

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 27 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 27 年 6 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

目 次

	頁
要 旨	
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)	1
(輸出は、海外経済の動きなどを背景に持ち直した)	3
(鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加を反映して、持ち直しに転じた)	5
(設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った)	6
(住宅投資は次第に下げ止まり、公共投資は高水準を維持した)	9
(雇用・所得環境は、着実な改善を続けた)	10
(個人消費は、一部で改善の動きに鈍さを残しつつも、雇用・所得環境の 着実な改善を背景に、底堅く推移した)	12
(2) 物価	14
(3) 海外経済	18
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融資本市場	22
(2) 短期金融市場	26
(3) 債券市場	27
(4) 株式市場	29
(5) 外国為替市場	30
(6) 企業金融	32
(7) 量的金融指標	36
II. 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	38
2. 金融政策決定会合における検討・決定	

(1) 概況	39
(2) 「経済・物価情勢の展望」とその中間評価	45
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 26年10月6、7日の会合	51
(国際金融資本市場について、幾分リスクオフ方向の動きがみられた)	
(海外経済は、先進国を中心に回復している)	
(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている)	
(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ロ. 11月の会合	52
(国際金融資本市場は、総じて落ち着いた展開であった)	
(海外経済は、先進国を中心に回復している)	
(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復を続けている)	
(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ハ. 12月の会合	53
(国際金融資本市場では、やや神経質な動きがみられている)	
(海外経済は、先進国を中心に回復している)	
(わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる)	
(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベー	

スでみて、1%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる)

(金融環境は、緩和した状態にある)

ニ. 27年1月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 55

(国際金融資本市場では、神経質な動きがみられている)

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

(わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる)

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる)

(金融環境は、緩和した状態にある)

ホ. 2月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 56

(国際金融資本市場について、金融政策の方向性の違いが大きくなっている)

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

(わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている)

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる)

(金融環境は、緩和した状態にある)

へ. 3月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 57

(国際金融資本市場について、金融政策の方向性の違いが大きくなっている)

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

(わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている)

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台前半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる)

(金融環境は、緩和した状態にある)

(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 「量的・質的金融緩和」の拡大	59
ロ. 拡大後の「量的・質的金融緩和」の継続	60
ハ. 拡大後の「量的・質的金融緩和」の効果	62
ニ. 貸出増加支援資金供給の延長等	62
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
イ. 定例の担保価格等の見直し	64
ロ. 「量的・質的金融緩和」の拡大等に伴う措置	64
ハ. 貸出増加支援資金供給の延長等	64
3. 金融市場調節の実施状況	66
4. 日本銀行のバランスシートの動き	70
Ⅲ. 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	72
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	122
3. 金融政策決定会合議事要旨	154
参考計表・資料一覧	285

通貨及び金融の調節に関する報告書

— 要 旨 —

(経済の情勢)

1. 平成 26 年度下期のわが国の経済を振り返ると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響が和らぐ中で、輸出の増加も後押しとなり、生産は持ち直しに転じた。そうしたもとで、わが国経済は、原油安など外部環境の改善にも支えられ、前向きの所得形成の力を維持しながら、緩やかな回復基調を続けた。

輸出は、海外経済の動きなどを背景に持ち直した。国内需要をみると、公共投資は高水準を維持しつつも、年度末にかけては緩やかな減少傾向に転じた。設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費については、駆け込み需要の反動減が和らぐもとで、一部で改善の動きに鈍さを残しつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いたあと、次第に下げ止まり、年度末にかけては持ち直しに向けた動きもみられた。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は持ち直しに転じた。

2. 物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、下落した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響を主因としてプラス幅を縮小し、年度末にかけてはゼロ%程度となった。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇したとみられる。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、長めのターム物を含めて、金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

長期金利は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」による国債買入れを進めるもと、引き続き低い水準で推移した。やや仔細にみると、下期入り後、日本銀

行による10月末の「量的・質的金融緩和」の拡大や、米欧長期金利の低下などを受けて低下傾向を辿り、1月中旬にはいったん0.2%前後まで低下した。その後は、原油価格の反発や米国長期金利の上昇などを受けて調整し、3月末には0.4%前後となった。

株価は、10月には海外経済に対する慎重な見方などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり下落する場面がみられたものの、その後は、10月末の日本銀行の「量的・質的金融緩和」の拡大や、堅調な企業業績、為替の円安ドル高方向の動きなどを受けて上昇し、3月末は19千円台前半で推移した。

為替市場では、円の対ドル相場は、10月末以降は、日本銀行による「量的・質的金融緩和」の拡大を受けて、日米金融政策の方向性の違いが意識されたことなどから、円安ドル高方向の動きとなり、3月末には120円前後となった。円の対ユーロ相場は、10月末の日本銀行の「量的・質的金融緩和」の拡大を受けて、いったんは円安ユーロ高方向の動きとなったものの、その後は、欧州中央銀行による追加金融緩和を受けて、円高ユーロ安方向の動きとなり、3月末には129円台となった。

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、改善傾向が続いた。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いた。

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加した。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は、2%台半ばから後半のプラスで推移した。一方、社債発行残高の前年比は、マイナスで推移した。また、CP発行残高の前年比は、プラスで推移した。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばから後半で推移した。マネーストック（M2）は、前年比3%台前半から半ばの伸びで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 26年度下期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

金融経済情勢について、10月の会合では、わが国の景気は、消費税率引き上

げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けていると判断し、11月の会合では、わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復を続けていると判断した。12月と1月の会合では、わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいると判断し、2月と3月の会合では、わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けていると判断した。

7. 金融政策運営面では、10月31日の会合において、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。その後の各会合では、以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針を継続することとした。

(1) マネタリーベース増加額の拡大

マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(2) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。

② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える。

先行きの金融政策運営について、26年度下期のすべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢

について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ことを確認した。

(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、323.6兆円(前年比+33.9%)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)

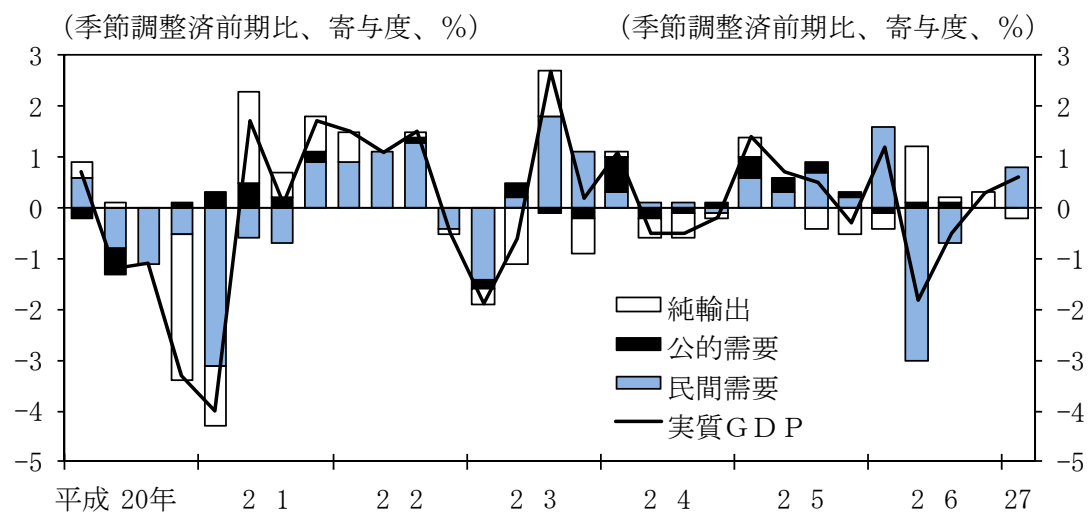
平成 26 年度下期のわが国の経済を振り返ると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響が和らぐ中で、輸出の増加も後押しとなり、生産は持ち直しに転じた。そうしたもとで、わが国経済は、原油安など外部環境の改善にも支えられ、前向きの所得形成の力を維持しながら、緩やかな回復基調を続けた。

輸出は、海外経済の動きなどを背景に持ち直した。国内需要をみると、公共投資は高水準を維持しつつも、年度末にかけては緩やかな減少傾向に転じた。設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費については、駆け込み需要の反動減が和らぐもとで、一部で改善の動きに鈍さを残しつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いたあと、次第に下げ止まり、年度末にかけては持ち直しに向けた動きもみられた。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は持ち直しに転じた。

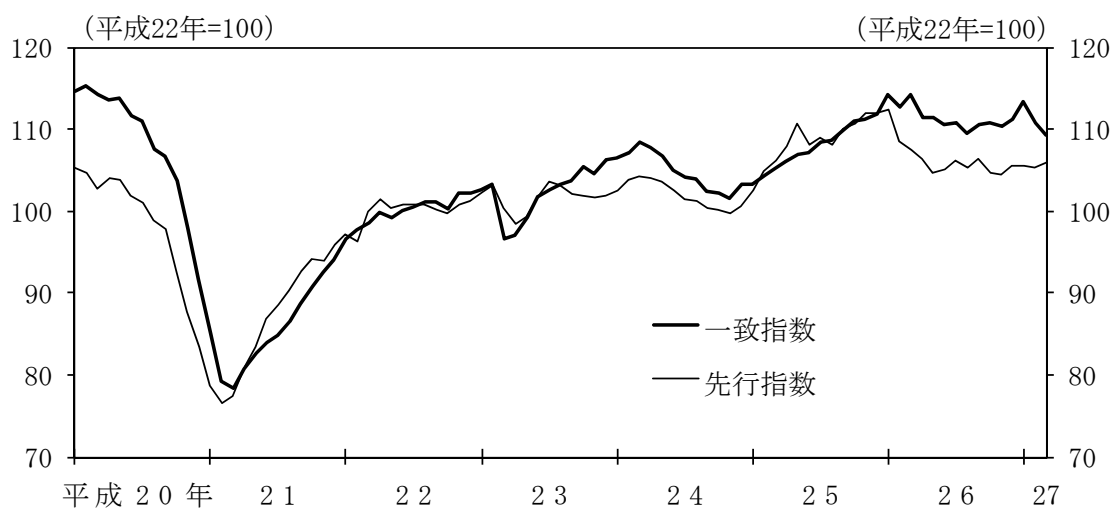
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比でみると（図表 1 (1)）、10～12 月に 3 四半期振りにプラスとなったあと、1～3 月は伸び率を高めた。半期でみると、26 年度下期は、上期対比で年率 0 % 台半ばの増加となった。この間、景気動向指数は、緩やかな上昇傾向に復した（図表 1 (2)）。

(図表1) 実質GDPと景気動向指数の推移

(1) 実質GDP



(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)。

（輸出は、海外経済の動きなどを背景に持ち直した）

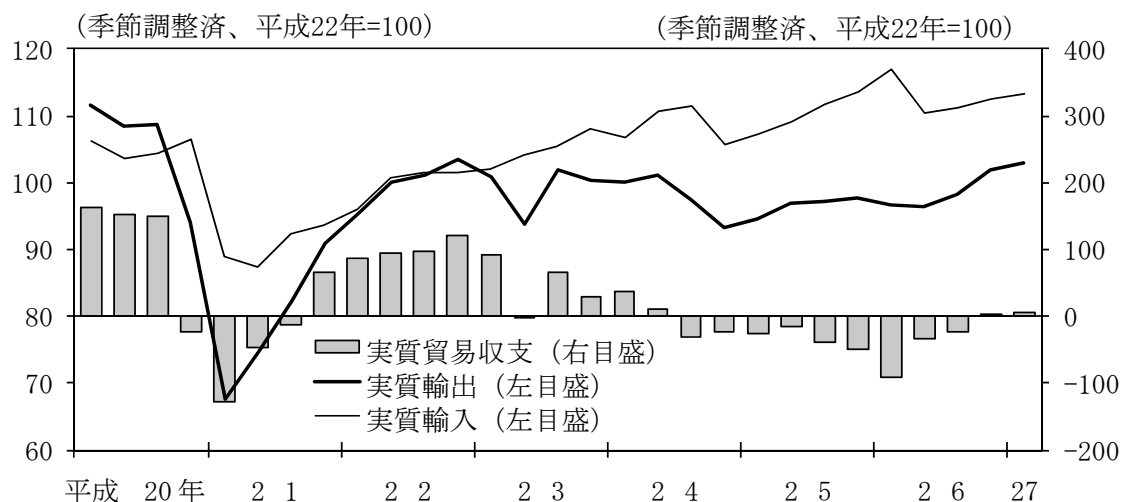
実質輸出は¹、海外経済が先進国中心に緩やかな回復傾向を辿る中で、持ち直した（図表2）。地域別にみると（図表3（1））、米国向けは、自動車関連が持ち直す中で、資本財・部品が現地の設備投資の回復を反映して改善したことなどを背景に、はっきりと増加した。EU向けは、10～12月に減少したあと、1～3月は増加に転じた。東アジア向けのうち、中国向けは、10～12月まで情報関連を中心に緩やかな増加を続けたあと、1～3月は、現地販売の不振を反映した完成車の動きなどから減少した。NIEs向けは、情報関連や資本財・部品を中心に持ち直し、弱めの動きを続けてきたASEAN向けも、下げ止まりから持ち直しに向かう動きがみられた。財別にみると（図表3（2））、自動車関連は、振れを均してみれば横ばい圏内の動きを続けた。情報関連は、スマートフォン向けの部品を中心に、為替相場動向の影響にも支えられて増加を続けたあと、年度末にかけては増勢が一服した。資本財・部品は、米国の設備投資の回復や世界的なIT関連需要の堅調さを背景に、振れを均せば緩やかな増加傾向を辿った。

実質輸入は、国内需要の動きなどを反映して、緩やかな増加基調を続けた（図表2）。財別にみると、素原料は、10～12月までは弱めの動きを続けたが、1～3月は大きめの増加となった。消費財は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減からの持ち直しが続いた。情報関連は、10～12月にスマートフォンの新商品の輸入もあって大幅に増加したあと、1～3月はその反動から減少した。資本財・部品は、国内の設備投資動向などを反映して、振れを伴いつつも持ち直し基調が続いた。この間、中間財は、10～12月は横ばいにとどまったが、1～3月は国内の生産活動の持ち直しを反映して、増加に転じた。

こうした輸出入の動きを反映して、実質貿易収支でみた純輸出は、改善が続けた。名目経常収支については、第一次所得収支の黒字が続く中、旅行収支の改善に加えて、輸出の持ち直しや原油価格下落に伴う貿易収支の改善から、黒字幅のはっきりとした拡大傾向が続いた（図表4）。

¹ 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) 実質輸出入と実質貿易収支



(図表 3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

		平成26年				平成27年
		第1四半期	2	3	4	1
米国	<18.7>	0.8	-1.3	1.0	6.9	5.7
EU	<10.4>	-0.4	1.0	0.0	-1.5	2.9
東アジア	<50.3>	-1.0	-0.5	1.5	3.1	0.8
中国	<18.3>	-2.4	0.1	0.5	1.5	-2.2
NIEs	<21.8>	1.1	-1.5	3.1	5.4	1.2
ASEAN4	<10.2>	-3.0	0.4	-0.2	1.1	5.2
その他	<20.7>	0.1	2.0	2.2	1.7	-1.0
実質輸出計		-1.0	-0.3	1.8	3.8	1.0

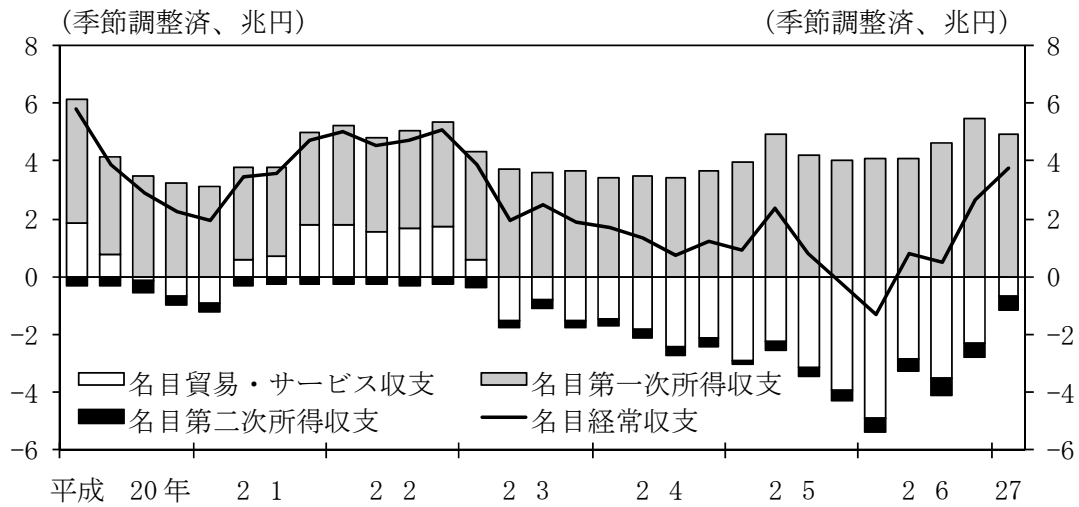
(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

		平成26年				平成27年
		第1四半期	2	3	4	1
中間財	<20.9>	1.1	-1.4	-0.5	2.3	1.3
自動車関連	<23.6>	-4.6	0.2	2.5	-1.0	-1.2
情報関連	<10.6>	0.5	1.2	1.6	3.3	-0.5
資本財・部品	<27.8>	-1.6	0.8	2.4	3.8	-1.7
実質輸出計		-1.0	-0.3	1.8	3.8	1.0

(注) < >内は、26年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウエイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。

(図表4) 名目経常収支

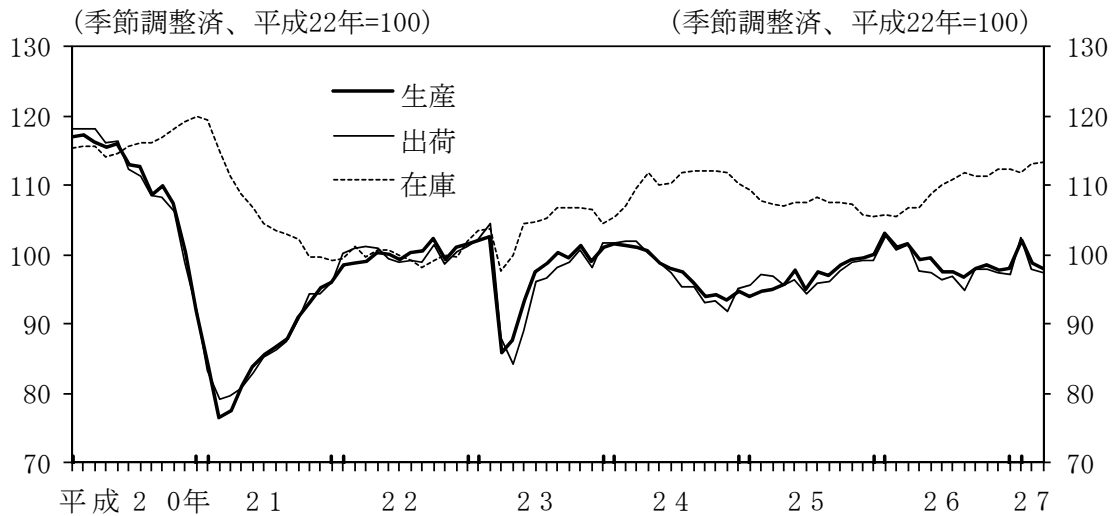


(鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加を反映して、持ち直しに転じた)

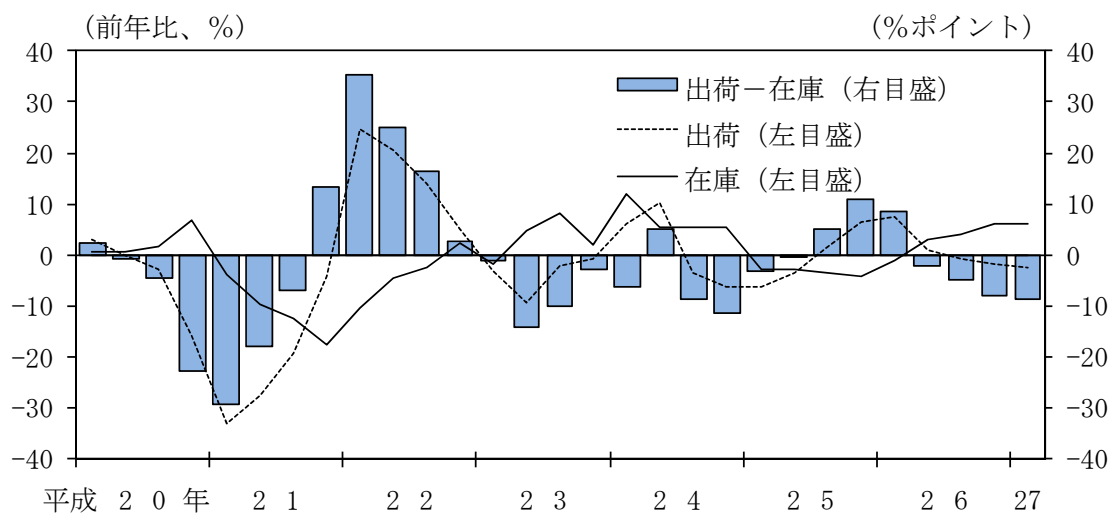
鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加を反映して、持ち直しに転じた（図表5）。業種別にみると、輸送機械（乗用車等）は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減に端を発した在庫調整が進捗したことに加え、輸出の持ち直しも後押しとなり、10～12月に下げ止まったあと、1～3月ははっきりと増加した。家電（エアコンやパソコン）などの反動減の影響が長引いていた電気機械や情報通信機械も、持ち直しに転じた。はん用・生産用・業務用機械は、内外の設備投資動向を反映して、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を続けた。電子部品・デバイスも、為替相場の動向が下支えに作用するも、アジアで生産されるスマートフォン向けの部品を中心に、増加を続けた。この間、出荷・在庫バランスをみると、前年の駆け込み需要の反動が出たこともあって²、全体として、在庫の伸びが出荷の伸びを若干上回る状況が続いた（図表6）。

² 出荷・在庫バランスについては、25年度後半に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生したことから、26年度後半は、前年比でみると出荷の伸びは低めに、在庫の伸びは高めに出やすい。

(図表5) 鉱工業生産・出荷・在庫



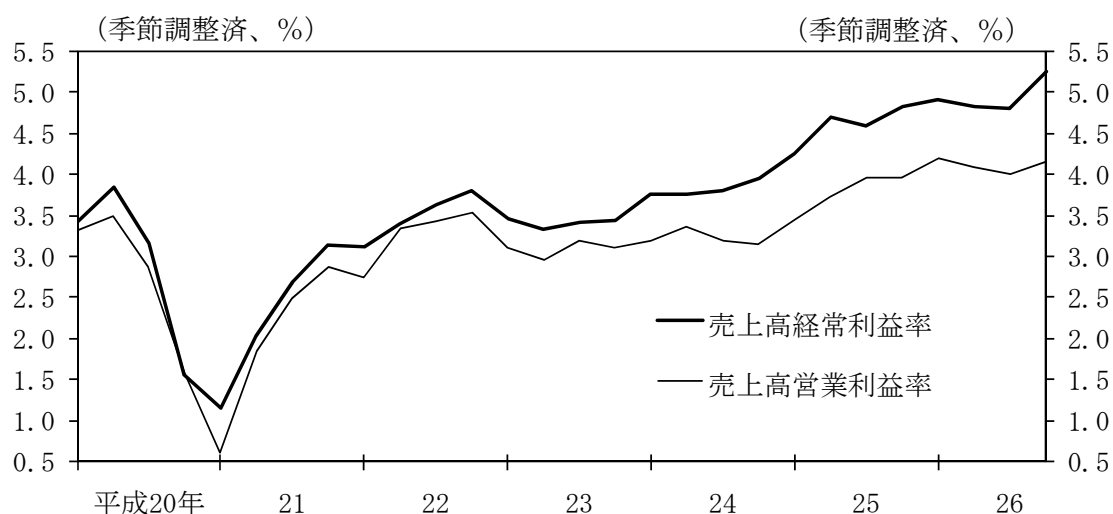
(図表6) 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った)

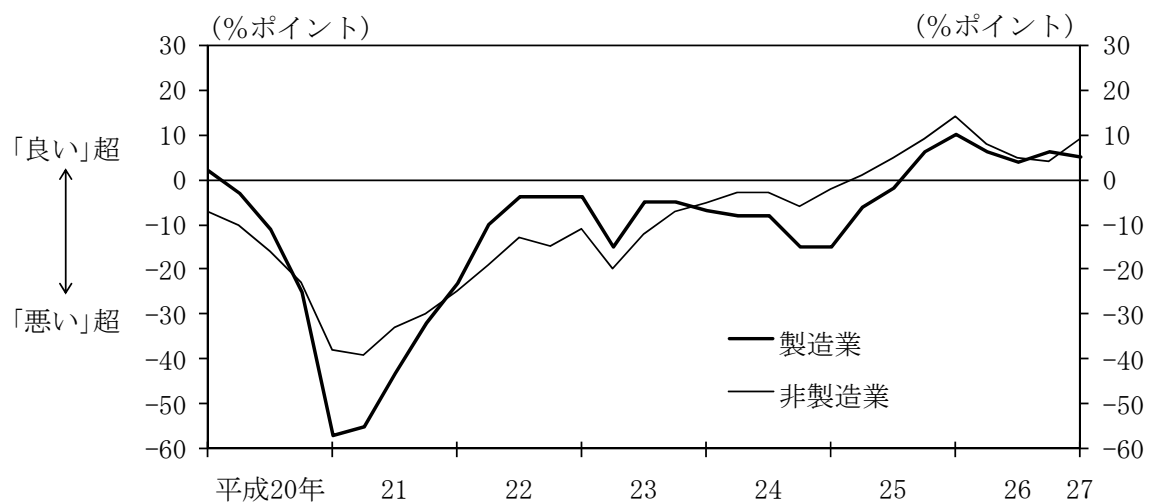
企業収益は、内外需要の増加に加え、為替相場動向の影響もあって、改善を続けた。法人企業統計で売上高経常利益率(季節調整値)の推移をみると(図表7)、7～9月に高水準で推移したあと、10～12月はさらに改善し、既往ピークを更新した。この間、企業の業況感を短観で見ると、一部に慎重な動きもみられたが、総じて良好な水準で推移した(図表8)。

(図表7) 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8) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

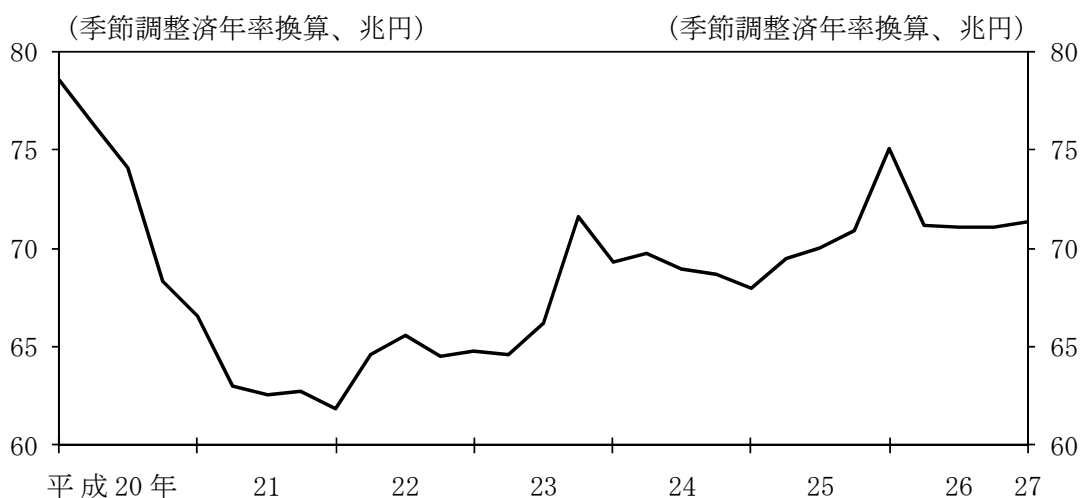
設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。GDPベースの実質設備投資は、上期に大きめのマイナスとなったあと、10～12月は横ばいとなり、1～3月はプラスとなった(図表9(1))。設備投資の一致指標である資本財総供給をみると³、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を辿った(図表9(2))。

³ 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。

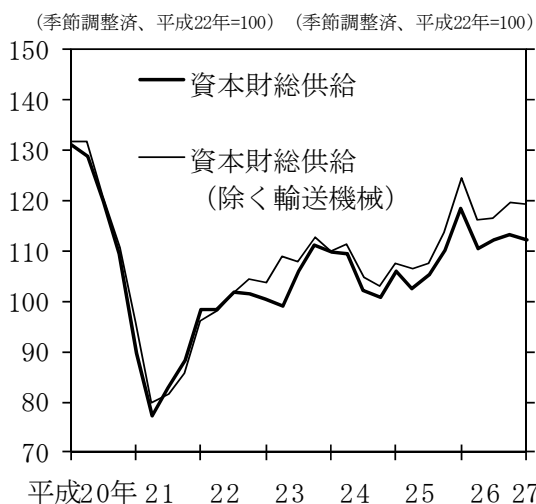
設備投資の先行指標をみると（図表9(3)）、建築着工床面積は、上期に弱めの動きとなったあと、下期は振れを均せば横ばい圏内の動きとなった。機械受注は、製造業を中心に緩やかな増加基調を辿った。

（図表9）設備投資

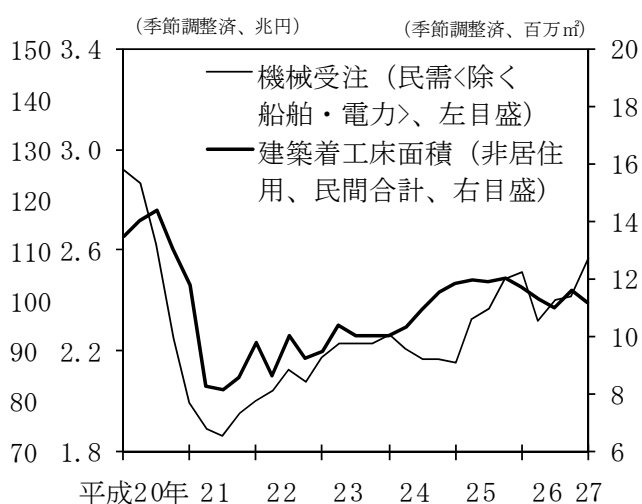
（1）設備投資（実質、GDPベース）



（2）一致指標



（3）先行指標



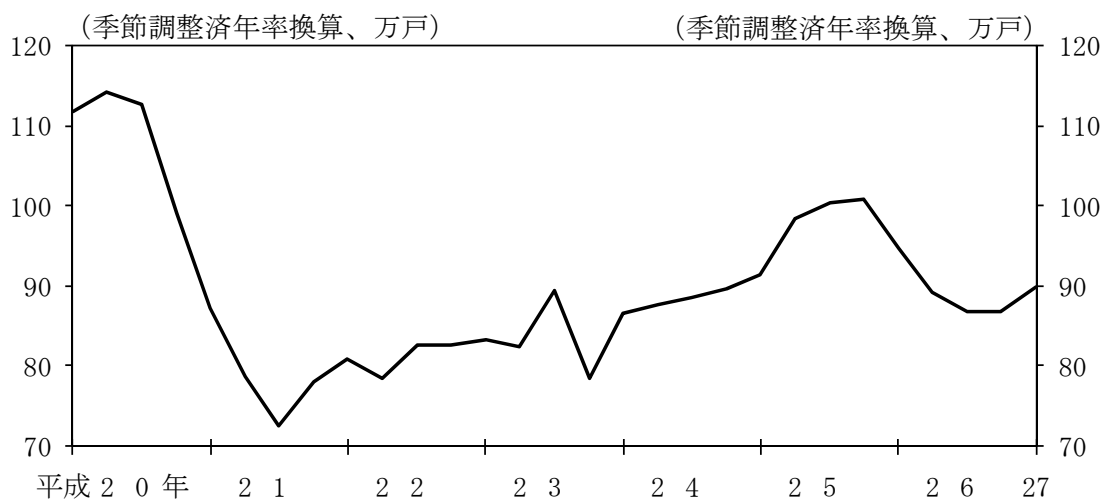
（注）資本財総供給については、脚注3を参照。

(住宅投資は次第に下げ止まり、公共投資は高水準を維持した)

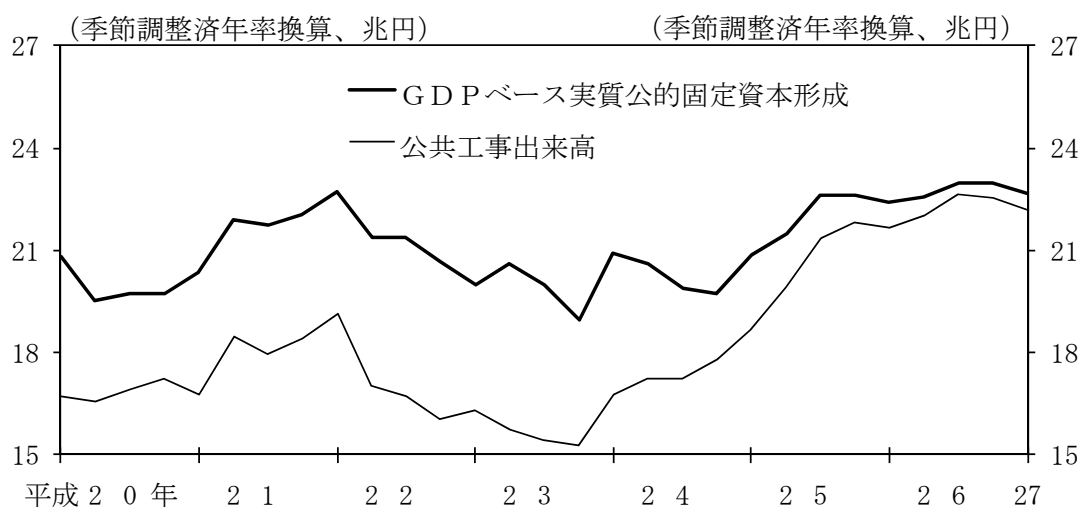
住宅投資は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減が続いたあと、次第に下げ止まり、年度末にかけては持ち直しに向けた動きもみられた(図表 10(1))。公共投資は、高水準を維持しつつも、年度末にかけては緩やかな減少傾向に転じた(図表 10(2))。

(図表 10) 住宅投資・公共投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公共投資



（雇用・所得環境は、着実な改善を続けた）

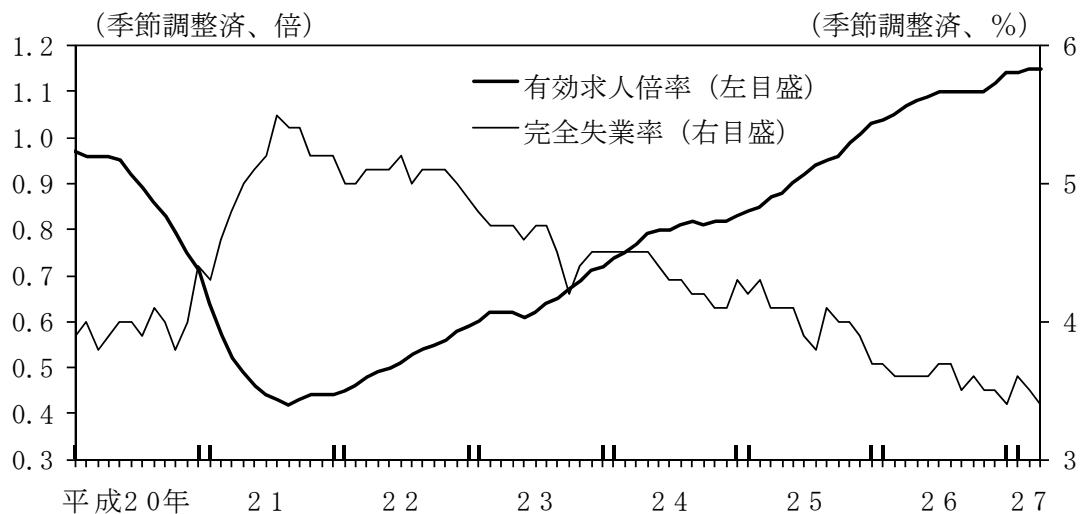
労働需給面をみると（図表 11(1)）、完全失業率は、振れを均してみれば緩やかな低下傾向を辿った。新規求人は、上期の経済活動を反映して夏場頃まで改善が一服していたが、秋口以降は振れを伴いつつ増加基調を辿り、そのもとで新規求人倍率、有効求人倍率の上昇基調も再び明確となった。雇用面についてみると（図表 11(2)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、0%台後半から1%程度で推移した。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は、プラス幅の緩やかな拡大傾向が続き、年明け後は2%程度と高めの伸びとなった。

賃金面では、一人当たり名目賃金の前年比をみると、パート比率上昇は引き続き押し下げ要因として作用したが、昨年春のベースアップの影響や冬季賞与のしっかりとした増加なども加わり、振れを伴いつつも緩やかに上昇した（図表 12）。

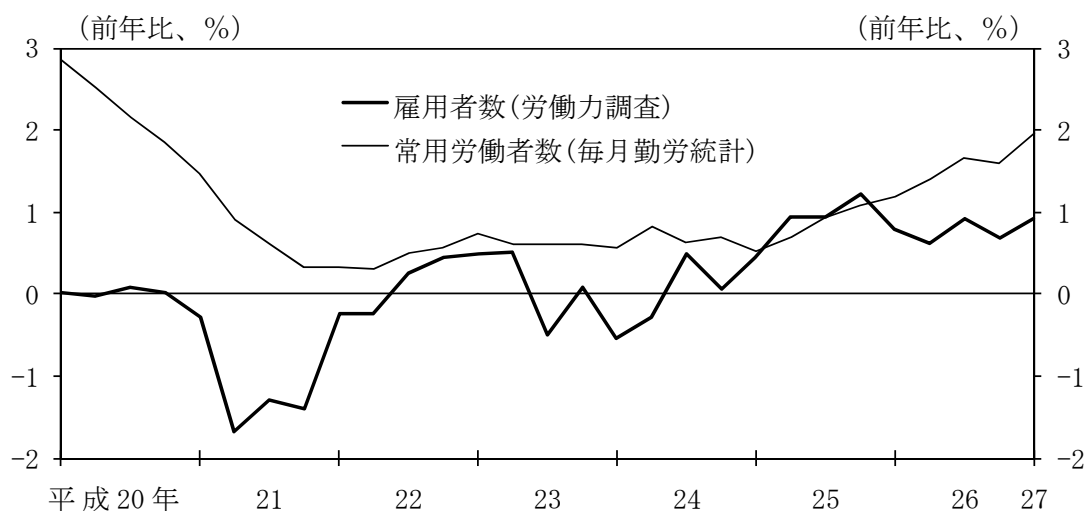
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は緩やかに増加した。

（図表 11）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

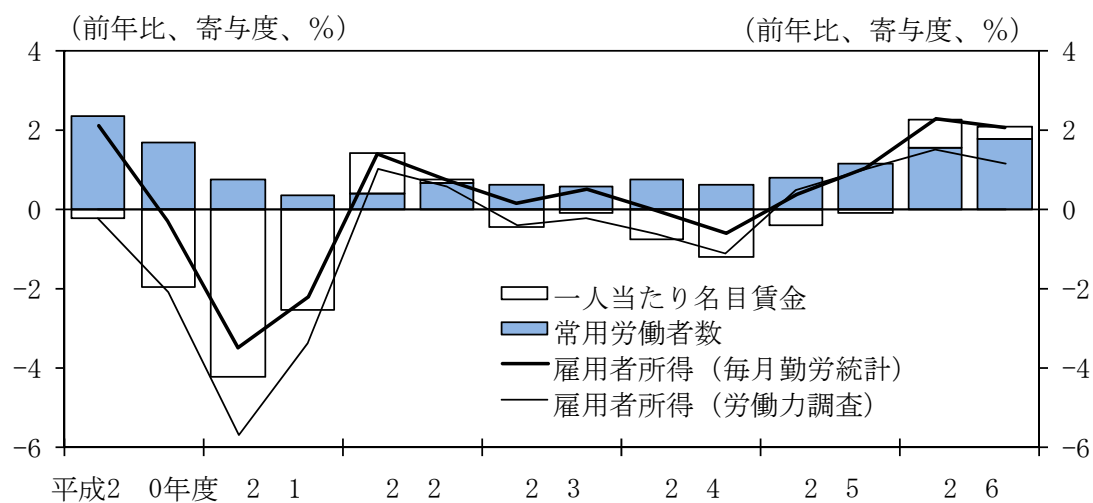


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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 12) 雇用者所得



(注) 雇用者所得(毎月勤労統計)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。雇用者所得(労働力調査)は、雇用者数(労働力調査)×一人当たり名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

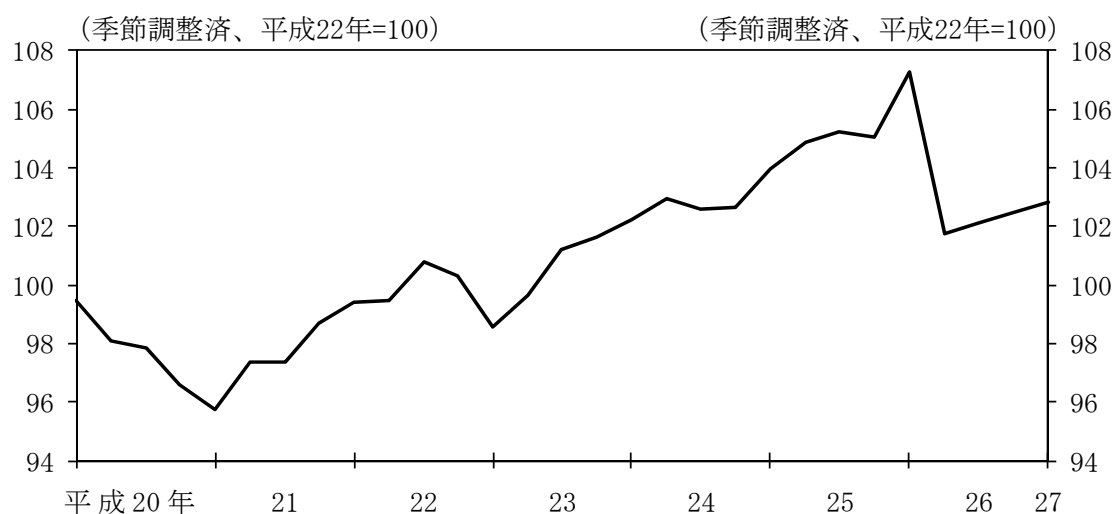
(個人消費は、一部で改善の動きに鈍さを残しつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した)

個人消費については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減が和らぐもとで、一部で改善の動きに鈍さを残しつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。GDPベースの実質個人消費は、10～12月は緩やかに持ち直し、1～3月も同程度の伸びを続けるなど、3四半期連続のプラスとなった(図表13(1))。財の消費動向を小売業販売額(実質)で見ると(図表13(2))、緩やかながらも持ち直し傾向を辿った。サービスの消費動向をみると(図表13(3))、旅行取扱額や外食産業売上高は、振れを均せば全体として底堅く推移した。

この間、消費者コンフィデンス関連指標は、年末頃にかけて慎重化したが、年明け以降は持ち直しが明確となった(図表14)。

(図表13) 個人消費

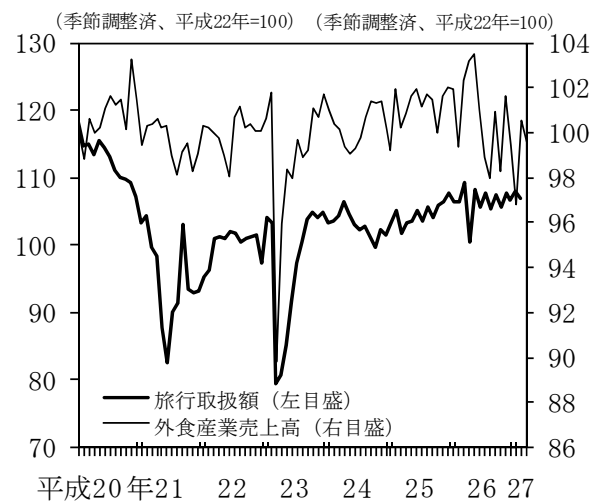
(1) 個人消費(実質、GDPベース)



(2) 小売業販売額 (実質)

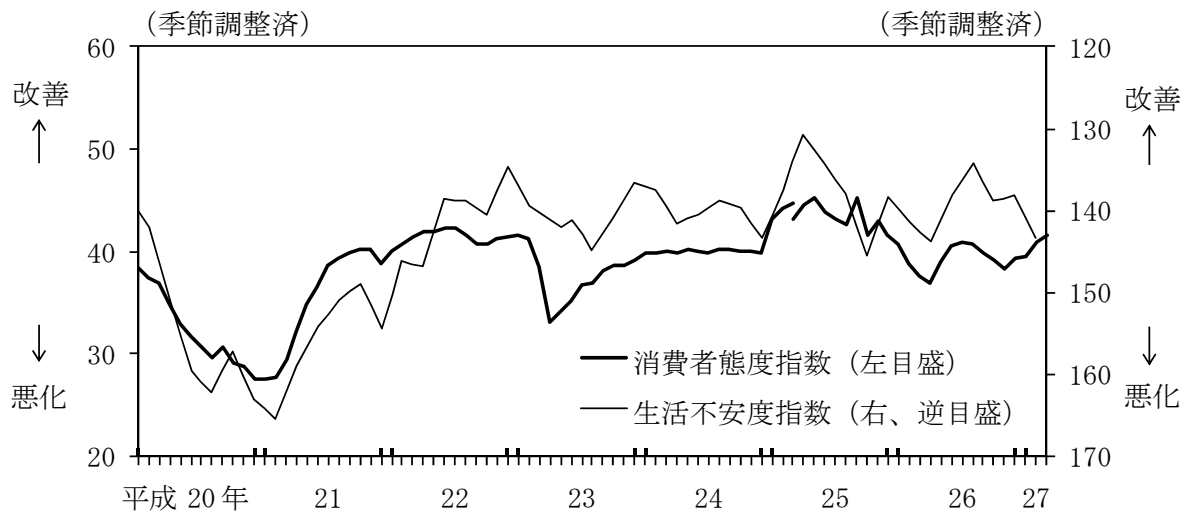


(3) サービス消費 (名目)



- (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) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。また、22/4月および26/4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。
 (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前年比で延長している。

(図表14) 消費者コンフィデンス



- (注1) 消費者態度指数 (調査客体<25/4月以降>: 全国・一般世帯 約5,700世帯)、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。
 (注2) 消費者態度指数は、25/4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、25/3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。なお、郵送調査ベースの25/3月の値は試験調査による参考値。

(2) 物価

物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると⁴、国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、下落した(図表16)。「為替・海外市況連動型」は、原油価格の下落を受けた石油製品(ガソリン、ナフサ等)の値下がりを中心に、大幅なマイナスが続いた。「素材(その他)」および「鉄鋼・建材関連」も、国際商品市況の下落に加え、アジアにおける需給の悪化の影響もあって、化学製品、鉄鋼、スクラップ類等を中心に下落が続いた。この間、「機械類」は、振れを均せば横ばい圏内の動きを続けた。

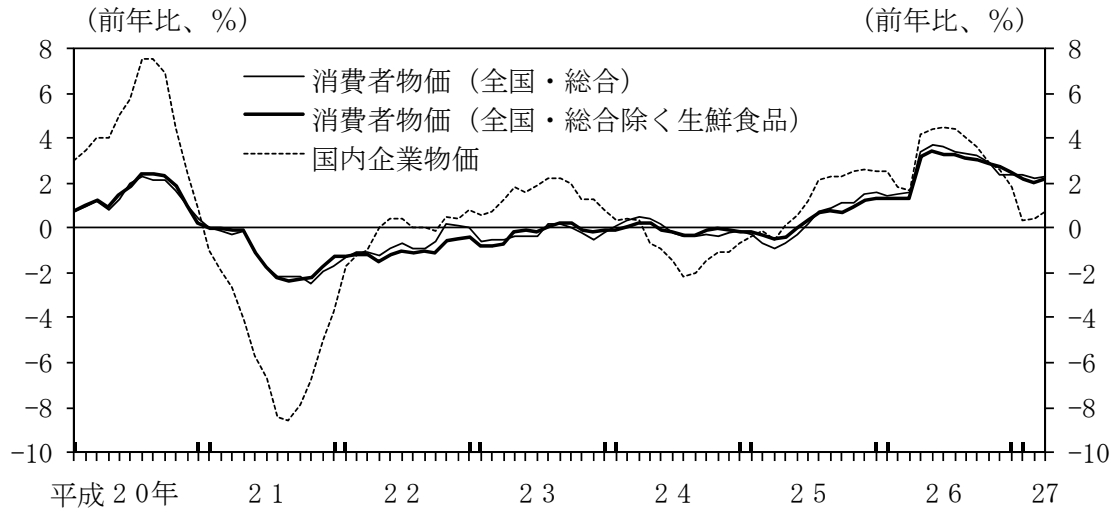
消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、エネルギー価格下落の影響を主因としてプラス幅を縮小し、年度末にかけてはゼロ%程度となった(図表17)⁵。内訳をみると、財は、原油安を反映して石油製品が下落幅を拡大したことを主因に、プラス幅が縮小し、1月以降はマイナスとなった。このほか、食料工業製品のプラス幅が若干縮小し、耐久消費財も弱めの動きとなった。一般サービスは、宿泊料がプラス基調で推移したほか、住居工事サービスがプラス幅を緩やかに拡大したものの、新料金プランを反映した携帯電話通信料の下落や、外食の一部における昨年春の値下げなどが前年比の下押しに作用し、全体では概ね横ばいで推移した。この間、家賃は、前年比のマイナス幅がごく緩やかながら縮小傾向を辿った。公共料金は、電気代が前年の反動や一部電力会社の再値上げなどの影響から前年比上昇率を高め、全体でもわずかに伸びが高まった。

この間、予想物価上昇率は(図表18)、やや長い目でみれば、全体として上昇したとみられる。

⁴ 物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみる際、国内企業物価については、消費税を除くベースの指数を公表しているため、この指数を利用している。消費者物価指数については、消費税率引き上げの直接的な影響を試算し、それを公表された前年比から差し引いている。この点、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して試算すると、+2.0%ポイント程度押し上げられる計算になる。なお、消費税を含むベースでみると(図表15)、昨年10月以降の国内企業物価の前年比はプラス幅を大きく縮小し、年度末にかけては0%台半ばとなった。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比はプラス幅を縮小し、年度末にかけては2%程度となった。

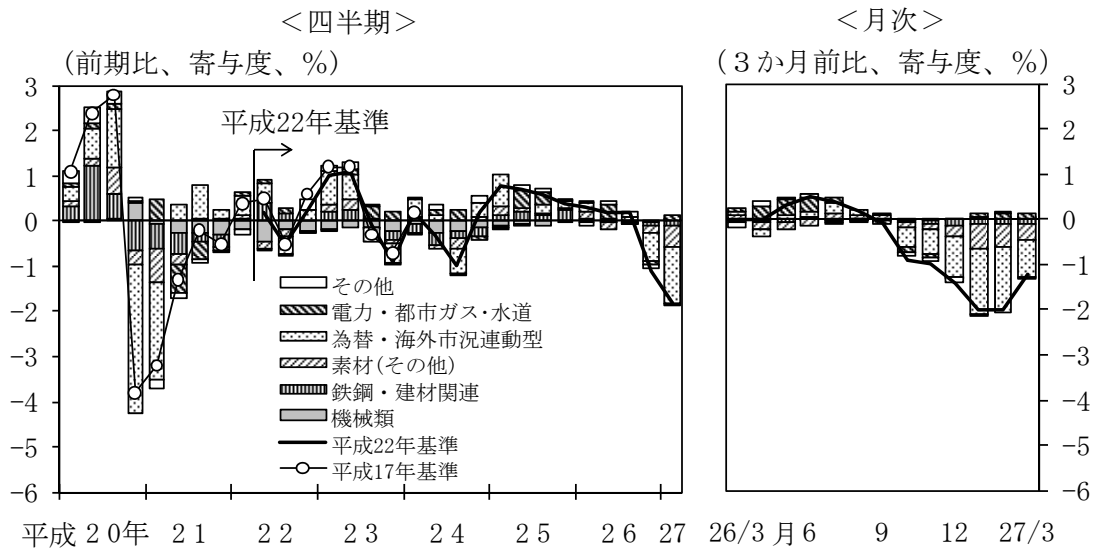
⁵ 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、ゼロ%台半ばで推移した。

(図表 15) 物価



(注) 22年以前の国内企業物価の前年比は、接続指数を用いて算出。

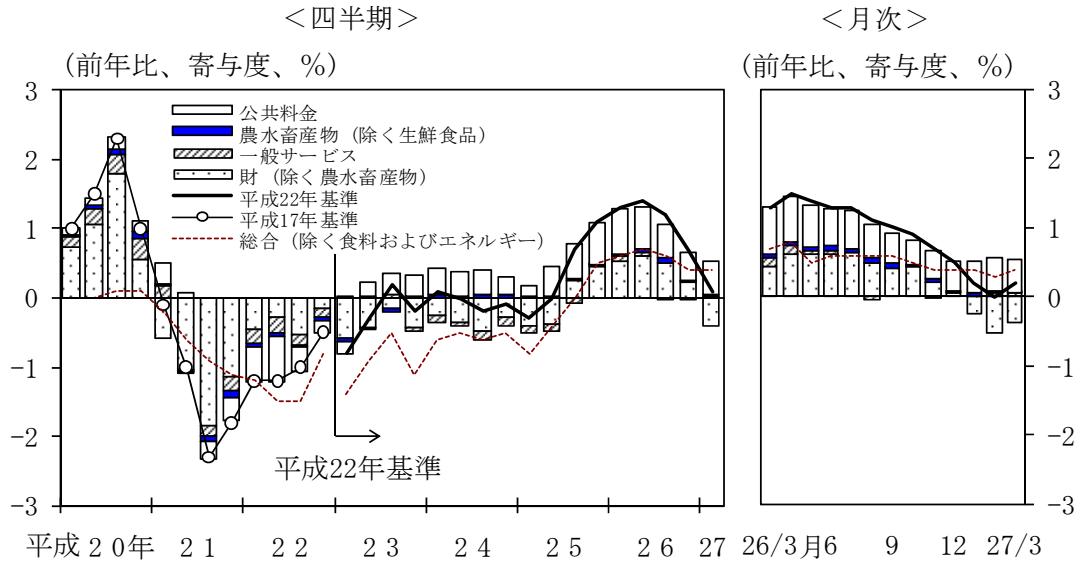
(図表 16) 国内企業物価



(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、はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器。

(注2) 26/4月以降は、消費税を除く計数を用いて消費税引き上げの直接的な影響を調整。

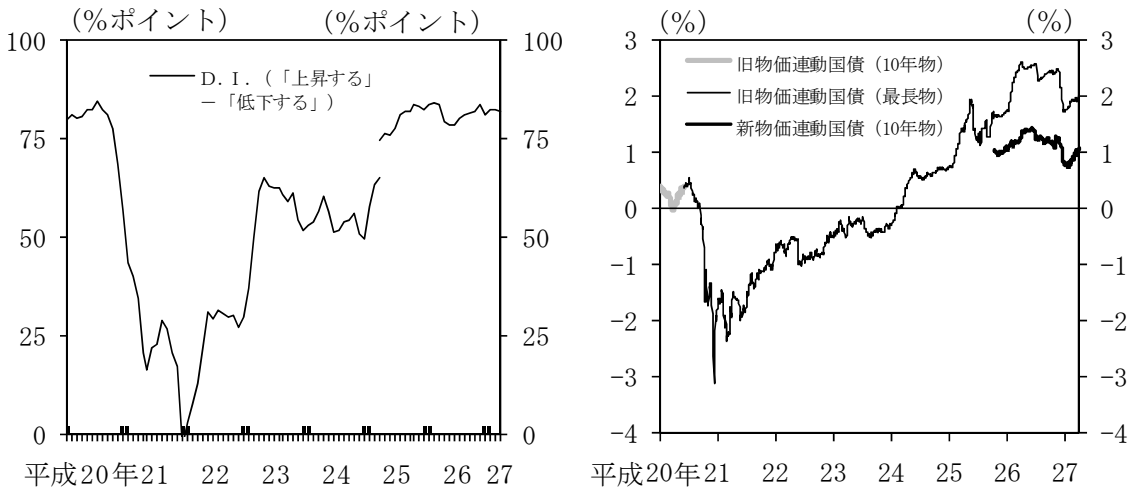
(図表 17) 消費者物価（除く生鮮食品）



- (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。
- (注 3) 26/4 月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値。

(図表 18) 予想物価上昇率

- (1) 家計の予想物価上昇率
(消費動向調査<総世帯>)
- (2) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債の B E I)



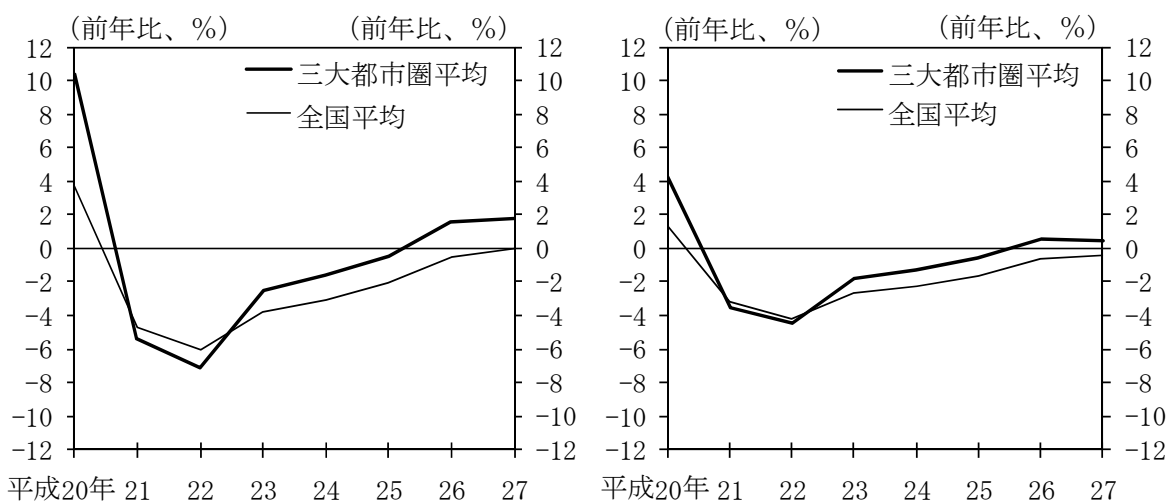
- (注 1) 消費動向調査では、各世帯が 1 年後の物価見通しを回答。25 年 4 月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。
- (注 2) B E I は、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、25 年 10 月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16 回債 (30 年 6 月償還の銘柄) の利回りをを用いて算出。

地価を公示地価で見ると（図表 19）、全国平均でみて、商業地は前年比ゼロまで改善し、住宅地では引き続き下落幅が縮小した。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均では、商業地、住宅地ともに、前年比で小幅のプラスが続いた。

（図表 19）地価公示

（1）商業地

（2）住宅地



（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

26年度下期の海外経済をみると、新興国の一部に緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復を続けた（図表20）。

(図表20) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		25年	26年	25年 第4四半期	26年 1	2	3	4	27年 1
米 国		2.2	2.4	3.5	-2.1	4.6	5.0	2.2	0.2
欧 州	ユーロエリア	-0.4	0.9	1.1	1.1	0.3	0.7	1.3	1.6
	英 国	1.7	2.8	1.6	3.6	3.4	2.5	2.5	1.2
新 興 国 ・ 地 域	中 国	7.7	7.4	7.6	7.4	7.5	7.3	7.3	7.0
	イ ン ド	6.4	7.2	6.4	6.7	6.5	8.2	7.5	-
	N I E s および A S E A N 4	4.2	4.0	4.2	4.1	4.0	4.0	3.9	-
	ブラジル	2.7	0.1	2.1	2.7	-1.2	-0.6	-0.2	-
	ロ シ ア	1.3	0.6	2.1	0.6	0.7	0.9	0.4	-1.9

(注) N I E s および A S E A N 4 は、IMF公表のGDPウェイト（26年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けた。輸出は増加基調を続けたが、期末にかけてドル高などの影響から、そのペースを鈍化させた。個人消費は、年明け後に天候要因もあって増勢を幾分鈍化させたが、雇用の堅調な増加や原油安の効果を背景に、下期を通じて概ね堅調に推移した。住宅投資は、ペースは引き続き緩やかながら、持ち直し基調を辿った。こうした堅調な家計支出は、内需関連の企業に着実に波及した。その一方で、原油安の影響が鉱業セクターに、また、ドル高の影響が多国籍企業の業績に徐々に及んだため、生産や設備投資は増加基調を続けつつも、そのペースは下期後半にかけて幾分鈍化した。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に低下し、年明け後はゼロ%近傍で推移した。一方で、食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、1%台後半で安定的に推移した。

金融政策面では、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0～0.25%の範囲に据え置いた。資産買入れプログラムについては、10月の会合において、段階的に減額してきた長期国債、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の買入れの終了を決定した。一方で、保有債券の償還分を再投資する政策は継続した。続く12月の会合では、先行きの政策金利について、「現時点での評価を踏まえ、委員会は、金融政策運営の正常化を開始するに当たって、忍耐強くなり得ると判断している」と、文言を変更した。また、3月の会合では「労働市場の更なる改善を確認し、インフレ率が2%という目標に中期的に戻るとの合理的な自信を得たときに、フェデラル・ファンド・レートにかかるターゲット・レンジの引き上げを行うことが適当になると予想している」と変更した。ただし、「このフォワード・ガイダンスの変更はターゲット・レンジの初回の引き上げ時期について、委員会が決定したことを示していない」と付言し、政策判断はあくまでも雇用や物価といった目的に照らして行う、との考え方を改めて示した。

ユーロエリア経済は、下期を通じ緩やかな回復を続ける中で、上期からのモメンタムの鈍化は、ユーロ安や原油安などを背景に解消した。個人消費は、雇用者報酬の増加基調が続く中で、原油安や株価の上昇が加わって、年明け以降、回復ペースに弾みがついた。輸出は、上期からの伸び悩みが続いた後、ユーロ安の効果などを背景に、緩やかに持ち直した。こうした内外需の回復を背景に、企業マインドも改善し、企業の生産活動や設備投資にも持ち直しの動きがみられた。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に低下し、マイナスとなった。エネルギー・非加工食品を除くコアベースの消費者物価の前年比はプラスが続いたが、その幅は幾分縮小した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、下期を通じて、政策金利（主要リファイナンス・オペにおける適用金利）を0.05%に据え置いた。この間、1月の会合において、加盟国の国債や政府機関債、国際機関債等を対象とする公的セクター資産買入れプログラム（P S P P）を、3月に開始することを決定した。P S P Pの購入額は、既存の証券化商品およびカバード・ボンドを対象とした資産買入れプログラムと合わせて月額600億ユーロとなった。実施期間については、少なくとも28年9月末まで続けるとした上で、「中長期的な物価安定の目標と統合的な物価上昇経路への持続的な調整がみられるまで継続する」とされた。

英国経済は、内需を中心に堅調な回復を続けたが、そのペースは期末にかけて幾分鈍化した。個人消費は、雇用情勢の改善が続くもとで堅調な推移を続けた。一方で、住宅投資は減速し、設備投資も鉱業関連を中心に回復ペースが鈍化した。

物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に低下し、年明け後はゼロ%近傍で推移した。金融政策面では、イングランド銀行は、政策金利を0.5%に据え置き、資産買取ファシリティの資金枠も3,750億ポンドに維持した。

新興国・地域をみると、中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力がかかり続ける中で成長モメンタムを幾分鈍化させつつも、外需の改善や景気下支え策の効果を背景に、総じて安定した成長を続けた。需要項目別にみると、輸出は上期からの欧米向けやアジア向けを中心とする増加基調が期中を通じ続いた。個人消費は良好な雇用・所得環境のもとで、安定した伸びが続いた。固定資産投資は公共投資が下支えしたものの、不動産市場での在庫調整や素材産業を中心とする製造業の過剰設備の調整圧力などを背景に、増加ペースの鈍化が続いた。こうした需要動向のもとで、生産は在庫調整の継続もあって、伸び率は緩やかな鈍化基調を辿った。物価面をみると、消費者物価の前年比は、エネルギー価格や食料品の下落などを背景に、ゼロ%台後半まで低下した。金融政策面では、上期中にみられたターゲットを絞った金融緩和策に続き、中国人民銀行は下期に入ると幾つかの追加緩和策を講じた。具体的には、11月に貸出基準金利と預金基準金利を1年物でそれぞれ0.4%ポイント、0.25%ポイント引き下げ、3月にもそれぞれ追加的に0.25%ポイント引き下げた。この間、2月には預金準備率を0.5%ポイント引き下げた。

中国以外の新興国・地域の経済についてみると、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられた一方で、ブラジルやロシアなどでは、引き続き景気が停滞したため、全体として成長に勢いを欠く状態が続いた。このうち、NIEs・ASEAN諸国・地域の経済をみると、NIEsでは、輸出の増加ペースは鈍化したものの、原油安や金融緩和の効果などから内需が持ち直し傾向を続けるもとで、景気には上向きの動きが続いた。他方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いたものの、個人消費については、原油安などの効果がマインド面に好影響をもたらしつつも、改善の動きはなお緩慢なものにとどまったことから、成長モメンタムは鈍化した状態が続いた。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景としたマインドの改善基調が続くもとで、持ち直した。物価面をみると、多くの国・地域でエネルギー価格の下落を主因にインフレ率が低下し、台湾、タイ、シンガポールなどでは、総合ベースの消費者物価の前年比がマイナスとなった。他方、ブラジルやロシアなどでは、インフレ率の上昇が続いた。

中国以外の新興国・地域の金融政策面では、国・地域毎に区々の動きとなった。すなわち、韓国、タイ、インドネシア、インドなどでは、インフレ率がエネルギー

価格の下落を主因に低下したことを受けて、景気への配慮から利下げが進められた。他方、ブラジルやロシアなどでは、通貨安などに伴うインフレ率の上昇や資本の流出を抑制する観点などから、政策金利を引き上げる動きがみられた。ただし、ロシアは、景気への配慮から、年明け後は2度にわたり利下げを行った。

2. 金融面の動向

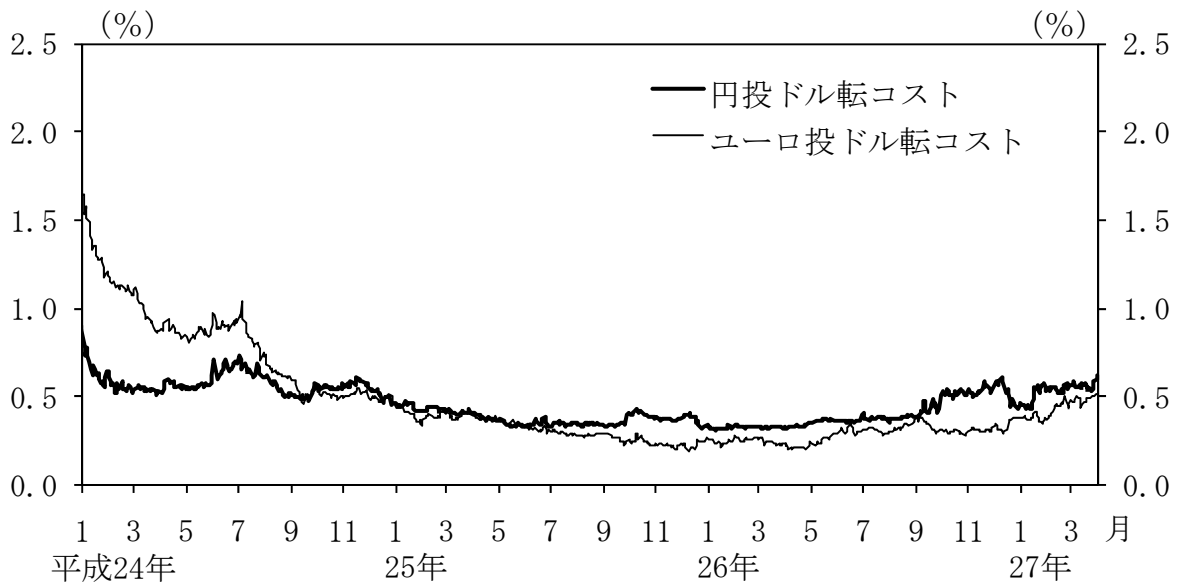
(1) 国際金融資本市場

平成 26 年度下期の国際金融資本市場の動向を特徴付けた点を整理すると、第 1 は、原油価格の大幅な下落である。そのことが、世界経済の先行きへの不透明感に結びつく中で、長期金利の低下要因として働いたほか、上期は低水準にあったボラティリティが幾分上昇した。第 2 は、各国・地域での金融政策の方向性の差異である。米国が金融政策の正常化に向けた取り組みを開始する一方で、ユーロエリアでは追加緩和措置が講じられたほか、新興国でも原油安に伴うインフレ率の低下を受けて、金融緩和を進める国が徐々に目立った。第 3 は、金融政策の方向性や景況感の差を主因に、米ドルが他通貨に対し上昇したことである。ドル高は多国籍企業を中心に米国株価の上値を抑える要因として働いた一方で、通貨安の進んだ国・地域では、輸出企業を中心に株価が上昇した。

主要国について短期金融市場からみると、米国のフェデラル・ファンド・レートは、米国連邦準備制度の誘導目標レンジ (0~0.25%) 内で、安定的に推移した。また、ターム物金利も幾分水準を切り上げつつも概ね安定的な動きとなった。ユーロエリアに目を転じると、インターバンクの翌日物金利は、月末を除きほぼマイナスとなった。また、ターム物金利は、欧州中央銀行による追加の金融緩和措置もあって低下基調を辿り、1 か月物ではマイナスとなった。為替スワップ市場でのドル転コストは⁶、対ユーロ、対円ともに、小幅に上昇する局面もみられたが、総じて低い水準での動きが続いた (図表 21)。この間、クレジット市場の動きを米国社債の対国債スプレッドでみると、投資適格債が概ね横ばいとなった一方、低格付け物 (ハイ・イールド債) については、原油価格の大幅な下落を受けて、エネルギー関連企業の社債を中心に拡大した。

⁶ 例えば、対円でのドル転コストとは、円をドルに一定期間交換する為替スワップ取引 (円投ドル転) に要するコスト。実質的には、円を担保に米ドルを調達した場合の金利と考えることができる。

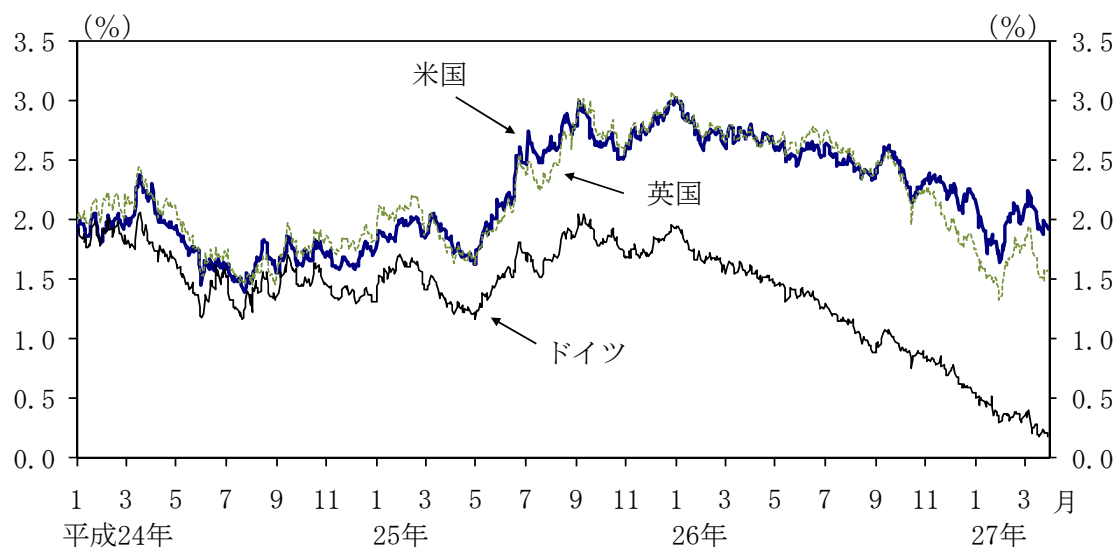
(図表21) ドル転コスト (3か月物)



(注) ここでの円投ドル転コストは、円LIBORで調達した円を、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。ユーロ投ドル転コストは、ユーロLIBORで調達したユーロを、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。

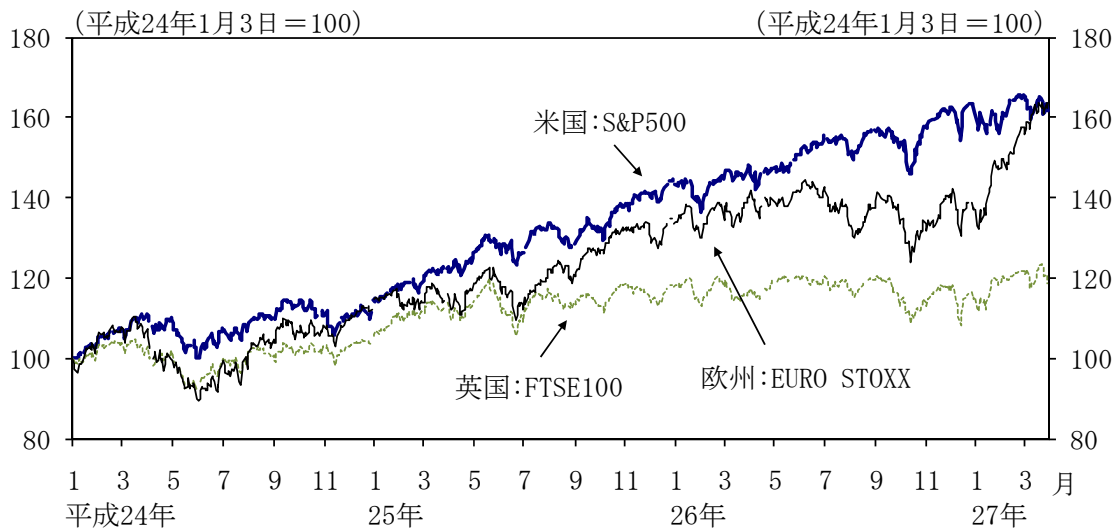
長期金利（国債10年物利回り）は（図表22）、振れを均してみれば、主要国何れも低下基調を辿った。米国の長期金利は、米国連邦準備制度の金融政策運営の正常化が意識される局面もみられたが、1月末にかけて地政学リスクや原油価格の大幅な下落を受けて、低下ペースをやや速めた。もともと、期末にかけては、堅調な雇用情勢を示す経済指標や原油価格の落ち着きなどを受けて、幾分水準を切り上げた。英国の長期金利は、米国金利とほぼ同様の動きとなった。他方、ドイツの長期金利は、一貫して低下基調を辿った。年明け以降のドイツと米国や英国の長期金利の方向性の違いには、ギリシャ情勢などを受けた安全資産需要に加え、欧州中央銀行による公的セクター資産買入れプログラム（PSPP）も影響した。この間、ギリシャの長期金利は幾分上昇した。ただし、その水準は、債務問題が強く意識された24年度上期にかけての頃に比べれば低水準にとどまった。なお、イタリアやスペイン、ポルトガル等の周縁国市場への影響は限定的にとどまり、それらの国の長期金利は、期中を通じて緩やかな低下基調を辿った。

(図表 22) 米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）



主要先進国の株価動向をみると（図表 23）、米国株（S & P 500）は、緩やかな上昇基調を辿り、下期中に最高値を更新した。内需を中心とした景気のしっかりとした回復や、緩和的な金融環境が株価の上昇要因となった。もともと、年明け後は、ドル高や原油安を受けて多国籍企業やエネルギー関連企業の業績が懸念されたほか、米国の金融政策運営の正常化なども意識される中で、期末にかけて幾分水準を切り下げた。他方、欧州株価（EURO STOXX）は、景気回復のモメンタム鈍化を示す経済指標やギリシャ情勢への懸念などから、年末にかけて軟化する局面がみられた。もともと、年明け後は、欧州中央銀行の追加金融緩和や経済情勢の好転を示す経済指標が続いたことから、急ピッチで上昇した。この間、英国株価（FTSE 100）は、概ね米国株と同様の展開を辿り、一時、最高値を更新した。

(図表23) 米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、通貨は米国の金融政策運営の正常化が意識される中で、グローバルな投資資金の緩やかな流出が続いたことから、総じて下落基調を辿った。幾つかの新興国が金融緩和措置を講じたことも影響した。また、原油価格の大幅な下落や政治情勢、地政学リスクなどが意識されたことで、通貨が大きく下落する国もみられた。株価は、投資家のリスクテイク姿勢が慎重化する中で、年末にかけて下落した。もっとも、年明け以降は、原油価格が下げ止まり安定化したほか、インフレ率の低下を受けて金融緩和を進める国が多くみられたこともあって、緩やかに上昇した。この間、景気動向や構造改革への取り組み姿勢などの差異を反映する形で、国・地域毎の市場動向には引き続きばらつきが残った。

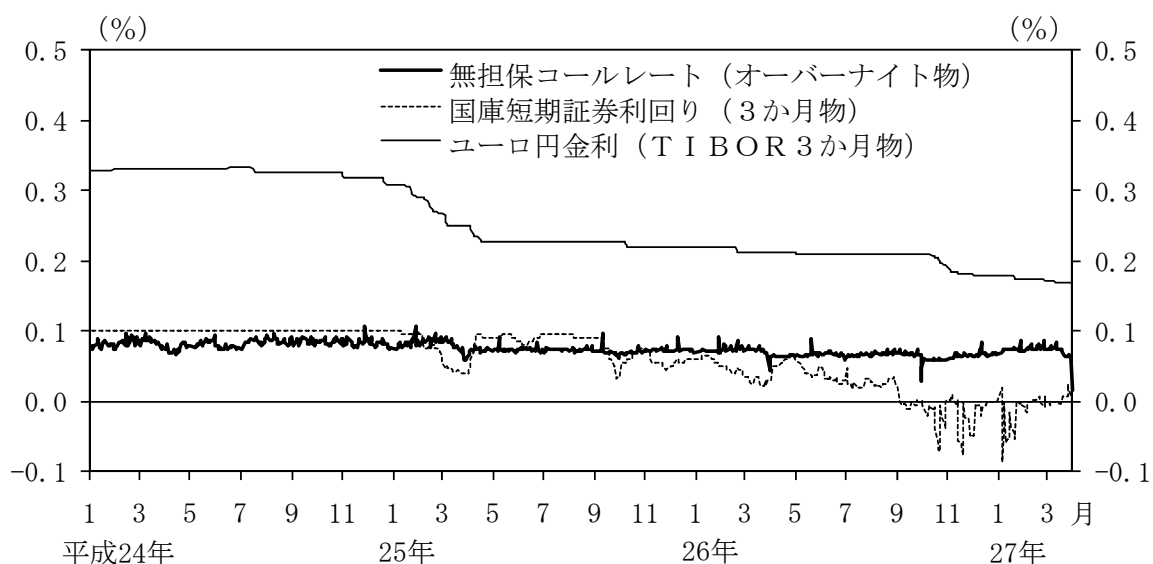
国際商品市況をみると、需給軟化を背景にエネルギーや非鉄金属を中心に、総じて軟調な展開を辿った。個別市場をみると、原油（WTI）は、世界経済の先行きへの不透明感が需要の鈍化を意識させたほか、供給面でも北米でのシェールオイルの増産や11月のOPEC総会での減産合意の見送りなどを受けて増勢が続くとの思惑から、年末にかけて大幅に下落した。年明け後は、先行きの減産や緩やかな需要の回復見込みから、幾分水準を切り上げた。非鉄金属は、中国の緩やかな成長鈍化を背景に軟調に推移した。農産物は、作況見通しの悪化から年末にかけて上昇した後、主要穀物の豊作による供給増や世界的な需要低下観測などを背景に下落した。金は、安全資産需要を背景に上昇する場面もみられたが、均してみれば横ばい圏内の動きとなった。

(2) 短期金融市場

26年度下期のわが国の短期金融市場の動向をみると、長めのターム物を含めて、金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表24）⁷、期中を通じて0.1%を下回る水準で横ばい圏内で推移した。ターム物金利をみると⁸、国庫短期証券利回り（3か月物）は、10月から1月ごろにかけて、マイナス幅がやや拡大する場面もみられたが、その後は、概ねゼロ近傍で推移した。ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、幾分低下した。

(図表 24) 短期金融市場金利

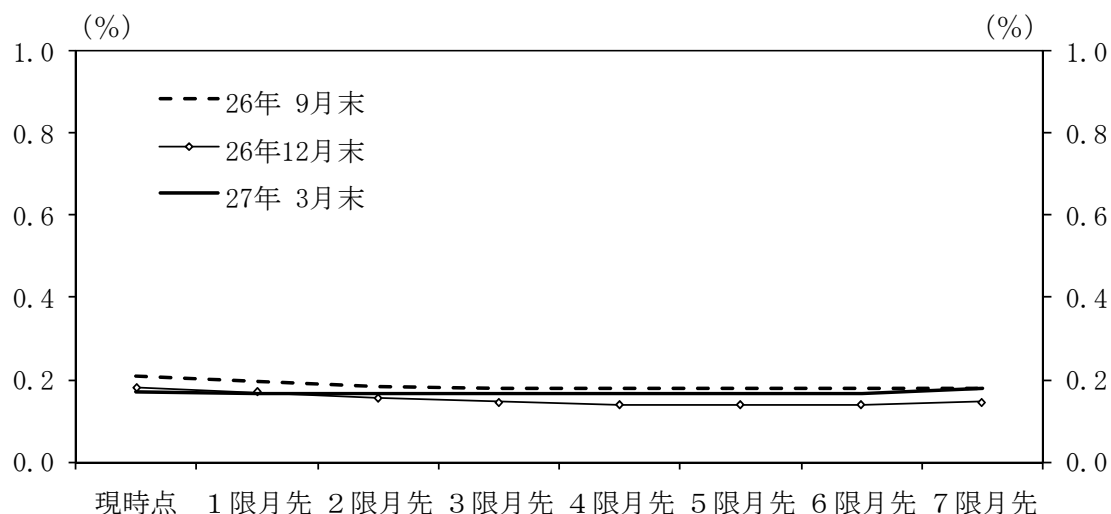


⁷ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

⁸ 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。

ユーロ円金利先物レートは（図表 25）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む動きとなった。

（図表 25）ユーロ円金利先物レート

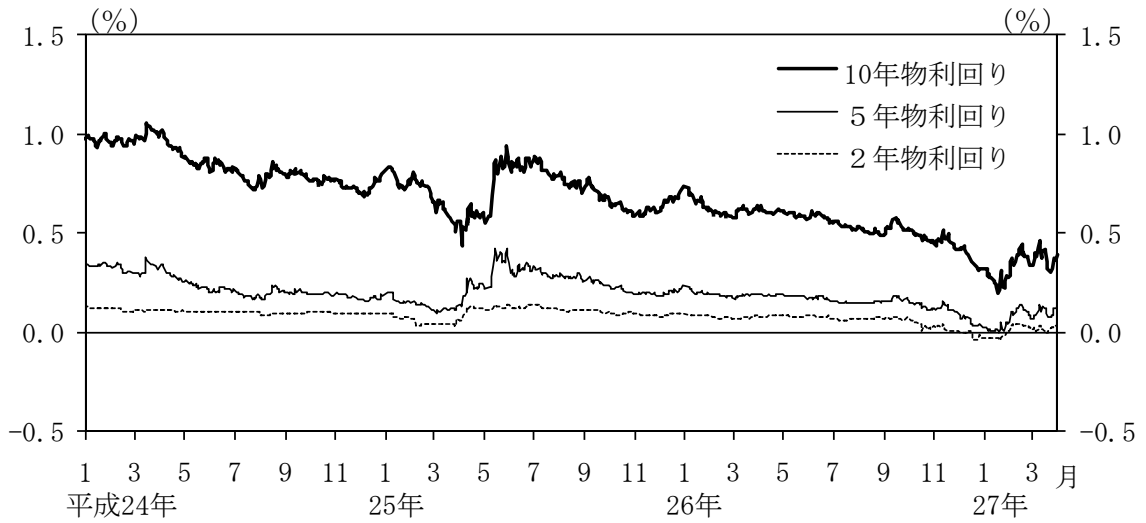


（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、27年3月末時点（太い実線）における1限月先（27年6月央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.165%、2限月先（27年9月央時点）が0.165%、3限月先（27年12月央時点）が0.165%であったことを表している。

（3）債券市場

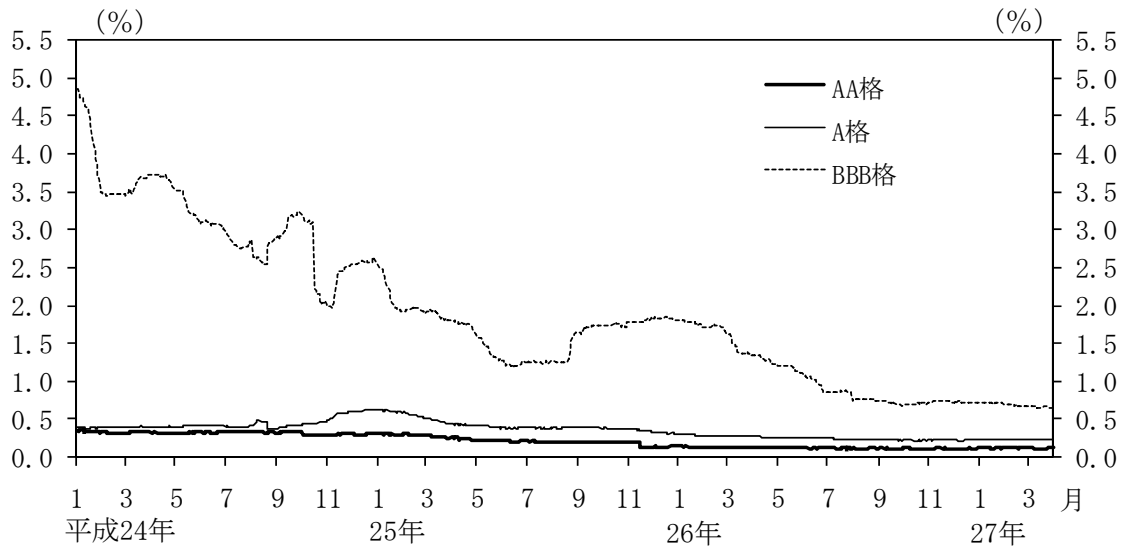
26年度下期の債券市場の動向をみると（図表 26）、長期国債（10年債）の流通利回りは、日本銀行が「量的・質的金融緩和」による国債買入れを進めるもと、引き続き低い水準で推移した。やや仔細にみると、下期入り後、日本銀行による10月末の「量的・質的金融緩和」の拡大や、米欧長期金利の低下などを受けて低下傾向を辿り、1月中旬にはいったん0.2%前後まで低下した。その後は、原油価格の反発や米国長期金利の上昇などを受けて調整し、3月末には0.4%前後となった。

(図表 26) 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 27）、低水準で横ばい圏内の動きとなった。

(図表 27) 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

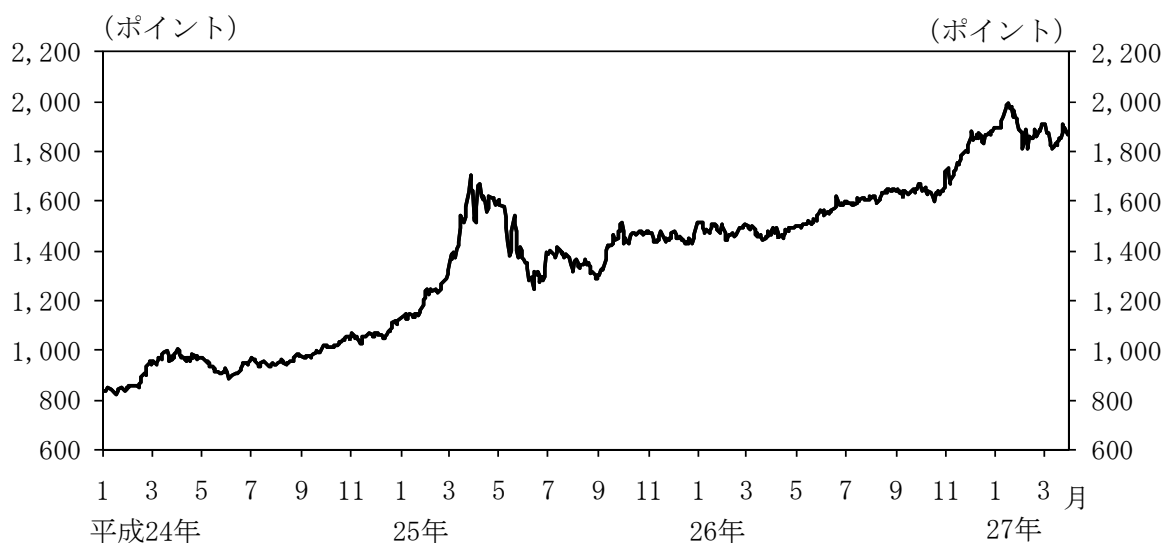
26年度下期の株式市場の動向をみると（図表28）、日経平均株価は、10月には海外経済に対する慎重な見方などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり下落する場面がみられたものの、その後は、10月末の日本銀行の「量的・質的金融緩和」の拡大や、堅調な企業業績、為替の円安ドル高方向の動きなどを受けて上昇し、3月末は19千円台前半で推移した。

(図表28) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表29）、不動産市場のファンダメンタルズへの改善期待を受けて、堅調に推移した。もともと、本年入り後は、長期金利の調整などを契機とした利益確定の売りから、幾分弱含んでいる。

(図表 29) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

26年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表30)、円の対ドル相場は、10月末以降は、日本銀行による「量的・質的金融緩和」の拡大を受けて、日米金融政策の方向性の違いが意識されたことなどから、円安ドル高方向の動きとなり、3月末には120円前後となった。

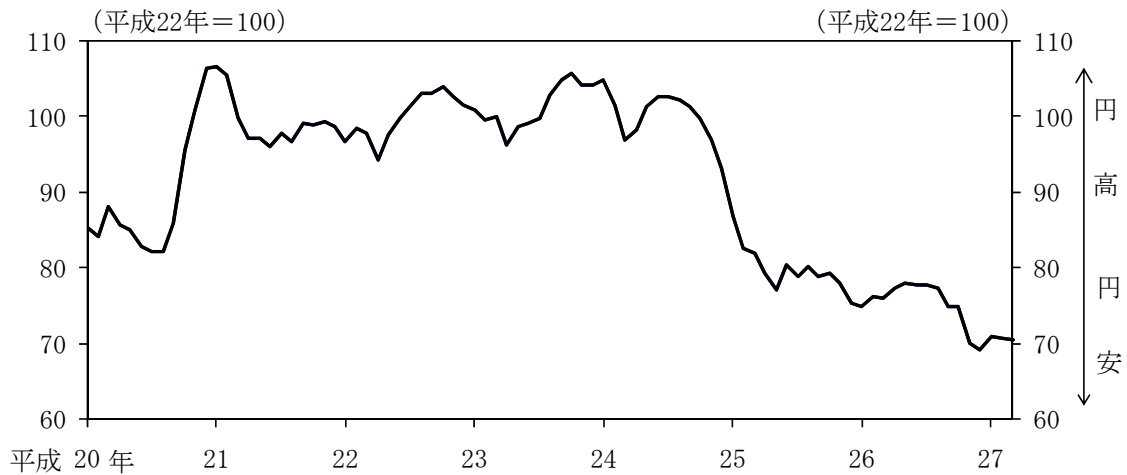
こうした中、円の対ユーロ相場は、10月末の日本銀行の「量的・質的金融緩和」の拡大を受けて、いったんは円安ユーロ高方向の動きとなったものの、その後は、欧州中央銀行による追加金融緩和を受けて、円高ユーロ安方向の動きとなり、3月末には129円台となった。

(図表 30) 円の対ドル、対ユーロレート



こうした為替相場動向を受けて、円の実質実効為替レートは（図表 31）⁹、11月にやや大きめに円安方向の動きとなったあと、横ばい圏内で推移している。

(図表 31) 円の実質実効為替レート

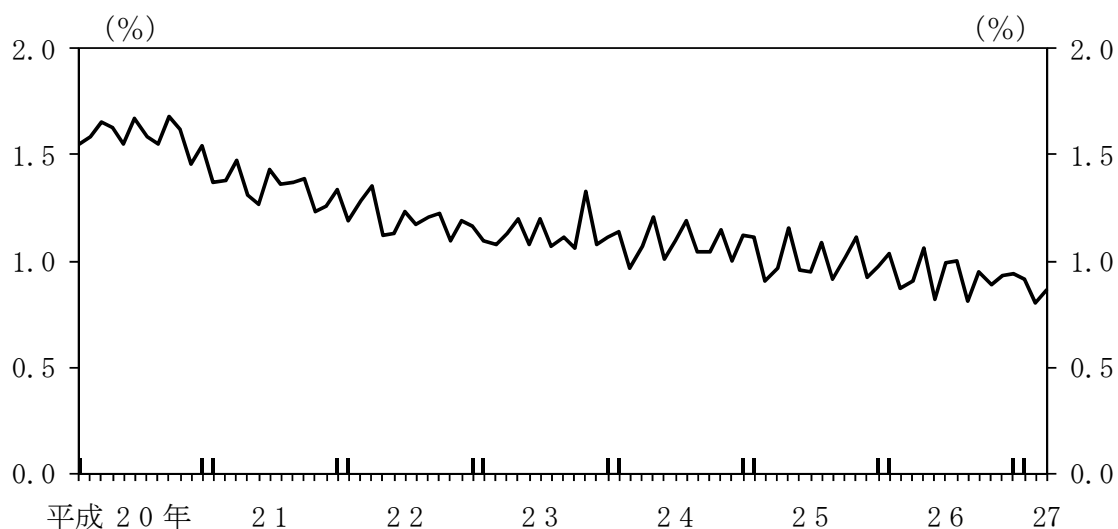


⁹ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

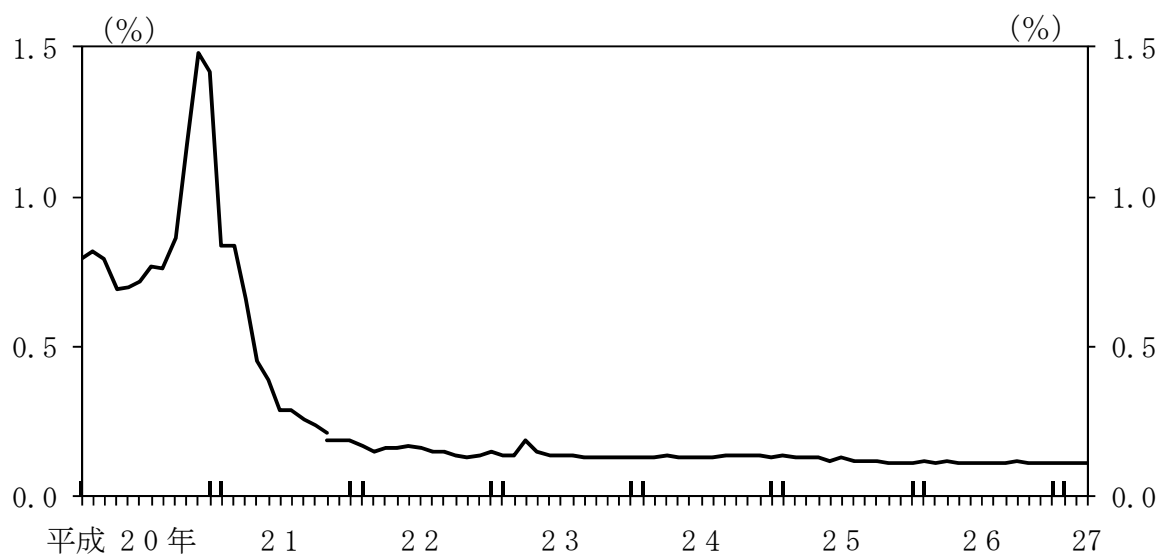
26年度下期の貸出金利をみると（図表32）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、低い水準で推移した。

（図表32）貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CP・社債の発行金利も（図表33）、低い水準で推移した。

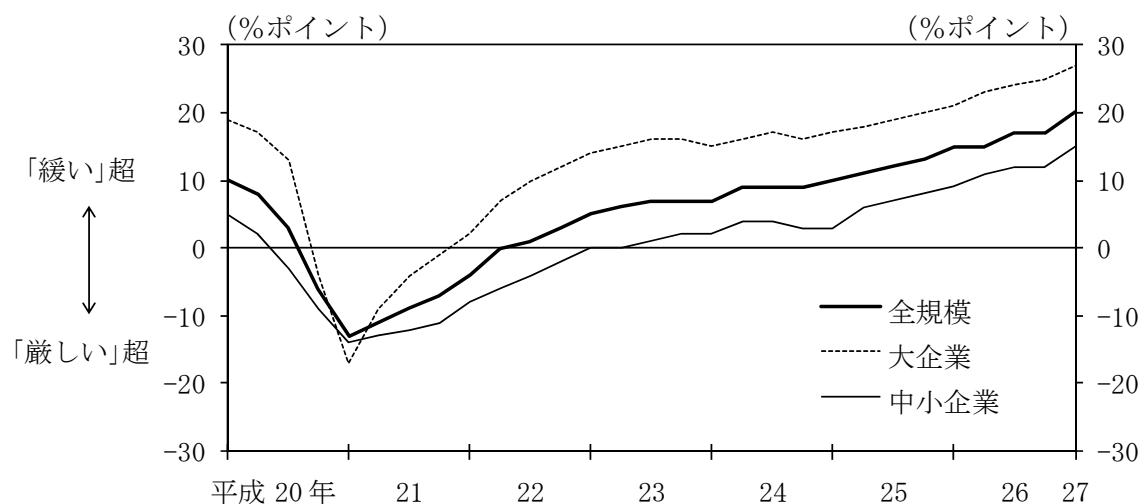
（図表33）CP発行金利（3か月物）



（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CP）の平均。

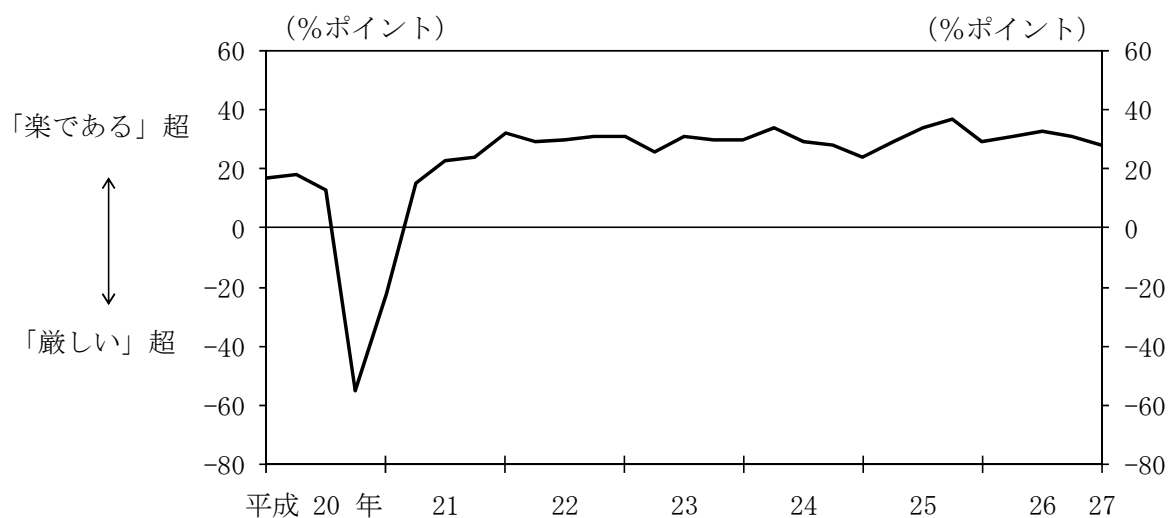
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 34）、改善傾向が続いた。C P・社債市場では（図表 35）、良好な発行環境が続いた。

（図表 34）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）



（注）全産業ベース（図表 38 も同様）。

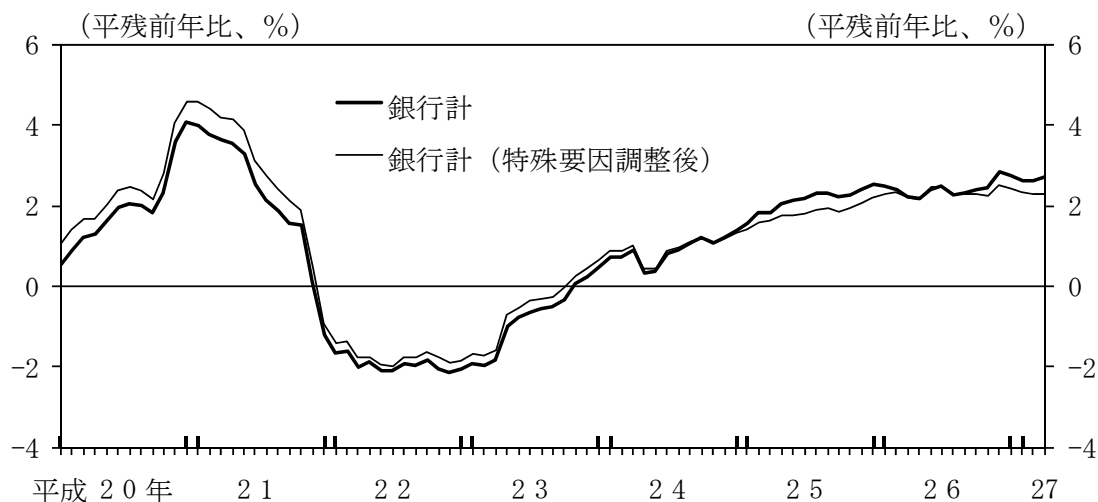
（図表 35）C Pの発行環境判断D. I.（短観、発行企業ベース）



（注）全産業・大企業ベース。26年3月以降、「C Pの発行環境」の判断は、大企業のうち、調査時点で、過去2年間にC P残高がある場合、または、C P発行を検討している場合のみ回答。それ以前は、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「C P残高」が一度でも存在したことがある大企業のみを集計したもの。

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加した。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 36）¹⁰、2%台半ばから後半のプラスで推移した。一方、社債発行残高の前年比は、マイナスで推移した（図表 37（1））。また、CP発行残高の前年比は、プラスで推移した（図表 37（2））。

（図表 36）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

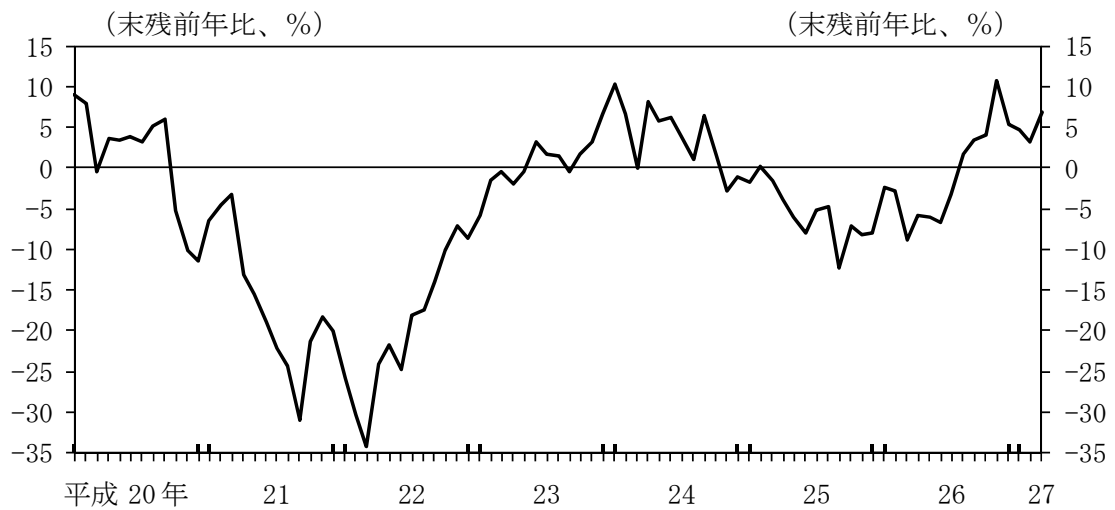
（図表 37）資本市場調達

（1）社債発行残高



¹⁰ 都市銀行等、地方銀行、第二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）。

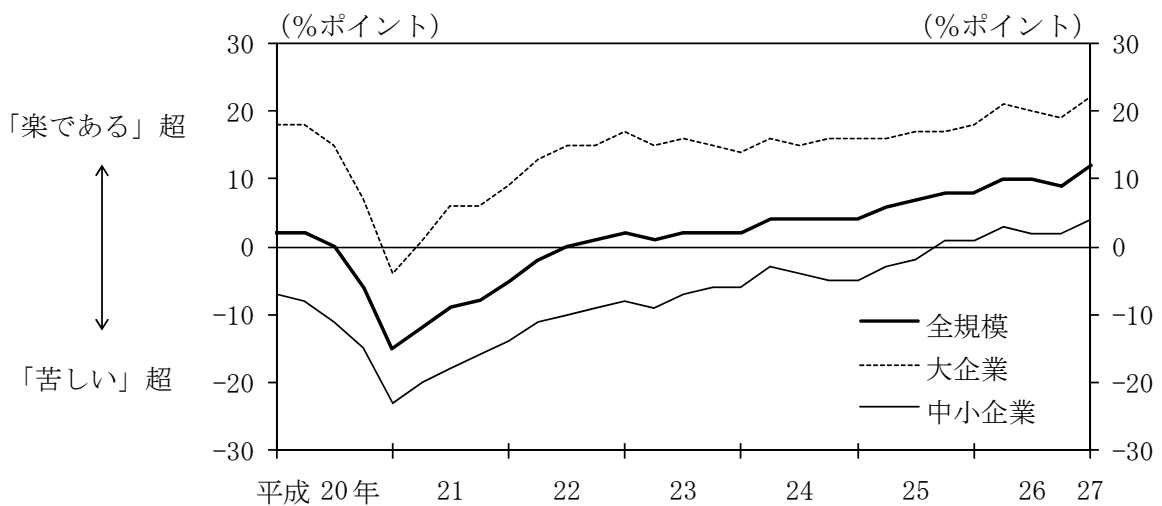
(2) CP発行残高



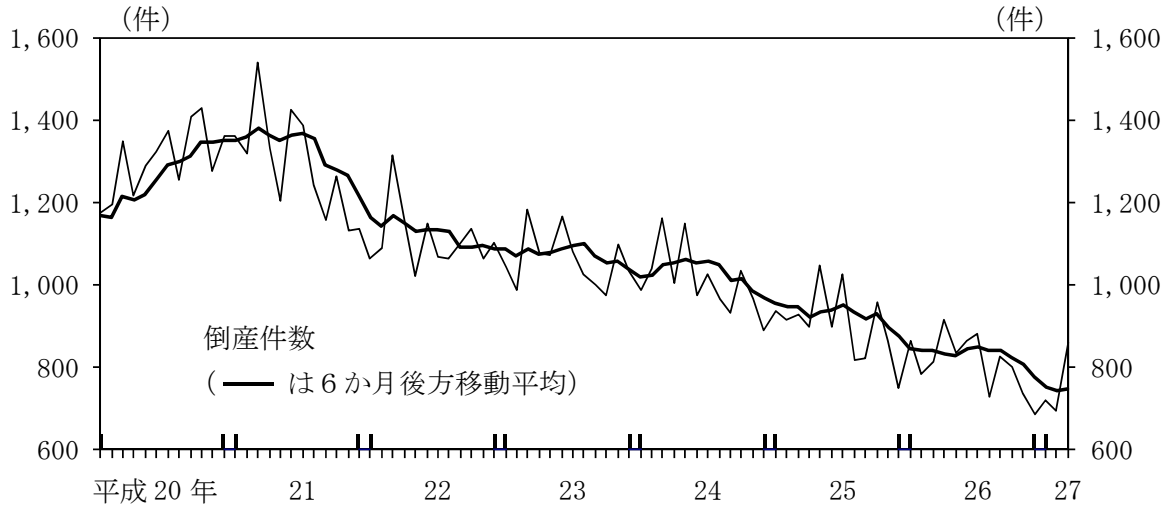
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

企業の資金繰りは（図表 38）、良好であった。企業倒産件数は（図表 39）、低水準で推移した。

(図表 38) 企業の資金繰り判断D. I. (短観)



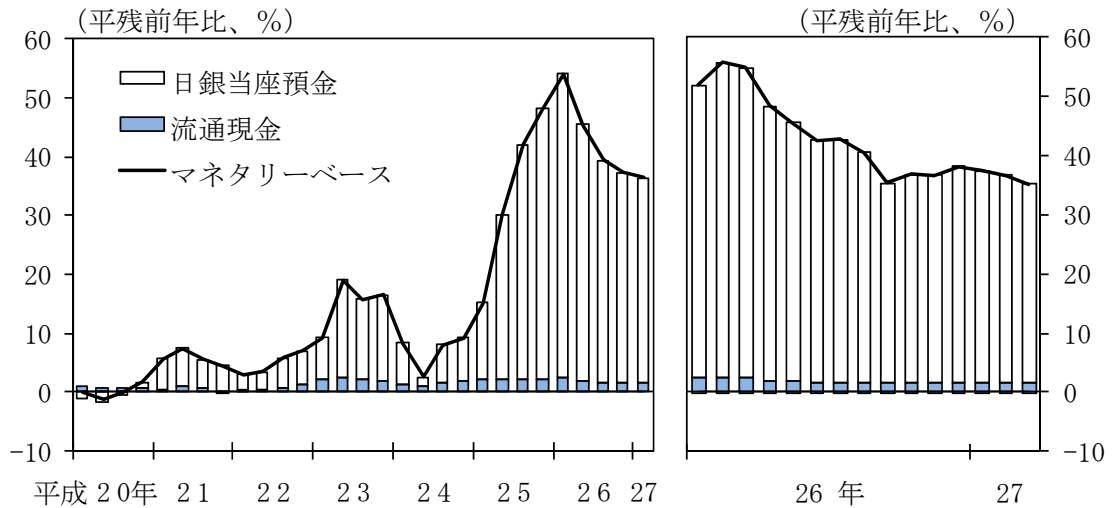
(図表 39) 企業倒産



(7) 量的金融指標

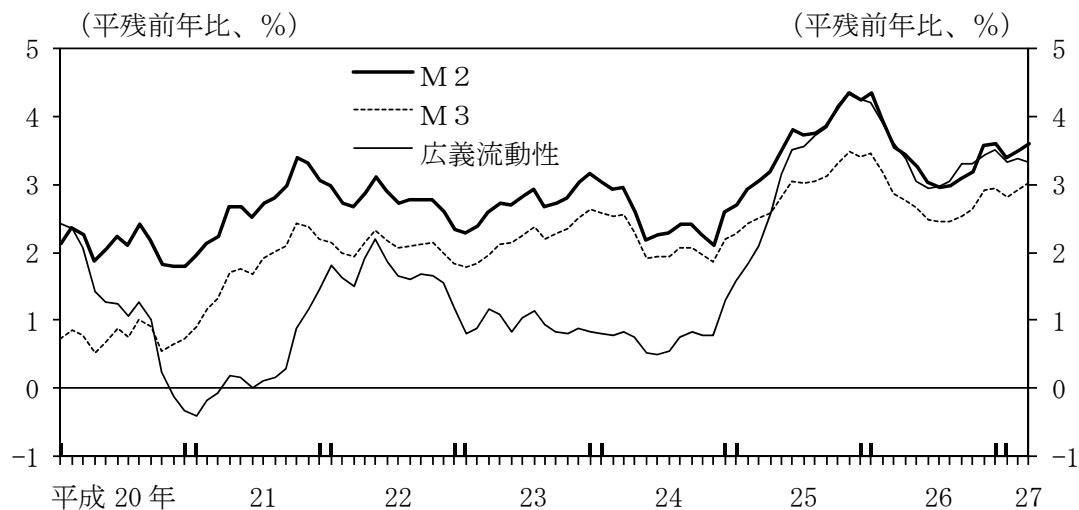
26年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表 40）、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は3割台半ばから後半で推移した。

(図表 40) 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41）、前年比3%台前半から半ばの伸びで推移した。この間、M2よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性の前年比も、3%台前半から半ばで推移した。

（図表41）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）。対象金融機関にゆうちょ銀行等は含まない。なお、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。

Ⅱ. 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26年10月から27年3月までの間、計7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	黒田東彦	（総裁）
	岩田規久男	（副総裁）
	中曾 宏	（副総裁）
	宮尾龍蔵	（審議委員）
	森本宜久	（審議委員）
	白井さゆり	（審議委員）
	石田浩二	（審議委員）
	佐藤健裕	（審議委員）
	木内登英	（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、26年度下期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、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)

政策委員会では、平成26年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、26年10月6、7日および31日の会合では、景気の現状について、わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けていると判断した。先行きについて、10月6、7日の会合では、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいくとみられるとの見方を示した。11月の会合では、現状について、わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復を続けていると判断し、先行きについては、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に収束に向かっていくとみられるとの見方を示した。12月および27年1月の会合では、現状について、わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいると判断し、先行きについては、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとみられるとの見方を示した。2月および3月の会合では、現状について、わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けていると判断し、先行きについては、緩やかな回復基調を続けていくとみられるとの見方を示した(図表42)。

物価の現状について、10月の会合では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっていると判断し、先行きについて、10月6、7日の会合では、暫くの間、1%台前半で推移するとみられるとの見方を示した。11月および12月の会合では、現状について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%程度となっていると判断し、先行きについては、当面現状程度のプラス幅で推移するとみられるとの見方を示した。1月の会合では、現状について、消費税率引き上げ

の直接的な影響を除いたベースでみて、0%台後半となっていると判断し、2月の会合では、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台半ばとなっていると判断した。先行きについて、1月と2月の会合では、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられるとの見方を示した。3月の会合では、現状について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台前半となっていると判断し、先行きについては、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、10月の会合では、全体として上昇しているとみられると判断した。11月から3月の会合では、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられると判断した。

(図表 42) 政策委員会の経済情勢についての判断

26年10月 7日	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。
10月31日	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。
11月	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復を続けている。
12月	わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる。
27年 1月	わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる。
2月	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。
3月	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、10月6、7日の会合において、25年4月の「量的・質的金融緩和」の導入時に決定した、以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針を継続することとした(図表43)。

(金融市場調節方針)

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

(資産の買入れ方針)

- ① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

10月31日の会合では、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断した。

(1) マネタリーベース増加額の拡大

マネタリーベースが、年間約80兆円(約10～20兆円追加)に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(2) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円(約30兆円追加)に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する(最大3年程度延長)。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円(3倍増)、年間約900億円(3倍増)に相当するペースで増加するよ

う買入れを行う。新たに J P X 日経 400 に連動する E T F を買入れの対象に加える¹¹。

その後の各会合では、上記の金融市場調節方針を決定し、資産の買入れ方針を継続した。

先行きの金融政策運営について、26年度下期のすべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ことを確認した。

1月の会合では、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、①期限を1年間延長する、②「成長基盤強化を支援するための資金供給」（本則）の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げる、③「貸出増加を支援するための資金供給」および「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入することを決定した。これに基づき、3月の会合では、「系統中央機関の会員である金融機関による成長基盤強化を支援するための資金供給および貸出増加を支援するための資金供給の利用に関する特則」の制定等を決定した。

¹¹ C P 等、社債等については、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する（従来通り）。

(図表 43) 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
<p>< 「量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>26年10月7日</p>	<p>25年4月に導入した「量的・質的金融緩和」のもとで、以下のとおり金融市場調節方針を決定し、資産の買入れ方針を継続するとともに、「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。</p> <p>(金融市場調節方針)^(注1) マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。</p> <p>(資産の買入れ方針)</p> <p>① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。</p> <p>② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p> <p>(「量的・質的金融緩和」の継続方針) 2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。</p>
<p>10月31日</p>	<p>これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。</p> <p>(金融市場調節方針)^(注2) マネタリーベースが、年間約80兆円(約10～20兆円追加)に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。</p> <p>(資産の買入れ方針)</p> <p>① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円(約30兆円追加)に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する(最大3年程度延長)。</p> <p>② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円(3倍増)、年間約900億円(3倍増)に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える^(注3)。</p> <p>(「量的・質的金融緩和」の継続方針) 2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。</p>

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
< 「量的・質的金融緩和」 >	
11月19日	<p data-bbox="435 521 1430 622">10月31日に拡大した「量的・質的金融緩和」のもとで、金融市場調節方針を決定し、資産の買入れ方針を継続した。また、「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した^(注4)。</p>
12月19日	
27年1月21日	
2月18日	
3月17日	
< その他 >	
27年1月21日	<p data-bbox="392 779 1430 913">「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、以下のとおりとすることを決定した^(注5)。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="440 925 794 958">① 期限を1年間延長する。 <li data-bbox="440 969 1430 1070">② 「成長基盤強化を支援するための資金供給」(本則)の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げる。 <li data-bbox="440 1081 1430 1182">③ 「貸出増加を支援するための資金供給」および「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入する。

(注1) 金融市場調節方針は、全員一致で決定された。

(注2) 金融市場調節方針等は、賛成5反対4で決定された。

(注3) CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する(従来通り)。

(注4) 金融市場調節方針等は、いずれの会合においても賛成8反対1で決定された。

(注5) 基本要領等の所要の改正は、3月の会合で決定された。

(2) 「経済・物価情勢の展望」とその中間評価

(「経済・物価情勢の展望」)

10月31日の会合では、26年度から28年度を対象とする「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)に関する議論を行った。

まず、28年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。4～6月における成長率は、自動車などの耐久消費財を中心に駆け込み需要の反動の影響が大きかったことや輸出が弱めの動きとなったことなどから、大きなマイナスとなった。また、夏場には天候不順も、個人消費の一時的な下押し要因として作用した。もっとも、駆け込み需要とその反動といった振れを均してみれば、潜在成長率を上回る成長が続いている¹²。また、今回の景気回復は、雇用誘発効果の大きい国内需要に主導されていることもあって、雇用の増加と労働需給の引き締めりは、着実に進んでいる。先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかな増加に向かっていくと見込まれ、家計部門、企業部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムは持続すると考えられる。このため、わが国経済は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。
- ② 各年度毎の経済見通しとして、26年度下期については、個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響がしばらくは残るものの次第に減衰し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、底堅く推移すると見

¹² わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「0%台前半ないし半ば程度」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

込まれる¹³。設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに働くもとで、長年の投資抑制による設備老朽化に対応した更新投資や、労働需給の引き締まりを受けた省力化投資、為替相場の動きも踏まえた国内拠点の再構築などの投資ニーズの高まりがみられることから、しっかりと増加するとみられる。この間、輸出は、海外経済が回復するもとで、為替相場の動きも下支えとなり、緩やかな増加に向かっていると考えられる。こうしたもとで、鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していくと予想される。27年度から28年度にかけては、2回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、①緩和的な金融環境と成長期待の高まりを受けた国内民間需要の堅調な増加と、②海外経済の成長による輸出の増加に支えられて、前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を上回る成長が続くと見込まれる。28年度までの成長率の見通しを、7月の中間評価時点と比べると、26年度については、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから幾分下振れるものの、27年度と28年度については概ね不変である。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、このところ1%台前半で推移している。
- ④ 物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、雇用誘発効果の大きい国内需要の堅調さが雇用の増加をもたらすもとで、労働面を中心に着実に改善傾向を続けている¹⁴。すなわち、失業率は3%台半ばとみられる構造的失業率近傍

¹³ 26年4月の消費税率引き上げに伴ってみられた駆け込み需要の大きさや実質所得を通じた影響も踏まえながら、2回の消費税率の引き上げが年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、25年度+0.4%ポイント程度、26年度-0.9%ポイント程度、27年度+0.2%ポイント程度、28年度ゼロ%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもってみる必要がある。

¹⁴ マクロ的な需給バランスの推計については、①潜在GDPを推計のうえ、実際のGDPとの乖離を計測するアプローチと、②生産要素（労働と設備）の稼働状況を直接計測するアプローチがある。展望レポートにおけるマクロ的な需給バランスは、従来から、後者のアプローチを採用しているため、GDP成長率の変化と需給バランスの拡大・縮小の間に1対1の対応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの推計値は、推計方法や使用するデータによって異なり得るため、相当の幅をもってみる必要がある。

で推移しているほか、現在職探しをしていないが求職意欲を持つ人々なども含めた広義の失業率も低下傾向を続けるなど、労働需給は着実に引き締まり傾向が強まっている¹⁵。企業は、駆け込み需要の反動による需要の落ち込みを一時的とみているとみられ、前向きな雇用スタンスを維持している。こうしたもとの、所定内給与がはっきりとした増加に転じるなど、賃金の改善も続いている。また、非製造業を中心に設備の不足感も強まってきている。このため、マクロ的な需給バランスは、26年度後半にプラス（需要超過）基調が定着し、それ以降、プラス幅が一段と拡大していくと考えられる。そうしたもとの、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっていくと予想される。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。こうした予想物価上昇率の動きは、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしていると考えられる。例えば、労使間の賃金交渉において、企業業績などに加え、物価上昇率の高まりも意識され、ベースアップが久方ぶりに多くの企業で実施された。企業の間でも、従来の低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略へと切り替える動きがみられている。先行きも、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向を辿り、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。第3に、輸入物価についてみると、このところの為替相場の動きは、消費者物価の押し上げ要因として作用する一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面物価の下押し圧力となる。

- ⑤ 以上を踏まえ、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち27年度を中心とする期間に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可

¹⁵ 労働市場では、求人と求職の間にある程度 mismatches が常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。こうした mismatches に起因する失業の存在を前提として、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率を、「構造的失業率」と呼んでいる。ただし、構造的失業率の推計値は、時間の経過に伴って変化する性格のものである点には留意が必要である。また、広義の失業率は、職探しを止めているため非労働力人口とされているが潜在的には求職意欲を持つ労働者や、パート労働者のうち現状より長い時間の労働を希望している者も失業者として計算している。

能性が高い¹⁶。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。28年度までの消費者物価の見通しを7月の中間評価時点と比較すると、27年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの、28年度については概ね不変である。

- ⑥ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、以下のような点が指摘できる。経済情勢については、輸出動向、消費税率引き上げの影響、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性、といった要因がある。物価情勢については、上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給バランス、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、輸入物価の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、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。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、わが国経済は、見通し期間の中盤頃、すなわち27年度を中心とする期間に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、輸出の動向や消費税率引き上げの影響など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。より長期的

¹⁶ 2回の消費税率引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して機械的に試算すると、26年度の消費者物価の前年比は2.0%ポイント、27年度下期と28年度上期の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もっとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は、漸減傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。

- ③ 金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、10月31日に公表した（背景説明を含む全文は11月1日に公表）。これを受けて、その後の会合では、①経済や物価が「展望レポート」で示した見通しとの対比でどのような動きを示しているのか、②上振れまたは下振れ要因が顕在化していないか、といった観点からの検討を行った。

（「展望レポート」の中間評価）

1月の会合では、26年10月に公表した「展望レポート」で示した経済・物価情勢の見通しについて、中間評価を行った。委員は、このところ原油価格が大幅に変動しており、消費者物価の見通しは、先行きの原油価格の想定によって大きく影響を受けることを踏まえると、今回の中間評価では、前提となる原油価格を委員間で揃えることが適当であるとの認識で一致した。具体的には、最近の原油価格の推移や市場における先物価格などを参考に、原油価格（ドバイ）が1バレル55ドルを出発点として、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していくと想定した。また、大方の委員は、その場合におけるエネルギー価格の寄与度の試算を公表することが有用であるとしたうえで、消費者物価指数（除く生鮮食品）前年比におけるエネルギー価格の寄与度は、27年度で $-0.7\sim-0.8\%$ ポイント程度、28年度で $+0.1\sim+0.2\%$ ポイント程度になるとの認識を共有した。

こうした原油価格を前提に、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、10月の展望レポートでの見通しと比較して、26年度は下振れているとの認

識で一致し、その主な要因として、年度前半の個人消費が弱めの動きとなったことを挙げた。一方、委員は、27年度、28年度については、原油価格の下落、為替円安、政府の経済対策の効果、消費税率引き上げの延期などから上振れており、潜在成長率を明確に上回る成長になるとの見方を共有した。

先行きの物価の中心的な見通しについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、原油価格の大幅下落の影響から、10月の展望レポートでの見通しと比較して、27年度にかけて下振れているとの認識で一致した。もっとも、多くの委員は、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調的な動きに変化は生じておらず、着実に高まっていくとの見方を示した。「物価安定の目標」である2%程度に達する時期について、多くの委員は、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提に立てば、27年度を中心とする期間に達する可能性が高いとの見方を示した。

当面のリスク要因について、委員は、①新興国・資源国経済の動向、②欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、③米国経済の回復ペースなどが挙げられるとの認識を共有した。

(3) 金融経済情勢に関する検討

イ. 26年10月6、7日の会合

(国際金融資本市場について、幾分リスクオフ方向の動きがみられた)

国際金融資本市場について、委員は、米国の金融政策の先行きを巡る思惑などから、米欧で株価が弱めとなったほか、多くの新興国市場でも株価や通貨が下落するなど、幾分リスクオフ方向の動きがみられたとの認識を共有した。そのうえで、委員は、国際情勢を巡る今後の帰趨や先進国の金融政策の変化、それが国際金融資本市場やグローバル経済に与える影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの認識を共有した。

(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている)

景気の現状について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと働いており、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいくとの認識を共有した。

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみ

られる)

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、足もと幾分プラス幅が縮小していることを指摘したうえで、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。委員は、最近の前年比プラス幅の縮小は、エネルギー関連品目の押し上げ寄与の低下が主因であるとの認識で一致した。この点について、大方の委員は、消費税率引き上げ後の反動にもかかわらず、企業の価格設定スタンスに特段の変化はみられないとの見方を共有した。先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給バランスが着実に改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も上昇していくもとの、消費者物価は再び上昇傾向を辿るとの見方を共有した。予想物価上昇率について、大方の委員は、全体として上昇しているとの認識を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ロ. 11月の会合

（国際金融資本市場は、総じて落ち着いた展開であった）

国際金融資本市場について、委員は、米国の堅調な経済指標や良好な企業決算などを背景に投資家のリスクセンチメントの改善が続き、総じて落ち着いた展開であったとの見方で一致した。

（海外経済は、先進国を中心に回復している）

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの認識を共有した。

（わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復が続けてい

る)

景気の現状について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きが残っているが、基調的には緩やかな回復が続いているとの見方で一致した。多くの委員が、7～9月のGDP（1次速報値）について、4～6月の落ち込みからの反発力の弱さを示すものとの認識を示した。もっとも、委員は、①賃金が緩やかな上昇を続けるもとの、販売統計などをみると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は和らいできていること、②在庫調整が進むもとの9月の生産は増加に転じていること、③機械受注（船舶・電力を除く民需）が4か月連続で増加していることなどを指摘しつつ、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムが依然として作用し続けているとの認識で一致した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に収束に向かっているとの見方を共有した。

（消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%程度となっており、当面現状程度のプラス幅で推移するとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの認識を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ハ. 12月の会合

（国際金融資本市場では、やや神経質な動きがみられている）

国際金融資本市場について、委員は、原油価格の大幅な下落が続いているほか、一部の新興国・資源国で通貨が大きく下落するなど、やや神経質な動きがみられているとの認識を共有した。

（海外経済は、先進国を中心に回復している）

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの認識を共有した。

（わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる）

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいるとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとの認識を共有した。

（消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%程度となっており、当面現状程度のプラス幅で推移するとの認識で一致した。予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの見方を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

二. 27年1月の会合

(国際金融資本市場では、神経質な動きがみられている)

国際金融資本市場について、委員は、原油価格の大幅下落やギリシャ政局の不透明感の高まりに加え、スイス中銀による為替目標の廃止などもあって、神経質な動きがみられているとの認識を共有した。

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

(わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる)

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいるとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も収束していくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる)

物価面について、委員は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台後半となっており、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小する可能性が高いとの見方で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ホ. 2月の会合

（国際金融資本市場について、金融政策の方向性の違いが大きくなっている）

国際金融資本市場について、委員は、堅調な経済指標などを背景に米国での利上げ時期に注目が集まる一方、他の多くの国でインフレ率の低下を背景とした金融緩和が行われており、金融政策の方向性の違いが大きくなっているとの見方を共有した。

（海外経済は、先進国を中心に回復している）

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

（わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている）

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続けていくとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台半ばとなっており、エ

エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小する可能性が高いとの見方で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

へ. 3月の会合

（国際金融資本市場について、金融政策の方向性の違いが大きくなっている）

国際金融資本市場について、委員は、堅調な経済指標などを背景に米国での利上げ時期に注目が集まる一方、欧州をはじめ他の多くの国でインフレ率の低下を背景とした金融緩和が行われており、金融政策の方向性の違いが大きくなっているとの認識を共有した。

（海外経済は、先進国を中心に回復している）

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

（わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている）

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続けていくとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%台前半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体と

して上昇しているとみられる)

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+0%台前半となっており、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。

(金融環境は、緩和した状態にある)

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 「量的・質的金融緩和」の拡大

26年度下期には、10月31日の会合において、以下のような議論を行い、「量的・質的金融緩和」を拡大することを賛成多数で決定した。

多くの委員は、原油価格の下落は長い目でみて日本経済にとってプラスであるものの、このところの大幅な下落は、消費税率引き上げの後の需要面での弱めの動きと合わせて、短期的には物価の下押し要因として働いていると指摘した。そのうえで、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクが大きいと述べた。これらの委員は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、このタイミングで追加的な金融緩和を行うべきであると述べた。このうち何人かの委員は、わが国では、長年にわたってデフレが続いたため、予想物価上昇率の形成は、実際の物価上昇率の動きに大きな影響を受ける傾向があり、ここで物価上昇の足踏みが長引けば、影響が懸念されると述べた。

また、何人かの委員は、日本銀行は、25年4月に「量的・質的金融緩和」を導入した際、「2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期に」2%の「物価安定の目標」を実現するとのコミットメントを行っているが、追加緩和を実施するに当たっては、デフレ脱却に向けた揺るぎない決意を示すために、こうした考え方にいささかも変わりがないことをしっかりと説明していく必要があると述べた。このうち一人の委員は、日本銀行は、これまで、何らかのリスク要因によって見通しに変化が生じ、2%の「物価安定の目標」を実現するために必要であれば、躊躇なく調整を行うとの方針を繰り返し述べており、ここで政策対応を行わなければ、そうしたコミットメントを反故にするものであると理解され、日本銀行に対する信認が大きく損なわれる可能性もあると述べた。この間、複数の委員は、もともと「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」を安定的に持続するために必要な時点まで継続するものであり、オープンエンドの措置であることをしっかりと説明していくべきであると述べた。

一方、何人かの委員は、現時点で追加的な金融緩和を行うことに慎重な見方を示した。これらの委員は、先行きの物価見通しに対するリスクが大きくなっている

るとの見方は共有しつつも、経済・物価の基本的な前向きのメカニズムは維持されており、現行の金融市場調節方針・資産買入れ方針を継続することが適当であると述べた。また、何人かの委員は、追加的な金融緩和による効果は、それに伴うコストや副作用に見合わないとして述べた。追加緩和の効果について、何人かの委員は、追加緩和によって金利は一段と低下すると見込まれるものの、名目金利は既に歴史的な低水準にあり、実質金利も大幅なマイナスとなっていることや、資産買入れの効果はその進捗とともに累積的に強まる性質のものであることを踏まえると、経済・物価に対する限界的な押し上げ効果は大きくないと述べた。また、期待への働きかけについて、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」は導入時には人々の期待を変化させる効果を持ったが、追加的にこれを拡大しても、その効果は導入時と比べてかなり限定的なものにとどまると述べた。

追加緩和のコスト・副作用について、複数の委員が、市場機能の一段の低下を指摘した。さらに、複数の委員は、一段の金利の低下が金融機関の収益や仲介機能に与える影響について懸念を示した。この間、何人かの委員は、年間約 80 兆円の増加ペースで国債買入れを行うとなれば、フローでみた市中発行額の大半を買い入れることになるため、国債市場の流動性を著しく損なうだけでなく、実質的な財政ファイナンスであるとみなされるリスクが、より高くなると指摘した。

以上の議論を経て、委員は、金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という方針を賛成多数で決定した。また、資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化についても、賛成多数でこれを決定した。すなわち、①長期国債の保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、また、買入れの平均残存期間を、従来の 7 年程度から 7 年～10 年程度に延長すること、②ETF および J-REIT の保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、また、JPX 日経 400 に連動する ETF を買入れの対象に加えることとした。

ロ. 拡大後の「量的・質的金融緩和」の継続

11 月から 3 月の会合では、拡大後の「量的・質的金融緩和」を継続することが賛成多数で決定された。先行きの金融政策運営の考え方については、多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢

について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。

これに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節方針および資産買入れ方針については「量的・質的金融緩和」の拡大前に戻すこと、また、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を見直すとともに、「量的・質的金融緩和」の継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することを主張した。

（原油価格の下落と金融政策運営の関係）

12月の会合では、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」の拡大が原油価格の下落そのものへの対応と市場の一部では受け止められており、その後の原油価格の下落を受けて追加緩和を予想する声も聞かれると指摘した。大方の委員は、「量的・質的金融緩和」の拡大は、原油価格の下落そのものに対応したものではなく、需要面の弱めの動きや原油価格の下落から物価上昇率が短期的に伸び悩む中で、デフレマインドの転換が遅延するリスクの顕現化を未然に防ぐために実施したものであるとの認識を示した。ある委員は、今後の金融政策運営を考えるうえで重要なのは、あくまで物価の基調的な動きであり、広い意味での予想物価上昇率の動向がポイントになると述べた。1月の会合では、委員は、①原油価格の下落は、やや長い目でみれば、経済活動に好影響を与え、物価の押し上げに寄与するものであり、また、前年比のマイナス効果（いわゆるベース効果）はいずれ剥落する、②物価に対する短期的なマイナス効果が、予想物価上昇率の変化を通じて物価の基調に影響を与えるのでなければ、ベース効果の剥落に伴って物価上昇率は高まっていく、③金融政策運営上は、予想物価上昇率や需給ギャップなどに規定される物価の基調に変化がないかを見極めながら政策判断を行う、との考え方を共有した。

（金融政策を運営するうえでの物価動向の判断）

1月から3月の会合において、委員は、2%の「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、1月の会合では、委員は、①「物価安定の目標」は消費者物価の総合指数で定義している、②展望レポートにおける見通しでは、基調的な物価の動きを比較的良好に表す「消費者物価指数（除く生鮮食品）」を用いている、③今回の中間評価では、原油価格が大幅に変動していることを踏まえ、消費者物価におけるエネルギー価格の寄与度を示すことが適切であるとの考え方を共有した。また、多くの委員は、物価の基調の判断に当たっては、様々な物価指標を点検することが重要であり、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率、さらには背後にある経済の動きとも併せて総合的に評価していくとの考え方に変わりはないと述べた。2月および3月の会合では、多くの委員は、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調は改善傾向を辿るとの見方を共有した。

ハ. 拡大後の「量的・質的金融緩和」の効果

26年度下期には、10月31日の「量的・質的金融緩和」の拡大の決定を受け、その後の「量的・質的金融緩和」の効果について議論を行った。

11月以降の会合では、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、拡大後も引き続き所期の効果を発揮しているとの判断を共有した。11月および12月の会合では、これらの委員は、実質金利は低下方向にあり、そのことが企業・家計の支出行動を支えているとの認識を示した。1月の会合では、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」の拡大はデフレインドの転換が遅延するリスクに未然に対応したものであるが、その後、原油価格が一段と低下し、消費者物価指数の前年比伸び率が低下しているにもかかわらず、中長期的な予想物価上昇率はしっかりと維持されていると指摘した。

二. 貸出増加支援資金供給の延長等

1月の会合では、貸出増加支援資金供給の延長等について議論を行った。

委員は、貸出増加支援資金供給や成長基盤強化支援資金供給は、26年2月の制

度拡充決定以降も積極的に利用されており、わが国経済の成長基盤強化や貸出増加に向けた民間金融機関の取り組みを促す観点から重要な役割を果たしているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、金融機関からのニーズなども踏まえると、貸出支援基金等の延長・拡充を行うことが適切であるとの見方で一致した。何人かの委員は、貸出支援基金の利用対象先を拡大するに当たっては、資金使途の確認などの体制整備が重要であると述べた。

こうした議論を踏まえ、委員は、貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給、被災地金融機関支援オペおよび被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置について、①期限を1年間延長すること、②成長基盤強化支援資金供給（本則）の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げること、③貸出増加支援資金供給と成長基盤強化支援資金供給について、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入することについて意見が一致した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更¹⁷

26年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、①定例の担保価格等の見直し、②「量的・質的金融緩和」の拡大等に伴う措置、③貸出増加支援資金供給の延長等である。

イ. 定例の担保価格等の見直し

10月6、7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、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うため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を決定した。

ロ. 「量的・質的金融緩和」の拡大等に伴う措置

10月31日の会合において、「量的・質的金融緩和」の拡大に伴い、新たにJ P X日経400に連動するE T Fを買入れの対象に加えることを決定した。また、11月の会合において、上記決定および「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成25年法律第45号）第9条の規定（投資信託及び投資法人に関する法律の一部改正）の施行に伴い、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正を決定した。

ハ. 貸出増加支援資金供給の延長等

1月の会合において、近く期限の到来する貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給、被災地金融機関支援オペおよび被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置について、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していくとともに、復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援を継続する観点から、以下のとおりとすることを決定した。

①期限を1年間延長する。

¹⁷ 決定の詳細はⅢ. 2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

- ②成長基盤強化支援資金供給（本則）の対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げる。
- ③貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給について、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入する。

これに基づき、3月の会合において、「系統中央機関の会員である金融機関による成長基盤強化を支援するための資金供給および貸出増加を支援するための資金供給の利用に関する特則」の制定等の所要の措置を講ずることを決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成 26 年度下期入り後、平成 25 年 4 月に導入した「量的・質的金融緩和」を継続するもとの、金融市場調節を行った。

具体的には、10 月 31 日の会合までは、「量的・質的金融緩和」の導入時に決定した以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針のもとで長期国債の買入れ等による資金供給を行い、マネタリーベースの増加を図った（図表 44）。

（金融市場調節方針）

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

（資産の買入れ方針）

- ① 長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行う。
- ② ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。

その後、10 月 31 日の会合において、「量的・質的金融緩和」を拡大し、以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針のもとで長期国債の買入れ等による資金供給を行い、マネタリーベースの増加を図った。

（金融市場調節方針）

マネタリーベースが、年間約 80 兆円（約 10～20 兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

（資産の買入れ方針）

- ① 長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円（約 30 兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を 7 年～10 年程度に延長する（最大 3 年程度延長）。

- ② E T FおよびJ－R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJ P X日経400に連動するE T Fを買入れの対象に加える。
- ③ C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(図表44) マネタリーベースの推移

(兆円)

	マネタリーベース	うち日銀当座預金
26年10月末	259.5	167.7
11月末	262.7	170.3
12月末	275.9	178.1
27年1月末	278.6	184.9
2月末	278.9	184.9
3月末	295.9	201.6

(注) 計数は、いずれも末残。

上記方針のもとで買入れを行った結果、長期国債の保有残高は増加を続け、3月末時点では、220.1兆円となった。この間、E T F、J－R E I T、C P等および社債等についても、上記方針に基づき買入れを行い、3月末時点の残高は、それぞれ4.5兆円、2,064億円、2.0兆円、3.2兆円となった(図表45)。

貸出支援基金の運営状況について、「貸出増加を支援するための資金供給」をみると、日本銀行は、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高が22.3兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、4.7兆円となった。米ドル特則分についても、2回の貸付を実行し、3月末時点の残高は、120.0億米ドルとなった。また、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、月に1度の頻度で実施を続け、3月末時点の残高は、3,252億円となった(図表45)。

(図表 45) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資産保有残高等とマネタリーベース

	保有残高					貸出 支援 基金	(億円)		マネタリー ベース
	長期国債	C P等	社債等	E T F	J-REIT		成長基盤 強化支援 資金供給	貸出増加 支援資金 供給	
25年									
4月末	981,305	14,223	29,243	16,714	1,317	33,570	33,570	---	1,552,803
5月末	1,064,691	18,613	29,227	17,218	1,367	33,570	33,570	---	1,591,641
6月末	1,103,736	20,468	28,646	18,813	1,379	65,364	33,845	31,519	1,731,250
7月末	1,172,545	20,478	29,488	19,680	1,380	65,364	33,845	31,519	1,733,118
8月末	1,232,718	21,101	30,777	21,259	1,382	65,348	33,845	31,503	1,769,927
9月末	1,261,306	16,349	30,672	22,142	1,399	74,362	34,047	40,315	1,855,551
10月末	1,328,272	18,921	31,588	23,574	1,390	74,362	34,047	40,315	1,898,077
11月末	1,401,437	22,546	32,366	24,188	1,395	74,362	34,047	40,315	1,916,182
12月末	1,416,008	21,941	32,042	24,973	1,401	84,347	33,504	50,843	2,018,472
26年									
1月末	1,469,608	22,904	31,762	26,479	1,421	84,347	33,504	50,843	2,008,793
2月末	1,524,205	22,067	32,142	27,451	1,434	84,347	33,504	50,843	2,047,525
3月末	1,541,536	18,749	32,041	28,512	1,488	117,803	32,307	85,496	2,198,855
4月末	1,591,626	21,489	32,646	29,199	1,489	117,803	32,307	85,496	2,255,347
5月末	1,649,294	22,798	32,767	29,861	1,496	117,803	32,307	85,496	2,266,191
6月末	1,666,686	20,711	31,693	29,883	1,507	167,845	34,373	133,472	2,434,305
7月末	1,725,182	21,980	31,936	30,969	1,529	167,845	34,373	133,472	2,431,864
8月末	1,786,147	22,627	32,434	31,895	1,545	167,845	34,373	133,472	2,434,929
9月末	1,798,335	21,531	31,712	32,210	1,605	197,487	38,450	159,037	2,525,845
10月末	1,874,410	23,161	31,976	33,969	1,655	197,487	38,450	159,037	2,595,457
11月末	1,966,281	25,562	32,672	35,016	1,703	197,487	38,450	159,037	2,626,865
12月末	2,017,676	22,154	32,230	38,458	1,778	234,216	44,443	189,773	2,758,740
27年									
1月末	2,105,532	21,895	32,683	40,322	1,836	234,216	44,443	189,773	2,786,054
2月末	2,185,235	22,799	32,905	43,229	1,945	234,216	44,443	189,773	2,788,658
3月末	2,201,337	19,790	32,431	44,838	2,064	270,207	46,753	223,454	2,958,558

(注1) 「成長基盤強化支援資金供給」の残高は、出資等に関する特則分および小口投融資に関する特則分を含む。

(2) 資金供給オペ

(3) 資金吸収オペ・その他

(億円<米ドル資金供給・成長基盤強化支援
資金供給(米ドル特則)は100万米ドル>)

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ	共通担保 資金供給 オペ	固定金利 方式	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	補完 貸付	資金吸収			その他			
								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	成長基盤 強化支援 資金供給 (米ドル 特則)	
25年														
4月末	190,776	0	0	230,839	230,839	4,258	1	0	0	0	4	0	0	3,476
5月末	197,624	0	0	232,748	232,748	4,039	0	0	0	0	0	0	0	3,476
6月末	206,721	0	0	172,139	172,139	3,855	3	0	0	0	223	0	0	4,980
7月末	220,388	0	0	190,499	190,499	3,957	0	0	0	0	0	0	0	4,980
8月末	236,367	0	0	201,830	201,830	4,060	0	0	0	0	0	0	0	4,980
9月末	254,950	0	0	178,004	178,004	4,060	0	0	0	0	0	0	0	6,599
10月末	269,314	0	0	167,912	167,912	3,806	0	0	0	0	0	0	0	6,599
11月末	276,766	0	0	165,012	165,012	3,806	0	0	0	0	0	0	0	6,599
12月末	241,946	0	0	181,023	181,023	3,804	17	0	0	0	0	0	0	7,369
26年														
1月末	283,794	0	0	173,721	173,721	3,805	31	0	0	0	0	0	0	7,369
2月末	325,731	0	0	159,337	159,337	3,805	31	0	0	0	0	1	0	7,369
3月末	316,238	0	0	141,499	141,499	3,805	31	0	0	0	4	0	0	8,777
4月末	328,707	0	0	130,831	130,831	3,806	38	0	0	0	0	0	0	8,777
5月末	362,257	0	0	118,064	118,064	3,782	43	0	0	0	0	0	0	8,777
6月末	339,715	0	0	118,759	118,759	3,785	46	0	0	0	31	0	0	10,620
7月末	409,439	0	0	104,598	104,598	3,623	46	0	0	0	0	0	0	10,620
8月末	422,081	0	0	99,661	99,661	3,522	46	0	0	0	0	1	0	10,620
9月末	395,063	0	0	98,018	98,018	3,689	0	0	0	0	128	240	0	11,950
10月末	429,838	0	0	88,460	88,460	3,255	0	0	0	0	152	1	0	11,949
11月末	446,748	0	0	79,977	79,977	3,246	0	0	0	0	0	1	0	11,949
12月末	383,619	0	0	79,571	79,571	3,251	46	0	0	0	0	1,528	0	12,000
27年														
1月末	405,405	0	0	75,979	75,979	3,252	46	0	0	0	27	0	0	12,000
2月末	413,355	0	0	65,630	65,630	3,252	46	0	0	0	0	0	0	12,000
3月末	379,079	0	0	67,517	67,517	3,252	0	0	0	0	473	810	0	12,000

(注2) 「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(繰上償還を含む)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。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成27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、323.6兆円（前年比+33.9%）となった。

資産をみると、「量的・質的金融緩和」のもとで買入れが進んだこと等から、長期国債は220.1兆円（前年比+42.8%）となったほか、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）、金銭の信託（信託財産不動産投資信託）等の残高も増加した。貸付金は、共通担保資金供給オペが減少した一方、貸出増加支援資金供給等が増加したことから、34.1兆円（前年比+29.6%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、上述の資産買入れ等を通じた資金供給の増加により、201.6兆円（前年比+56.6%）となった。発行銀行券は、89.7兆円（前年比+3.5%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ1.8兆円（前年比+6.9%）、17.6兆円（前年比+31.6%）となった。

（図表46）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%

	26年3月末		26年9月末		27年3月末	
(資産)						
国債	198.3	(58.2)	229.3	(36.7)	269.8	(36.0)
[うち長期国債]	154.2	(68.8)	179.8	(42.6)	220.1	(42.8)
[うち短期国債]	44.2	(29.9)	49.5	(19.0)	49.7	(12.4)
コマーシャル・ペーパー等	1.9	(50.5)	2.2	(31.7)	2.0	(5.6)
社債	3.2	(11.0)	3.2	(3.4)	3.2	(1.2)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.4	(-0.4)	1.4	(-0.2)	1.4	(0.2)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	2.9	(84.7)	3.2	(45.5)	4.5	(57.3)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.15	(25.1)	0.16	(14.7)	0.21	(38.7)
貸付金 ^(注4)	26.3	(3.2)	29.9	(16.7)	34.1	(29.6)
外国為替	6.2	(11.4)	6.5	(11.9)	7.1	(15.5)
資産計	241.6	(46.6)	277.1	(32.7)	323.6	(33.9)
(負債・純資産)						
発行銀行券	86.6	(3.9)	86.5	(3.5)	89.7	(3.5)
当座預金	128.7	(2.2倍)	161.5	(65.8)	201.6	(56.6)
政府預金	1.7	(12.3)	1.3	(15.0)	1.8	(6.9)
売現先勘定	13.4	(-7.8)	15.5	(-20.8)	17.6	(31.6)
負債・純資産計	241.6	(46.6)	277.1	(32.7)	323.6	(33.9)

- (注1) 信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式(受渡しベース)など(未収配当金等を含む)。
 (注2) 信託銀行を通じて買入れた指数連動型上場投資信託受益権(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
 (注3) 信託銀行を通じて買入れた不動産投資法人投資口(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
 (注4) 共通担保資金供給オペ、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)、貸出増加を支援するための資金供給および被災地金融機関を支援するための資金供給オペによる貸付金等の残高。

また、資産のうち、「貸出支援基金」は28.5兆円となった。このうち、成長基盤強化支援資金供給は6.1兆円、貸出増加支援資金供給は22.3兆円となった。

(図表47)「貸出支援基金」の残高

— 億円

	26年3月末	26年9月末	27年3月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	41,368	51,555	61,156
貸出増加を支援するための資金供給	85,496	159,037	223,454
合計	126,864	210,592	284,610

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表46の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

26年度下期中に償還期限が到来した長期国債の借換えは、TB(1年物)の引受けにより行った。25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、現金償還を受けた。

この間、資金供給において適切に担保を徴求したほか、各種の資産買入に当たって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。