

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 22 年 6 月

日 本 銀 行

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、予め日本銀行企画局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。

日本銀行法第 54 条第 1 項の規定に基づき、この報告書を  
国会に提出する。

平成 22 年 6 月

日本銀行総裁

白川 方明

# 目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1 ． 経済の情勢	
（ 1 ） 国内実体経済	
（ 概況 ）	1
（ 輸出は増加が続く ）	2
（ 生産も増加が続く ）	4
（ 設備投資は下げ止まり ）	5
（ 住宅投資は概ね下げ止まり、公共投資は減少に転じる ）	8
（ 雇用・所得環境の厳しさは幾分和らぐ ）	9
（ 個人消費は耐久消費財を中心に持ち直し ）	10
（ 2 ） 物価	12
（ 3 ） 海外経済	15
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 国際金融資本市場	17
（ 2 ） 短期金融市場	19
（ 3 ） 債券市場	20
（ 4 ） 株式市場	22
（ 5 ） 外国為替市場	22
（ 6 ） 企業金融	24
（ 7 ） 量的金融指標	29
． 金融政策運営及び金融政策手段	
1 ． 金融政策決定会合の開催実績	31
2 ． 金融政策決定会合における検討・決定	
（ 1 ） 概況	32

( 2 ) 「経済・物価情勢の展望」の公表	34
( 3 ) 各会合における検討・決定	
イ . 21 年 10 月の会合	38
( 海外経済は政策効果などを背景に持ち直し )	
( 国際金融資本市場は改善傾向が続く )	
( 景気は輸出や生産の増加を背景に持ち直しつつある )	
( 消費者物価は前年比下落幅が小幅縮小に転じる )	
( 金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている )	
( 各種臨時措置の取り扱い )	
( 金融市場調節方針の維持 )	
ロ . 11 月の会合	42
( 海外経済は緩やかな回復を継続 )	
( 国際金融資本市場は改善傾向が続く )	
( 景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、持ち直している )	
( 消費者物価の前年比は下落している )	
( 金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続く )	
( 金融市場調節方針の維持 )	
ハ . 12 月 1 日の会合	44
( 金融緩和の強化 )	
ニ . 12 月 17、18 日 ~ 1 月の会合	45
( 海外経済は緩やかに回復 )	
( 国際金融資本市場は落ち着きを取り戻している )	
( 景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、持ち直している )	
( 消費者物価の前年比下落幅は縮小 )	
( 金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続く )	
( 「中長期的な物価安定の理解」の明確化 )	
( 「経済・物価情勢の見通し」の中間評価 )	

( 金融市場調節方針の維持 )	
ホ . 2 月 ~ 3 月の会合 . . . . .	49
( 海外経済は緩やかな回復が続く )	
( 国際金融資本市場では、一時的に投資家のリスク回避姿勢が強まる )	
( 景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、持ち直している )	
( 消費者物価の前年比下落幅は縮小 )	
( 金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている )	
( やや長めの金利の低下を促す措置の拡充 )	
( 金融市場調節方針の維持 )	
( 4 ) 金融政策運営を巡る論点	
( 新興国経済の強まりの背景とわが国経済に与える影響 ) . . . . .	52
( 物価下落の背景について ) . . . . .	53
( 時限措置の取り扱いと先行きの金融政策運営 ) . . . . .	55
( 日本銀行の金融政策運営の枠組み ) . . . . .	55
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向 . . . . .	57
4 . 日本銀行のバランスシートの動き . . . . .	60
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
( 1 ) 担保価格等の見直しの実施 . . . . .	63
( 2 ) 各種時限措置の取り扱いに係る措置 . . . . .	63
( 3 ) 固定金利方式の共通担保オペの導入 . . . . .	63
. 金融政策決定会合における決定の内容	
1 . 金融政策運営に関する決定事項等 . . . . .	64
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更 . . . . .	100
3 . 金融政策決定会合議事要旨 . . . . .	118
参考計表・資料一覧 . . . . .	237

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

## 要 旨

### ( 経済の情勢 )

1. 国内景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから持ち直した。

輸出や生産は増加を続けた。個人消費は、雇用・所得環境の厳しさが残る中、各種対策に刺激された耐久消費財を中心に、持ち直した。設備投資や住宅投資は概ね下げ止まった。この間、公共投資は頭打ちから減少に転じた。

2. 物価面では、国内企業物価は、製品需給緩和の影響が続く一方、国際商品市況高の影響から、前年比上昇に転じた。消費者物価( 除く生鮮食品 )の前年比は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落したが、下落幅は縮小傾向を続けた。

### ( 金融面の動向 )

3. 短期金融市場は、日本銀行が潤沢な資金供給を継続したこともあって、やや長めの金利が緩やかな低下傾向を辿るなど、落ち着いた動きとなった。ただし、長めの期間を中心に、引き続き取引の薄い市場もみられた。

日本銀行は、新たに導入した固定金利方式の共通担保資金供給オペを含め、多様なオペレーション手段を活用しながら、潤沢な資金供給を継続した。

長期金利は、10 月中旬以降、国債の需給悪化懸念もあって、一時、1.4%台後半まで上昇する場面もみられたが、基本的には 1.3%台の狭いレンジで横ばい圏内の動きとなった。

株価は、11 月末にかけて、為替が円高基調で推移したことなどを背景に、弱含む展開となり、日経平均株価は 9 千円台前半まで下落した。もっとも、12 月以降は、為替が幾分円安方向に戻したほか、米欧株価が堅調に推移したこともあって、上昇に転じ、3 月末にかけては 11 千円前後で推移した。

外国為替市場では、円の対ドル相場は、振れを伴いつつも総じて円高傾向を辿り、11月下旬には、一時84円台まで増価した。もっとも、12月以降、円高方向の動きが一服し、3月末にかけては、米金利上昇などもあって、93円台まで円安方向に戻す展開となった。

4. 企業金融について、まず資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、なお「厳しい」とする先が多いものの、改善した。CP・社債市場では、日本銀行によるCP・社債の買入れ措置の完了後も含め、全体として良好な発行環境が続いた。また、低格付社債の発行環境にも改善の動きがみられた。

次に資金需要面をみると、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がみられたこともあって、企業の外部資金需要は前年比で減少に転じた。

こうしたもとの、企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高（特殊要因調整後）は、前年における著増の反動もあって減少に転じた。CPの発行残高は運転資金需要の後退もあって前年を大きく下回って推移したが、社債の発行残高は発行環境の改善などから前年比でみて高めの伸びが続いた。

5. マネタリーベース（流通現金と日本銀行当座預金の合計）は、伸びが幾分低下したものの、引き続き前年の水準を上回って推移した。マネーストック（M2）の動向をみると、10月にかけて前年比3%台半ばまで伸び率が高まったが、その後は2%台後半まで伸び率が低下した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 21年度下期中には、金融政策決定会合を計8回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、10月の会合では、わが国の景気について、「持ち直しつつある」と判断し、先行きも持ち直していくとの見方を示した。11月以降3月までの会合では、わが国の景気について、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直していると判断した。



7. 金融政策運営面では、政策委員会は、10月から3月までのすべての会合で、「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」とする金融市場調節方針を決定した。その上で、わが国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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとの方針を明らかにし、金融政策運営にあたっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えを示した。

12月1日に臨時で開催した会合では、固定金利方式の共通担保資金供給オペの導入によって、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図ることを決定した。3月の会合では、固定金利オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することを決定した。また、12月17、18日の会合では、物価の安定に関する日本銀行の考え方の一層の浸透を図るため、「中長期的な物価安定の理解」の明確化を行い、「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。」とすることとした。

この間、10月30日の会合では、20年秋以降、金融市場の極端な収縮に対応するため導入された各種の時限措置の取扱いについての決定を行った。すなわち、わが国の金融環境に改善の動きが広がっていることを踏まえ、今後とも、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していく上では、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用することが必要との考え方に基づいて、企業金融支援特別オペは実施期限を12月末から22年3月末まで延長した上で完了すること、CP・社債買入れは予定通り12月末をもって完了すること、民間企業債務等の担保要件緩和措置は実施期限を22年12月末まで延長すること、補完当座預金制度は、実施期限を当分の間延長することを決定した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、121.8兆円（前年比 - 1.7%）となった。

# I . 経済及び金融の情勢

## 1 . 経済の情勢

### ( 1 ) 国内実体経済

#### ( 概況 )

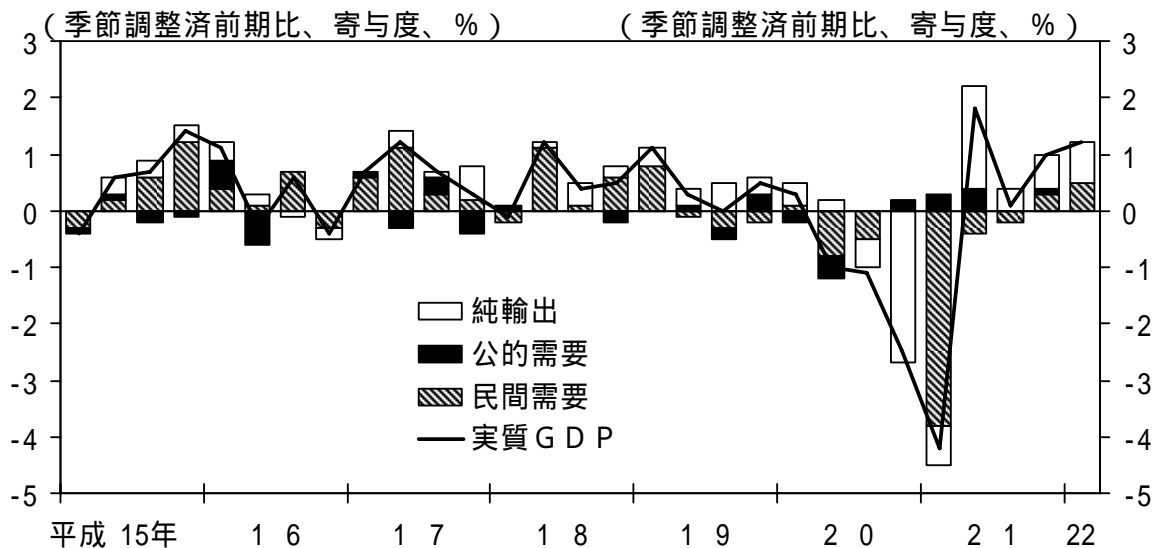
平成 21 年度下期の経済情勢をみると、国内景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから持ち直した。

輸出や生産は増加を続けた。個人消費は、雇用・所得環境の厳しさが残る中、各種対策に刺激された耐久消費財を中心に、持ち直した。設備投資や住宅投資は概ね下げ止まった。この間、公共投資は頭打ちから減少に転じた。

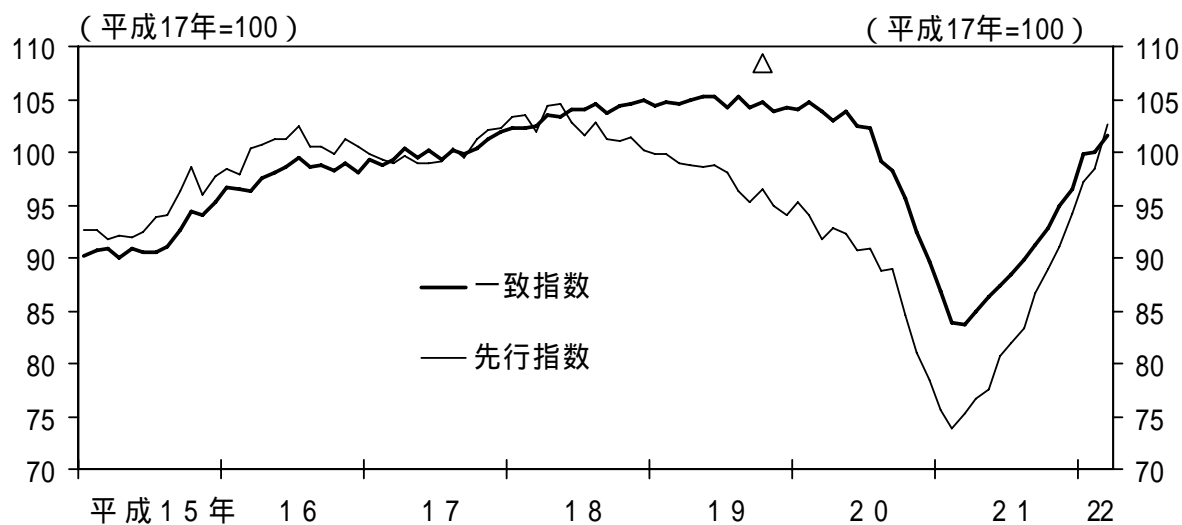
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比でみると、10～12 月、1～3 月と、2 四半期連続で高い伸びとなった( 図表 1 ( 1 ) )。景気動向指数も、先行指数、一致指数とともに、改善を続けた( 図表 1 ( 2 ) )。

( 図表 1 ) 実質 GDP と景気動向指数の推移

#### ( 1 ) 実質 GDP ( 前期比 )



## ( 2 ) 景気動向指数 C I



(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。  
( 2 ) の △ は直近の景気の山を示している。

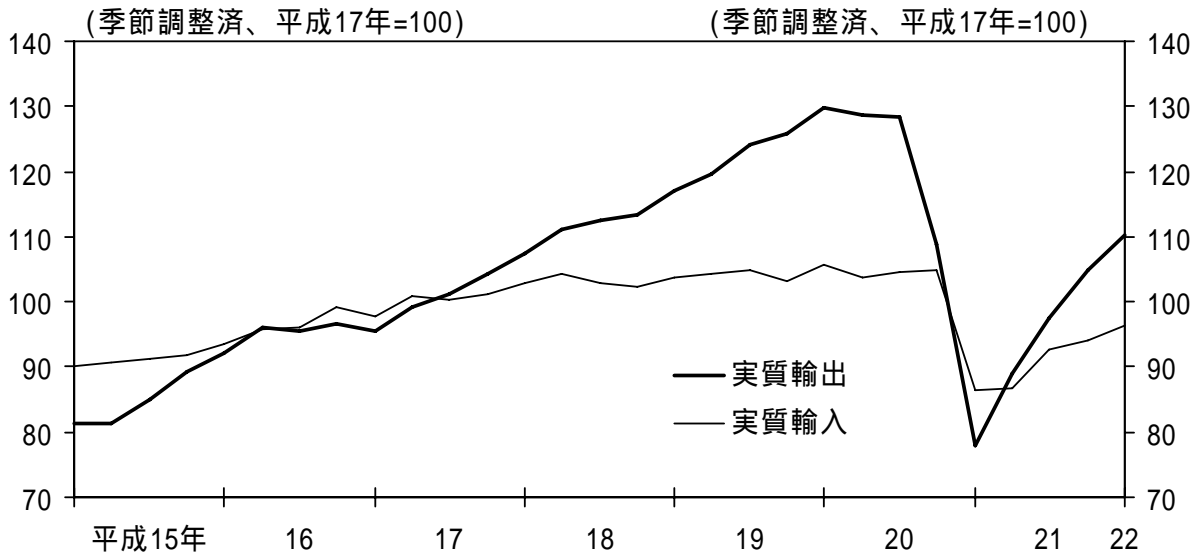
### ( 輸出は増加が続く )

実質輸出は<sup>1</sup>、海外経済の改善を背景に、増加を続けた(図表 2 (1))。実質輸入も、生産が増加を続けるもとの、緩やかな増加傾向を続けた。この結果、実質貿易収支でみた純輸出も増加を続けた(図表 2 (2))。

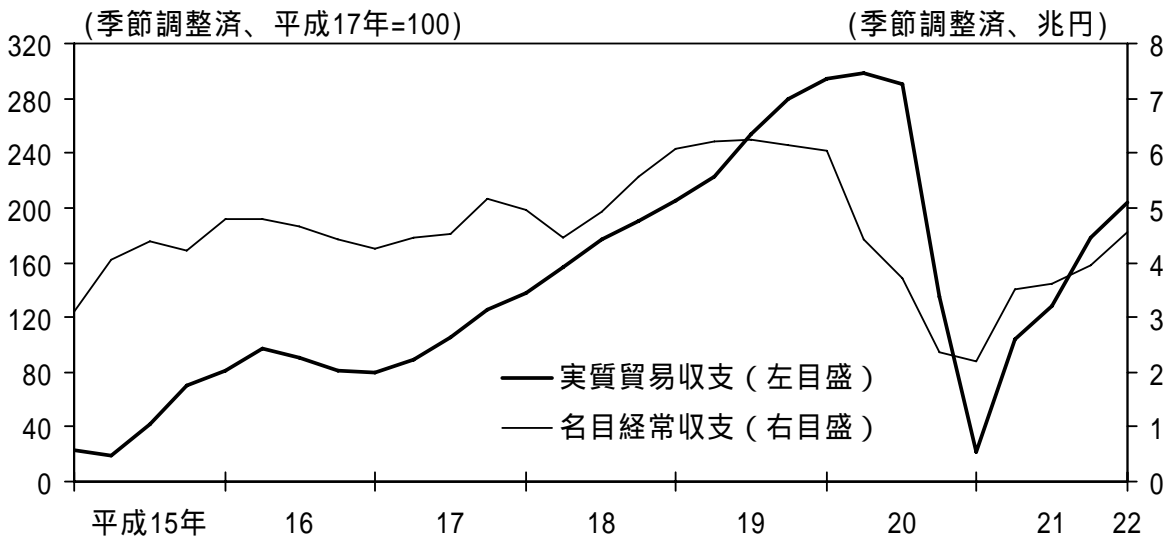
<sup>1</sup> 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

( 図表 2 ) 輸出入の推移

( 1 ) 実質輸出入



( 2 ) 実質貿易収支と名目経常収支



実質輸出を地域別にみると(図表3(1))、東アジア向けは、4～6月以降、その他地域(中東、中南米、ロシアなど)向けも、7～9月以降、増加を続けた。一方、米国向け、EU向けは、4～6月以降3四半期連続で増加したあと、1～3月は減少した。実質輸出を財別にみると(図表3(2))、情報関連、資本財・部品については、東アジア向けを中心に増加を続けている。自動車関連は、伸び率は鈍化しているものの、新興国・資源国向けを中心に増加している。

実質輸入を財別にみると、情報関連(パソコン等)、資本財・部品、中間財、消

費財（薄型テレビ等）は、増加を続けた。素原料（原油等）は、振れを伴いつつも増加傾向を辿った。この間、食料品は、均してみると弱めに推移したが、下期後半にかけて増加する動きがみられた。

（図表3）実質輸出の内訳

（1）地域別

（季節調整済、前期比、％）

		平成21年 第1四半期	2	3	4	平成22年 1
米国	<16.1>	-35.7	15.0	11.2	7.1	-1.1
EU	<12.5>	-29.6	7.7	4.8	9.6	-4.0
東アジア	<51.4>	-23.7	20.6	13.2	7.8	7.9
中国	<18.9>	-19.3	22.0	10.3	6.4	9.1
NIEs	<23.5>	-23.3	21.6	12.5	6.7	6.9
ASEAN4	<9.1>	-32.7	14.8	21.8	13.7	8.1
その他	<20.0>	-31.5	-2.4	9.3	11.3	11.3
実質輸出計		-28.3	14.1	9.5	7.6	5.2

（2）財別

（季節調整済、前期比、％）

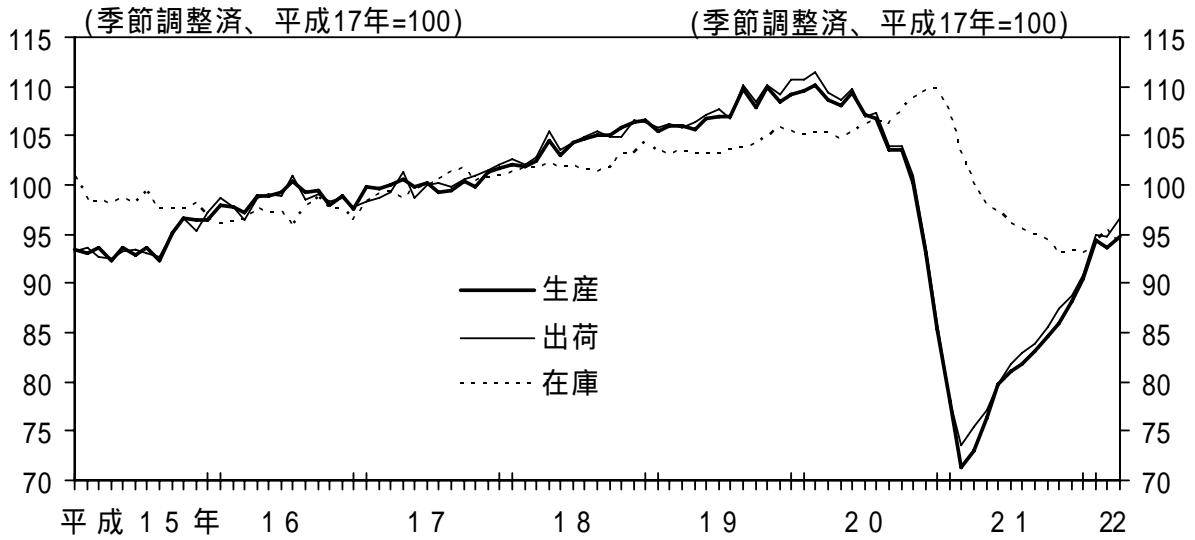
		平成21年 第1四半期	2	3	4	平成22年 1
中間財	<20.7>	-16.4	19.2	10.0	4.6	0.9
自動車関連	<20.0>	-49.5	22.3	25.3	11.3	5.2
消費財	<4.1>	-25.7	12.4	3.5	0.3	-0.6
情報関連	<11.3>	-27.7	35.0	9.0	5.8	5.7
資本財・部品	<27.9>	-26.9	3.5	7.7	9.9	8.7
実質輸出計		-28.3	14.1	9.5	7.6	5.2

（注）< >内は、21年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

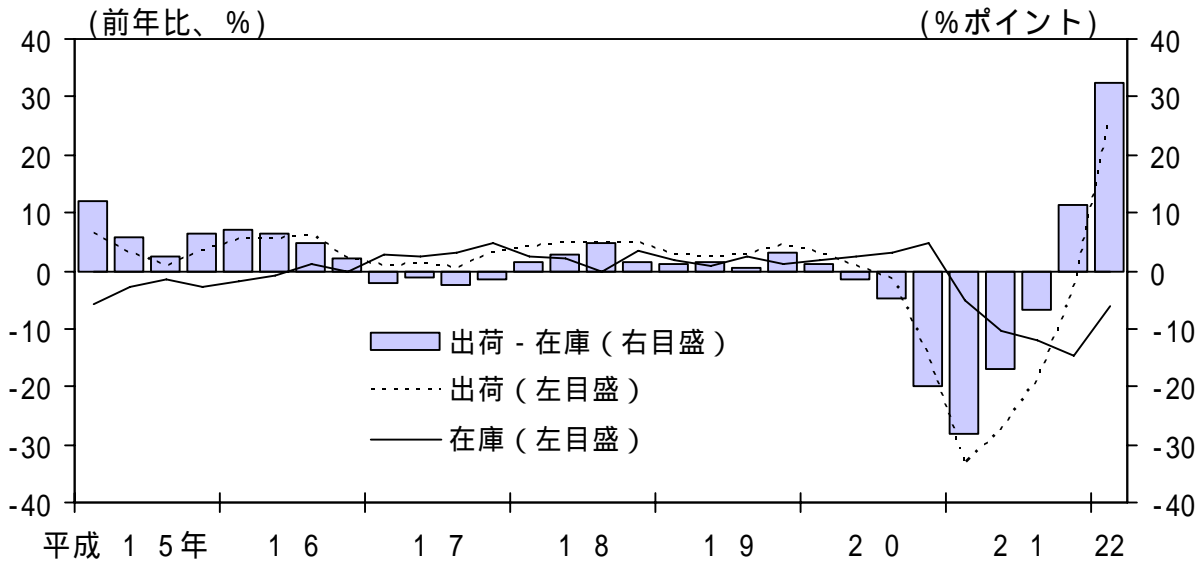
（生産も増加が続く）

鋳工業生産は、輸出同様、増加を続けた（図表4）。3四半期連続ではっきりと増加したあと、1～3月も高い伸びとなった。ただし、直近のピーク（20年2月）との比較では、依然として1割強低い水準に止まっている。こうした中、在庫については、建設財で、出荷の落ち込みを背景に、在庫調整圧力がなお残存したものの、その他の財については、在庫調整圧力はみられなくなった（図表5）。

( 図表 4 ) 鉍工業生産・出荷・在庫



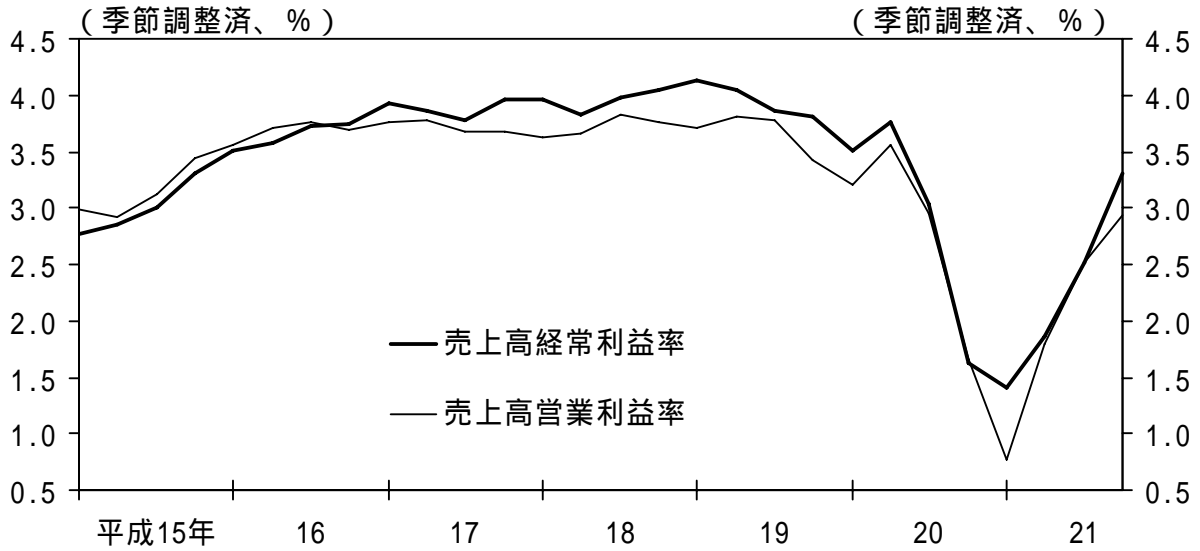
( 図表 5 ) 出荷・在庫バランス



( 設備投資は下げ止まり )

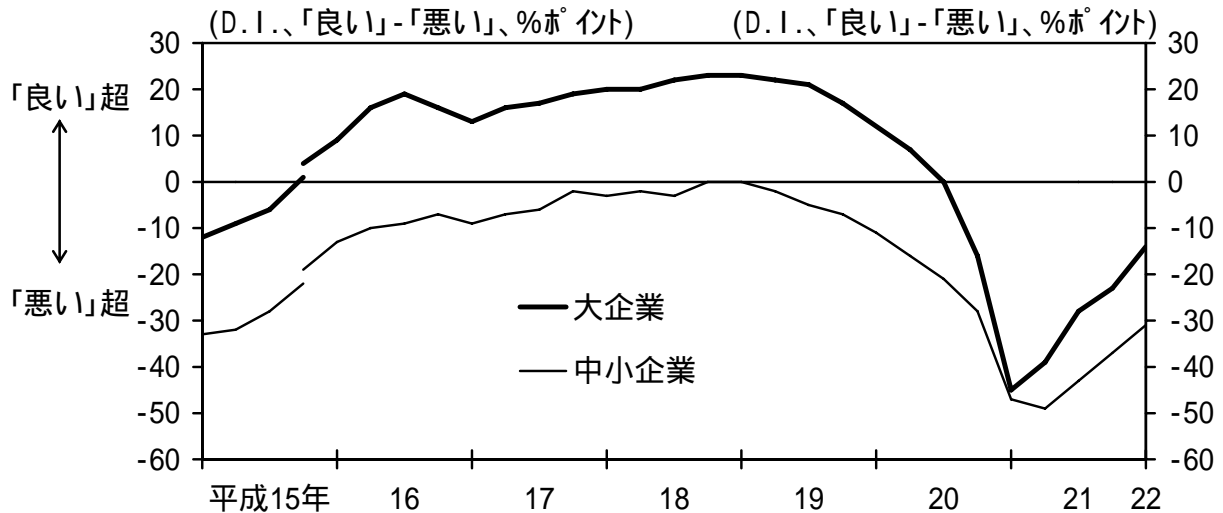
企業収益は、生産の増加などを背景に回復傾向を辿った。法人企業統計の売上高経常利益率(季節調整値)をみると(図表6)、10~12月に、全産業・全規模ベースで、リーマン破綻以前である20年4~6月以来の高い水準となった。また、企業の業況感も改善を続けた(図表7)。

( 図表 6 ) 企業収益



( 注 ) 法人企業統計季報の計数。金融業、保険業を除く、全産業全規模ベースの計数。

( 図表 7 ) 企業の業況判断 ( 短観 )



( 注 ) 短観については、16 年 3 月調査時に、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続 ( 段差 ) が生じている。

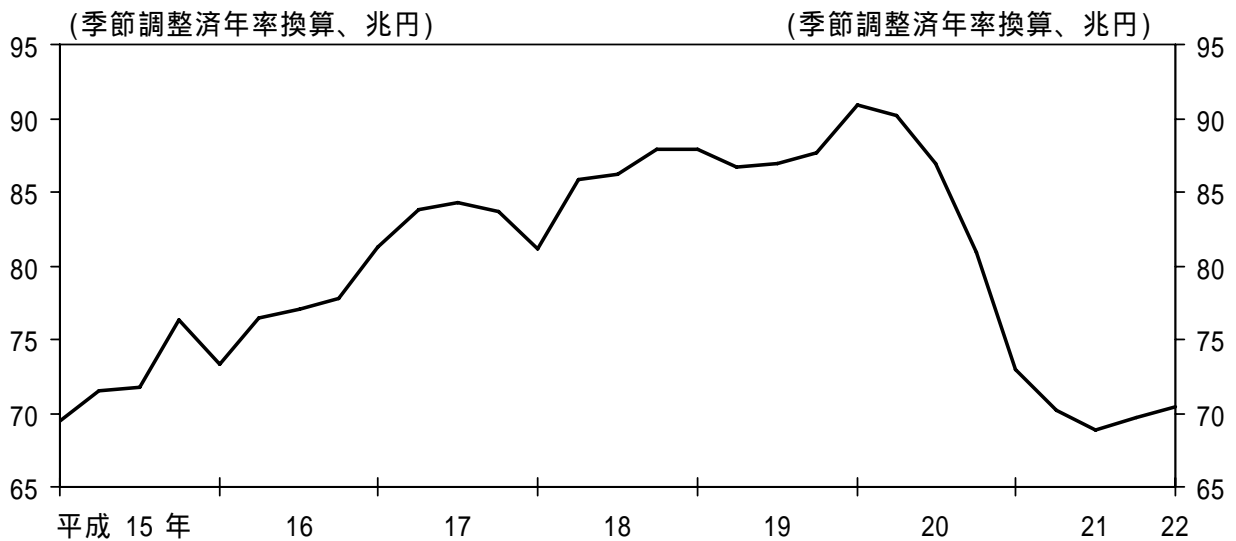
こうしたもとで、設備投資は下げ止まった。GDPベースの實質設備投資をみると、10~12月、1~3月と、2四半期連続で増加した(図表8(1))。設備投資の一致指標である資本財総供給は<sup>2</sup>、7~9月以降3四半期連続で増加した(図表8(2))。

<sup>2</sup> 資本財総供給は、資本財の国内向け出荷に資本財の輸入を加えることにより、算出されたものである。

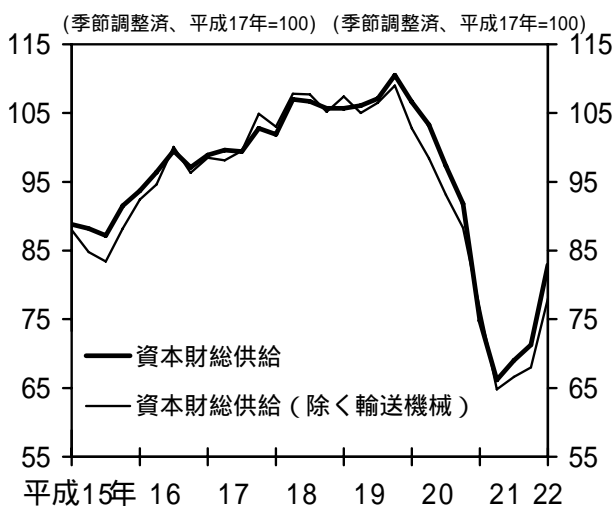
また、機械投資の先行指標である機械受注は、7～9月には下げ止まり、製造業を中心に、小幅ながら、10～12月、1～3月と増加した。建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）は、21年度入り後、底ばい状態が続いていたが、1～3月は、大型再開発案件の集中などから、増加した（図表8(3)）。

（図表8）設備投資

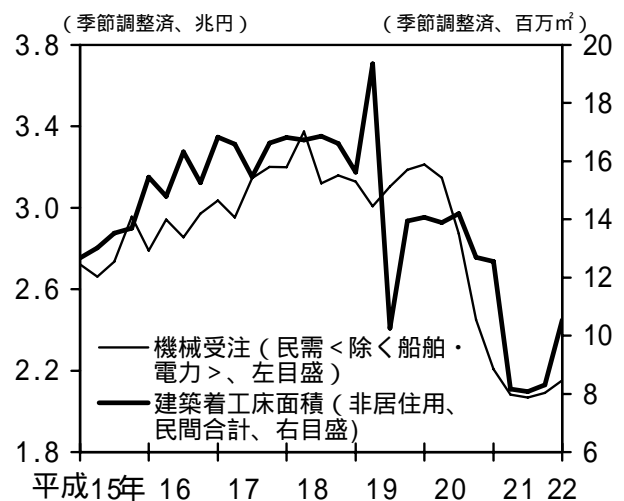
（1）設備投資（実質、GDPベース）



（2）一致指標



（3）先行指標



（注）資本財総供給については脚注2を参照。



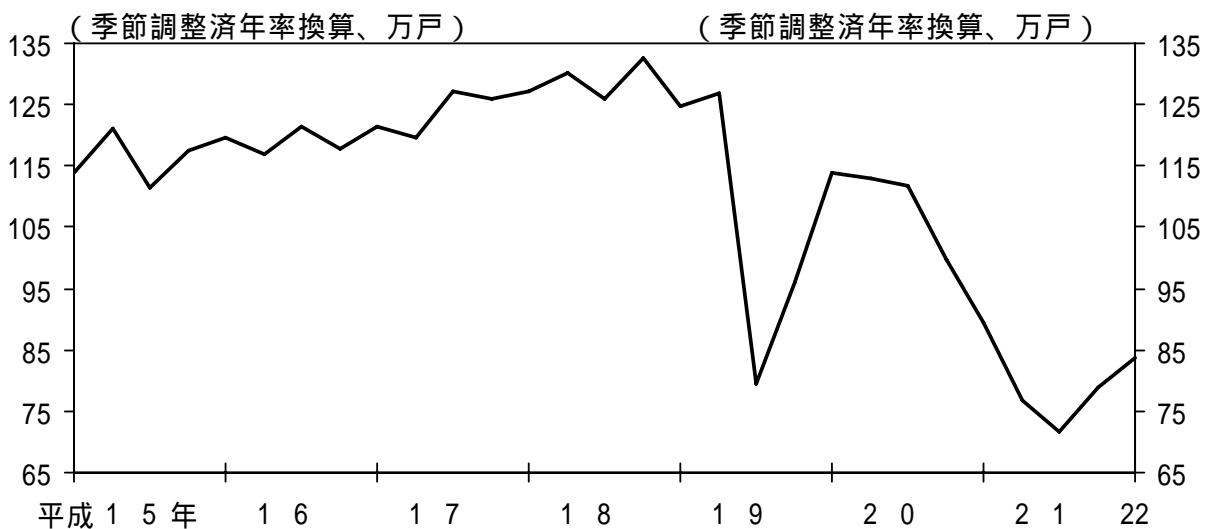
(住宅投資は概ね下げ止まり、公共投資は減少に転じる)

住宅投資は、年度末にかけて、概ね下げ止まった。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると(図表9(1))、在庫や価格の調整が徐々に進むもとの、7～9月をボトムに、低水準ながら持ち直した。

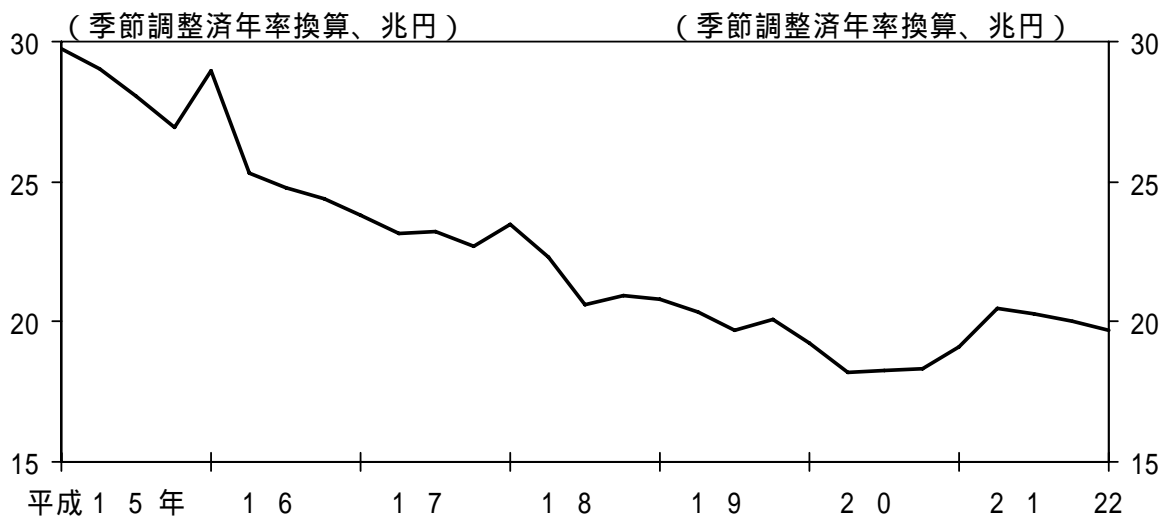
公共投資は、21年度上期中は振れを伴いつつも増加を続けていたが、下期入り後は、頭打ちとなったあと、減少に転じた(図表9(2))。

(図表9) 住宅投資・公共投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公共投資



(雇用・所得環境の厳しさは幾分和らく)

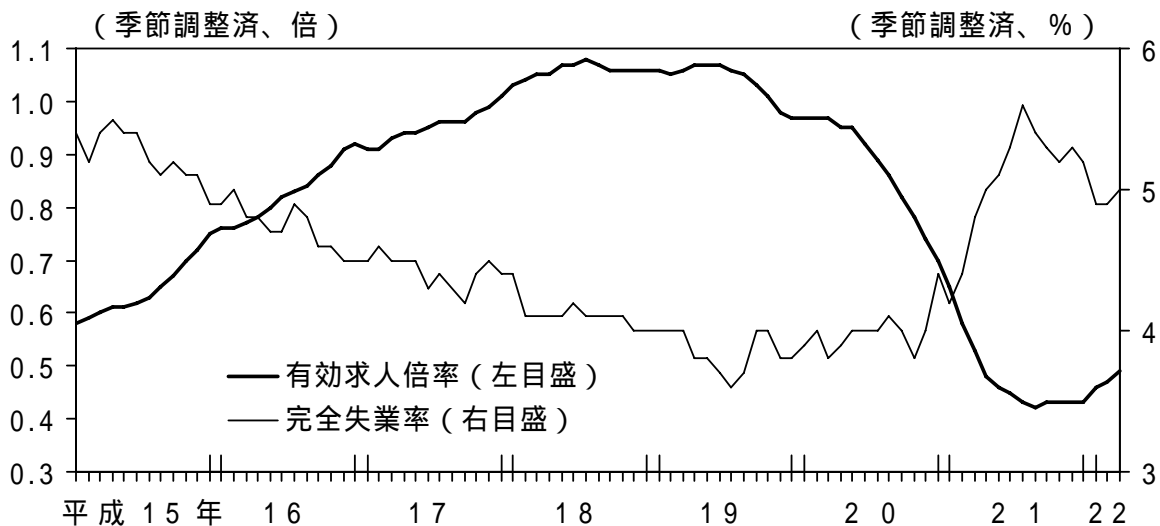
労働需給面の動きをみると、引き続き厳しい状況にあるものの、厳しさは幾分和らいだ。具体的にみると、有効求人倍率が、改善ペースはごく緩やかであるが、8月をボトムに改善傾向を辿った。完全失業率も、なお高い水準ではあるが、7月をピークに徐々に低下し、22年入り後は5%前後で推移した(図表10(1))。

雇用面では(図表10(2))、労働力調査の雇用者数でみると、なお前年水準を下回る状態ではあるが、前年比減少幅は次第に縮小した。また、毎月勤労統計の常用労働者数の前年比も、小幅のマイナスが続いたが、下期末には前年を小幅上回った。

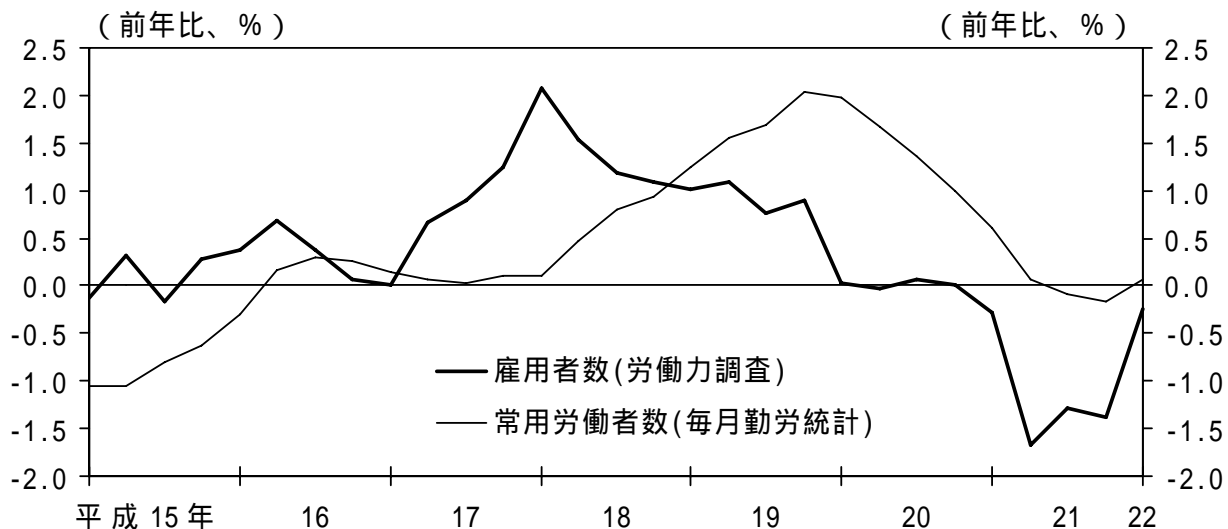
賃金面では、大幅な下落が続いてきた一人当たり名目賃金の前年比は、22年入り後、下落幅が小幅となった。内訳をみると、所定外給与が、前年の落ち込みが大きかったこともあり、前年比プラスとなった。また、所定内給与の下落幅も、緩やかながら、縮小傾向を辿った。特別給与は、10~12月に前年比で大幅に減少したあと、1~3月は前年比プラスとなった。以上のような雇用・賃金動向を反映して、前年比マイナスを続けてきた雇用者所得は、下期末には前年並みの水準となった(図表11)。

(図表10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率

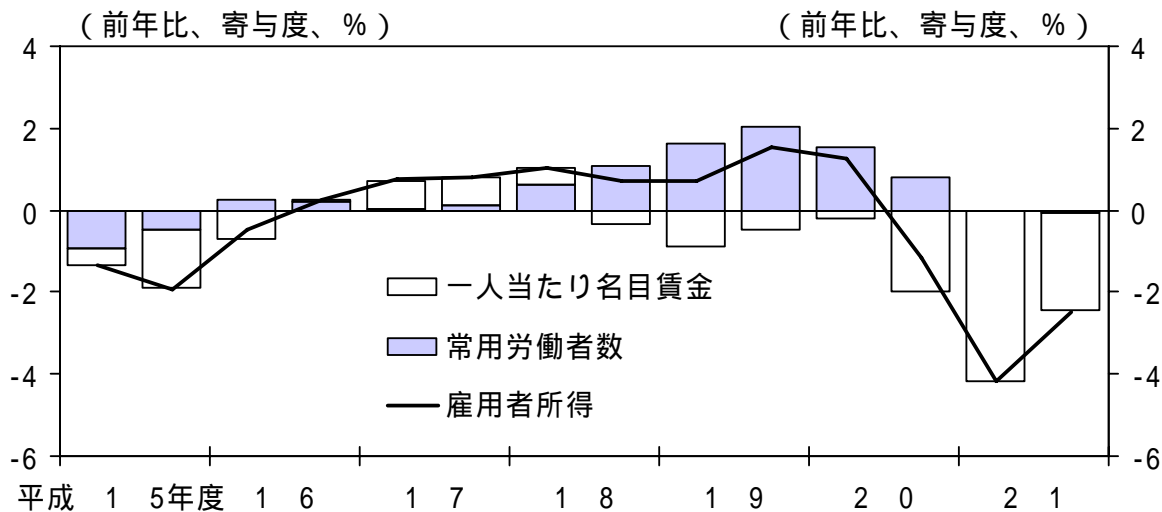


(2) 雇用者数と常用労働者数



(注) 常用労働者数 (毎月勤労統計) は事業所規模 5 人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



(注) 雇用者所得は、常用労働者数 (毎月勤労統計) × 一人当たり名目賃金 (毎月勤労統計) で算出。

(個人消費は耐久消費財を中心に持ち直し)

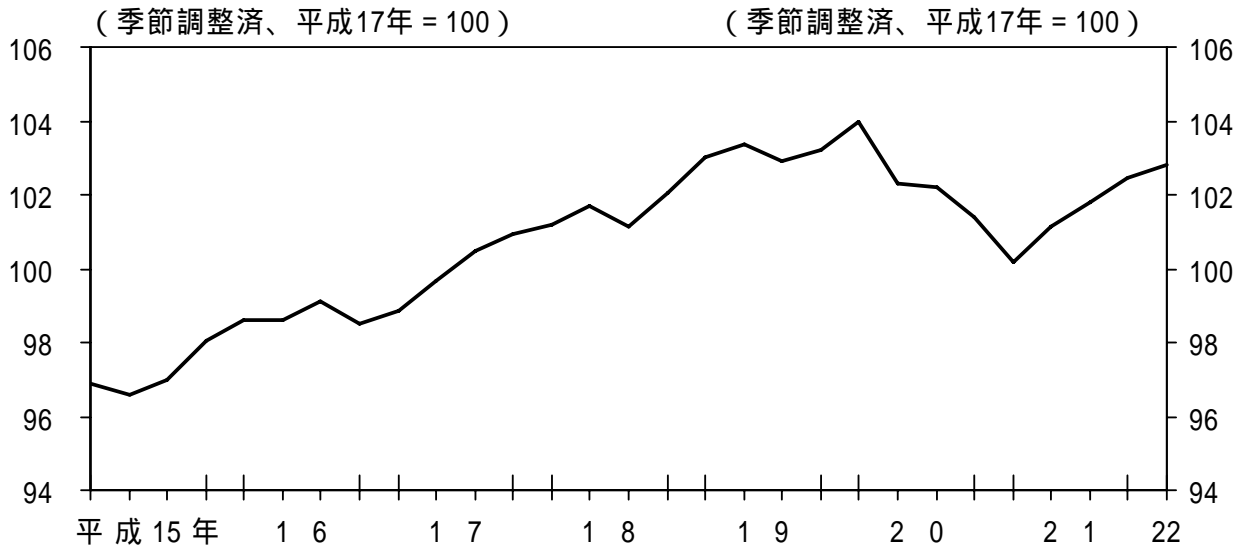
こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、各種対策に刺激された耐久消費財を中心に、持ち直した。GDPベースの実質個人消費は、1～3月にかけて4四半期連続で増加した(図表12(1))。財消費の動きを小売業販売額(実質)で見ると(図表12(2))、20年10～12月をボトムに4四半期連続で増加したあと、1～3月もしっかりと増加した。一方、サービス消費をみると、旅行取扱額、外食産業売上

高ともに、基調としては、横ばい圏内で推移した（図表 12(3)）。

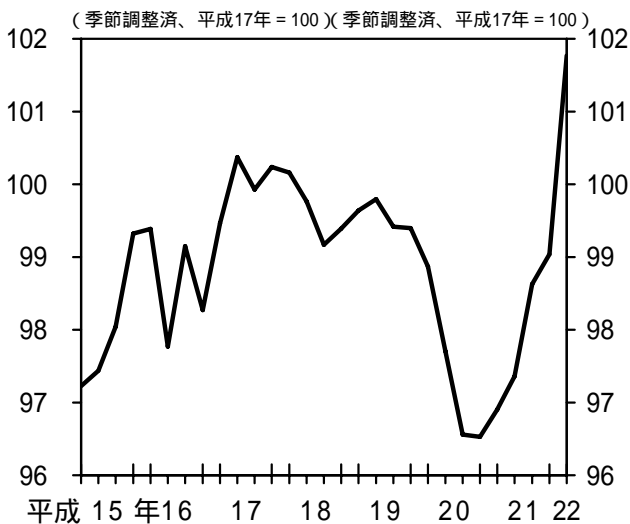
この間、消費者コンフィデンス関連指標は、21 年末に改善の動きがいったん途切れたが、その後は持ち直した（図表 13）。

（図表 12）個人消費

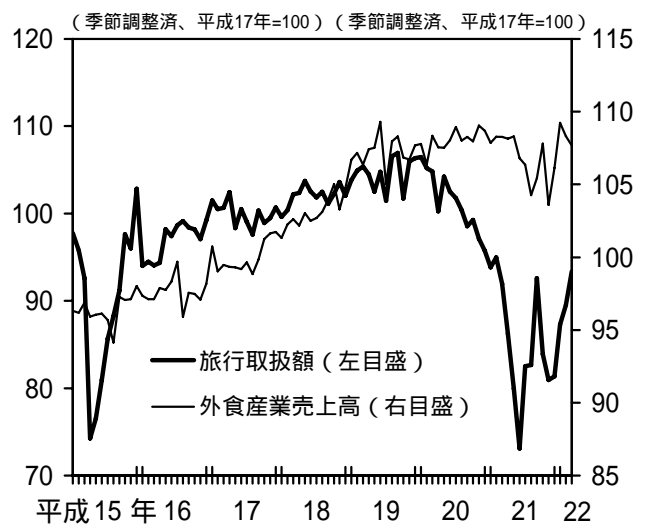
（ 1 ）個人消費（実質、GDP ベース）



（ 2 ）小売業販売額（実質）



（ 3 ）サービス消費（名目）

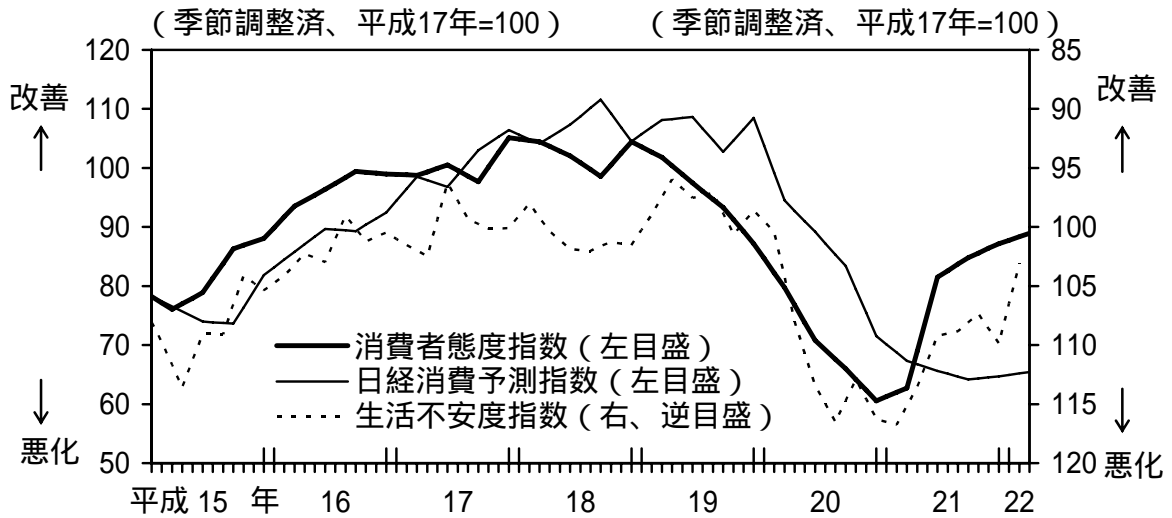


（注 1）小売業販売額は、CPI（「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの）で実質化。

（注 2）旅行業取扱額は、外国人旅行を除いている。また、19 年 4 月に調査対象が変更された結果、原データに断層が生じているため、19 年 4 月以降は、従来の系列を基準とし、新調査対象の前年比で延長している。

（注 3）外食産業売上高は、5 年の外食総研のデータを基準とし、日本フードサービス協会のデータの前年比で延長している。

(図表 13) 消費者コンフィデンス



(注) 消費者態度指数 (調査客体: 全国一般約 4,700 世帯)、日経消費予測指数 (同: 首都圏 600 人)、生活不安度指数 (同: 全国 1,200 人) は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

## (2) 物価

物価の動向をみると (図表 14)、国内企業物価は、製品需給緩和の影響が続く一方、国際商品市況高の影響から、前年比上昇に転じた。消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比は<sup>3</sup>、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落したが、下落幅は縮小傾向を続けた<sup>4</sup>。

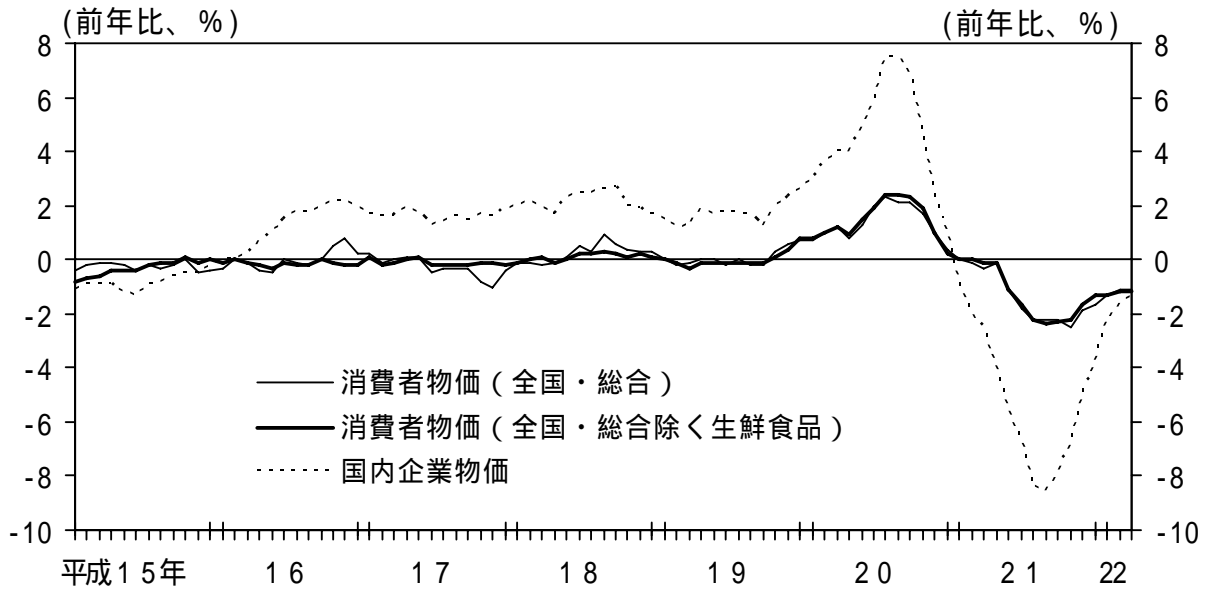
国内企業物価の動きを 3 か月前比でやや詳しくみると (図表 15)、「為替・海外市況連動型 (石油・石炭製品、非鉄金属)」、「素材 (その他)」は、国際商品市況高の影響を受けて上昇した。「電力・都市ガス・水道」が上昇したほか、「鉄鋼・建材関連」も上昇に転じた。また、「機械類」の下落幅は縮小した。

消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比をやや詳しくみると、財価格は、幅広い品目で下落が続いたが、石油製品価格の押し上げ寄与が拡大したことから、全体では下落幅が縮小した (ともに図中「財」に区分)。サービス価格は、外国パック旅行 (図中「一般サービス」に区分) の下落幅が縮小したことなどから、全体でも下落幅が縮小した (図表 16)。

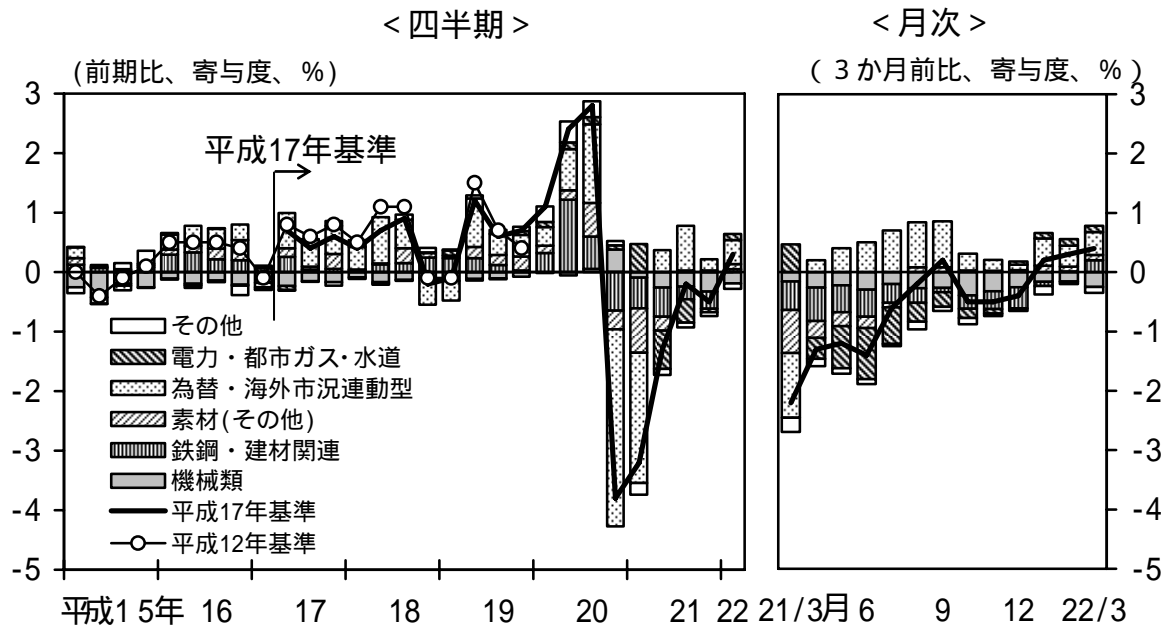
<sup>3</sup> 「消費者物価 (除く生鮮食品)」は、消費者物価指数総合から天候要因による振れが大きい生鮮食品を除いたものである。

<sup>4</sup> 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、下落幅の拡大傾向が止まった。

(図表 14) 物価



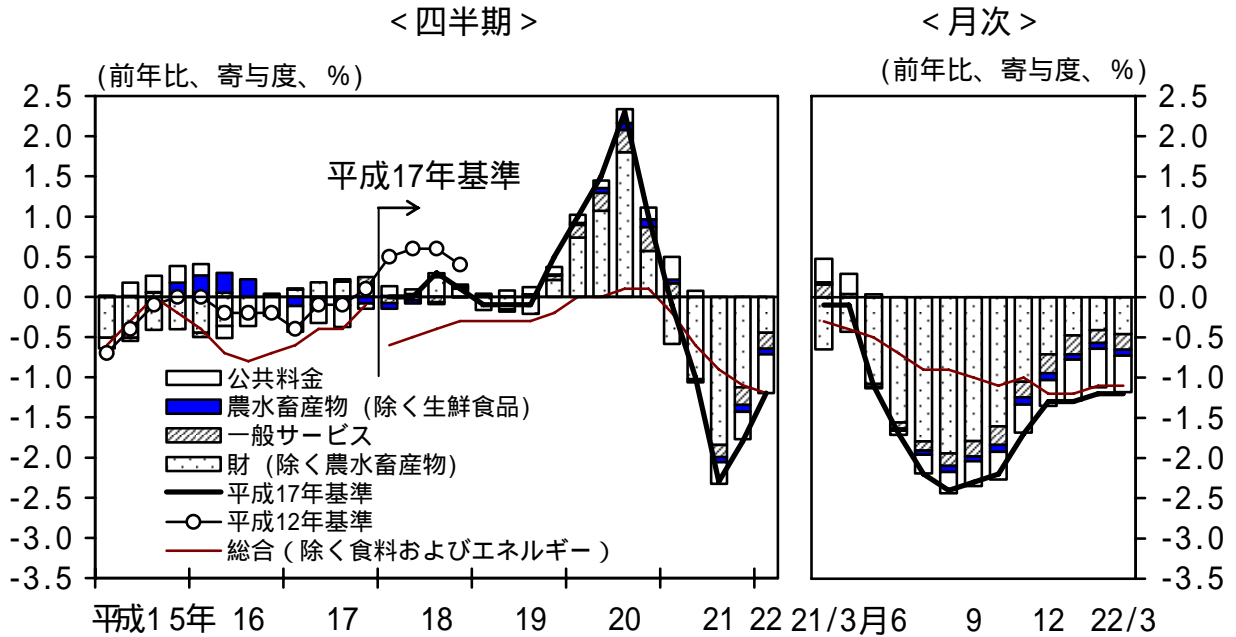
(図表 15) 国内企業物価



(注1) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、情報通信機器、電子部品・デバイス、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(注2) 平成12年基準の19年第4四半期は10月の値。

(図表 16) 消費者物価 (除く生鮮食品)

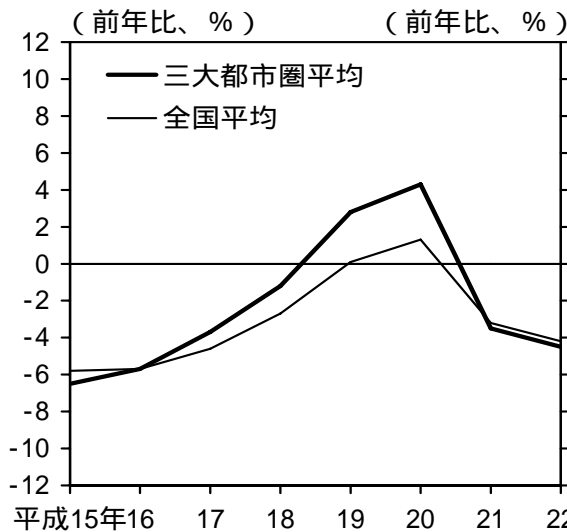


(注1) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは「公共サービス」とあわせて公共料金とした。  
 (注2) 「食料」は「酒類」を除いたもの。「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

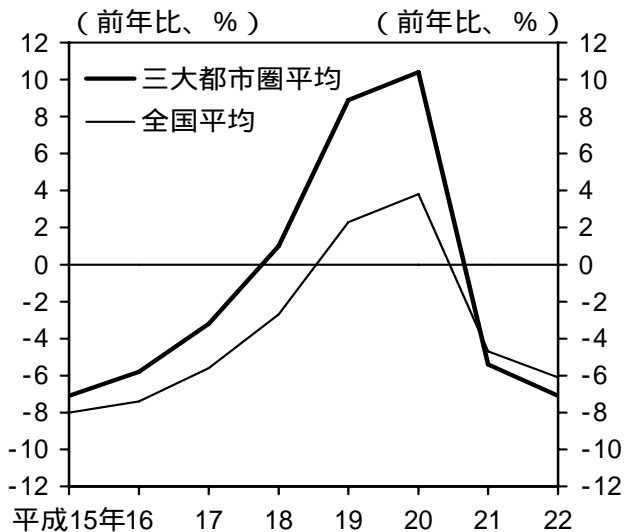
地価を地価公示で見ると(図表 17) 全用途・全国平均で、2年連続で前年を下回った。前年比下落率は、商業地、住宅地ともに拡大した。地域別にみると、三大都市圏は2年連続の下落、地方圏は18年連続の下落となった。

(図表 17) 地価公示

(1) 住宅地



(2) 商業地



(注) 地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

### (3) 海外経済

21年度下期の海外経済は、在庫調整の進捗や、各国の拡張的な金融財政政策の効果などから、全体として緩やかな回復を続けた(図表18)。先進国と新興国を比較すると、米欧先進国では、バランスシート問題を抱えるなか、緩慢な回復に止まったのに対し、アジアやラ米など新興国の成長率は高く、海外経済全体の回復を牽引する姿となった。

(図表18) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		20年	21年	20年 第4四半期	21年 1	2	3	4	22年 1
米 国		0.4	-2.4	-5.4	-6.4	-0.7	2.2	5.6	3.2
欧 州	ユーロエリア	0.6	-4.1	-7.4	-9.5	-0.5	1.6	0.2	0.8
	ドイ ツ	1.3	-4.9	-9.4	-13.4	1.8	2.9	0.7	0.6
	英 国	0.5	-4.9	-7.0	-10.0	-2.7	-1.1	1.8	1.2
東 ア ジ ア	中 国	9.6	8.7	6.8	6.2	7.9	9.1	10.7	11.9
	NIEsおよび ASEAN4	3.1	0.1	-1.5	-3.8	-1.9	0.5	5.6	-

(注) NIEsおよびASEAN4は、IMF公表のGDPウェイト(21年、購買力平価基準)を用いて算出。

米国経済は、緩やかながら回復を続けた。輸出が増加し、個人消費も緩やかに増加する中で、設備投資も全体として持ち直してきた。こうした需要動向のもとで、生産も緩やかながら回復した。住宅投資は、住宅価格が横ばい圏内で推移する中、低水準での動きとなった。労働市場では、雇用者数が下げ止まる中で、失業率は高水準横ばい圏内で推移した。この間、対外バランス面をみると、財・サービス貿易収支の赤字幅は、一頃に比べれば大幅に縮小した水準ながら、米国経済の回復や原油価格の上昇に伴って、徐々に拡大した。

物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格の伸びの高まりなどからプラスに転じた。食料・エネルギーを除くベースの消費者物価の前年比上昇率は緩やかな低下傾向を辿った。

金融政策面をみると、21年度下期中、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェ



デラル・ファンド・レートの誘導目標水準を、0.00～0.25%の範囲に据え置くとともに、当面の間、フェデラル・ファンド・レートを例外的に低い水準とする可能性が高いとの見通しを維持した。一方、今次金融危機に対応して導入された各種の時限措置については、10月に長期国債の買入れ、2月にコマーシャルペーパー買入れファシリティその他、3月にエージェンシー債・エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の買入れなどを終了するといった形で、その多くを順次終了した。この間、2月中旬には、公定歩合を0.5%から0.75%に引き上げた。

ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、持ち直した。個人消費は、弱めの動きとなったが、輸出が増加したほか、設備投資の減少が小幅になる中で、製造業の生産も緩やかに増加した。こうした中、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格の伸びの高まりなどから、プラスに転じた。金融政策面では、欧州中央銀行は、政策金利（主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利）を1%に据え置く一方、全額供給方式の長期リファイナンス・オペについて、12か月物を12月、6か月物を3月にそれぞれ終了した。

英国経済は、輸出が増加傾向を続け、個人消費が下げ止まる中で、生産活動も持ち直すなど、全体として持ち直した。こうした中、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、付加価値税率の変更やエネルギー価格の上昇などを背景に、12月以降、3%前後で推移した。金融政策面では、イングランド銀行は、政策金利を0.5%に据え置いた。資産買取ファシリティの資金枠については、11月にそれまでの1,750億ポンドから2,000億ポンドに拡大した<sup>5</sup>。

新興国・地域をみると、まず中国経済は、内需を中心に高めの成長を続けた。拡張的なマクロ経済政策の効果もあって、消費や固定資産投資は高い伸びを続け、生産も増加を続けた。この間、海外経済の回復から、輸出も増加した。物価面では、食料品価格やエネルギー価格が伸びを高めたことから、消費者物価の前年比はプラス幅を拡大した。

N I E S・A S E A N諸国・地域の経済は回復を続けた。輸出が、IT関連需要の拡大などを背景に増加を続ける中、個人消費や設備投資も増加基調を辿った。これを受けて、生産も増加を続けた。物価面をみると、食料品価格やエネルギー価格が伸びを高めていることから、消費者物価の前年比はプラス幅を拡大した。

金融政策面では、多くの新興国・地域で緩和的な金融政策が維持されたが、一部の国では、政策金利や預金準備率の引き上げなど、金融緩和の修正に向けた動きがみられた。

---

<sup>5</sup> 買取枠上限への到達により、2月以降、新規の国債買入れは停止している。

## 2．金融面の動向

### (1) 国際金融資本市場

平成 21 年度下期の国際金融資本市場をみると、各国の景況感が全体として緩やかな回復を続ける中で、改善の動きを続けた。もっとも、21 年秋にドバイ政府系企業の債務繰り延べ問題の表面化によって欧州や一部新興国を中心に株価が低下したほか、その後も、金融規制の見直しに向けた動きや、一部欧州諸国における財政問題への懸念などから、不安定な動きとなる局面もみられた。

短期金融市場では、各国中央銀行の政策金利が既往最低水準で推移する中、ターム物金利も低位横ばい圏内の動きとなった。短期の信用スプレッドは、サブプライム住宅ローン問題への懸念が本格化し始めた 19 年夏頃の水準近辺で推移した。また、社債の対国債スプレッドは、低格付物を中心に依然高水準ながら、全体として縮小傾向を辿った。

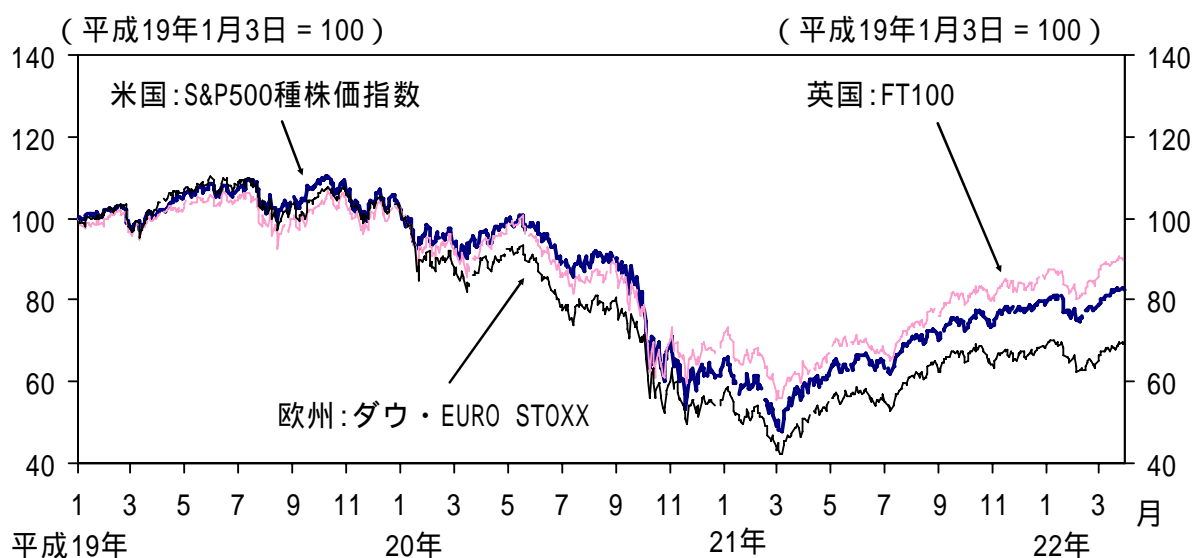
株価をみると（図表 19）、一時的に下落する局面もみられたが、均してみれば、下期を通じて上昇傾向を辿った。米国株価は、1 月半ばから 2 月上旬にかけて、一部欧州諸国における財政問題、世界的な金融規制を巡る動き、新興国における金融緩和の修正の動きなどから、投資家のリスク回避的な動きが強まり、下落する局面もみられた。もっとも、緩やかながらも景気が回復基調を辿る一方、米国における金融緩和が長期化するとの観測が強まったことなどから、米国株価は、下期を通じてみれば緩やかに上昇した。ユーロエリアや英国の株価は、概ね米国株価に連れる動きとなった。

長期金利（国債 10 年物利回り）の動きをみると（図表 20）、米国・英国では、上昇する一方、ドイツでは幾分低下した。米国の長期金利は、1 月半ばから 2 月上旬にかけて、上記の投資家のリスク回避的な動きから低下する局面もみられたが、景気の緩やかな回復や株価の上昇などを受けて、下期を通してみれば上昇した。英国の長期金利も、この間、米国と同様上昇した。一方、ドイツの長期金利は、米国の長期金利と同様の動きとなる局面もみられたものの、一部欧州諸国の財政問題を背景とした質への逃避もあって、下期を通じてみれば幾分低下した。

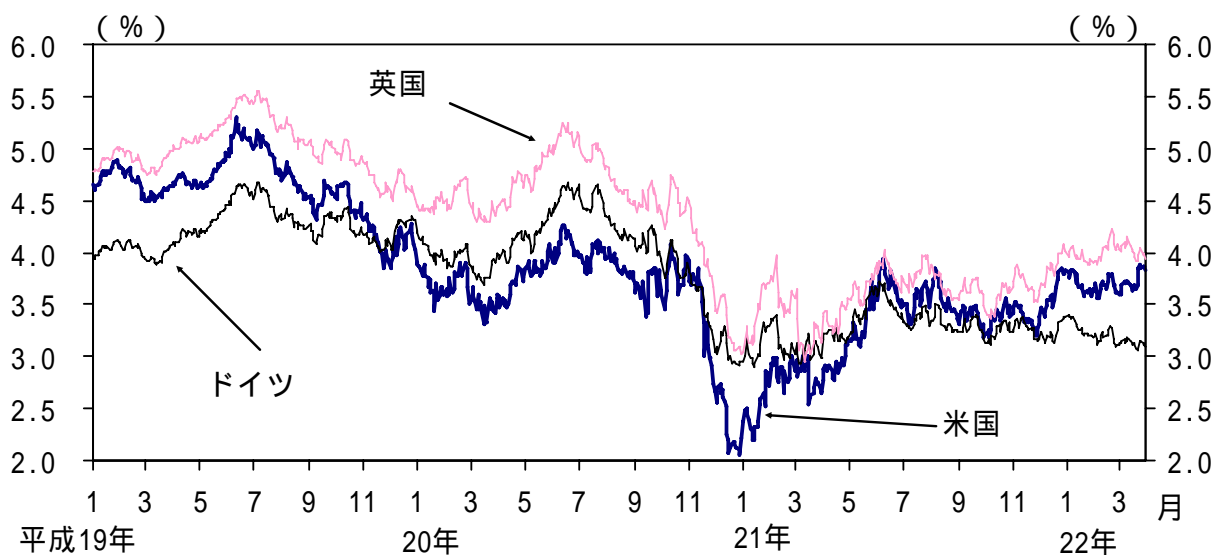
新興国・地域の金融市場では、海外からの資金流入や景気回復などを背景に、株価と通貨が堅調に推移した。22 年入り後は、上記の投資家のリスク回避的な動きなどから株価や通貨が下落し、対米国債スプレッドが小幅拡大する局面もみられた。もっとも、新興国の実体経済の堅調さが再認識されていく中で、3 月末に

かけて、株価や通貨が再び上昇したほか、対米国債スプレッドも縮小した。中国の株価は、高成長を背景に上昇傾向を辿った後、1月に入り、金融引締め観測などから幾分下落し、その後はほぼ横這いで推移した。

(図表19) 米欧の株価



(図表20) 米欧の長期金利(国債10年物利回り)



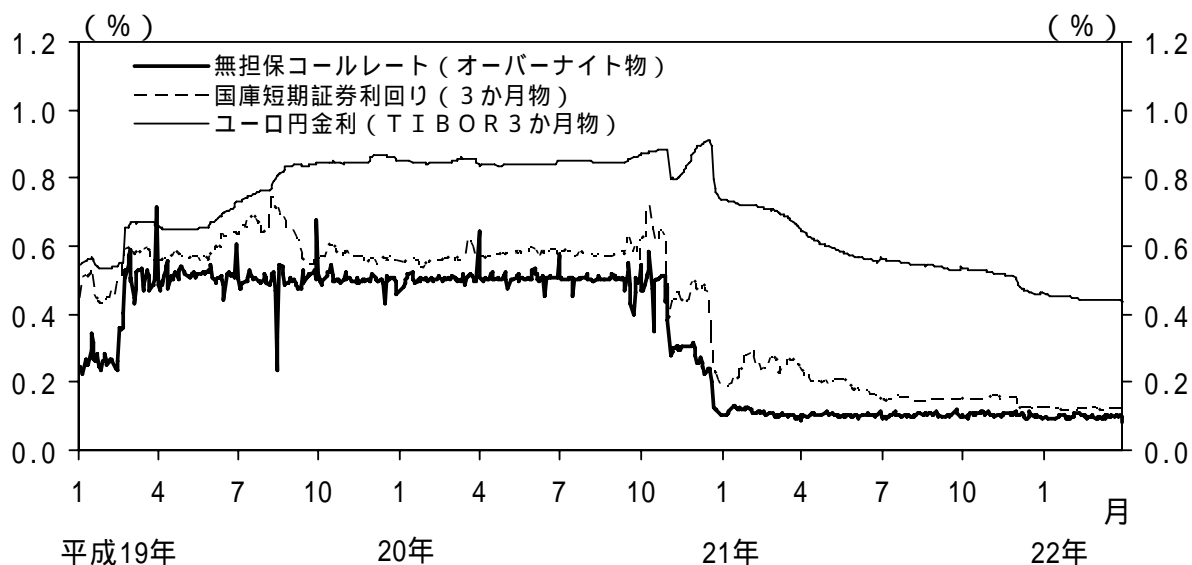
## (2) 短期金融市場

21年度下期のわが国の短期金融市場は、日本銀行が潤沢な資金供給を継続したこともあって、やや長めの金利が緩やかな低下傾向を辿るなど、落ち着いた動きとなった。ただし、長めの期間を中心に、引き続き取引の薄い市場もみられた。

翌日物金利についてみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は<sup>6</sup>、下期中を通じて日本銀行の誘導目標である0.1%前後で推移した（図表21）。ターム物金利をみると<sup>7</sup>、国庫短期証券利回りは、11月にかけて、国債の需給悪化懸念から幾分上昇する場面もみられたものの、12月以降は、日本銀行がやや長めの金利の低下を促す措置を導入し、金融緩和の強化を行ったことなどをを受けて低下し、1年物を含めて0.1%台前半の水準となった。ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、緩やかな低下傾向を辿った。

この間、日本銀行は、新たに導入した固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションを含め、多様なオペレーション手段を活用しながら、潤沢な資金供給を継続した。

（図表21）短期金融市場金利

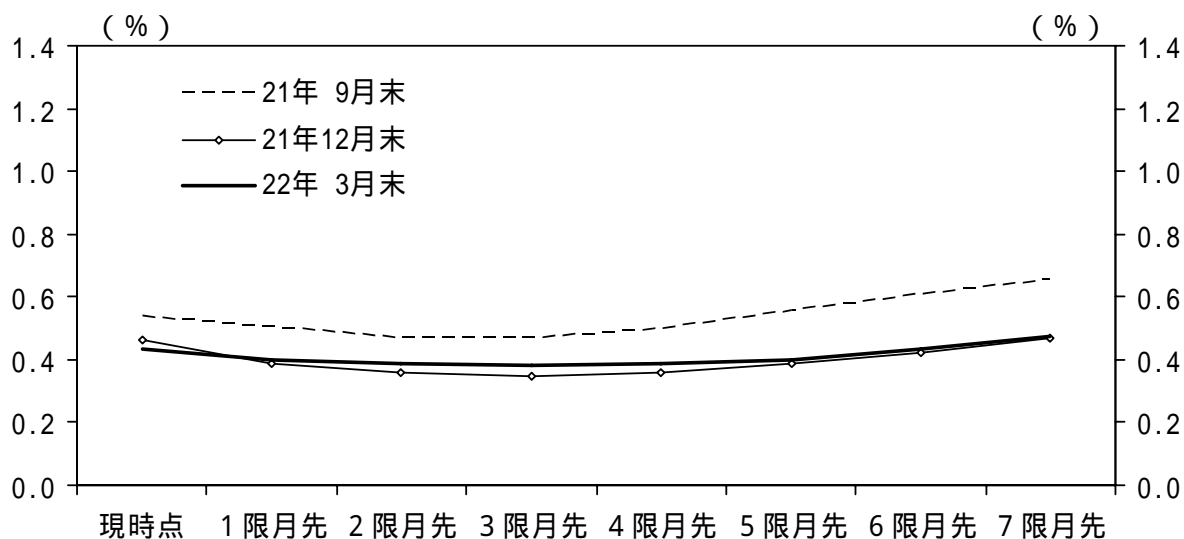


<sup>6</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

<sup>7</sup> ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。ここでは、3か月物金利を中心に説明する。

短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表22)、ユーロ円金利先物レートは、金利が先行き横ばい圏内で推移することを見込む姿となっていたが、日本銀行がやや長めの金利の低下を促す措置を導入し、金融緩和を強化した12月以降は、金利が緩やかに低下していくことを見込む姿となった。

(図表22) ユーロ円金利先物レート

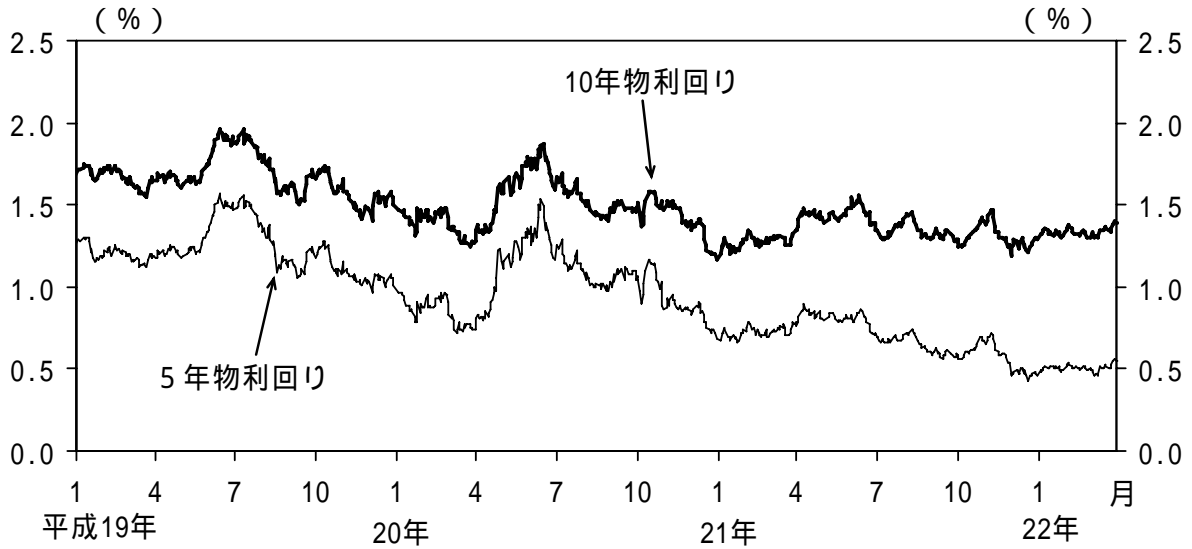


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(TIBOR3か月物)である。グラフでは、例えば、22年3月末時点(太い実線)における1限月先(22年6月央時点)のユーロ円金利の市場予想値が0.40%、2限月先(22年9月央時点)が0.39%、3限月先(22年12月央時点)が0.38%であったことを表している。

### (3) 債券市場

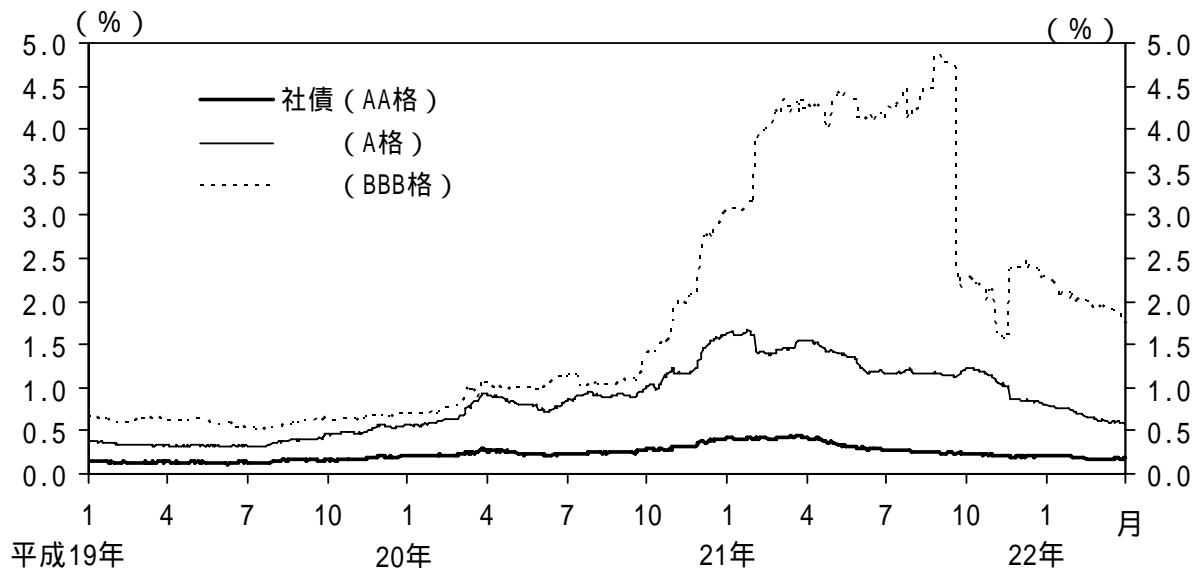
21年度下期の債券市場の動向をみると(図表23)、長期国債(10年債)の流通利回りは、10月中旬以降、国債の需給悪化懸念もあって、一時、1.4%台後半まで上昇する場面もみられたが、基本的には1.3%台の狭いレンジで横ばい圏内の動きとなった。

(図表 23) 長期国債流通利回り



この間、社債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表 24) 高格付銘柄については、投資家の堅調な需要を背景に、安定的に推移した。また、低格付銘柄については、一部業種でなお高めの水準となるなど、投資家の選別的な投資姿勢もみられたものの、総じてみれば、緩やかな縮小傾向が続いた。

(図表 24) 社債と国債との流通利回り格差

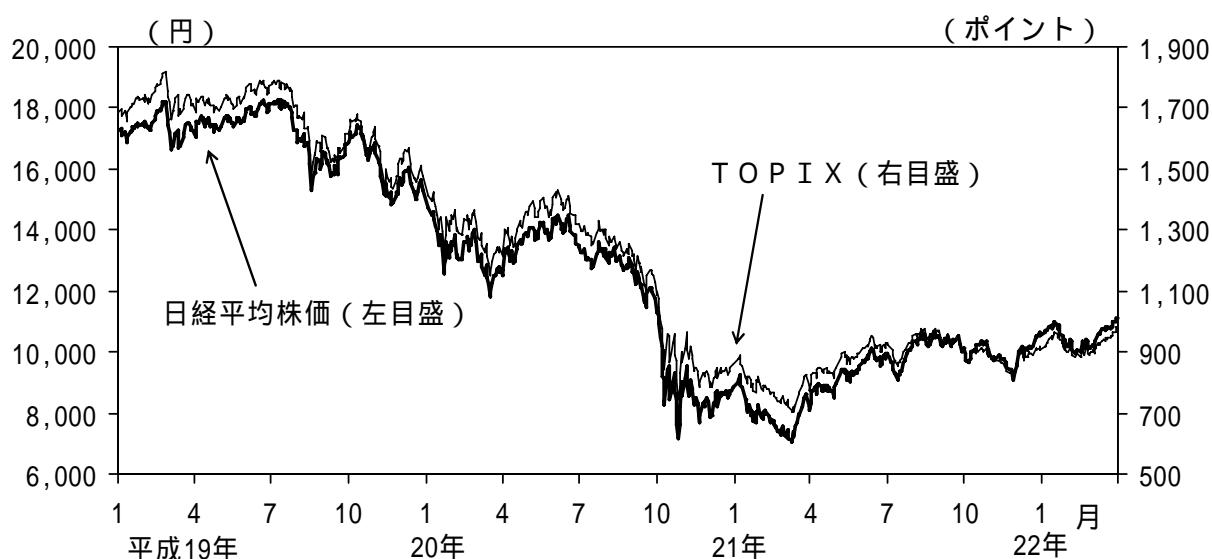


(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

#### (4) 株式市場

21年度下期の株式市場の動向をみると(図表25)、11月末にかけて、為替が円高基調で推移したことなどを背景に、株価は弱含む展開となり、日経平均株価は9千円前半まで下落した。もっとも、12月以降は、為替が幾分円安方向に戻したほか、米欧株価が堅調に推移したこともあって、上昇に転じ、3月末にかけては11千円前後で推移した。

(図表25) 株価



#### (5) 外国為替市場

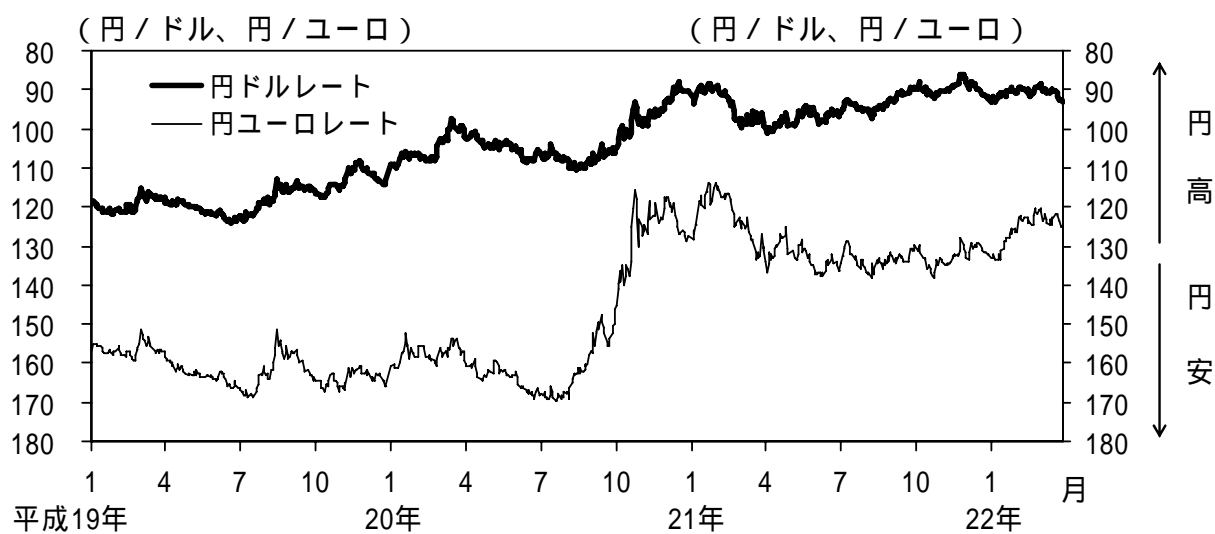
21年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表26)、円の対ドル相場は、振れを伴いつつも総じて円高傾向を辿り、11月下旬には、一時84円台まで増価した。もっとも、12月以降、円高方向の動きが一服し、3月末にかけては、米金利上昇などもあって、93円台まで円安方向に戻す展開となった。

円の対ユーロ相場は、ギリシャ等の財政問題に対する懸念が高まったことなどから、ユーロ安が進み、一時120円割れとなる場面もみられた。

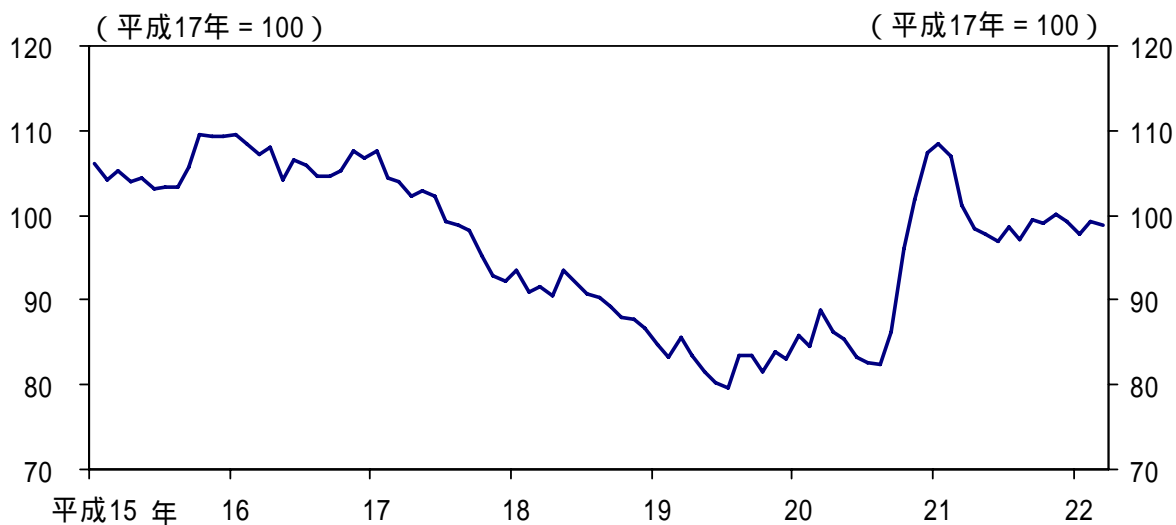
円の実質実効為替レートは<sup>8</sup>、概ね横ばい圏内の動きとなった(図表27)。

<sup>8</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整した上で、わが国の各相手国との

(図表 26) 円ドル、円ユーロレート



(図表 27) 円の実質実効為替レート



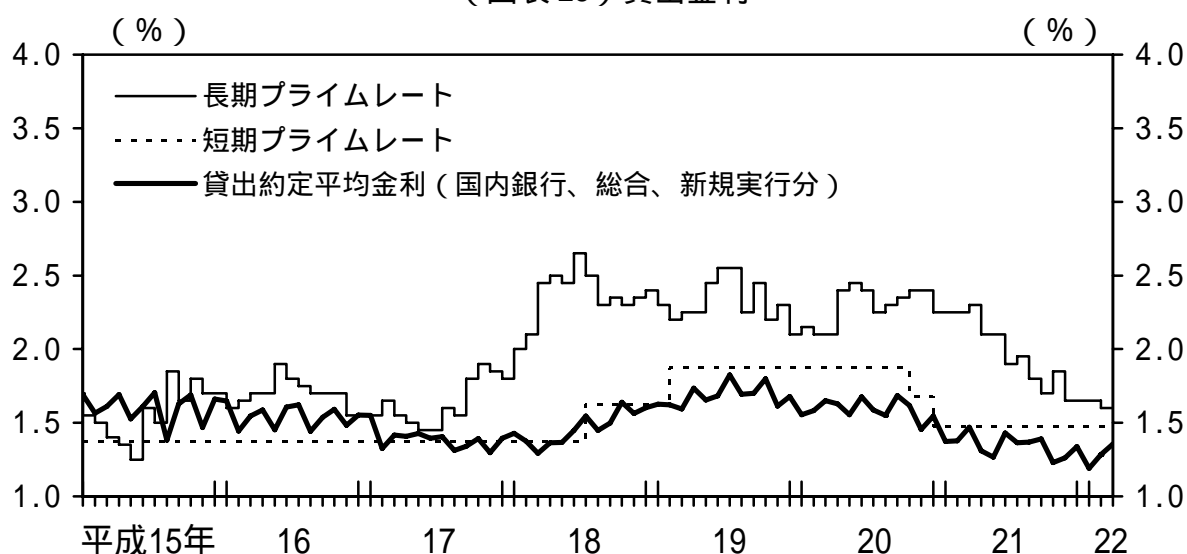
貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。



## (6) 企業金融

21年度下期の貸出金利の動きをみると(図表28)、短期プライムレート<sup>9</sup>は、1.475%で推移した。また、長期プライムレートは振れを伴いつつも低下基調を辿った。こうしたもとで、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、均してみると上期と比べて低下した。

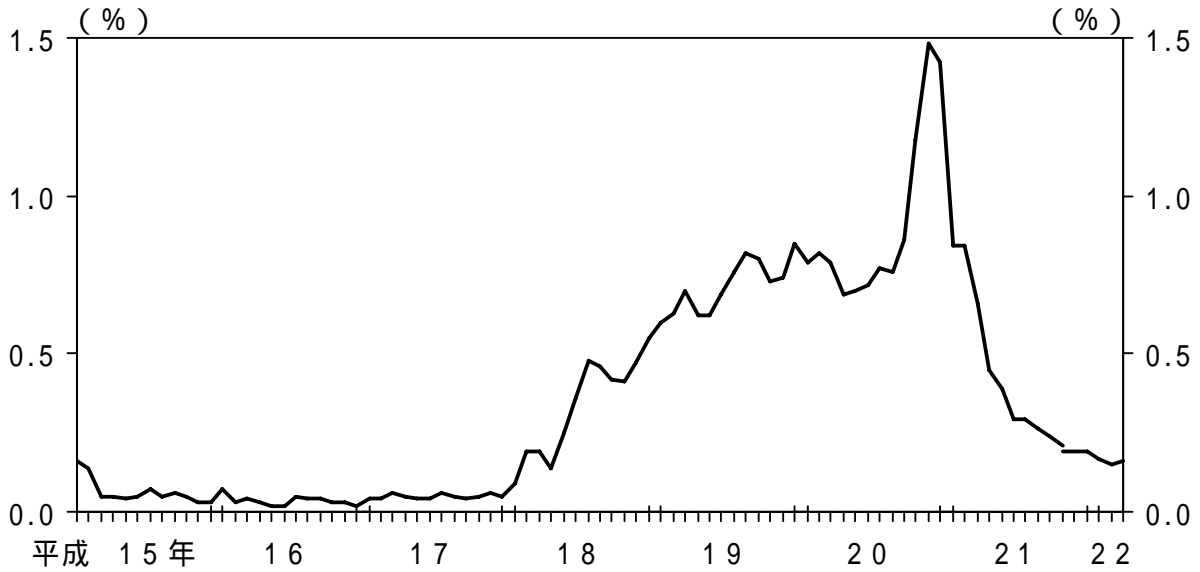
(図表28) 貸出金利



企業の短期の資金調達手段であるCPの発行金利は(図表29)、日本銀行によるやや長めの金利の低下を促す措置の導入などの効果もあって、幾分低下した。なお、CP買入れの完了を公表した10月末以降も落ち着いて推移した。この間、発行金利に銘柄間の信用力の違いをより反映する動きも一部にみられた。また、社債の発行金利も低下傾向を続けた。

<sup>9</sup> 都市銀行6行(みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな)が短期プライムレートとして自主的に決定した金利のうち、最も多くの銀行が採用した金利。

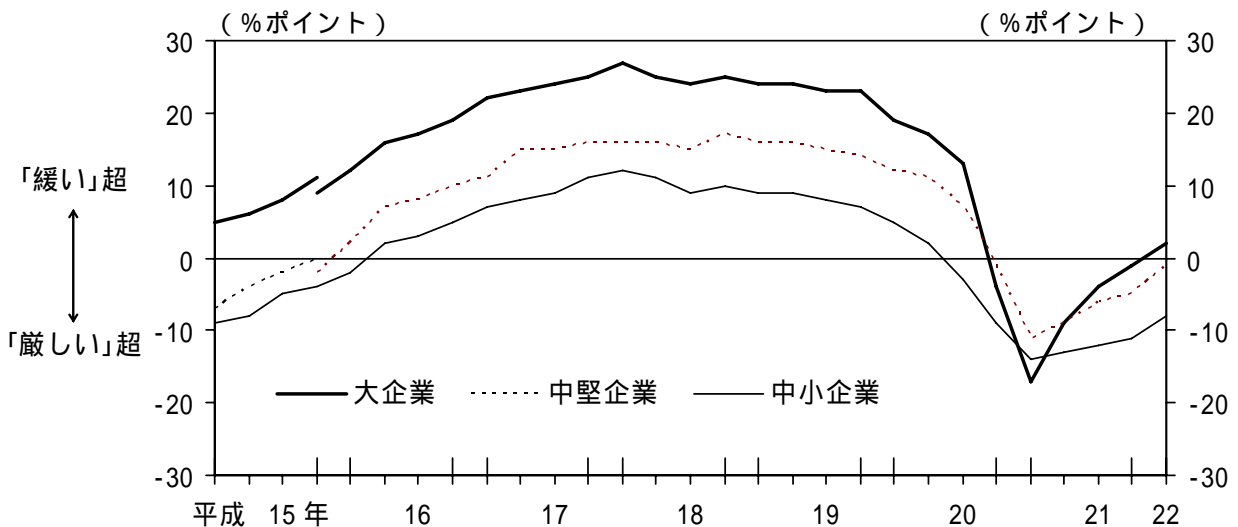
(図表 29) C P 発行金利 ( 3 か月物 )



(注) 新発利回り。21 年 10 月以前は a - 1 格相当以上の格付け取得先についての主要発行引き受け先平均。それ以後は a - 1 格相当の格付け取得先についての短期社債 ( 電子 C P ) の平均。

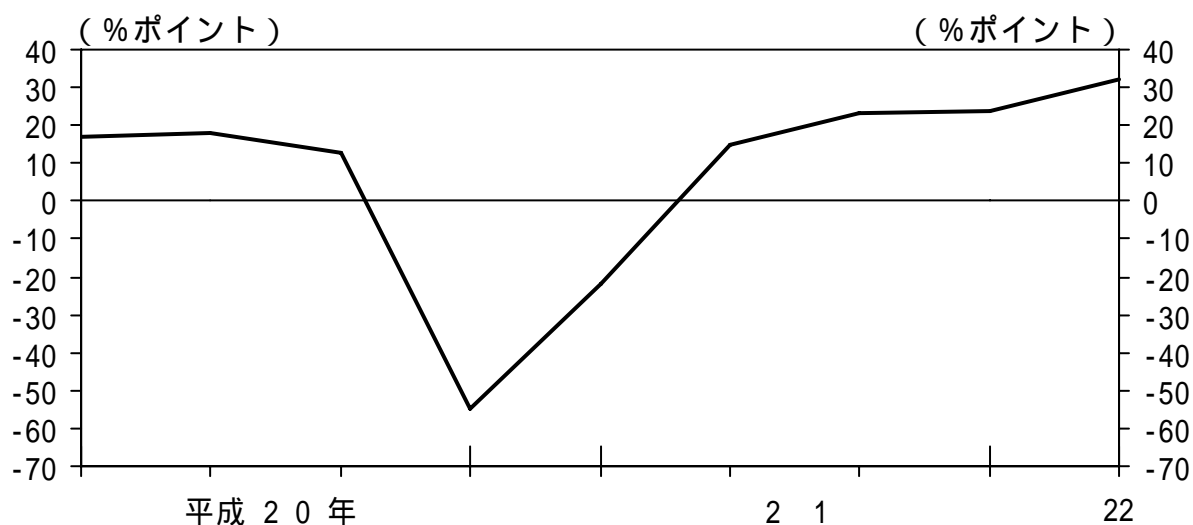
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は ( 図表 30 )、なお「厳しい」とする先が多いものの、改善した。この間、C P ・社債市場では、日本銀行による C P ・社債の買入れ措置の完了後も含め、全体として良好な発行環境が続いた ( 図表 31 )。また、低格付社債の発行環境にも改善の動きがみられた。

(図表 30) 金融機関の貸出態度判断 D . I . ( 短観 )



(注) 全産業ベース。短観については、16 年 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。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続 ( 段差 ) が生じている ( 図表 34 も同様 )。

(図表 31) C P の発行環境判断 D . I . (短観、発行企業ベース)



(注) 全産業・大企業のうち、過去 2 年間に短観の四半期・調査項目である「C P 残高」が 1 度でも存在したことがある企業のみを集計対象として、各期の「C P の発行環境」判断 D I を集計したもの。

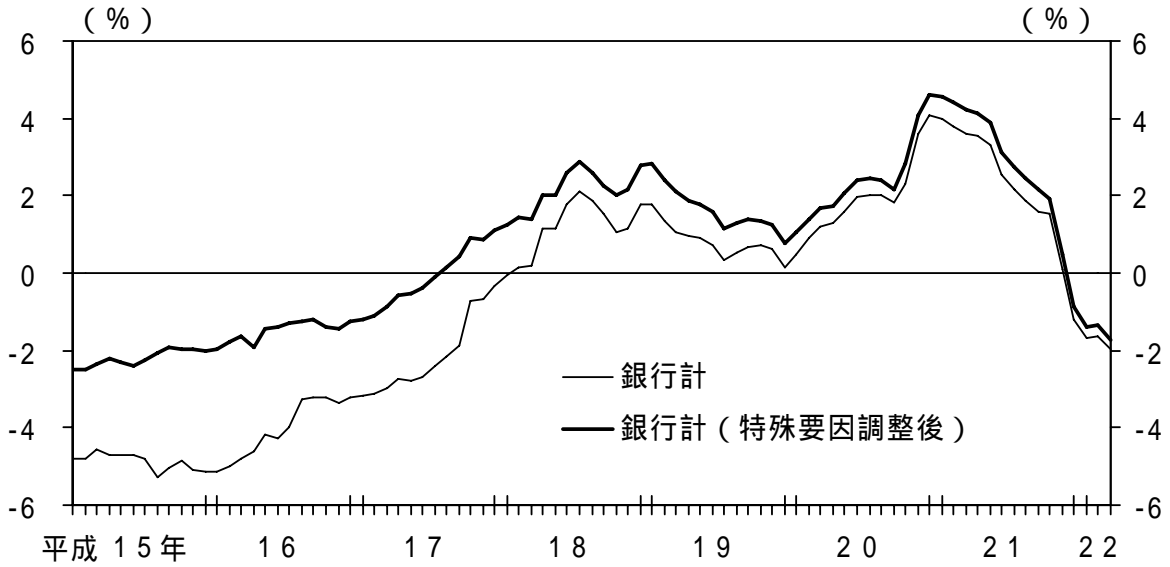
資金需要面をみると、運転資金需要、設備資金需要とも後退したほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きがみられたこともあって、企業の外部資金需要は前年比で減少に転じた。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高（特殊要因調整後<sup>10</sup>）は（図表 32）、前年における著増の反動もあって減少に転じた。C P の発行残高は運転資金需要の後退もあって前年を大きく下回って推移したが、社債の発行残高<sup>11</sup>は発行環境の改善などから前年比でみて高めの伸びが続いた（図表 33）。

<sup>10</sup> 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

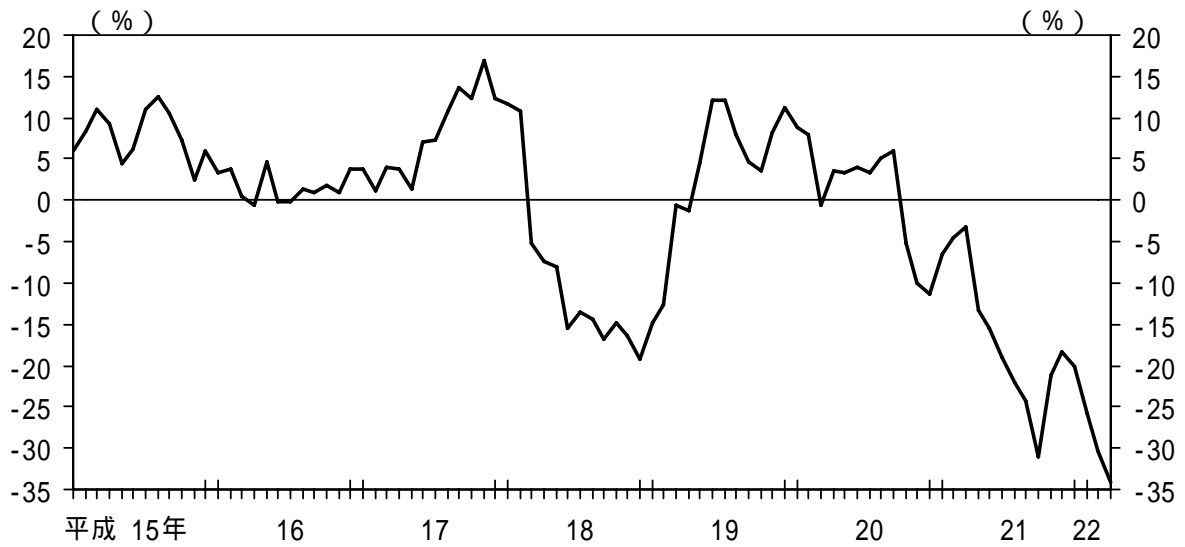
<sup>11</sup> 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門（居住者）が発行した普通社債の残高。証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 32) 民間銀行貸出残高 (平残前年比)



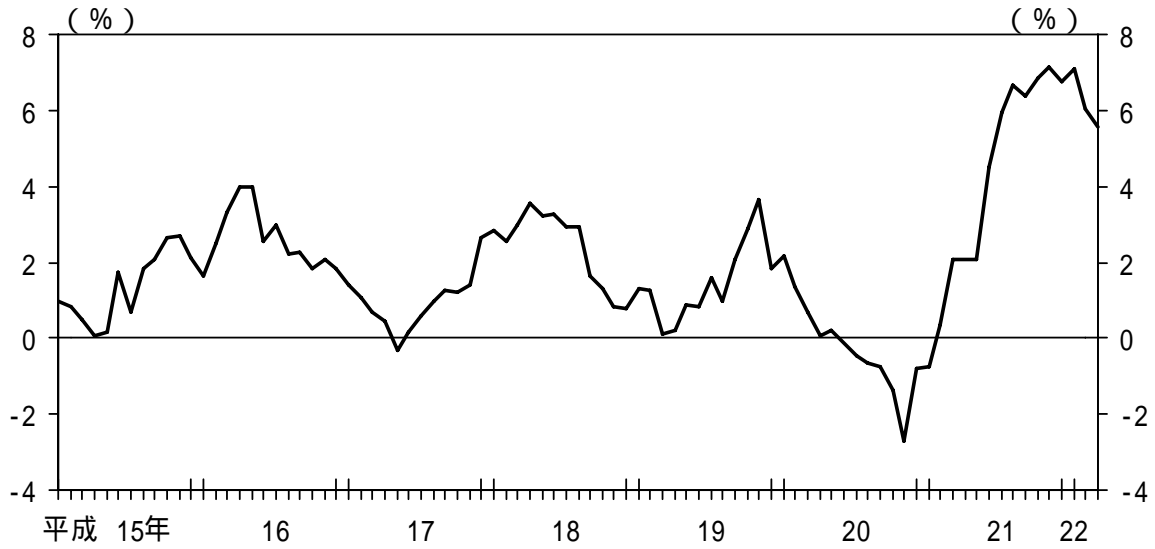
(図表 33) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (末残前年比)



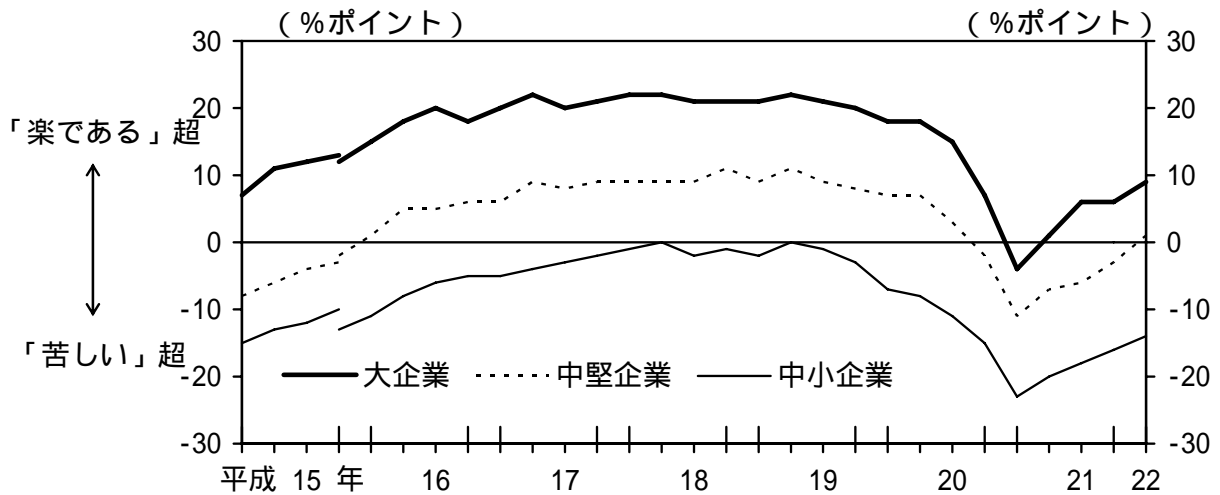
(注) 短期社債(電子CP)の残高(銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む)。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

( 2 ) 社債発行残高 ( 未残前年比 )

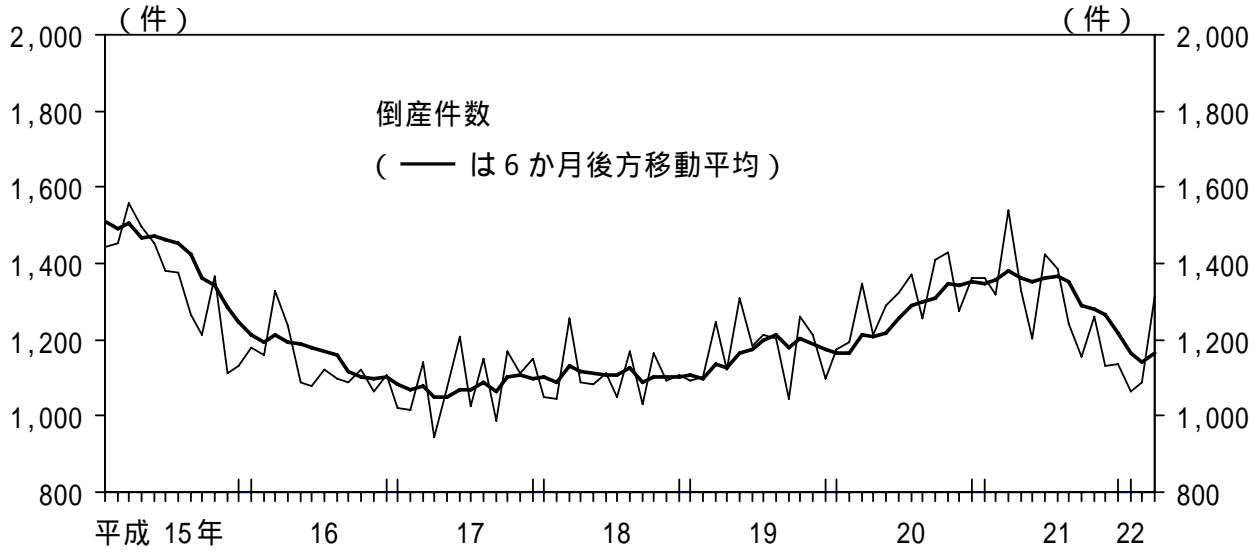


企業の資金繰り判断は(図表34)、中小企業ではなお「苦しい」とする先が多いものの、これらも含め全体として緩和方向の動きが続いた。また、企業倒産件数は(図表35)、前年を大きく下回って推移した。

( 図表 34 ) 企業の資金繰り判断 D . I . ( 短観 )



(図表 35) 企業倒産

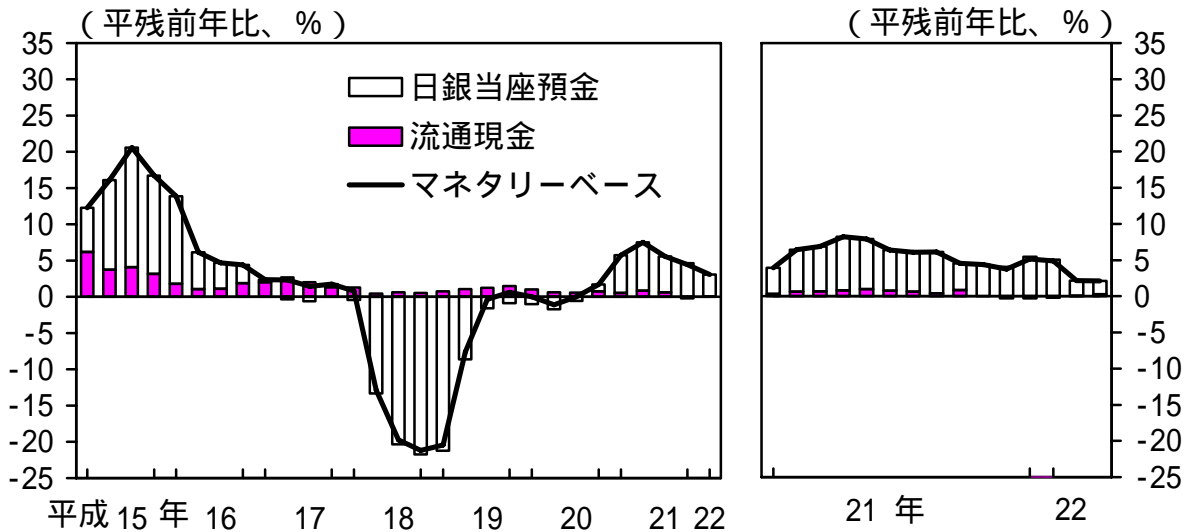


( 7 ) 量的金融指標

21 年度下期のマネタリーベース( 流通現金 + 日本銀行当座預金 )は( 図表 36 )、伸びが幾分低下したものの、引き続き前年の水準を上回って推移した。

内訳をみると、日銀当座預金の残高は、前年に高伸したことの反動から伸び率は低下したものの、依然として前年比二桁の増加が続いた。この間、銀行券発行高は、概ね前年並みの水準で推移した。

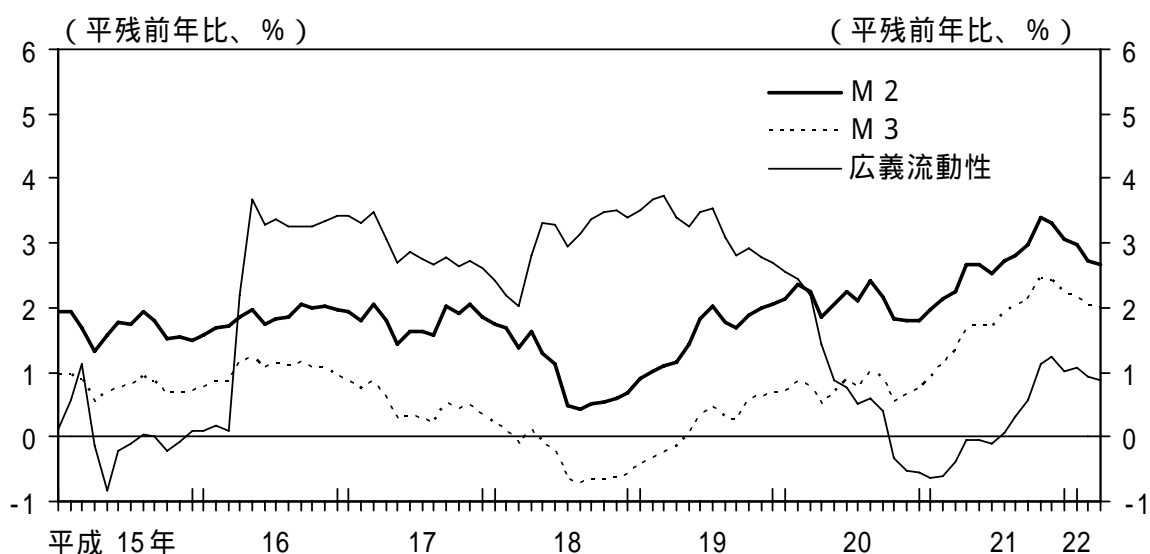
( 図表 36 ) マネタリーベース



マネーストック（M2）の動向をみると（図表37）、財政支出の拡大などを背景に法人預金が増加したことを受けて10月にかけて前年比3%台半ばまで伸び率が高まったが、その後は貸出が減少に転じたことなどを映じて2%台後半まで伸び率が低下した。

一方、M2よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性は、外債の減少幅が縮小したことなどを映じて、上期と比べて伸び率が高まり、前年比1%程度の増加となった。

（図表37）マネーストック



- （注1）M2 = 現金通貨 + 預金通貨（要求払預金 - 対象金融機関保有小切手・手形） + 準通貨（定期性預金等） + 譲渡性預金（CD）。ゆうちょ銀行等は含まない。M3はゆうちょ銀行等を含む。
- （注2）広義流動性 = M3 + 金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債 + 外債 + 銀行発行普通社債 + 金融機関発行CP。
- （注3）16年3月以前のM2、M3、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、「M3 + CD - 金銭信託」、「広義流動性 - 債券現先・現金担保付債券貸借」から作成。

## ．金融政策運営及び金融政策手段

### 1．金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成 21 年 10 月から 22 年 3 月までの間、計 8 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	白川方明	（総裁）
	山口廣秀	（副総裁）
	西村清彦	（副総裁）
	須田美矢子	（審議委員）
	水野温氏	（審議委員、12 月 1 日会合まで出席）
	野田忠男	（審議委員、12 月 1 日会合を欠席）
	中村清次	（審議委員）
	亀崎英敏	（審議委員）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

以下では、21 年度下期中の金融政策運営に関して、会合における検討・決定、金融市場調節の実施状況と調節手段の動向、日本銀行のバランスシートの動き、金融政策手段に係る事項の決定・変更、について述べる。



## 2. 金融政策決定会合における検討・決定

### (1) 概況

#### (金融経済情勢)

前述の金融経済情勢を踏まえ、政策委員会は、平成21年10月13、14日の会合では、わが国の景気について、「持ち直しつつある」と判断し、先行きも持ち直していくとの見方を示した。11月以降3月までの会合では、わが国の景気について、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直していると判断した。先行きについては、22年度半ば頃まで持ち直しのペースは緩やかなものに止まる可能性が高いが、その後は、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられるため、わが国の成長率も徐々に高まってくるとの見方を示した(図表38)。

(図表38) 政策委員会の経済情勢についての判断

21年9月	わが国の景気は持ち直しに転じつつある。
10月	わが国の景気は持ち直しつつある。
11月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。
12月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。
22年1月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。
2月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。
3月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。

消費者物価(除く生鮮食品)については、21年中の会合では、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動の影響などから下落しているとの判断を示した。22年入り後は、経済全体の需給緩和から下落が

続いているが、石油製品価格の動きなどを反映して下落幅が縮小しているとした。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、経済全体の需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価の前年比下落幅は縮小していくとの見通しを示した。

#### （金融政策運営）

金融政策運営面では、10月から3月までのすべての会合で、「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」とする金融市場調節方針を決定した（図表39）。その上で、わが国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとの方針を明らかにし、金融政策運営にあたっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えを示した。

12月1日に臨時で開催した会合では、固定金利方式の共通担保資金供給オペ（固定金利オペ）の導入によって、やや長めの金利の更なる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図ることを決定した。3月の会合では、固定金利オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することを決定した。また、12月17、18日の会合では、物価の安定に関する日本銀行の考え方の一層の浸透を図るため、「中長期的な物価安定の理解」の明確化を行い、「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。」とすることとした。

この間、10月30日の会合では、20年秋以降、金融市場の極端な収縮に対応するため導入された各種の時限措置の取り扱いについての決定を行った。すなわち、わが国の金融環境に改善の動きが広がっていることを踏まえ、今後とも、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していく上では、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用することが必要との考えに基づいて、企業金融支援特別オペは実施期限を12月末から22年3月末まで延長した上で完了すること、CP・社債買入れは予定通り12月末をもって完了すること、民間企業債務等の担保要件緩和措置は実施期限を22年12月末まで延長すること、補完当座預金制度は、実施期限を当分の間延長することを決定した。

( 図表 39 ) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
21 年 10 月 14 日	・ 金融市場調節方針：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。
10 月 30 日	・ 金融市場調節方針：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。 ・ 各種時限措置の取り扱い
11 月 20 日	・ 金融市場調節方針：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。
12 月 1 日	・ 金融市場調節方針：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。 ・ やや長めの金利の低下を促す措置の導入
12 月 18 日	・ 金融市場調節方針：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。 ・ 「中長期的な物価安定の理解」の明確化
22 年 1 月 26 日	・ 金融市場調節方針：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。
2 月 18 日	・ 金融市場調節方針：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。
3 月 17 日	・ 金融市場調節方針：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。 ・ やや長めの金利の低下を促す措置の拡充

( 注 1 ) 金融市場調節方針は、いずれも全員一致で決定された。

( 注 2 ) 基準割引率・基準貸付利率は、21 年度下期を通じて、0.3%で据え置かれた。

## ( 2 ) 「経済・物価情勢の展望」の公表

10 月 30 日の会合では、21 年度から 23 年度にかけての「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という）に関する議論が行われた。

まず、23 年度までの「経済・物価情勢の見通し」については、以下のような見方が共有された。

21 年度前半のわが国経済は、前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、持ち直しに向かった。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出・生産は大きく増加した。また、政府による経済対策の実施に伴い、公共投資は増加を続けた。もっとも、厳しい収益環境や低い稼働率などを背景に設備投資は大幅な減少を続けた。個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財に持ち直しの動きが窺われたものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなった。

先行き 21 年度後半から 23 年度を展望すると、わが国経済は、他の先進国と同様、世界経済の動向に引き続き大きく左右される展開を辿る可能性が高い。現在、わが国の景気は持ち直しつつあり、21 年度後半は、海外経済の改善と経済対策の効果を背景に、景気は持ち直していくとみられる。22 年度もこの傾向は維持されるものの、世界経済の回復のペースが緩やかなものに止まるとみられること、国内においても需要刺激策の効果が減衰する中で、雇用・賃金面の調整圧力が残存することなどから、年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースも緩やかなものとなる可能性が高い。その後は、米欧におけるバランスシート調整が相応に進捗するとともに、わが国においても、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられる。このため、23 年度には、わが国の成長率は、潜在成長率を明確に上回るペースまで高まる見通しである<sup>12</sup>。

以上の経済の見通しのもとで、先行きの物価を巡る環境についてみると、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、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け時間をかけて過去の平均的な水準に近づいていく可能性が高い。次に、ユニット・レーバークスト(生

---

<sup>12</sup> 最近時点のわが国の潜在成長率を利用可能なデータで推計すると、大幅な景気悪化により、資本ストックの伸び率が低下していることなどを反映し、従来推定されていた水準よりも低下しているとみられる。見通し期間中の潜在成長率については、一定の手法で推定すると、21 年 4 月の展望レポート時点の「1%前後」から低下し、「0%台半ば」と計算される。もっとも、経済が大きく変動している現状では、こうした推計について、相当幅をもってみる必要がある。

産1単位当たりの人件費)は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下していく可能性が高い。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化していない。また、国際商品市況は、年明け以降、最近時点まで上昇してきたが、世界経済の成長のペースが緩やかなものに止まる可能性が高いことを踏まえ、先行きは概ね横ばい圏内での推移を想定している。

以上の環境を前提に、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、マクロ的な需給バランスの悪化を反映して、21年度後半も下落を続けるが、国際商品市況の動向を反映し、下落のペースは鈍化するとみられる。22年度以降は、マクロ的な需給バランスの改善に伴い、下落幅は徐々に縮小すると見込まれる。消費者物価指数(除く生鮮食品、以下同)の前年比は、21年度後半には、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくるため、下落幅はやや大きく縮小する。22年度以降は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移すると見込まれる中で、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価指数の前年比下落幅は、引き続き縮小していくと考えられる。もっとも、上述したとおり労働や設備の稼働水準の回復は緩やかであり、ユニット・レーバ・コストも弱めの動きを続けるとみられるため、消費者物価指数の下落幅の縮小ペースは緩慢なものに止まると見込まれる。

なお、物価が下落を続ける経済においては、物価下落が起点となって景気を下押しするかどうか重要な問題となる。現在の物価見通しでは、緩やかとはいえ、見通し期間を通じて物価の下落幅は縮小していくとみられる上、金融システムや中長期的な予想物価上昇率が安定していることも踏まえると、物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さいと考えられる。

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であるが、こうした見通しを巡る不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある。まず、先行きの経済情勢については、米欧におけるバランスシート調整の帰趨、新興国・資源国経済の動向、世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開、企業の中長期的な成長期待の動向といった上振れまたは下振れ要因がある。また、物価情勢の先行きについても、上振れ・下振れ両

方向の不確実性がある。すなわち、景気について上記の上振れ・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ほか、物価に固有のリスク要因として、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率、マクロ的な需給バランスや労働・設備の稼働状況を把握する上での不確実性の大きさ、輸入物価の動向が挙げられる。

金融政策の運営を巡っては、日本銀行が物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「中長期的な物価安定の理解」（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、以下のとおり、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した<sup>13</sup>。

第1の柱、すなわち先行き23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見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は持ち直しを続けていくと考えられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、21年度後半以降、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく展望が拓けると考えられる。

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・資源国の経済情勢など、上振れ要因がある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や企業の中長期的な成長期待の動向など、一頃に比べれば低下したとはいえ、依然として下振れリスクがある。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、金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支

---

<sup>13</sup> 21年4月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2％程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1％程度となっている。

援していく考えである。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」が全員一致で決定され、10月30日に公表された（背景説明を含む全文は11月2日に公表）。これを受けて、その後の会合では、経済や物価が「展望レポート」で示された「経済・物価情勢の見通し」との対比でどのような動きを示しているのか、上振れまたは下振れする要因が顕在化していないか、といった観点からの検討が行われた。

### （3）各会合における検討・決定

#### イ．21年10月の会合

（海外経済は政策効果などを背景に持ち直し）

海外経済について、委員は、財政・金融政策の効果などを背景に持ち直しており、今後も持ち直しを続けるとの認識を共有した。その上で、多くの委員は、先進国と新興国との間に景気回復テンポの差が広がっていること、具体的には、先進国経済が緩やかな回復に止まる一方、新興国経済が上振れ気味で推移していることを指摘した。また、先行きを巡るリスクについて、多くの委員は、政策効果が剥落したあとの回復のペースや持続性には、依然として不確実性が大きいと述べた。

（国際金融資本市場は改善傾向が続く）

国際金融資本市場について、多くの委員は、改善傾向が続いているとの見方を示した。もっとも何人かの委員は、米欧金融機関がなお多額の不良債権を抱えていることや、世界経済の先行きになお不確実性が高い点などを踏まえ、国際金融資本市場はなお不安定な面を残しているとの見方を示した。

（景気は輸出や生産の増加を背景に持ち直しつつある）

経済情勢について、委員は、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、と

りわけ新興国の回復などを背景に輸出・生産は増加を続けており、企業の景況感も、製造業大企業を中心に改善の動きがみられるとの認識を共有し、景気は持ち直しつつあるとの見方で一致した。もっとも、多くの委員は、国内民需は弱い動きを続けており、特に、雇用・所得環境は厳しい状況が続いていることに言及した。また、景気は持ち直し方向にあるとはいえ、落ち込みの大きさと比べて回復の度合いは小さく、水準がまだ低いことを意識しておく必要があるとの点も指摘された。

先行きについて、委員は、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、各種政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していくとの見方で一致した。その上で、こうした見通しは、海外経済の改善などに大きく依存し、引き続き不確実性が大きいとの認識が共有された。多くの委員は、新興国経済が上振れ要因となる可能性があるものの、米欧におけるバランスシート調整圧力の大きさを踏まえると、依然下振れリスクが大きい状況が続いていると述べた。

(消費者物価は前年比下落幅が小幅縮小に転じる)

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比下落幅について、多くの委員は、経済全体の需給バランスが緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから拡大した後、9月は小幅縮小したと述べた。先行きについて、委員は、当面現状程度の下落幅で推移したあと、石油製品価格などの影響が薄れていくため、下落幅は縮小していくとの見方を示した。また、予想物価上昇率や金融システムが安定しているとはいえ、当面、物価下落圧力が高い状況が続くとみられるだけに、需給バランスの影響や賃金の動向、為替の動向など、物価を取り巻く環境をしっかりと点検していく必要があるという認識を共有した。

(金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている)

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっているとの認識を共有した。CP・社債の発行環境については、低格付社債を除き良好な発行環境になっているとの見解が共有された。その材料として、CPについては、上位格付先に加え下位格付先の発行スプレッドもリーマン破綻前と遜色のない水準まで縮小していることや、年末越えプレミアムも限定的な水準に止



まっていること、社債については、21年度上期の発行金額が既往最高水準となったことなどが挙げられた。

企業の資金繰りについて、委員は、CP・社債市場の改善もあって、大企業では明確に改善している一方、中小企業ではなお厳しいとする先が多いとの認識で一致した。何人かの委員は、特に資金需要が高まる年度末に向けて、企業に資金繰りの不安感が残っていることには注意する必要があるが、景気が持ち直しつつある中で、企業金融を巡る不透明感は一頃に比べ低下していると指摘した。

#### (各種臨時措置の取り扱い)

10月30日の会合では、20年秋以降導入した、金融調節上の各種時限措置の取り扱いについて、今後とも、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していく上では、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用することが必要であるとの見方が共有された。

CP・社債の買入れについては、CP・社債市場の発行環境が低格付社債を除き良好なものとなっているなど、市場機能回復という所期の目的は十分達成されていること、レートの形成面における副作用も無視し得なくなっていることなどを踏まえ、大方の委員は、CP・社債買入れは、現行期限の12月末をもって完了することが適当との認識を示した。ただし、ある委員は、社債買入れは、将来の不確実性に備える安全弁として機能しているだけでなく、市場に特段歪みをもたらしていないと指摘した上で、格付けの引き下げが懸念されている状況にあっては、社債買入れを延長することが適当との意見を述べた。

企業金融支援特別オペについては、委員は、20年秋以降の金融市場が極端に収縮する場面では、市場の流動性プレミアムの低下などを通じて金融機関の資金調達を支援し、金融市場の安定を確保する上で大きな効果を果たしてきたとの認識で一致した。何人かの委員は、特別オペも所期の目的はかなり達成されたとの評価を述べたが、年度末に向け、金融市場の安定確保に万全を期す必要があることを踏まえ、年度末までは特別オペの実施が適当であるとの見解を示した。大方の委員は、特別オペについて、22年3月末をもって措置を完了するとともに、4月

以降は、より広範な担保を利用できる共通担保オペ等の通常のオペ手段を活用して潤沢な資金供給を行う態勢に移行することが適当との意見を共有した。その上で、大方の委員は、措置の完了とその後の調節運営を予め示すことで、市場の予見可能性を高め、先行きの安心感を醸成することになるとの見方で一致した。もっとも、この点について、一人の委員は、将来同オペを完了することを現時点で表明することは、金融市場を不安定化させるリスクを伴うほか、金融緩和を維持するという本行の姿勢の分かりやすさが損なわれるおそれもあるとの意見を述べた。

民間企業債務およびA B C Pの担保要件の緩和措置について、多くの委員は、企業金融を巡る環境に厳しさが残っていることを踏まえて、本措置については、22年度の間中期末越えの長めの資金供給をカバーできるよう、22年末まで延長することが適当であるとの見方を述べた。

補完当座預金制度の取り扱いについて、委員は、引き続き金融市場の安定を確保するため、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行っていく際には、必要な枠組みであるとして、当分の間、現行制度を延長することが適当であるとの認識で一致した。

以上の議論を踏まえ、委員は、企業金融支援特別オペは実施期限を12月末から22年3月末まで延長した上で完了すること、C P・社債買入れは予定通り12月末をもって完了すること、民間企業債務等の担保要件緩和措置は実施期限を22年12月末まで延長すること、補完当座預金制度は、実施期限を当分の間延長することを決定した。ただし、ある委員は、企業金融支援特別オペについて22年3月末で完了すること、および社債買入れについて21年12月末で完了することに反対した。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

また、委員は、10月30日の会合において、先行きの金融政策運営にあたって、きわめて緩和的な金融環境を維持し、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復帰していくことを粘り強く支援していくとの考えを共有した。その上で、当面の金融政策運営方針として、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していくことが適当との認識を共有した。

## ロ．11月の会合

（海外経済は緩やかな回復を継続）

海外経済について、委員は、緩やかに回復しており、今後も緩やかな回復が続けるとの認識を共有した。多くの委員は、新興国の経済動向が上振れ気味であることを指摘した。海外経済の先行きを巡るリスクについて、多くの委員は、政策効果が剥落したあとの回復のペースや持続性には、引き続き不確実性が大きいと述べた。

（国際金融資本市場は改善傾向が続く）

国際金融資本市場について、多くの委員は、改善傾向が続いているとの見方を示した。

（景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、持ち直している）

多くの委員は、個人消費が耐久消費財を中心に持ち直しているほか、設備投資も下げ止まりつつあり、景気は持ち直しているとの見方を示した。もっとも、これらの委員は、こうした景気の持ち直しは、内外における大規模な需要刺激策の効果や在庫調整の進捗によって実現しており、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いことを指摘した。

景気の先行きについて、委員は、22年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものに止まる可能性が高いとの見方で一致した。多くの委員

は、当面、米欧におけるバランスシート調整や国内での雇用・賃金面での調整圧力が残存すると述べた。これらの委員は、内外における各種需要刺激策の効果や在庫調整の影響が減衰するとみられるため、わが国のGDP成長率や生産の伸び率は、22年度前半にかけて一時的に鈍化する可能性があるとの見方を示した。

(消費者物価の前年比は下落している)

消費者物価(除く生鮮食品)について、多くの委員は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落していると述べた。先行きについて、多くの委員は、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れていくにしたがい、年末頃にかけて下落幅が大きく縮小し、マイナス1%台前半にまで縮まるとの見方を共有した。これらの委員は、その先については、需給バランスの改善ペースが緩やかであることや賃金の弱さを踏まえると、下落幅の縮小ペースは緩慢であると見込まれる、と述べた。

(金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続く)

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いているとの認識を共有した。CP・社債の発行環境については、低格付社債を除き良好な発行環境が続いており、前回決定会合で、CP・社債の買入れや企業金融支援特別オペの取り扱いを決定したあとも、落ち着いた状態が続いているとの見方が共有された。ターム物金利について、何人かの委員は、年末越えプレミアムが低水準に止まるなど、落ち着いた動きを続けていると述べた。企業の資金繰りについて、委員は、中小企業ではなお厳しいとする先が多いとの認識で一致した。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの政策運営について、多くの委員は、日本経済は持ち直しの局面にあり、当面は予断を許さない状況が続くと見込まれるため、金融政策運営面では、きわめて緩和的な金融環境を維持し、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく必要があるとの見解を示した。

## 八．12月1日の会合

12月1日の会合は、国際金融面での動きや、為替市場の不安定さなどが、企業マインドなどを通じて実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクが高まっているようにみられる情勢を踏まえ、金融調節面で必要と考えられる事項について検討するために、臨時に開催された。

執行部からは、金融緩和を一段と浸透させ、短期金融市場における長めの金利の低下を促す観点から、新しい資金供給手段として固定金利方式の共通担保資金供給オペを導入することが考えられる、これを導入する場合には、当面週1回、毎回8千億円の実施が想定され、それにより、当オペの残高は10兆円程度になると見込まれる、との提案がなされた。

### （金融緩和の強化）

多くの委員は、わが国経済は持ち直しているものの、22年度の半ば頃までは回復ペースが緩やかなものに止まると見込まれる中で、このところの国際金融面の動きや為替市場の不安定な動きが企業マインド等を通じて実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクが加わってきているとの認識を示した。

こうした情勢判断を踏まえ、委員は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを支援するため、金融政策面からの追加措置が必要であるとの意見を共有した。具体的な措置について、多くの委員は、オーバーナイト物金利が実質ゼロ金利となる中で、追加的に金融面から景気回復を支援していくためには、短期金融市場におけるターム物金利の更なる低下を促すことが、最も効果的であると述べた。そのための手段として、何人かの委員は、執行部が提案する、極めて低い金利で3か月物の資金供給を行う新しい資金供給手段を導入し、現在の強力な金融緩和を一段と浸透させていくことが考えられる

との見解を示した。

以上の議論を経て、委員は、固定金利方式の新しい資金供給手段を導入して、極めて低い金利でやや長めの資金を十分潤沢に供給することにより、現在の強力な金融緩和を一段と浸透させ、短期金融市場における長めの金利の更なる低下を促すことが、現在、金融面から景気回復を支援する最も効果的な手段であるとの見解で一致した。

二．12月17、18日～1月の会合

（海外経済は緩やかに回復）

委員は、海外経済は緩やかに回復しているとの認識を共有した。何人かの委員は、アジアを中心とする新興国経済が高い成長を続けている一方、欧州経済の弱さがやや目立つなど、各国間や各地域間での景気回復・拡大ペースにはばらつきが生じていると指摘した。

先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。多くの委員は、在庫復元や各種の需要刺激策の効果が徐々に弱まっていくことから、先進国経済の回復ペースは、一時的に減速する可能性が高いと述べた。海外経済の先行きを巡るリスクについては、何人かの委員は、金融緩和を続ける先進国からの資金流入の増加などが、新興国経済の予想以上の上振れや、その後の巻き戻しに繋がる可能性に留意しておく必要があると指摘した。また、何人かの委員は、バランスシート問題の重石を抱える米欧先進国を中心に、政策効果が剥落した後の景気回復のペースや持続性については、引き続き不確実性が大きいと述べた。

（国際金融資本市場は落ち着きを取り戻している）

国際金融資本市場について、多くの委員は、11月下旬のドバイ・ショックを受けて、各国の株価や為替相場は一時不安定化した。その後は落ち着きを取り戻しているとの認識を示した。その上で、何人かの委員は、経済や金融市場が安定を取り戻すにつれて、市場では財政赤字や財政規律の問題に対する関心が高まりつつあると指摘した。また、何人かの委員は、金融規制・監督の見直しを巡り様々

な議論が行われる中で、その帰趨と影響についても、市場は関心を強めつつあると付け加えた。

(景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、持ち直している)

委員は、輸出や生産の増加、個人消費の持ち直しなどを背景に、わが国の景気は持ち直しているとの認識で一致した。もっとも、委員は、こうした景気の持ち直しは、内外における大規模な需要刺激策の効果や在庫調整の進捗に支えられたものであり、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いという状況が続いていると指摘した。

先行きについて、委員は、今後、在庫復元や需要刺激策の効果が徐々に弱まることから、一時的に、持ち直しのペースは緩やかなものになる可能性が高いとの見方を共有した。22年度半ば頃以降については、輸出・生産を中心とする企業部門の改善が続き、更にそうした企業部門の改善が家計部門にも波及する形で、成長率を徐々に高めていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比下落幅は縮小)

消費者物価(除く生鮮食品)について、多くの委員は、経済全体の需給緩和から下落が続いているが、石油製品価格変動の影響が薄れてきたことなどから、下落幅が縮小していると述べた。委員は、今後も需給バランスの改善に伴って下落幅の縮小傾向が続くものの、経済の回復ペースが緩慢なものに止まる中、物価の下落圧力は長期に亘って残るとの見方を共有した。

(金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続く)

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いているとの認識で一致した。短期金融市場について、何人かの委員は、固定金利方式の共通担保資金供給オペを含め、日本銀行による潤沢な資金供給により、資金余剰感は一段と強まっており、やや長めの金利を含め、金利の緩やかな低下傾向が続いていると述べた。CP・社債の発行環境について、多くの委員は、全体として良好な状況が続いていると述べた。企業の資金繰りについて、委員は、中

小企業を中心になお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いているとの認識を共有した。

（「中長期的な物価安定の理解」の明確化）

12月17、18日の会合で、委員は、「中長期的な物価安定の理解」の表現を明確化することは、物価安定に関する日本銀行の考え方や金融政策運営を国民や市場に十分理解してもらう上で有益であるとの認識で一致した。

多くの委員は、「中長期的な物価安定の理解」の水準を検討する場合の主要なポイント、すなわち、消費者物価指数のバイアス、物価下落と景気悪化の悪循環に備えた「のりしろ」、物価が安定していると企業や家計が考える物価上昇率に対する認識は、前回議論した本年4月以降、大きく変化していない、それぞれ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についても変更はないと述べた。その上で、何人かの委員は、委員会としてゼロ%以下のマイナスの値は許容していないことと、委員の大勢は1%程度を中心と考えていることを明確に示すことが望ましいとの意見を述べた。

委員は、「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。」とすることが適当であるとの見解で一致した。

多くの委員は、今回の明確化の後も、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で、2つの「柱」による経済・物価情勢の点検を行い、これを踏まえて金融政策を決定していくという従来の枠組みに変更がないことを明らかにしておく必要があると述べた。この点に関し、何人かの委員は、今回の世界的な金融危機の経験を踏まえると、消費者物価指数でみた物価の安定だけに着目するのではなく、資産価格や信用量の動向など金融面での不均衡の蓄積も含めたリスク要因を、幅広く点検していくことが重要であるとの認識を示した。

（「経済・物価情勢の見通し」の中間評価）

1月の会合では、10月公表の「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見



通し」について、中間評価が行われた。委員は、わが国経済の先行きの中心的な見通しとしては、22年度半ば頃まで緩やかなペースの持ち直しに止まった後、徐々に成長率を高めていく姿が想定されるとの見解で一致した。展望レポートからの変化として、多くの委員は、新興国経済を中心に海外経済が幾分強めとなっている点を挙げた。もっとも、総じてみれば、わが国経済の見通しは、展望レポート時点から大きな変化はないとの認識が共有された。

物価について、委員は、新興国経済の強まりなどを背景とした原油価格高の影響などから、国内企業物価、消費者物価(除く生鮮食品)ともに、10月展望レポートの見通しから幾分上振れるとの見方で一致した。その上で、需給ギャップの改善に伴って物価の下落幅は今後も縮小を続けていく、もっとも、需給ギャップの改善ペースが緩やかなものに止まるため、23年度まで消費者物価の下落が続く、という基本的な見方に変化はないとの認識が共有された。

リスク要因について、委員は、景気面では、新興国・資源国経済の強まりによる上振れ要因がある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や企業の中長期的な成長期待の動向など、依然として下振れリスクがあるとの見方で一致した。また、ソブリンリスクに対する意識の高まりや国際的な金融監督・規制の動向など、国際金融面での様々な動きが経済に及ぼす影響についても注意する必要があるとの見方で一致した。多くの委員は、展望レポート時点との比較では、新興国経済の強まりから、上下のリスクがバランスする方向にシフトしているとの見方を示した。物価面では、委員は、資源価格の上昇によりわが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下による下振れリスクも存在するという認識を共有した。

#### (金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの政策運営について、委員は、わが国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、中央銀行としての貢献を粘り強

く続けていく必要があるとの見解で一致した。その上で、金融政策運営に当たっては、金融市場における需要を十分に満たす潤沢な資金供給を行うとともに、極めて低い金利水準を維持することを通じて、極めて緩和的な金融環境を粘り強く確保していくとの考え方で一致した。

ホ．2月～3月の会合

（海外経済は緩やかな回復が続く）

委員は、海外経済は緩やかに回復しており、先行きも緩やかな回復を続けるとの認識を共有した。多くの委員は、新興国経済が力強い成長を続けていることを背景に、世界経済は上振れ気味に推移していると述べた。先進国経済に関し、何人かの委員は、景気の持ち直しは、在庫復元や政策効果によるものであり、自律的な回復力はなお弱いとの認識を示し、先行きも、バランスシート調整圧力がかかり続ける中で、回復テンポは緩やかなものに止まると指摘した。新興国経済については、何人かの委員が、生産・所得・支出の好循環メカニズムが続いていることなどから、高成長となっており、今後も高成長を続けていく可能性が高いと述べた。

（国際金融資本市場では、一時的に投資家のリスク回避姿勢が強まる）

国際金融資本市場について、一部欧州諸国における財政問題、世界的な金融規制を巡る動き、新興国における金融緩和の修正の動きなどから、投資家のリスク回避姿勢が強まる局面がみられたものの、その後は、一部欧州諸国における財政問題に対する懸念がやや後退したことなどから、落ち着きを取り戻しつつあるという認識が示された。ただし、多くの委員は、先進国の財政問題に関する市場の懸念は根強く、先行きも先進国の金融市場は不安定な状況が続く可能性があるとの見方を示した。また、何人かの委員は、新興国・資源国では、景気の過熱を懸念して、金融政策のスタンスを修正する動きが出てきており、今後、こうした動きが国際金融市場に与える影響にも注意していく必要があると述べた。

(景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、持ち直している)

委員は、輸出や生産の増加や、個人消費の持ち直しを背景に、わが国の景気は持ち直しているとの認識で一致した。また、これまでの景気の持ち直しは、内外における各種対策や在庫復元の動きに支えられたものであり、民間需要の自律的回復力はなお弱い状況が続いていると述べた。

22年度前半にかけての経済については、在庫調整の一巡や政策効果の減衰などを背景に、成長率が鈍化する可能性が高いとの認識が示された。もっとも3月の会合では、多くの委員が、世界経済の強さや政策効果の持続を踏まえると、22年度前半に成長率が大きく低下する懸念は薄れてきていると述べた。22年度半ば頃以降の経済については、輸出を起点に、生産・所得・支出の好循環から、成長率を徐々に高めていくとの見方が共有された。

(消費者物価の前年比下落幅は縮小)

消費者物価(除く生鮮食品)について、委員は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けており、こうした動きは、1月の展望レポートの中間評価で示した見通しに概ね沿っているとの認識を共有した。先行きについては、当面は現状程度の下落幅で推移したあと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、下落幅が縮小していくとの見方が共有された。

(金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている)

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いているとの認識で一致した。短期金融市場について、何人かの委員は、日本銀行による潤沢な資金供給によって、資金余剰感は一段と強まっており、各種ターム物金利は低水準横ばい圏内で推移していると述べた。CP・社債の発行環境について、委員は、低格付社債を除き、良好な状態が続いているとの認識で一致した。企業の資金繰りについては、中小企業を中心になお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いているとの認識が共有された。

( やや長めの金利の低下を促す措置の拡充 )

3月の会合では、多くの委員から、21年12月に固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション(固定金利オペ)を新たに導入して以降、短期金融市場における長めの金利が総じて低下しているほか、貸出金利も更に低下している、企業マインドの下振れを回避するという面でも一定の効果があった、との指摘があった。これらの委員は、景気が持ち直し、物価の下落幅が縮小しているこの段階で追加的な緩和措置を実施することは効果的であり、固定金利オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充すれば、経済・物価の改善の動きを確かなものとするに資するのではないかと述べた。

何人かの委員からは、企業金融支援特別オペレーション(特別オペ)が3月をもって完了することを踏まえ、固定金利オペを増額する場合、技術的には、どのような運用が考えられるのかとの問題提起が行われた。これに対して執行部から、特別オペの残高は約5兆円であるが、4月以降、漸次減少し、6月には残高がゼロとなる予定である、CP買現先オペの残高は約2兆円であるが、CP市場の改善を踏まえると、今後、平時の運用に戻していくことが適当であると考えられる、これらの資金供給を代替するとともに、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充するとすれば、固定金利オペの資金供給額を10兆円程度増額し、合計で20兆円程度とすることが考えられる、との説明がなされた。

多くの委員は、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充し、固定金利オペの資金供給額を20兆円程度に増額することは、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとの方針を、改めて明確に示すものであると述べた。何人かの委員は、特別オペが3月をもって完了し、4月以降、オペの残高が漸次減少していく中で、固定金利オペによる資金供給額を大幅に増額することで、追加的な金融緩和の効果が得られると述べた。これに対し、複数の委員は、足もとの各種経済指標は概ね想定どおりに推移しており、日本経済は現在持ち直しの過程にあることなどから、今回、追加の緩和措置を講じることは不適當と述べた。このうち、ある委員は、市場機能に与える影響等も踏まえると、追加緩和については、慎重な検討が必要であると指摘した。

以上の議論を踏まえ、固定金利オペを大幅に増額することにより、やや長めの

金利の低下を促す措置を拡充することが賛成多数で決定された(賛成5反対2)。

#### (金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの政策運営について、委員は、わが国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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があるとの見解で一致した。3月の会合では、多くの委員が、やや長めの金利の低下を促す措置の拡充もこうした方針に基づくものであると述べた。委員は、金融政策運営に当たっては、今後とも、極めて緩和的な金融環境を維持していくとの考え方で一致した。

#### (4) 金融政策運営を巡る論点

21年度下期の各会合において議論された主な論点は、以下の通りである。

#### (新興国経済の強まりの背景とわが国経済に与える影響)

21年度下期の会合では、新興国・資源国経済が強まっているとの認識のもと、その背景や、わが国経済に与える影響等について、継続的に議論が行われた。

新興国・資源国経済が上振れ気味に推移していること背景について、委員は、先進国と異なり新興国ではバランスシート問題が小さい中で、積極的な景気刺激策の効果が大きく出ていること、金融緩和を続ける先進国からの資金流入が増加し、各種の資産価格が上昇していること、多くの国で固定的な為替制度が採用されており、為替レート維持のための市場介入が追加的な金融緩和効果をもたらしていること、などの要因を指摘した。また、2月の会合では、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働いているという指摘もみられた。

委員は、新興国・資源国経済の上振れは、わが国経済の上振れ要因となると述

べた。一方、新興国・資源国経済が過熱に至る場合には、資源価格が上昇する可能性が高いため、わが国にとっては交易条件の悪化からかえって景気の下振れリスクになる可能性がある点が指摘された。また、わが国と新興国・資源国の経済成長率の格差が拡大する場合、企業は海外への生産移転を加速させ、国内における設備投資が下振れる可能性がある、との言及もあった。物価に与える影響については、新興国経済が過熱し、資源価格が上昇した場合、輸入物価の上昇を通じて、国内の物価も相応に上振れるとの認識が示された。

さらに、経済の強まりを背景に、一部の新興国・資源国で講じられつつある過熱抑制に向けた動きについても、議論が行われた。1月の会合では、多くの委員が、中国における過熱抑制に向けた動きが、過熱リスクを和らげ、成長の持続性を高めるかどうか注視していく必要があると述べた。また、2月の会合では、ある委員が、中国の地方政府が開発プロジェクトの推進など積極姿勢を維持していることを挙げ、マクロ経済政策の転換が、全体として適切なタイミングよりも遅れるリスクがあると指摘した。また、3月の会合でも、何人かの委員が、新興国・資源国における金融政策のスタンスを修正する動きが出ている点について、今後、こうした動きが国際金融市場に与える影響にも注意していく必要があると述べた。

#### (物価下落の背景について)

10月に公表された展望レポートでは、物価の下落幅は、見通し期間を通じて縮小していく蓋然性が高いものの、そのペースは緩やかで、23年度までマイナスが続くとの見通しが示された。これを受けて、21年度下期の会合では、物価下落の背景を巡る様々な論点について議論が行われた。

まず、11月の会合では、複数の委員が、持続的な物価下落の根本的な原因は、マクロ的な需給バランスが緩和していること、言い換えれば需要の弱さであると述べた。また、そうした状況を改善するためには、設備投資や個人消費といった最終需要が自律的に拡大する環境を整えることが不可欠であり、家計の将来の安心感や企業の成長期待を確保することがもっとも大事な課題であると付け加えた。

需要の弱さの背後にある家計や企業のマインド面の動きについて、委員からは、景気が持ち直しに向かう中で、マインドの改善が弱めに止まっているとの指摘が

あった。例えば、委員は日本株の弱さを指摘し、その背景として、日本経済や日本企業の成長戦略と中長期的な成長力に対する市場の見方がなにがしか影響している可能性があるとの認識を示した。この点に関し、一人の委員は、日本企業が今後、新興国需要をうまく取り込めるかどうかに対する市場の懸念を反映している可能性があるとして述べた。12月の会合では、11月下旬以降の国際金融面での動きやデフレを巡る議論の拡がり、家計や企業のマインド面に悪影響を及ぼしている可能性が指摘された。さらに、より長い目で見たわが国経済の将来像や、そのもとでの企業戦略、中長期的な成長ビジョンが見出せないことに対する不安が反映されているのではないかという指摘もあった。2月の会合では、金融政策への期待が高まっている背景に関連し、企業経営者の間で、中長期的な成長戦略が描きにくく、焦燥感が強まっているという見方が示された。このようなマインド面での改善の遅れへの対応として、12月17、18日の会合では、何人かの委員が、デフレからの脱却を実現していく上でも、わが国経済の成長力強化というより根源的な問題に取り組んでいくことが必要であるとの認識を示した。2月の会合でも、何人かの委員が、本格的な回復とデフレ脱却のためには、わが国経済の生産性向上や成長力強化が不可欠であると指摘した。

需給バランスと物価の関係を巡っても議論が行われた。まず、11月の会合では、世界的に需給バランスの緩和度合いが未曾有の水準であるにも拘らず、物価下落は限定的であるとの指摘があった。一方、2月の会合では、複数の委員が、消費者物価の動きが想定に比べ幾分下振れ気味になっていると述べ、この背景として、ある委員が、需給ギャップの改善が想定したほど物価に波及していない可能性に言及した。このように、需給ギャップの動きに比べて、物価の反応が小幅に止まっている背景としては、3月の会合で、实体经济の持ち直しが物価に波及するには相応のラグがあることが指摘された。この点につき、ある委員は、今後、物価面で、景気持ち直しの影響が現れてくる可能性が高いと述べた。また、別の委員は、過去、短期間で物価が大きく上昇したのは、資源価格の高騰や税制の変更といった場合のみであり、需給環境の改善に伴う物価上昇には時間がかかると述べた。

物価を規定する他の要因として、中長期的な予想物価上昇率や企業の価格設定行動についても議論が行われた。まず、アンケート調査で、消費者の短期的な予想物価上昇率を示す指標が低下した点について、委員からは、昨年夏場にかけて物価下落幅が拡大したことや、秋以降にデフレを巡る議論や報道が活発になった

ことが、消費者の物価の見方に影響を与えた可能性がある」と述べた。一方、中長期的な予想物価上昇率については、これまでのところさほど低下していないとの指摘もあった。また、企業の価格設定行動について、何人かの委員からは、企業の中には、極端な価格競争を避け、価格以外の部分で差別化を図る動きも徐々にみられつつあるとの指摘があった。

#### （時限措置の取り扱いと先行きの金融政策運営）

10月の会合では、リーマン破綻後の金融市場の極端な収縮に対応して導入した各種時限措置の取り扱いについて議論が行われた。委員は、時限措置の完了について公表する際には、それが日本銀行の金融緩和姿勢の変化を意味しないことを丁寧に情報発信することが重要であるとの見方を示した。なお、市場などで、時限措置の完了を金融緩和からの「出口」と捉える向きがある点について、ある委員は、最近の国際会議などでは拡張的なマクロ経済政策を念頭に「出口戦略」が議論され、国や政策手段によって時期や順序は異なるが、景気回復が確実になるまで必要な金融支援や拡張的な財政・金融政策の実施を継続すべきという点が合意されていると述べた。その上で、この委員は、日本銀行の政策運営の考え方も上述の国際的な理解に沿ったものと考えられると指摘した。

こうした議論を受け、10月30日の会合では、時限措置の取り扱いを公表するとともに、緩和的な金融環境を粘り強く確保していくという、先行きの金融政策運営方針が改めて明確に示された。それ以降の各会合でも、わが国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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要がある、との金融政策運営方針が確認された。

#### （日本銀行の金融政策運営の枠組み）

12月17、18日の会合では、「中長期的な物価安定の理解」の明確化が行われた。この措置の位置付けを含め、日本銀行の金融政策運営の枠組みを巡って議論が行われた。「中長期的な物価安定の理解」の明確化の効果について、ある委員は、中長期的なインフレ予想のアンカー機能の強化に繋がる可能性もあると述べた。また、ある委員は、展望レポートで示している経済・物価の見通しや、毎回の決定会合後に公表する金融政策運営方針とともに、物価の安定に関する日本銀行の



考え方が一層浸透することは、これら全体として、金融市場における金利形成にも相応の影響があるとの認識を示した。この点に関し、別のある委員は、今回の明確化の趣旨は、現在の委員の考え方をより分かりやすく示すことであり、時間軸効果を狙ったものではなく、金利に与える影響の度合いも定かではないと述べた。他方、何人かの委員は、かつての量的緩和期に採用した時間軸政策とは異なるものの、今回の明確化が市場における金利形成の安定化に資する可能性はあり、これを広い意味で時間軸的な効果と呼ぶのであれば、そのこと自体を否定する必要はないとの認識を示した。

「中長期的な物価安定の理解」の明確化と、日本銀行の金融政策の枠組みとの関係については、多くの委員が、この明確化の後も、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で、2つの「柱」による経済・物価情勢の点検を行い、これを踏まえて金融政策を決定していくという従来の枠組みに変更がないことを、明らかにしておく必要があると述べた。この点に関し、何人かの委員は、今回の世界的な金融危機の経験を踏まえると、消費者物価指数でみた物価の安定だけに着目するのではなく、資産価格や信用量の動向など金融面での不均衡の蓄積も含めたりスク要因を、幅広く点検していくことが重要であるとの認識を示した。

2月の会合では、上述の日本銀行の政策運営の枠組みと、インフレーション・ターゲットとの関係について、意見交換が行われた。

何人かの委員は、今回の金融危機の経験を踏まえ、短期的な物価動向に過度に焦点を当てた政策運営に繋がりがよくなるというインフレーション・ターゲットの問題点をどのように克服するかが、金融政策運営を巡る国際的な議論の俎上にのぼっていることを指摘した。このうちの複数の委員は、いわゆるインフレーション・ターゲットの採用国・非採用国とも、物価安定に関する数字的な目標や定義、理解の公表、先行き数年間の経済物価見通しの公表、中長期的な経済・物価・金融の安定の達成をより重視することへの認識の高まり、という点で、共通した柔軟な枠組みになってきていると指摘した。この点に関し、別の複数の委員は、日本銀行の金融政策運営の枠組みは、物価の安定だけでなく、金融的な不均衡の蓄積等の様々なリスクにも目配りできるなど、従来のインフレーション・ターゲットを進化させたものであり、最近の国際的な議論を先取りしたものであると付け加えた。

### 3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を操作目標とする金融市場調節方針のもとで、金融政策決定会合で決定した誘導目標を達成するように金融市場調節を行っている。

平成21年度下期を通じ、日本銀行は、「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。」という金融市場調節方針のもとで、金融市場の安定に配慮しつつ、市場の状況を踏まえた機動的な金融市場調節運営を行った。また、20年度下期に導入されたCP買入れ、社債買入れ、米ドル資金供給オペ、企業金融支援特別オペについては、それぞれ完了期限を迎えるまでの間、引き続き実施した。

上記の金融市場調節の結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、21年度下期を通じて、0.1%前後で推移した（図表40）。

（図表40）無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

（単位：％）

準備預金積み期間	無担保コールレート （オーバーナイト物） <sup>（注）</sup>
21年9月16日～10月15日	0.104
10月16日～11月15日	0.107
11月16日～12月15日	0.104
12月16日～22年1月15日	0.098
1月16日～2月15日	0.100
2月16日～3月15日	0.097
3月16日～4月15日	0.096

（注）積み期間（当月16日～翌月15日）中の単純平均。  
休日は、休日前のレートを使用。

21 年度下期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項等<sup>14</sup>は、次のとおりである。

10 月 13、14 日の会合では、適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、所要の見直しを行った。

10 月 30 日の会合では、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していく上では、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用することが必要との考え方にに基づき、各種時限措置の取り扱いについて、企業金融支援特別オペの実施期限を 22 年 3 月末まで延長した上で完了すること、CP・社債買入れを予定通り 21 年 12 月末をもって完了すること、担保要件の緩和措置の実施期限を 22 年 12 月末まで延長すること、補完当座預金制度の実施期限を当分の間延長することとした。

12 月 1 日の臨時会合では、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図るため、固定金利方式の共通担保資金供給オペを導入することを決定した。

3 月 16、17 日の会合では、固定金利方式の共通担保資金供給オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充することとした。

---

<sup>14</sup> 詳細は、 . 5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

( 図表 41 ) 短期金融市場調節手段の残高

( 兆円 &lt; 米ドル資金供給オペは 100 億米ドル &gt; )

	資金供給										資金吸収			その他		
	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	CP等 買現先 オペ	共通担保 資金供給 オペ (本店)	うち固定 金利方式	共通担保 資金供給 オペ (全店)	うち固定 金利方式	企業金融 支援特別 オペ	CP等 買入 オペ	社債 買入 オペ	補完貸付	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形売出 オペ	国債 補完供給	米ドル 資金供給 オペ
20年																
4月末	7.8	6.3	0.3	19.3		6.2					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
5月末	8.9	4.4	0.0	19.9		8.6					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
6月末	9.0	5.0	0.3	15.2		6.4					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
7月末	8.8	3.6	0.0	20.8		8.8					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
8月末	9.0	3.4	0.0	21.8		9.6					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
9月末	10.1	8.4	0.3	17.8		7.9					1.4	0.0	0.0	0.1	0.0	3.0
10月末	9.6	10.9	0.6	12.3		10.4					1.0	0.0	0.0	1.2	0.0	7.0
11月末	9.9	8.8	2.0	14.5		11.1					0.0	0.0	0.8	0.8	0.0	9.7
12月末	8.8	9.8	4.3	12.0		13.5					0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	12.3
21年																
1月末	9.3	9.0	3.8	13.4		10.4		2.5			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.5
2月末	8.8	8.0	2.8	16.4		9.6		4.5	1.3		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.1
3月末	9.0	9.0	3.0	14.0		11.2		7.5	1.6	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	6.1
4月末	8.1	7.9	2.6	12.4		8.0		6.2	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0
5月末	8.0	7.4	2.8	14.0		10.0		7.2	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5
6月末	8.6	6.3	2.8	7.6		9.2		7.5	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8
7月末	9.1	5.0	2.8	11.6		10.8		7.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
8月末	9.6	4.2	2.8	14.4		11.2		7.3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
9月末	10.9	7.0	2.8	10.4		12.8		6.9	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
10月末	10.5	3.8	2.8	8.2		10.4		6.7	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
11月末	10.2	3.8	2.8	11.8		10.6		7.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
12月末	10.4	7.0	2.8	10.2	0.0	15.2	3.2	7.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
22年																
1月末	9.9	3.6	2.7	12.0	0.0	16.2	6.4	6.4		0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2月末	10.2	4.0	2.4	10.6	0.0	23.0	9.6	5.9		0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3月末	10.0	3.0	2.0	7.8	0.0	22.4	10.5	5.5		0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

( 注 1 ) 「国庫短期証券買入オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分(繰上償還を除く)を控除した額。また、「国庫短期証券売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

( 注 2 ) 「固定金利方式」の共通担保資金供給オペによる貸付けは21年12月より開始。

( 注 3 ) 「企業金融支援特別オペ」による貸付けは22年3月に完了。

( 注 4 ) 「CP等買入オペ」および「社債買入オペ」による買入れは21年12月に完了。

( 注 5 ) 「米ドル資金供給オペ」による貸付けは22年2月に完了。

#### 4．日本銀行のバランスシートの動き

平成22年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、121.8兆円（前年比 - 1.7%）となった。

（図表 42）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

兆円、カッコ内は前年比%

	21年3月末		21年9月末		22年3月末	
<b>（資産）</b>						
買現先勘定	12.0	(36.3)	9.8	(12.8)	5.0	(-58.3)
国債	64.3	(-4.6)	68.4	(4.3)	73.1	(13.7)
〔うち長期国債〕	42.7	(-9.0)	46.3	(9.4)	50.2	(17.7)
〔うち短期国債〕	21.6	(5.3)	22.2	(-4.9)	22.9	(5.8)
コマーシャル・ペーパー等	1.6	(皆増)	0.1	(皆増)		(皆減)
社債	0.04	(皆増)	0.3	(皆増)	0.2	(4.0倍)
金銭の信託（信託財産株式） <sup>(注1)</sup>	1.2	(-19.1)	1.3	(-2.2)	1.4	(23.5)
貸付金	32.7	(12.0)	30.2	(11.4)	35.8	(9.3)
〔うち共通担保資金供給オペ等 <sup>(注2)</sup> 〕	32.7	(12.2)	30.2	(17.3)	35.8	(9.4)
外国為替	10.9	(2.1倍)	5.0	(-41.4)	5.0	(-53.8)
<b>資産計</b>	<b>123.9</b>	<b>(9.2)</b>	<b>116.3</b>	<b>(3.4)</b>	<b>121.8</b>	<b>(-1.7)</b>
<b>（負債・純資産）</b>						
発行銀行券	76.9	(0.6)	75.9	(0.6)	77.4	(0.6)
当座預金	22.1	(55.5)	17.6	(32.4)	23.5	(5.9)
その他預金	5.8	(196.2倍)	0.2	(-94.8)	0.0	(-99.3)
政府預金	2.4	(-32.3)	2.1	(-18.4)	3.0	(27.1)
売現先勘定	10.4	(-14.0)	14.7	(28.3)	11.7	(12.3)
<b>負債・純資産計</b>	<b>123.9</b>	<b>(9.2)</b>	<b>116.3</b>	<b>(3.4)</b>	<b>121.8</b>	<b>(-1.7)</b>

（注1）信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式（受渡しベース）など（未収配当金等を含む）。

なお、22年3月末における21年2月23日以降の株式買入累計額（グロスベース）は、2,835億円。

（注2）共通担保資金供給オペ（22年3月末については、固定金利方式によるものを含む）および企業金融支援特別オペによる貸付金の残高。

以下では、21年度下期中の日本銀行のバランスシートの動きについて概説する。

まず、22年3月末の資産の内訳をみると、国債は、73.1兆円（前年比+13.7%）となった。うち長期国債は、買入額が償還額を上回ったことから、50.2兆円（前年比+17.7%）となった。買現先勘定は、国債現先オペおよびCP現先オペによる資金供給の減少から、5.0兆円（前年比-58.3%）となった。貸付金は、21年12月に貸付けを開始した固定金利方式の共通担保資金供給オペによる資金供給の増加等から、35.8兆円（前年比+9.3%）となった。外国為替は、22年2月に米ドル資金供給オペが完了し、外貨貸付金の残高がゼロとなったことから、5.0兆円（前年比-53.8%）となった。21年12月末をもって買入れが完了したCP等および社債は、それぞれゼロ（21年3月末の残高は1.6兆円）および0.2兆円（前年比4.0倍）となった。

一方、負債をみると、22年3月末の当座預金残高は、23.5兆円（前年比+5.9%）となった。日本銀行券の発行残高は、77.4兆円（前年比+0.6%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ3.0兆円（前年比+27.1%）および11.7兆円（前年比+12.3%）となった。また、その他預金は、米ドル資金供給オペが完了し、同オペの残高がゼロとなったことに伴い、432億円（前年比-99.3%）となった。

この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性を維持することに引き続き努めた。

すなわち、償還期限が到来した長期国債の借換えは、資産の流動性を確保する等の観点から、前期までと同様にTB（1年物）の引受けにより行った。また、20年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB（1年物）については、その一部に関し再乗換えを行ったほかは、売却または現金償還を受けた。この再乗換えは、財務省より、一部の国債への一時的な発行集中の影響を緩和する観点から要請があったことを踏まえ、金融政策遂行上必要な資産の流動性は十分に確保し得るとの判断のもとで実施したものである。

このほか、CP・社債買入れ（21年12月末をもって完了）については、他の政策手段に比べ損失発生の可能性が高まることを踏まえ、買入対象の信用度および

残存期間に関し、一定の制限を設けるとともに、買入残高の総額および一発行体当りの買入残高に限度を設けるなど、買入れから生じる信用リスクの適切な管理を行った。

## 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>15</sup>

### (1) 担保価格等の見直しの実施

平成21年10月13、14日の会合において、適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、日本銀行の資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、これを見直すことを決定し、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」および「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の一部改正を行った<sup>16</sup>。

### (2) 各種時限措置の取り扱いに係る措置

10月30日の会合において、最近の金融資本市場の情勢に鑑み、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」および「社債および企業に対する証書貸付債権の適格性判定等に関する特則」を一部改正し、これらの実施期限を22年3月31日から12月31日まで延長すること、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」を一部改正し、同基本要領に基づく付利を当分の間行うものとする事、「企業金融支援特別オペレーション基本要領」および「企業金融支援特別オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を一部改正し、これらの実施期限を21年12月31日から22年3月31日まで延長することを決定した。

### (3) 固定金利方式の共通担保オペの導入

12月1日の臨時会合において、最近の金融経済情勢の動向を踏まえ、金融緩和の一段の強化を図る観点から、固定金利方式の共通担保オペを導入するため、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正を行った。

<sup>15</sup> 決定の詳細は 2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

<sup>16</sup> 本件は、10月29日から実施した。