需要や海外からの資本流入が続くもとで、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、今後とも高めの成長を維持すると考えられる。これらの国では、

所得水準の向上を背景に自動車や家電など耐久消費財に対する潜在的な需要は極めて強い。また、社会インフラも整備途上であるほか、高い成長期待を背景に、能力増強のための設備投資も活発である。さらに、先進国が緩和的な金融環境を維持する中で、新興国・資源国への資本流入も継続するとみられる。このため、新興国・資源国において景気の過熱感が適度に抑制されていく場合には、内需を中心として高い成長が続くと見込まれる。海外経済全体としても、これらの国の成長力を軸としながら、見通し期間を通じて、回復を続ける可能性が高い。一方、米欧経済については、バランスシート調整の影響が続く中、在庫復元や財政面からの需要刺激効果が減衰するため、当面、回復のペースは緩やかなものにとどまると見込まれる。もっとも、バランスシート調整の進捗につれて、民間需要の自律的回復力が徐々に強まり、成長率は次第に高まっていくと考えられる。

この間、情報関連財については、パソコンや液晶テレビに対する世界的な需要の伸びが一頃に比べれば鈍化しており、世界の半導体出荷も最近はやや頭打ち気味となっている（図表 29(1)）。このため、アジア諸国の情報関連財の出荷も鈍化してきている（図表 29(2)）。ただし、もともと、ITバブルと言われた2000年代初めほど過熱感が強かったわけではない（図表 29(3)）。世界的にみて、生産能力も総じて抑制されている（図表 29(4)）。これらを踏まえると、当面、深刻な供給過多に陥る可能性は低く、在庫調整も軽度なもので済むと見込まれる。もっとも、この分野の需給環境はしばしば短期間で大きく変動し得ることから、わが国の輸出や生産に及ぼす影響を含め、今後とも十分注意してみていく必要がある。

このように、海外経済が新興国・資源国を中心に成長を続けるもとの、先行きの輸出についても、見通し期間全体で見れば、増加基調をたどる

とみられる。もっとも、当面は、海外経済の減速や為替円高の影響、情報関連分野における在庫調整により、増加ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

(企業の収益環境と支出行動)

企業部門についてみると、製造業を中心に企業収益は改善が続いている(図表 30)。リーマン・ショックからしばらくの間は、人件費をはじめとするコスト削減の動きにより、減益幅を抑える努力がなされてきた。しかしその後は、輸出・生産の増加に伴い、売上増を背景とした増益へと転じている。

先行き、製造業では、海外経済の回復が維持されるもとの、生産の増加基調を背景に、収益は回復を続けると見込まれる。もっとも、為替円高や海外経済の減速、エコカーの駆け込み需要の反動などを背景に、製造業の収益は一時的に弱めとなる可能性がある。非製造業の収益についても改善が続けるとみられるが、企業のコスト削減姿勢の根強さや、内需回復の緩やかさなどを考えると、業績の改善は製造業と比べると相対的に緩やかなものとなる可能性が高い。このため、企業部門全体の前向きな行動が強まるには、なお相応の時間を要すると考えられる。

生産活動が回復を続け、設備の過剰感が徐々に後退する中で、設備投資は持ち直しに転じつつある。先行きについては、企業の中長期的な成長期待が維持されるもとの、設備の稼働水準が高まるにつれて、設備投資の持ち直しが徐々にはっきりしていくとみられる(図表 31)。2009年度の設備投資額が、資本ストックとの対比でみてかなり低い水準になってきていることからいっても、企業の期待成長率が大きくマイナスに落ち込んでいかない限り、2010年度の設備投資は増加に転じるとみることができる(図表 32)。ただし、2010年度中の増加は小幅なものにとどま

り、2011 年度以降に増加ペースが幾分高まっていくと考えられる。景気の回復傾向が続けば、中長期的な成長期待も徐々に高まっていくと考えられるが、その改善ペースは緩やかであるため、キャッシュフロー対比でみた設備投資の水準は、抑制された状態が続くと考えられる(図表 33)。業種別にみると、製造業では、輸出・生産の回復につれて、設備の稼働状況が上昇していくことに伴い、設備投資の回復もより明確になっていくと考えられる。非製造業では、小売などでは、個人消費の回復が緩やかであることなどを背景に、抑制的な投資スタンスが当面維持される可能性が高い。一方、電力や鉄道など社会インフラ関連企業においては、環境関連投資や更新投資を中心に、堅調な増加が見込まれる。

この間、海外での設備投資については、国内設備投資よりも勢い良く回復すると見込まれる(図表 34(1))。基本的には、新興国・資源国が世界経済の牽引役となる中で、日本企業の海外拠点展開は、現地需要向け量産品の開発拠点を含めて、さらに拡大し、海外生産比率も着実に上昇していくとみられる(図表 34(2)(3))。もっとも、多品種少量の資本財の生産や、新製品・先端技術の研究開発機能は、引き続き国内拠点の重要な役割と位置付けられていく可能性が高い(図表 34(4))。このように、海外拠点の拡充と同時に、国内生産・輸出機能も相応に維持される形で、内外分業体制が再構築されていくと考えられる。

なお、一部のアジア新興国への進出動機は、安価な労働力やその国の成長性だけでなく、当該国と他国との F T A (自由貿易協定) 締結等により、輸出拠点としての魅力が高まっている点も、重視されるようになってきている。これらの国々へは、完成品メーカーだけでなく、高度な技術を有する部品メーカーも積極的に進出してきており、現地における「協業と分業の深化」や「集積の利益」が拡大している。現地労働者

の技術レベルや、生産性の向上も著しいと言われている。このように、海外市場の拡大や円高だけでなく、技術水準やビジネス環境の面で新興国の競争力が高まってきていることも、日本の製造業の経営戦略に影響を与えていくと考えられる。

(雇用・所得環境と家計の支出行動)

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。すなわち、失業率は高水準で推移しているが、所定外労働時間が増加を続けているほか、有効求人倍率も緩やかに上昇しており、雇用者数も前年比で下げ止まりつつある。賃金についても、所定外賃金が前年比で増加を続けているほか、特別給与も企業収益の改善を反映して、最近では前年比で増加している。

先行きについては、雇用過剰感が残るもとの、しばらくの間、雇用・所得環境の改善ペースは緩やかなものにとどまり、雇用者報酬の増加が明確になるには、なお時間がかかると考えられる。

労働需給について確認するため、労働生産性の動きをみると（図表35(1)(2)）、就業者一人当たりでみた場合の労働生産性は、過去のトレンドをなおはっきりと下回っている¹⁹。これは、需要の大きさに比べて、就業者数がなお余剰であることを表している。この点は、短観の雇用判断DIが、引き続き「過剰超」であることとも整合的である。こうした現状を踏まえると、今後は需要が回復基調をたどっても、企業はまず労働時間の一段の増加や効率改善で対応し、雇用については抑制を続ける可

¹⁹ もちろん、労働生産性のトレンドは幅をもってみる必要がある。例えば、最近では、生産の増加が続く中でも製造業の雇用減少が続く一方、人手不足感の強い医療・福祉などでは雇用の増加が続いている。こうした労働集約的なサービスのウエイトが構造的に高まる過程では、マクロ的な労働生産性のトレンドが緩やかになるため、雇用者数の回復は早まることになる。

能性が高い。この間、労働供給についてみると、景気後退期には、職探しの困難さから、労働市場への参入をあきらめる人が増えるため、労働力率は低下する。一方、景気回復期には、就業の可能性が高まるため、労働市場に参入する人が増え、労働力率は高まる。したがって、先行き、景気が緩やかな改善傾向をたどる場合、労働需要が増加するだけでなく、労働市場への参入、すなわち労働供給も増えていく可能性がある²⁰。こうした労働需給を背景に、失業率も、当面は高止まりを続け、見通し期間を通じてごく緩やかな低下傾向をたどると考えられる（図表 35(3)）。

この間、一人当たり賃金は、労働時間の増加に加え、企業収益の改善による特別給与の増加から、直近では前年比がプラスとなっている。しかし、雇用過剰感が強いもとで、企業の人件費抑制スタンスは依然根強い。また、労働分配率をみると（図表 36）、最近のピーク対比では低下してきているが、2004～2007年頃の水準に比べればなお高めとなっている。こうした水準感からみて、労働分配率は先行きも緩やかな低下傾向を続けると予想される。したがって、一人当たりの賃金が安定的に上昇を続けるようになるのは、見通し期間の後半になると予想される。なお、政府から家計に対する所得移転についてみると、2009年度には各種の補助金に加え、定額給付金が支給されたことから、かなりの程度、家計の可処分所得が下支えされた（図表 37(1)）。2010年度は、子ども手当の支給が開始されたものの、家計への所得移転の総額は、前年度と比べると縮

²⁰ ただし、景気回復に伴い労働市場への参入がどの程度増加するかについては、不確実性が大きい。近年は、高齢化により潜在的な労働力の減少圧力が働いている一方で、とりわけ女性の就業意欲の高まりや、その就業を容易にする労働市場の構造変化もみられる。そうした諸要因のバランスが今後どのように展開するかにより、労働の潜在的な供給力、ひいては労働需給や賃金の動向は、影響を受けると考えられる。詳しくは、河田皓史・永沼早央梨「わが国の労働力率の動向に関する一考察」（日銀レビュー、2010年）を参照。

小すると考えられる。

以上のような雇用・所得環境を背景に、個人消費は、各種対策の効果もあって、耐久消費財を中心に持ち直し基調を続けている。2010年度下期の個人消費は、エコカー補助の終了に伴う自動車販売の反動減などから、一時的に弱めの動きとなるとみられる。もっとも、2011年度以降については、雇用・所得環境の改善が進むもとの、個人消費は、徐々に底堅さを増し、自律的回復の動きも次第に現れてくるとみられる。ただし、雇用者報酬の改善が緩やかなものにとどまることや、財政赤字などを巡り将来不安が根強く残る可能性もあることから、回復のペースに弾みがつく展開にはならないと考えられる。

以上の見通しを消費性向で見ると、見通し期間中を通じて幾分低下するという予想になる(図表 37(2))。これは、将来にわたっての期待所得があまり高まらないもとでは、所得移転によって可処分所得が増加しても、そのうち貯蓄に回る分が少なくないと考えられるためである²¹。また、大幅な財政赤字などを背景にした将来への不安も、消費性向を低下させる方向で働く可能性がある。日本の家計貯蓄率は、高齢化の進展を背景に、中長期的には低下傾向にあるが、上記消費性向と表裏の関係にあるため、見通し期間中は幾分上昇する可能性が高い。仮に、雇用・所得環境の厳しさが長引き、将来に対する閉塞感も強まるような場合には、消費性向は上記の予想からさらに下振れる可能性が高まる。他方、潜在的な家計需要を掘り起こす企業の力が強まる場合や、株価の持ち直しが明確化する場合などには、消費性向が上振れる可能性もある。

住宅投資は、このところ、下げ止まっている。先行指標である新設住

²¹ 子ども手当の限界消費性向は、様々な機関の調査やアンケートなどでは、3～5割程度の可能性が高い、との結果が示されている。

宅着工戸数をみると、2009年7～9月をボトムに持ち直している。こうした動きの背景についてみると、借入金利が低下する中、分譲マンションの価格調整が進んでおり（前掲図表6(2)）、各種の政策支援とあいまって、ペントアップ・ダイヤモンドが顕在化しやすい環境が徐々に整いつつある。また、在庫の調整も、かなり進んできている（前掲図表6(3)）。こうしたもとで、新規供給へ向けた用地取得等の動きは、大手業者を中心に、徐々に広がりつつある。もともと、厳しい雇用・所得環境が続くもとで、新築ではなく、中古住宅やリフォームを選択する世帯も増えている。この点も踏まえると、住宅投資の増加ペースは、緩やかなものにとどまると考えられる。

（物価変動を取り巻く環境）

最近の消費者段階の物価環境をみると、消費者の節約意識が根強く続いており、企業間の価格競争も続いている。もともと、景気の改善や、国際商品市況の上昇を背景に、短観の仕入価格判断DI、販売価格判断DIは、ともに下げ止まりつつある（図表38）。家計調査の購入単価をみても、下落幅の縮小やプラスへの転化がみられる（図表39）²²。そうしたもとで、消費者物価（除く生鮮食品）の実績は、概ね7月中間評価時の見通しに沿って推移している。

先行きの物価環境をみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が緩やかな回復傾向を辿るもとで、徐々に改善している（図表40(1)）。ただし、マクロ的な需給バランスの把握を巡っては、不確実性が大きいことに留意する必要がある

²² 購入単価は、家計調査の支出金額を購入数量で割って算出しており、この低下には、より低価格の代替商品へのシフトなどを含めて、消費者の節約意識の強まりが反映されていると考えられる。

ある。経済が構造的な需要の変化を伴って大きく変動する場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力が実質的に低下している可能性がある（図表 40(2)）²³。この場合、最近時点までのデータに依拠した需給ギャップに基づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、景気が回復傾向をたどる過程では、結果として物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。

ユニット・レーバー・コスト（実質GDP 1 単位当たりの人件費）は、企業による根強い労働コスト抑制姿勢を背景に、なお低下基調が続く可能性が高いが、雇用・賃金の回復とともに、今後、その低下幅は緩やかに縮小していくと見込まれる（図表 41）。

この間、中長期的な予想物価上昇率は、安定的に推移している。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」を用いて推計した家計の予想物価上昇率をみると（図表 42(1)）、「今後 1 年間の予想物価上昇率」は、0%を幾分下回る水準となっているが、「今後 5 年間の予想物価上昇率」は、小幅のプラスで比較的安定している。エコノミストの中長期的な予想物価上昇率をみると、ここ数年、概ね 1%程度で安定的に推移している（図表 42(2)）。

国際商品市況は、新興国・資源国の高成長などを背景に、振れを均してみれば、緩やかな上昇傾向にある（図表 43）。先行きについては、上下両方向に不確実性があるが、新興国・資源国が高めの成長を続けること

²³ 潜在成長率の内訳をみると、最近では、設備投資が低水準であることから、資本ストックが減少に転じているほか、労働需給のミスマッチ拡大により、潜在的な就業者数の減少幅も拡大している。このため、わが国の潜在成長率は、現時点では、かなり低いとみられる。先行きは、資本ストックや潜在就業者が徐々に回復に向かう中で、潜在成長率も緩やかに高まっていくとみられ、見通し期間中の潜在成長率については、平均すると、「0%台半ば」になると考えられる。潜在成長率の推計とその留意点については、BOX 4 を参照。

などを背景に、見通し期間を通じて、緩やかに上昇すると想定できる²⁴。
なお、最近の為替円高の動きについては、輸入物価を通じて、当面、国内の物価の下押し圧力として作用すると考えられる。

先行きについては、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとで、
また、国内の需給バランスは改善すると予想される。そのもとで、消費者物価（除く生鮮食品）は、下落幅の縮小が続いたが、2011年度中にはプラスの領域に入り、2012年度にかけてプラス幅が拡大していったものと見込まれる（図表44）。

なお、先行きの消費者物価の動きをみるうえでの留意点として、消費者物価指数の基準改定がある。すなわち、現行指数の基準年である2005年から時間が経ってきたため、その間に指数水準が大幅に低下した耐久消費財のマイナス寄与が、最近では物価指数全体の変動に反映されにくくなってきている。その結果、指数全体の前年比マイナス幅は、小さめに出る傾向が強まりつつある。したがって、指数が2010年基準に切り替わった段階で、遡及改定の対象となる2011年1月以降の前年比が、今回の見通しから下方修正される可能性が高い。また、価格下落の大きい耐久消費財のウェイトが需要刺激策によって大きくなったことで、これらの財の指数全体への影響が大きくなる可能性もある。なお、2010年基準への改定時期は、2011年8月の予定である。その際、2010年12月以前の
前年比は遡及改定されない予定である。

以 上

²⁴ 新興国・資源国経済については、今後のマクロ経済政策の運営次第では、景気が過熱するリスクもある。この場合、国際商品市況が上昇する可能性があるが、これは、わが国の物価の押し上げ要因になるとともに、交易条件の悪化を通じて、わが国の国内民間需要の下押し要因となる可能性がある。

(BOX 1) サービス価格と賃金の動き

日米欧の消費者物価指数の長期的な推移を財・サービス別に比較してみると、財価格、サービス価格ともわが国の変化率は総じて低いが、サービス価格の低迷がより顕著となっている（BOX 1 図表(1)）。例えば、日本の消費者物価指数の変動の内訳を、財・サービス価格別に米国と比較すると、違いの大半は、サービス価格の変化率の差で説明可能である。

もともとサービス産業は、財に比べるとより労働集約的であることから、サービス価格は賃金変動の影響を受け易い。従って、わが国のサービス価格が長年弱含みで推移してきた要因としては、サービス関連産業の賃金の伸び率が、米欧対比、低めに推移してきたことの影響が大きいと考えられる。

こうした動きの背景としては、景気の強弱を映じた需給の逼迫程度や中長期的な予想物価上昇率の差異などさまざま要因が考えられるが、景気後退期における労働市場の調整メカニズムの違いも影響を与えた可能性がある。

すなわち、労働市場の動きをみると、わが国においては、バブル経済崩壊以降、長期にわたって労働コストの削減という課題に直面した企業が、調整手段として、雇用の調整（＝失業の上昇）に止まらず、名目賃金の引き下げを重視し、雇用の削減幅抑制を最優先した労働者側も、賃金の引き下げを結果として受け入れたことも影響している可能性が考えられる²⁵。実際、わが国の労働需給関連指標を、米欧との対比を念頭に入れて確認すると、一人あたり雇用コストは、企業による労働コスト抑制姿勢を背景に、米欧と比較しても、大幅に調整されてきた一方、失業率については、依然として米欧対比で低い水準に止まってきたことが特徴点として指摘できる（BOX 1 図表(2)）。一方、米欧では、今回の景気後退局面において、短期間のうちに急速に雇用削減が行われ、失業率が急上昇した一方、賃金の変動が比較的小さかったことが特徴的である。もともと、米国では、失業率が高止まりする中で、このところ賃金と物価の上昇率が徐々に低下してきており、今後の動向が注目される。

²⁵ 名目賃金の調整は、特別給与（ボーナス）や所定内賃金の削減に加えて、パート比率の上昇という形でも行われた。

(BOX 2) 最近の為替レート変動の背景

リーマン・ショック後における各国通貨の名目実効為替レートの動きを振り返ると、世界的な金融システム不安の高まりや景況感の急速な悪化を背景に、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったことに加え、内外金利差の縮小もあって、日本円やスイス・フランのように、相対的に安全とみられており、もともと低金利であった通貨が大きく増価した(BOX 2 図表(1))。一方、ユーロは、2009年秋以降、欧州周辺国のソブリン問題が強く意識され始めたことを契機に、減価した。この間、オーストラリア・ドル、ブラジル・リアル、韓国ウォンといった資源国や新興国の通貨も、リーマン・ショック直後に大きく減価した。その後、オーストラリア・ドルやブラジル・リアルは、高成長を背景に大きく増価したが、韓国ウォンの増価幅は、相対的に小さかった。

2010年夏以降の名目実効為替レートの動きをみると、新興国・資源国通貨が大きく上昇しており、オーストラリア・ドルが対ドルで1983年以降の最高値をつけたほか、タイ・バーツも1997年以降の最高値近傍の水準となっている(BOX 2 図表(2))。また、日本円やスイス・フランは、相対的に安全資産とみられたことに加え、米国金利との金利差が縮小する中で、増価した。ユーロは、欧州周辺国のソブリン問題が引き続き意識される中で、横ばい圏内の動きとなった。一方、米ドルは減価しており、ほとんどの主要通貨に対し、全面的に安くなった。この間、中国人民元などの一部の新興国通貨は、ドルに連動するかたちで減価した。こうした夏以降の為替相場の動きを踏まえると、米国経済の先行き不透明感が為替レート変動の最も大きな要因となっていたと考えられる。

(BOX 3) 主要中央銀行の資産規模

2008年秋のリーマン・ブラザーズ破綻後の金融危機に対して、米国連邦準備制度（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）は、政策金利を実質的にゼロ金利となる水準まで引き下げるとともに、銀行間市場の機能低下に対処するために流動性供給を拡大させた。また、機能不全の目立つ特定市場の流動性を回復させるために、資産買取りなどの対応を講じた。このような措置の結果、これらの中央銀行の資産規模は急増し、資産規模の対名目GDP比率は、それぞれ10%ポイント程度上昇した（BOX 3図表）。現在でも、この高水準の資産規模は維持されており、資産規模の対名目GDP比率は、FRBとBOEで10%台半ば、ECBで20%程度となっている。

日本銀行の資産規模の対名目GDP比率の推移をみると、1995年に、政策金利を0.5%まで引き下げた後、1997～98年の金融危機への対応から流動性供給を拡大したことなどから、資産規模の対名目GDP比率は急速に上昇した。その後、ゼロ金利政策や量的緩和政策の導入により、流動性供給をさらに拡大させたため、資産規模の対名目GDP比率は一段と上昇し、2004～05年のピーク時には同比率は30%程度にまで達した。これを、政策金利を現在の主要中央銀行の政策金利と同程度となる0.5%まで引き下げた1995年と比較すると、約20%ポイントの上昇となった。その後、量的緩和政策の解除に伴い、資産規模の対名目GDP比率はいったん低下したものの、リーマン・ブラザーズ破綻後の経済・金融情勢への対応から、積極的な流動性供給を実施してきたため、同比率は再び上昇しており、現在では20%台半ばの水準となっている。

このように、現時点において、日本銀行は、経済規模との比較でみて、資産規模という点でも、また、実質的にゼロ金利とも呼べるきわめて低い政策金利としてからピーク時までの資産規模の拡大幅という点でも、世界の主要中央銀行の中で最大となっている。

(BOX 4) 潜在成長率の推計

潜在成長率とは、中長期的に持続可能な経済成長率と定義されることが多い。中長期的には、一国の経済の成長率は、その経済が持つ供給能力に規定されるため、潜在成長率は供給能力の増加率と解釈される。潜在成長率は、その名が示す通り、客観的に観測できない「潜在」的な概念であるため、何らかの方法によって推計しなければならない。以下では、現在、日本銀行が用いている推計方法と、それにより推計された潜在成長率をみるうえでの留意点について、説明する。

1. 潜在成長率の推計方法

日本銀行では、他の中央銀行と同様に、「生産関数アプローチ」と呼ばれる手法を用いて、潜在成長率を推計している²⁶。すなわち、まず国内総生産（GDP）が、資本や労働といった生産要素と、そうした生産要素以外の要因である全要素生産性によって生み出されていると想定する。その関係は、コブ・ダグラス型の生産関数で表すことが一般的になっている²⁷。そのうえで、各生産要素の潜在的な投入量に見合う国内総生産の成長率を、潜在成長率とみなす。具体的には、以下のように推計している。

ステップ1：資本ストックの測定（BOX 4 図表(1)）

日本産業生産性データベースに掲載されている資本ストックのデータを使用している。当該資本ストックは、技術の陳腐化などによる資本ストックの陳腐化を考慮に入れて測定されており、潜在成長率を推計する上で望ましいデータである。

ステップ2：潜在労働投入量の測定（BOX 4 図表(2)(3)(4)）

潜在労働投入量は、潜在就業者数と、その就業者が潜在的に働ける労働時間（潜在労働時間）に規定される。このうち、潜在就業者数については、まず、男女別・年齢層別に労働力率のトレンドを推計し²⁸、それらを各層の人口で加重平均して、マクロの労働力率のトレンドを算出する。これに潜在就業率（ $= 1 - \text{構造失業率}$ ）と15歳以上人口を掛け合わせて、潜在就業者数とす

²⁶ より詳細な推計方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）を参照。

²⁷ $Y = (1 - \alpha)K + \alpha L + TFP$ 。ただし、 Y は国内総生産、 K は資本投入量、 L は労働投入量、 TFP は全要素生産性を表す（いずれも対数表示）。定数 α は労働分配率、 $1 - \alpha$ は資本分配率を表す。実際の潜在成長率の推計では、労働分配率 α は過去の平均値を用いることが多い。

²⁸ 労働力率のトレンドを推計する際には、HPフィルターを用いている。

る²⁹。次に、潜在労働時間については、所定内労働時間と所定外労働時間のトレンドを、一般労働者、パート労働者別に求めたうえで、加重平均して推計している³⁰。

ステップ3：全要素生産性の測定（BOX 4 図表(5)）

実際に生産活動に用いられた資本投入量と労働投入量を資本分配率と労働分配率で加重平均し、それを実際の国内総生産から差し引くことで全要素生産性を算出する。ただし、このように計算された全要素生産性は、GDP統計の毎四半期の振れも含んでしまっているため、HPフィルターでスムージングを行っている。

ステップ4：潜在成長率の計算

ステップ1で得られた資本ストックの伸び率とステップ2で得られた潜在労働投入量の伸び率を資本分配率と労働分配率で加重平均し、さらにスムージング化された全要素生産性の伸び率を加えることで、潜在成長率を算出している。

2. 潜在成長率に関する留意点

第一に、潜在成長率は、各種統計を用いて特定の方法によって推計するため、用いる統計や推計方法によって、異なる推計結果が得られる可能性がある³¹。例えば、もっとも簡便な潜在成長率の推計方法として、国内総生産をHPフィルターによってスムージングする方法があるが、こうして得られた潜在成長率は、必ずしも生産関数アプローチによって求められた潜在成長率と一致するわけではない（BOX 4 図表(6)）。

第二に、潜在成長率は、中長期的に持続可能な経済成長率であるが、短期的な景気変動にも影響を受ける可能性がある。例えば、景気悪化により設備投資が減少した場合、資本ストックの伸び率は低下する。また、同じく景気悪化に伴い労働需給の不マッチが拡大すれば、潜在的な就業者数も低下する。さらに、全要素生産性についても、中長期的な技術進歩率だけでなく、短期的な景気変動の影響を受ける可能性がある。いずれについても、景気が悪

²⁹ 構造失業率は、失業率と欠員率の関係に基づき推計している。

³⁰ 所定内労働時間のトレンドの推計方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）公表時以降のデータの蓄積を踏まえ、若干の変更を加えた。具体的には、パート労働者の所定内労働時間のトレンドが、従来の横ばいから近年は右下がりに変化しつつあることを推計に反映させている。

³¹ 潜在成長率の推計方法とその不確実性については、日銀レビュー「潜在成長率の各種推計法と留意点」（2009年9月）や「経済・物価情勢の展望（2009年4月）」BOX 2「潜在成長率や需給ギャップの計測を巡る不確実性」を参照。

化した場合、短期的に潜在成長率を押し下げる要因となる。実際、1990年代後半から2000年代初めにかけての局面や、最近の局面では、潜在成長率の循環的な低下がみられる（図表40(2)）。

第三に、最も重要な点として、潜在成長率の推計値を決定づける諸変数——資本ストック、労働力率のトレンド、構造失業率、労働時間のトレンド、全要素生産性——は、いずれもその時点における直近の値を正確に認識することが難しい。したがって、今後データが蓄積されて数年後に改めて推計し直すと、直近の潜在成長率はかなり異なる値になる可能性がある。これは常にあてはまる留意点であるが、リーマン・ショックにより経済が大幅に変動した現在のような局面では、上記各変数をリアルタイムで正確に把握することは、とくに難しい。また、そもそもGDPなどの基礎データが事後的にかなり改定されることもあり、その場合は当然、潜在成長率も事後的にかなり変化しうる。これらを踏まえると、とくに現局面における潜在成長率の推計値は、大きな幅を持ってみておく必要がある。

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議長案]

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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。

以 上

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（全員一致または賛成○反対○^(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. 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。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) 賛成：○○委員、……。

反対：なしまたは○○委員……。

- ・ 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(ETF)・不動産投資信託(J-REIT)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（ABC P）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（ETF）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-REIT）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（ETF）は4,500億円程度、不動産投資信託（J-REIT）は500億円程度とする。
- (2) 指数連動型上場投資信託（ETF）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-REIT）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-REIT）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

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合参加者>

金融政策決定会合の開催予定日の変更等に関する件

(案 件)

1. 金融政策決定会合の開催予定日の変更に関し別紙のとおり承認すること。
2. 本日の金融政策決定会合の議事要旨については、政策委員会議事規則第14条2項の定めにかかわらず、次回の金融政策決定会合（臨時の金融政策決定会合を除く。以下同じ。）までの期間が短いことから、実務上の制約を考慮し、議長は、次々回の金融政策決定会合においてこれを提出する扱いとすることを決定すること。

以 上

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：平成52年12月>

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）(案)

○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>	—	<u>8日<月></u> 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)

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
 <配付先：金融政策決定会合関係者限り>
 <作成局における保管期間満了時期：平成52年12月>

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）（案）

○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>	—	<u>8日<月></u> 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）

要注意

公表時間

11月2日 (火) 8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>
<作成局における保管期間満了時期：2040年12月>

2010.11.2

日本銀行

(案)

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

(2010年10月4、5日開催分)

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2010年10月28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：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。GC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、短国レートは、0.1%台前半で安定的に推移している。また、TIBOR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。CP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

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。」

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、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。NIEs、ASEAN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で、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で、設備投資は徐々に持ち直しの動きがはつ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。そうしたもとで、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. 「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して指摘した。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して述べた。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で、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、CP、ABCP、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、ETF、J-REIT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、ABC P、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な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