

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 18 年 6 月

日 本 銀 行

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 18 年 6 月

日本銀行総裁
福井 俊彦

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
（ 生産は増加の動きが明確化 ）	4
（ 設備投資は引き続き増加 ）	5
（ 雇用者所得は緩やかに増加 ）	8
（ 個人消費は底堅さを増す ）	10
（ 2 ） 物価	12
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 概況 ）	15
（ 米国経済は景気拡大を継続 ）	17
（ ユーロエリア経済は回復のモメンタムが徐々に強化 ）	18
（ 東アジア経済は景気拡大を持続 ）	19
（ 中南米諸国などの金融市場は総じて堅調 ）	20
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	21
（ 2 ） 債券市場	23
（ 3 ） 株式市場	25
（ 4 ） 外国為替市場	26
（ 5 ） 貸出金利、C P ・ 社債発行金利	28
（ 6 ） 企業金融	29
（ 7 ） 量的金融指標	32

・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と政策決定の概要	35
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）	38
（金融政策運営）	38
（2）「経済・物価情勢の展望」の公表	39
（3）各会合における検討・決定	
イ．17年10～12月の会合	
（景気は回復を持続）	44
（消費者物価は若干のプラスに転じていく見通し）	44
（金融面は極めて緩和的な環境が継続）	44
（当座預金残高目標の維持）	45
（資産担保証券買入等の時限措置の終了）	45
ロ．18年1～2月の会合	
（景気は外需と内需、企業部門と家計部門などがバランスのとれたかたちで、着実に回復）	45
（消費者物価はプラス基調となる見通し）	46
（金融面は極めて緩和的な環境が継続）	46
（「経済・物価情勢の見通し」の中間評価）	47
（当座預金残高目標の維持）	47
ハ．3月の会合	
（景気は着実な回復を続け、先行きも息の長い回復が期待できるとの見方）	47
（消費者物価指数の前年比はプラス基調が定着していくと判断）	48
（金融面は極めて緩和的な環境が継続）	48
（金融市場調節方針の変更、金融市場調節面の措置と当面の金融政策運営の考え方）	48
（新たな金融政策運営の枠組みの導入）	49

二．金融政策運営を巡る論点	
(金融政策運営の透明性確保)・・・・・・・・・・・・・・・・	51
(金融政策運営と物価指標との関係)・・・・・・・・	51
3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	53
4．日本銀行のバランスシートの動き	55
5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	57
．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	58
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	82
3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解	83
4．金融政策決定会合議事要旨	89
参考計表・資料一覧	164

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 17 年度下期の国内景気は、着実に回復を続けた。

すなわち、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続け、生産も増加の動きが明確になった。設備投資も、高水準の企業収益を背景に、引き続き増加した。雇用者所得は、雇用と賃金の改善を背景として緩やかな増加を続け、そのもとで、個人消費は底堅さを増した。また、住宅投資も強含みの動きとなった。一方、公共投資については、減少傾向をたどった。

2. 物価面では、国内企業物価は、内外の商品市況高や需給環境の改善を反映して、前年比上昇率は徐々に高まった。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、11 月以降はプラスとなった。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、ほぼ一貫して概ねゼロ%で推移した。また、ターム物金利は、2 月上旬まで低位で安定的に推移した後、量的緩和政策の解除の可能性を織り込みつつ、幾分上昇した。

長期金利は、振れを伴いながらも、景況感の一段の改善や米国など海外の長期金利の上昇、先行きの金融政策運営に対する見方にばらつきが出ていることなどを受け、年度末には 1.7% 台後半まで上昇した。

株価は、17 年度下期入り後から 1 月中旬にかけて、わが国経済指標の予想比上振れやわが国企業の業績発表などを受けて大幅に上昇した。その後、1 月中旬には下落したものの、総じてみれば上昇傾向を続け、年度末には 1 万 7 千円台（日経平均株価）まで上昇した。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、17 年度下期入り後、日米金利差拡大観測などを背景に円安傾向をたどり、12 月上旬にかけて 121 円台まで下落した。その後は、日米の金融政策運営に関する思惑が交錯する中、概ね 114～118 円台の範囲内で推移した。

4. 民間銀行の貸出残高（特殊要因を除くベース）は、前年比増加幅の拡大が続

き、C P・社債の発行残高は、前年を上回る水準で推移した。民間銀行の貸出姿勢はさらに緩和した。一方、民間企業の資金需要は、景気が着実に回復を続ける中で、設備投資などの企業の支出が増加を続けたことから、下げ止まりに向かった。

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、2月まではやや振れを伴いつつも前年比1～2%台の増加を続けてきたが、3月は前年比減少となった。マネタリーベースの対名目GDP比率は、引き続き極めて高い水準で推移した。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の前年比伸び率は、1%台半ばから2%程度で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 17年度下期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、1月には、生産・所得・支出の循環がはっきりしてきたことなどを踏まえて、景気判断を「回復を続けている」から「着実に回復を続けている」へと修正した。

国内企業物価については、17年度下期の会合を通じて、原油価格上昇の影響などから上昇しており、先行きも上昇を続けるとみられるとの判断を示した。また、消費者物価（除く生鮮食品）については、1～2月の会合において、前年比が若干のプラスで推移していることを確認した後、3月会合では、プラス幅が拡大しており、先行きは、若干の振れを伴いつつも、プラス基調で推移していくと予想される、と評価した。

7. 前述のような金融経済情勢のもとで、金融政策運営の面では、10～2月までの会合においては、「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を継続する」という「約束」に沿って、日本銀行当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を維持した。

3月会合では、前述のような経済・物価情勢の分析を踏まえ、「約束」の条件は満たされたと判断し、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した上で、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を概ねゼロ%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。あわせて、「新たな金融政策運営の枠組み」を導入するとと

もに、改めて「『物価の安定』についての考え方」を整理した。

(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、144.9兆円(前年比 - 3.8%)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

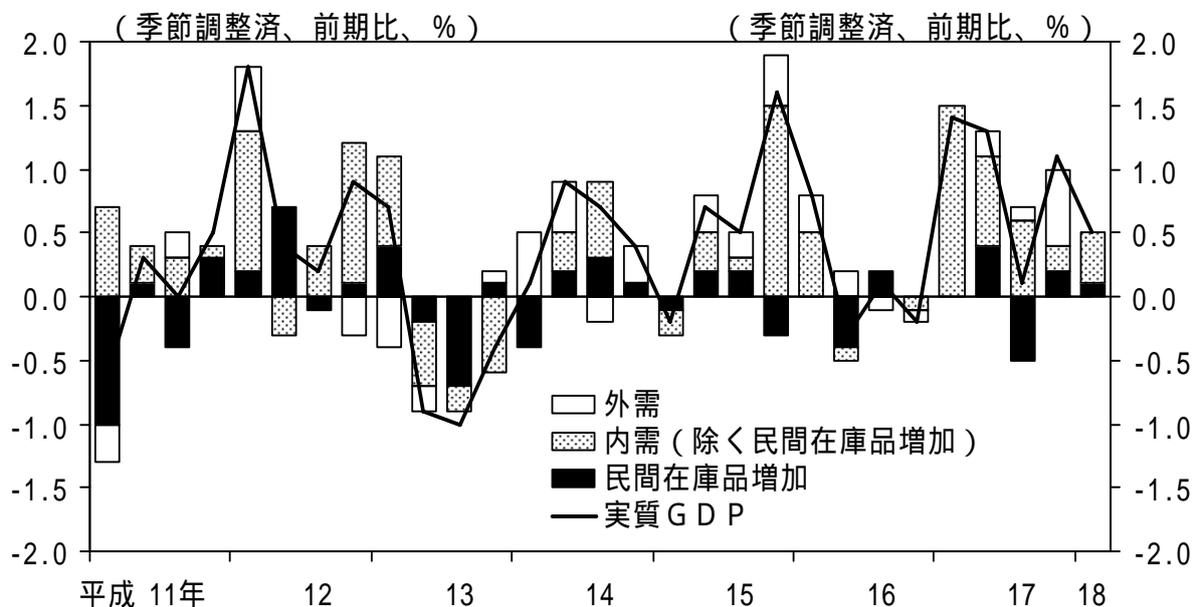
(概況)

平成 17 年度下期の国内景気は、着実に回復を続けた。

輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続け、生産も増加の動きが明確になった。設備投資も、高水準の企業収益を背景に、引き続き増加した。雇用者所得は、雇用と賃金の改善を背景として緩やかな増加を続け、そのもとで、個人消費は底堅さを増した。また、住宅投資も強含みの動きとなった。一方、公共投資については、減少傾向をたどった。

以上の景気情勢を実質 GDP でみると(図表 1)、10~12 月に高めの伸びとなった後、1~3 月も増加の動きを続けた。

(図表 1) 実質 GDP の推移



(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)。

(輸出は増加が続く)

実質輸出は(図表2(1))¹、海外経済の拡大を背景に、増加を続けた。実質輸入も、国内需要が底堅く推移するもとの、増加基調で推移した。こうした中、実質貿易収支でみた純輸出は、輸出の伸びの方が高かったことから、はっきりと増加した(図表2(2))。

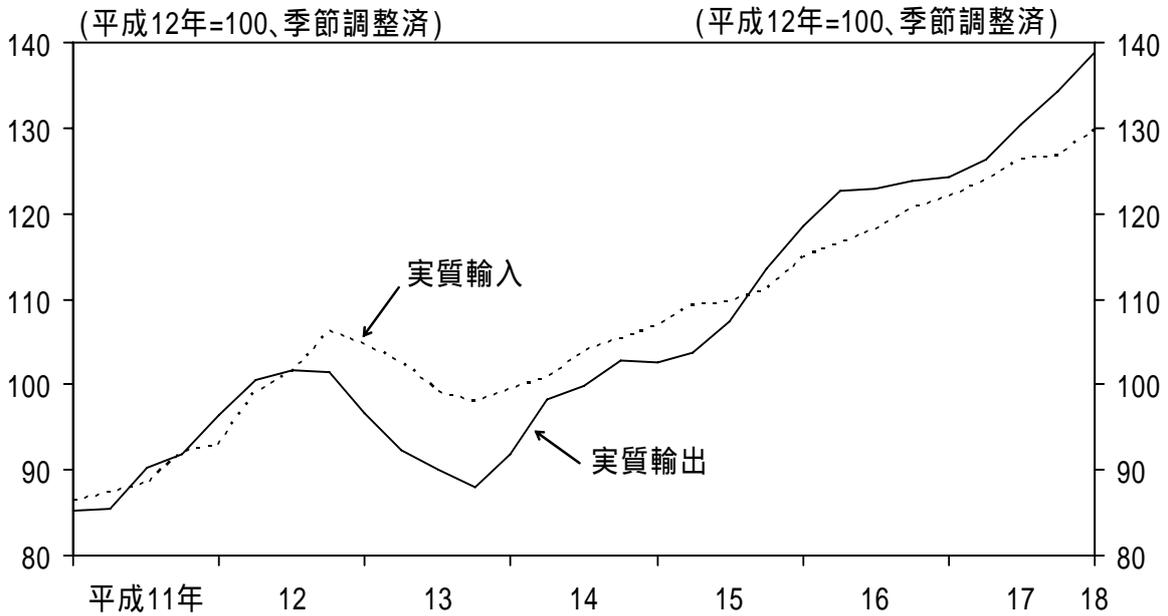
実質輸出を地域別にみると(図表3(1))、米国向けは、同国の景気拡大が続く中、自動車関連輸出の大幅増加もあって、堅調に増加した。N I E S 向けやA S E A N 4 向けも、I T 関連需要の回復などを背景に、着実な増加を続けた。昨年前半まで伸び悩んでいた中国向けについても、同国における在庫抑制などの調整圧力が弱まったことなどから、昨年後半以降、大幅に増加した。実質輸出を財別にみると(図表3(2))、自動車関連は、海外需要が好調に推移する中、国内新工場の立ち上がりもあって、高めの伸びとなった。また、資本財・部品や情報関連財も、I T 関連需要の回復などを背景に、堅調な増加を続けた。消費財も、振れを均してみれば、デジタル家電を中心に増加基調で推移した。

実質輸入を財別にみると、資本財・部品や情報関連財は、国内需要が堅調に推移するもとの、しっかりとした増加となった。また、消費財も、デジタル家電や中国からの衣料品を中心に増加基調で推移した。この間、素原料は横ばい圏内の動きを続けたが、食料品は、昨年後半に減少した後、1～3月は増加した。

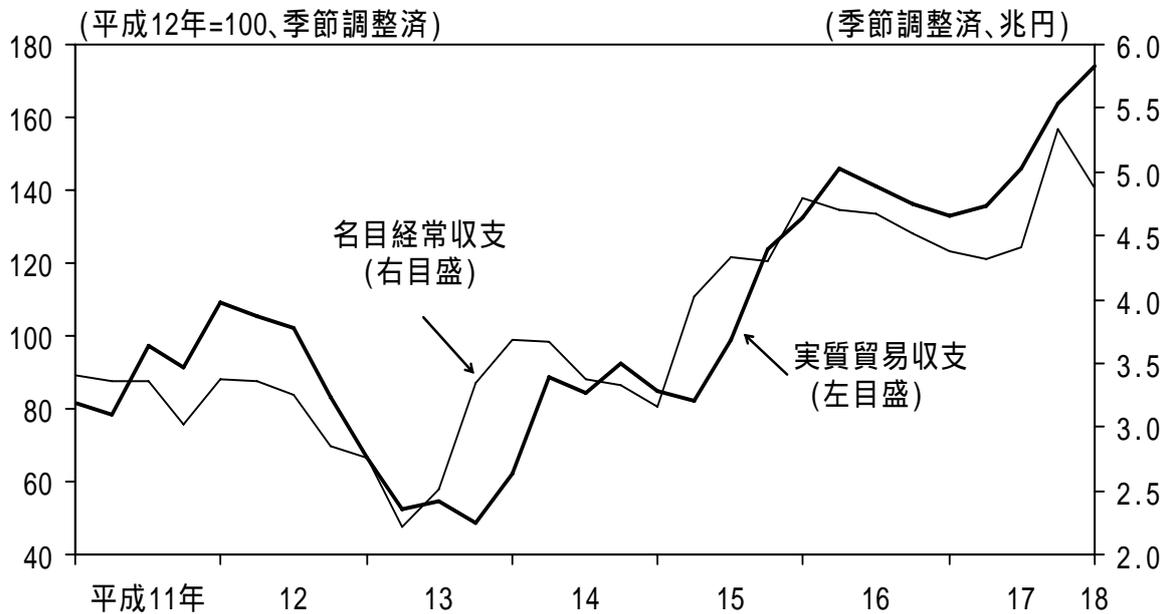
¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

(図表 2) 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



(図表 3) 輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済、前期比、%)

		17年				18年
		第1四半期	2	3	4	1
米国	<22.5>	2.8	2.0	0.8	4.4	3.4
EU	<14.7>	-3.2	1.2	2.2	2.5	1.2
東アジア	<46.7>	2.7	0.7	4.4	1.8	3.5
中国	<13.5>	0.9	0.4	10.1	4.7	4.7
NIEs	<24.3>	3.8	0.7	3.4	0.6	3.4
ASEAN4	<9.0>	2.4	0.8	-0.4	1.0	1.9
実質輸出計		0.3	1.7	3.3	2.9	3.4

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

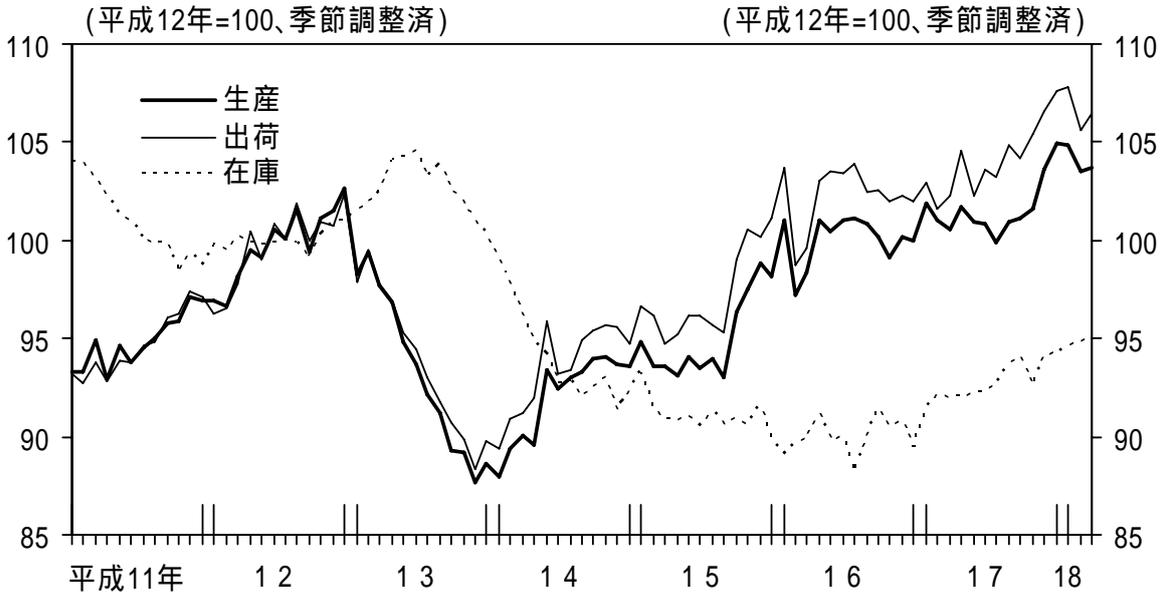
		17年				18年
		第1四半期	2	3	4	1
中間財	<17.3>	0.2	1.7	2.6	1.9	4.7
自動車関連	<22.7>	0.9	4.3	0.8	4.1	5.4
消費財	<5.6>	0.4	2.4	4.7	2.6	-2.3
情報関連	<12.5>	2.8	-0.1	3.8	3.4	1.1
資本財・部品	<29.5>	0.7	1.8	3.4	3.1	4.7
実質輸出計		0.3	1.7	3.3	2.9	3.4

(注) < >内は、17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。

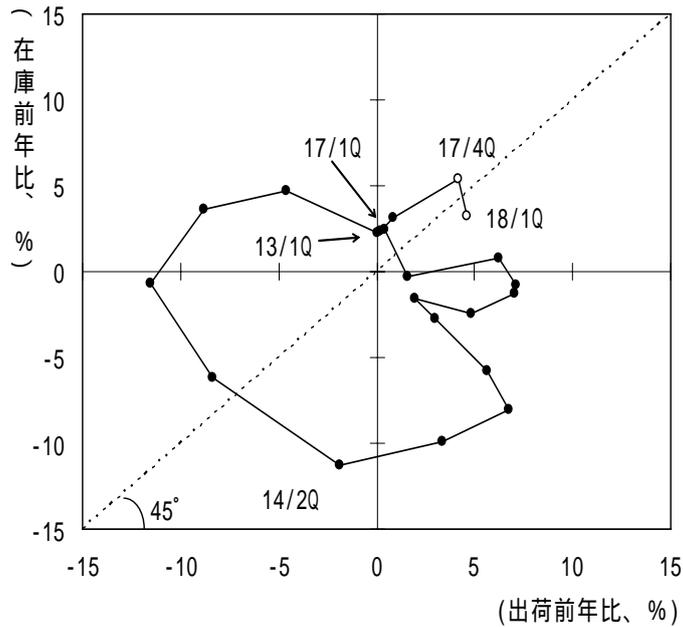
(生産は増加の動きが明確化)

鋳工業生産は(図表4)内外需要が拡大するもとの増加の動きが明確になった。業種別にみると、世界的なIT関連需要の回復を背景に、電子部品・デバイスが高い伸びとなったほか、一般機械や輸送機械も増加した。この間、出荷も堅調な増加傾向をたどった。その結果、在庫については(図表5)素材業種で汎用品を中心に小幅の積み上がりがみられたが、全体としては、概ね出荷の伸びと見合って推移した。

(図表 4) 鉍工業生産・出荷・在庫



(図表 5) 在庫循環



(設備投資は引き続き増加)

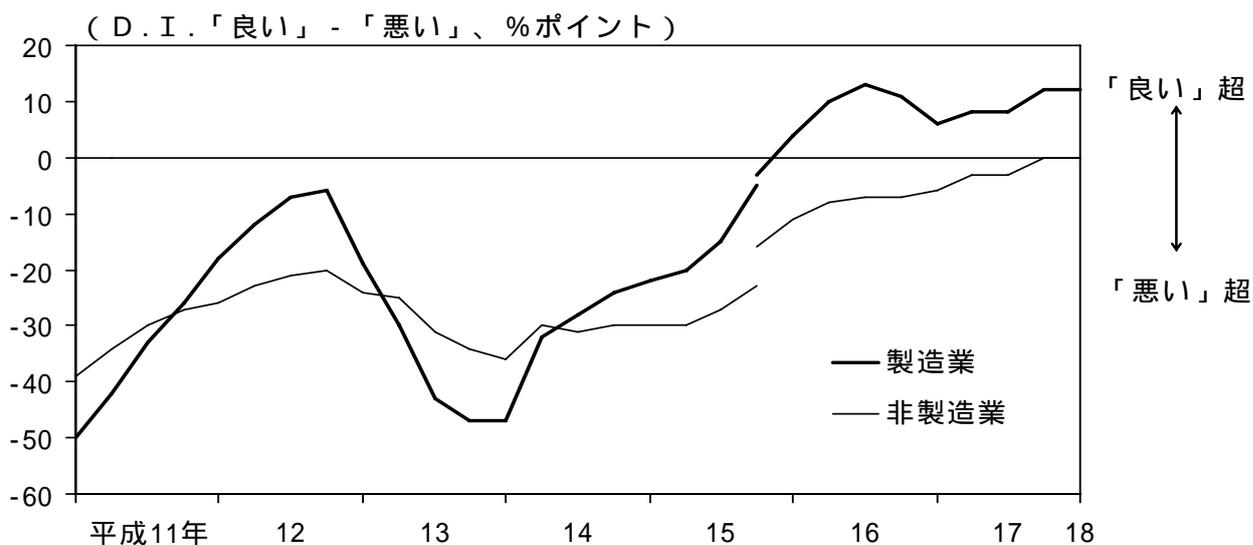
企業収益は、引き続き高水準で推移した。売上高営業利益率や同経常利益率をみると(図表 6)、原材料価格の上昇が収益の圧迫要因となったものの、売上高が好調を維持する中、製品・サービスの高付加価値化や原材料投入の効率化といった様々な経営努力の効果もあって、バブル期以来の高い水準で推移した。この間、企業の業況感は(図表 7)、内外需要が堅調に推移するもとで、総じて良好な状況を維持した。

(図表 6) 企業収益



(注) 法人企業統計季報の計数。

(図表 7) 企業の業況判断 (短観)

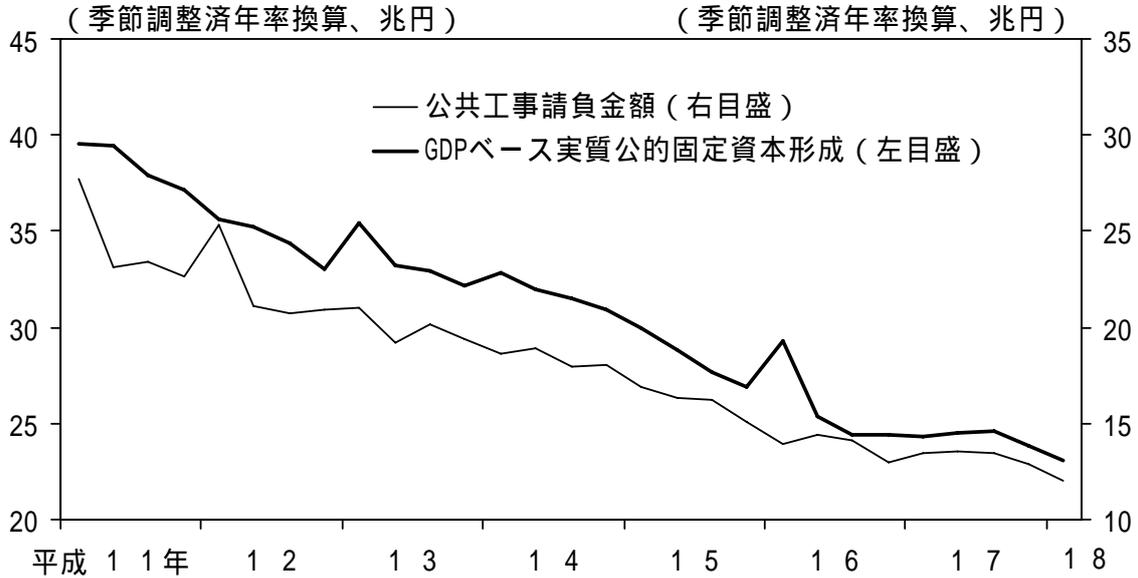


(注) 短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続 (段差) が生じている。

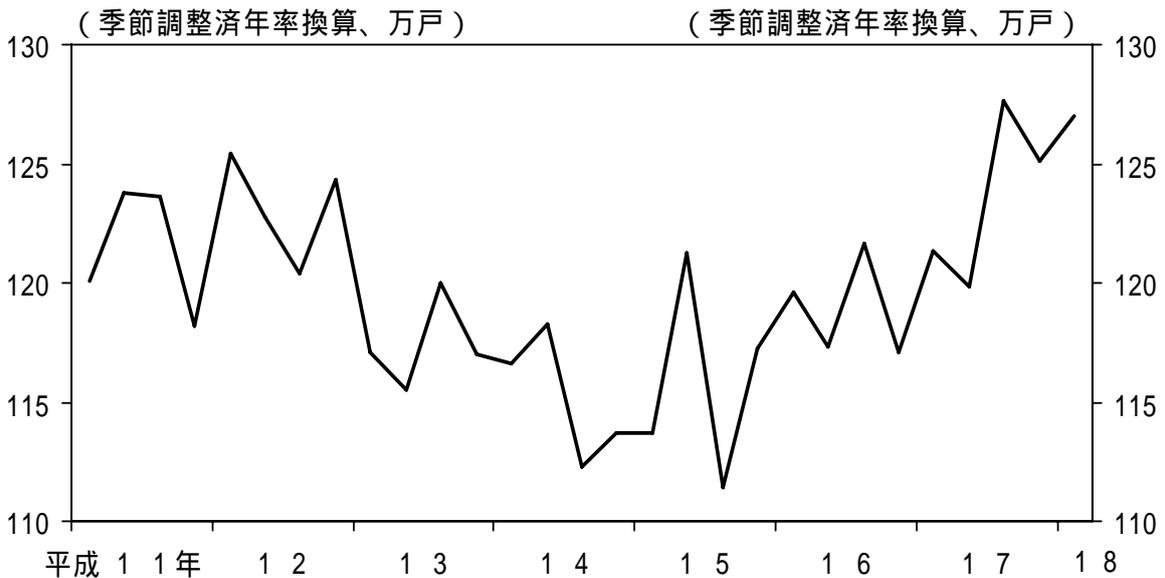
こうしたもとで、設備投資は引き続き増加した。法人企業統計の設備投資をみると (図表 8 (1))、10 ~ 12 月は中堅中小企業でこれまでの大幅増加の反動が出たが、振れを均してみれば、増加基調で推移した。また、機械投資の一致指標である資本財出荷も、振れを伴いつつ、増加傾向をたどった (図表 8 (2))。設備投資の先行指標をみると (図表 8 (3))、機械受注が着実な増加傾向を続けたほか、建築着工床面積も増加基調で推移した。

(図表 9) 公共投資・住宅投資

(1) 公共投資



(2) 新設住宅着工戸数



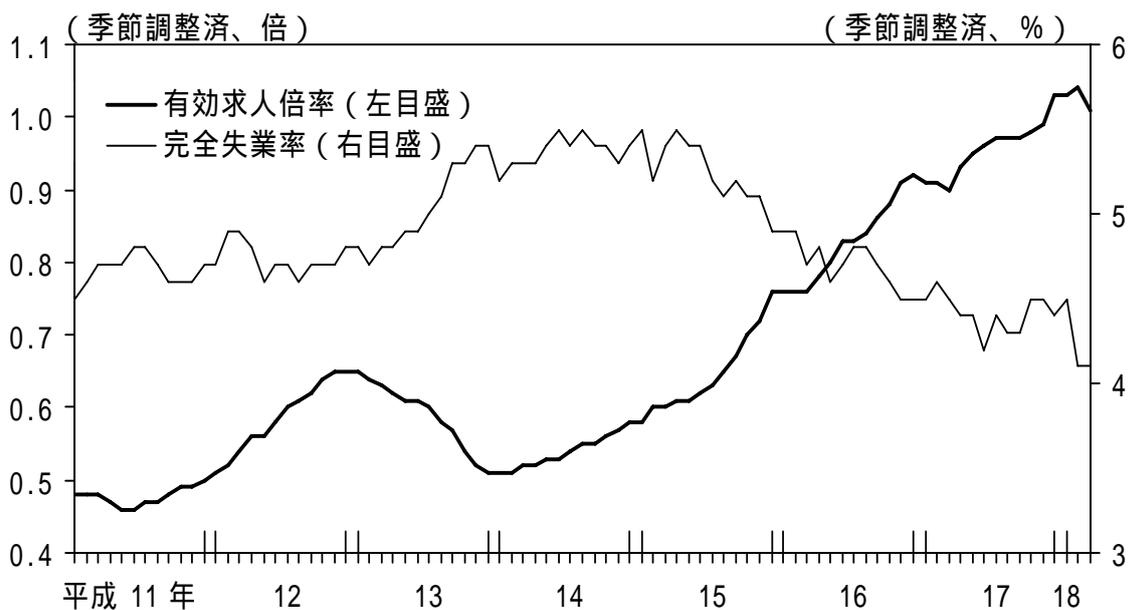
(雇用者所得は緩やかに増加)

労働需給面の動きをみると、有効求人倍率は緩やかな上昇傾向をたどり、17年12月には、平成4年9月以来となる1倍台に達した。完全失業率は、自発的失業者の増加から、昨年後半にはいったん横ばい圏内の動きとなったが、18年入り後は再び低下した(図表10(1))。雇用面では、毎月勤労統計の常用労働者数は、安定したペースで増加を続けた(図表10(2))。内訳をみると、パートタイム労働者

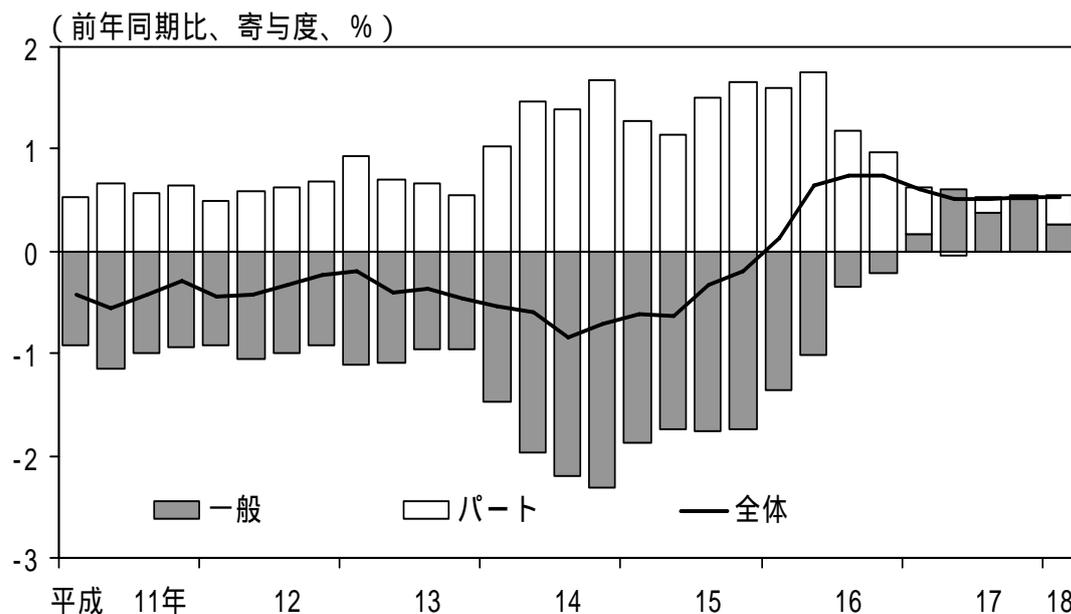
の伸びが鈍化する一方、一般労働者（フルタイム労働者）が着実に増加した。賃金面では、所定内給与がごく緩やかな増加傾向をたどったほか、冬季賞与も、好調な企業収益を背景に、昨冬および昨夏並みの伸び率で増加した。これらの結果、雇用者所得は（図表 11）、緩やかな増加を続けた。

（図表 10）労働需給

（ 1 ）有効求人倍率と完全失業率

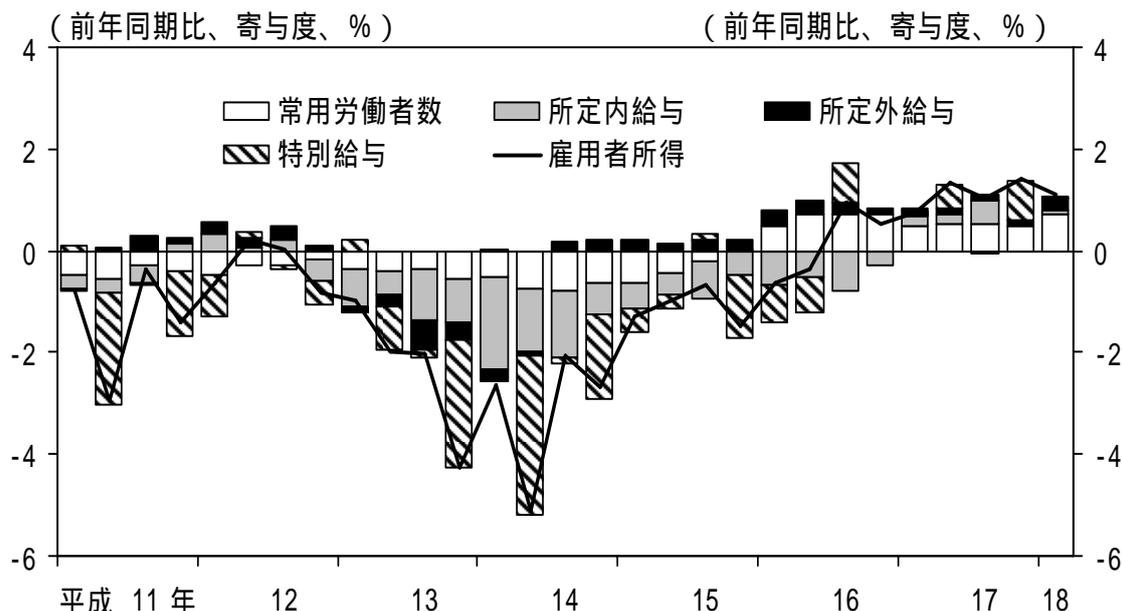


（ 2 ）常用労働者数



（注）常用労働者数は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



(注) 賞与の支給時期にあわせて、第1四半期：3～5月、第2四半期：6～8月、第3四半期：9～11月、第4四半期：12～2月としている。事業所規模5人以上の計数を使用。

(個人消費は底堅さを増す)

以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は、底堅さを増した。すなわち、GDPベースの実質個人消費は、10～12月、1～3月と着実な増加を続けた。また、小売や旅行、外食など各種財・サービスの売上指標を合成した「販売統計合成指数」を店舗調整後でみると(図表12)²、17年入り後頃から持ち直しがみられ、とくに冬場は、気温低下の影響から冬物衣料を中心にはつきりと増加した。さらに、消費財の動きを生産者段階で包括的に捉えた「消費財総供給」も(図表13)³、デジタル家電などを中心に堅調な増加を続けた。この間、需要側から個人消費を捉えた家計調査の消費水準指数をみると、1～3月はやや弱めとなったが、

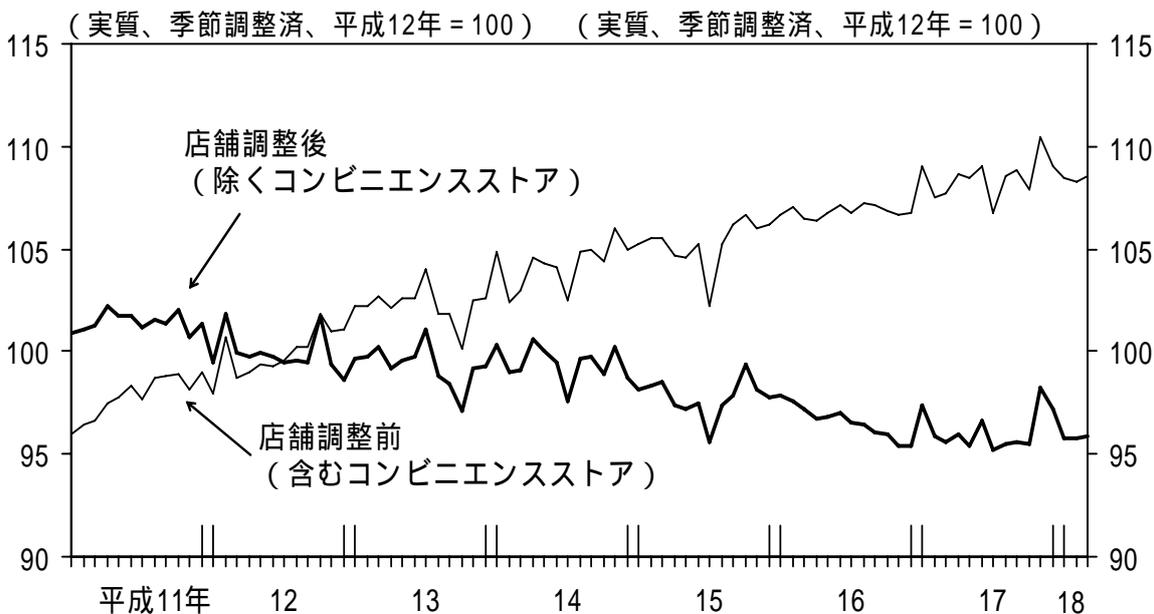
² 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したものである。なお、「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である(店舗調整前の指数にはコンビニエンスストア売上高を含めている)。「店舗調整後」は、店舗増減の影響を排除したものであり、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで売上高の変動を捉える指数である。

³ 消費財総供給は、消費財の国内向け出荷に消費財の(純)輸入を加えることにより、算出したものである。

均してみれば底堅く推移した。

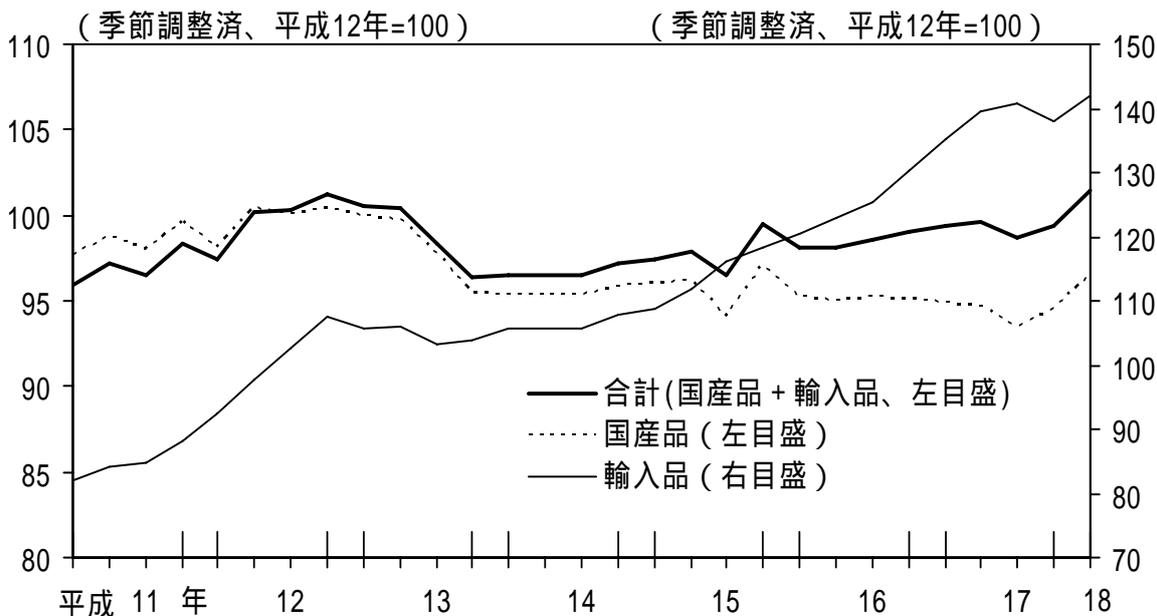
消費者コンフィデンスを表す指標は(図表 14) 雇用環境の改善や株価の上昇などを背景に、改善傾向をたどった。

(図表 12) 販売統計合成指数



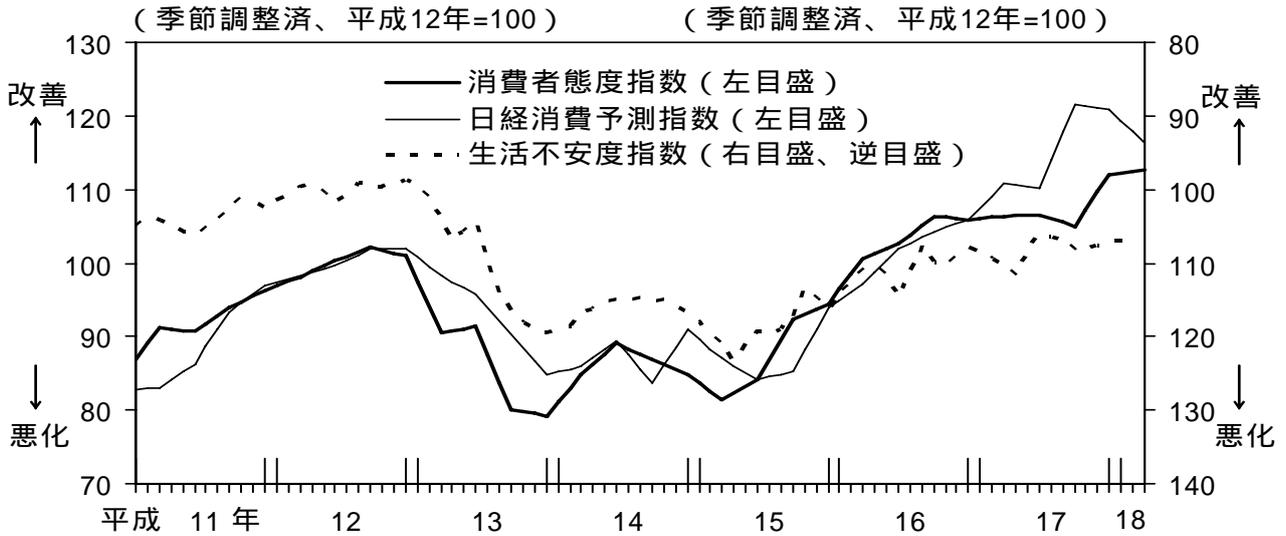
(注) 販売統計合成指数については脚注2を参照。

(図表 13) 消費財総供給



(注) 消費財総供給については脚注3を参照。

(図表 14) 消費者コンフィデンス

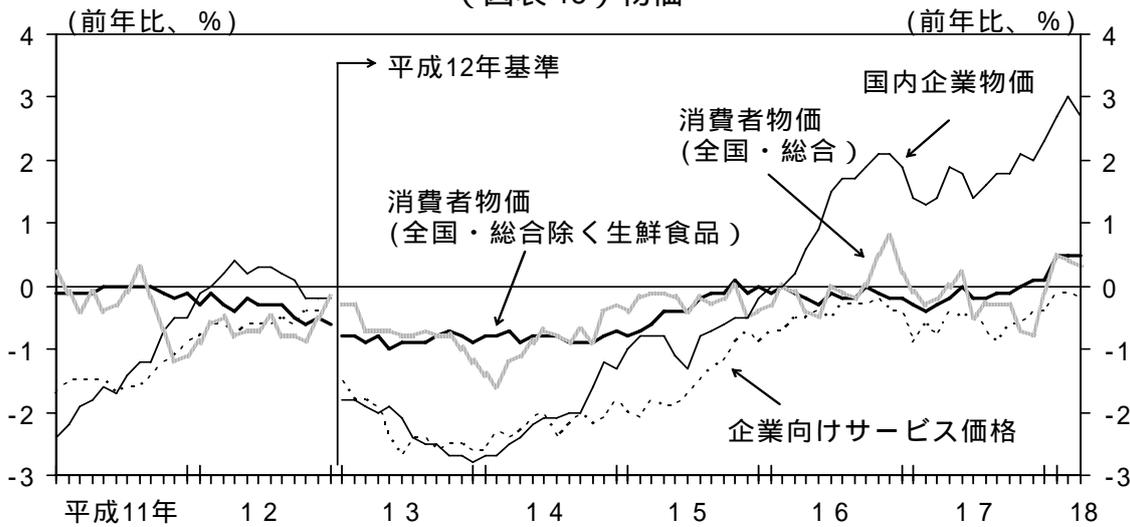


(注) 消費者態度指数 (調査対象全国 5,040 世帯)、日経消費予測指数 (同首都圏 600 人<16 年 9 月までは 1,500 人、16 年 12 月は 880 人>)、生活不安度指数 (同全国 2,400 人) は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(2) 物価

物価の動向をみると(図表 15)、国内企業物価は、内外の商品市況高や需給環境の改善を反映して、前年比上昇率は徐々に高まった。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は⁴、平成 10 年後半から概ねマイナスで推移してきたが、17 年 11 月以降はプラスとなった。

(図表 15) 物価



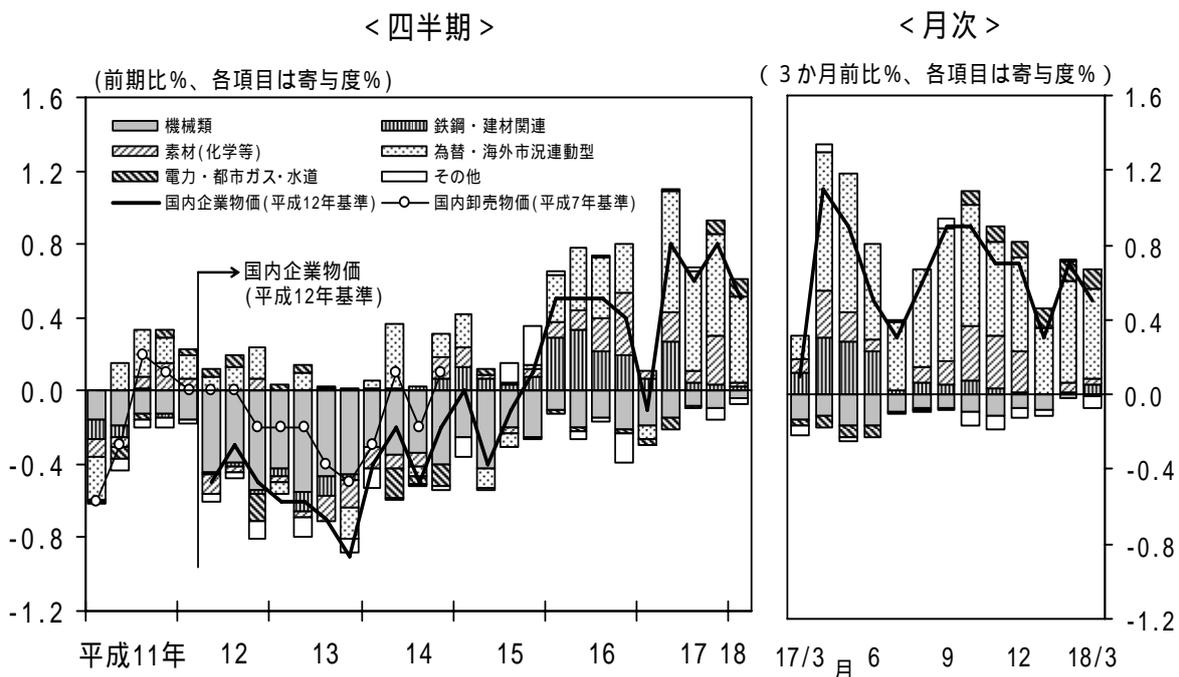
⁴ 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、天候要因による振れが大きい生鮮食品を消費者物価指数総合から除いたものである。

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16)、原油価格の影響を直接受ける石油・石炭製品が上昇を続けたほか、非鉄金属も国際商品市況の高騰を背景に大幅に上昇した。化学関連も、原料価格上昇の影響などを背景に、振れを伴いつつ上昇傾向をたどった。鉄鋼については、汎用品の一部で市況が軟化したものの、全体としては緩やかに上昇した。この間、機械類の価格については、マイナス幅が緩やかに縮小した。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表17)、経済全体の需給バランスが緩やかな改善を続けるもとで(図表18)、原油高がガソリンや灯油の価格に引き続き影響したことや、前年における電気・電話料金引き下げの影響が剥落したこともあって、11月にプラスに転じ、18年入り後はプラス幅が拡大した。

地価を全国平均でみると、商業地、住宅地ともに引き続き下落したが、下落テンポは緩やかになった。そのうち、東京都心部を中心とした大都市圏では、上昇に転じる動きが広がった。

(図表16) 国内企業物価



(注) 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、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(3) 海外金融経済

(概況)

17年度下期の海外経済は、米国や東アジアを中心に景気拡大を続けた(図表19)。地域別にみると、米国では、個人消費や設備投資を中心に内需主導の景気拡大が続いた。東アジアでは、中国が高成長を続けたほか、N I E s、A S E A N 4でも、I T関連分野を中心とした輸出の増加などを背景に、緩やかな景気拡大が続いた。この間、欧州では、ユーロエリア経済は、引き続き停滞気味ながら回復のモメンタムが徐々に強まった。また、英国経済は、停滞気味に推移した。

(図表19) 海外経済の実質G D P成長率

(欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		16年	17年	16年 第4四半期	17年 1	2	3	4	18年 1
米 国		4.2	3.5	3.3	3.8	3.3	4.1	1.7	4.8
欧 州	ユーロエリア	1.8	1.4	0.7	1.3	1.7	2.8	1.3	2.4
	ド イ ツ	1.6	1.0	0.3	2.4	1.7	2.5	0.0	1.5
	英 国	3.1	1.8	2.5	0.8	2.1	2.1	2.3	2.6
東 ア ジ ア	中 国	10.1	9.9	9.5 [*]	9.9	10.1	9.8	9.9	10.2
	N I E s および A S E A N 4	5.8	4.9	5.0	4.2	4.5	5.2	5.6	

(注) N I E s および A S E A N 4⁵は、I M F公表のG D Pウェイト(17年、購買力平価基準)を用いて算出。中国は、18年1月に新ベースに改訂が行われたが、16年第4四半期の数値のみ旧ベース。

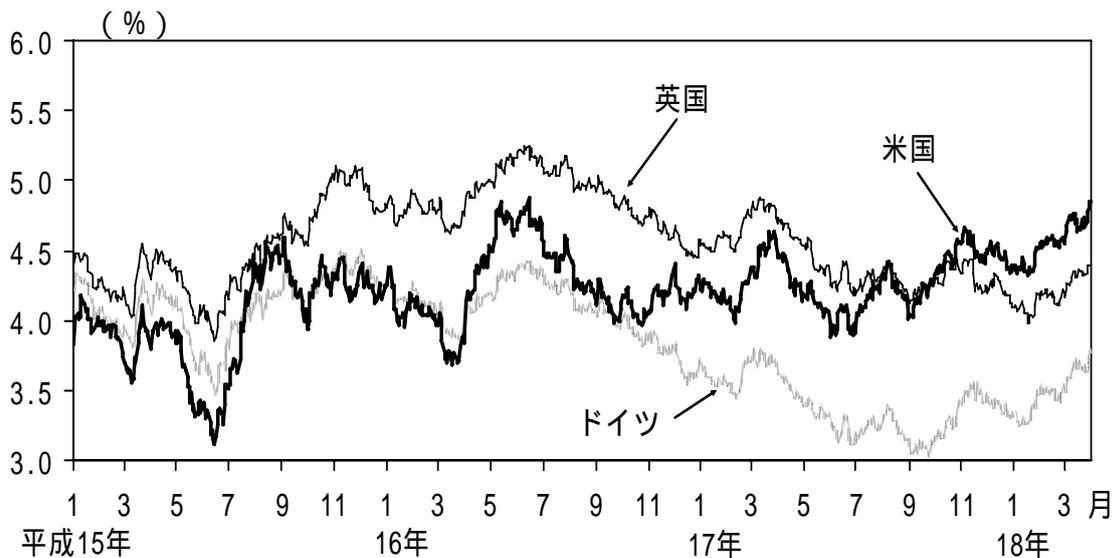
海外金融市場の動向をみると(図表20)、米国の長期金利は、景気の堅調さが意識される中、米国連邦準備制度による利上げ継続観測が強まったことから水準を切り上げた。ユーロエリアの長期金利は、インフレ警戒感が強まる中、利上げ観測が強まったことから上昇した。英国の長期金利は、インフレ懸念の後退からいったん低下したが、その後は、利下げ観測の後退などから、水準を戻した。株価を

⁵ 図表3の注を参照。

みると、米国では、良好な経済指標や企業決算に支えられ、振れを伴いつつも17年度下期を通じて緩やかに上昇した。ユーロエリアおよび英国でも、良好な企業決算、業界再編期待などから上昇した。エマージング諸国・地域の金融市場をみると、良好なファンダメンタルズなどに支えられ、多くの国・地域で株価は上昇、対米国債スプレッド⁶は縮小した。

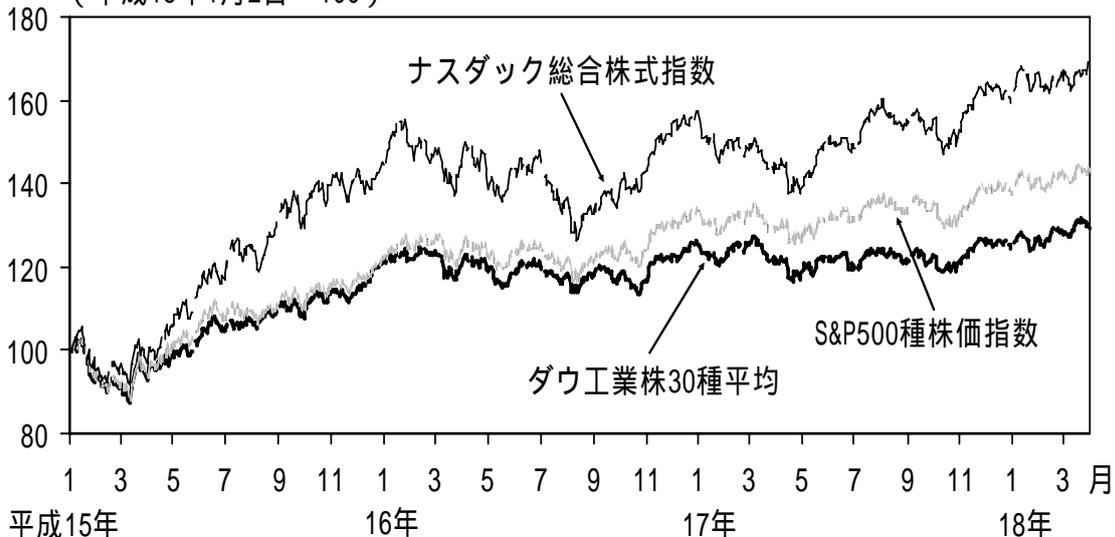
(図表 20) 欧米の長期金利と株価

(1) 欧米の長期金利(国債10年物)



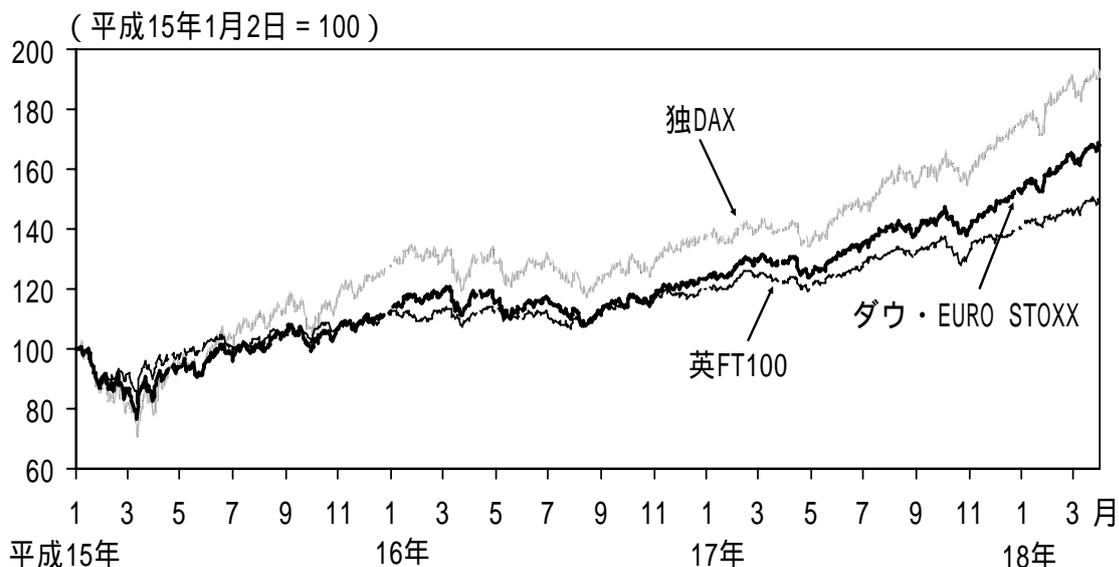
(2) 米国の株価

(平成15年1月2日 = 100)



⁶ これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

(3) 欧州の株価



(米国経済は景気拡大を継続)

米国では、家計支出、設備投資ともに着実に増加し、雇用面の改善が続くなど、内需主導の景気拡大が続いた。ただし、住宅価格については、引き続き上昇傾向にあるものの、次第に伸び率鈍化の兆しがみられ始めた。対外バランス面をみると、貿易収支赤字は、原油輸入が拡大したことなどが影響して、17年度下期に入って一段と赤字幅が拡大した。物価面では、エネルギー価格の上昇を反映し、総合ベースの消費者物価の前年比伸び率は高目で推移した。一方、食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価は、前年比で2%をやや上回る水準で推移し、緩やかな上昇に止まった。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、11月1日、12月13日、1月31日、3月28日と、相次いで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それぞれ0.25%ずつ引き上げた。この結果、同誘導目標水準は、3月末時点で4.75%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(1)）、10月にはインフレ懸念の高まりから、4.4%弱から4.6%程度までいったん上昇した。その後は物価情勢の落ち着きを背景に追加利上げ観測が弱まり、1月中旬にかけて4.3%程度まで低下した。1月下旬以降は、市場予想比強めの経済指標や追加利上げ観測が

強まったことなどを受けて、4.8%を上回る水準まで上昇した。

株価をみると(図表20(2))、10月にはインフレ懸念を背景に軟調に推移したが、その後は良好な企業決算が好感されたことや、追加利上げ観測がいったん弱まったことなどから上昇した。1月以降は、原油価格の動向や追加利上げに対する見方の変化を受けて振れが大きくなる局面もみられたが、市場予想比強めの経済指標や良好な企業決算に支えられ、堅調に推移した。

(ユーロエリア経済は回復のモメンタムが徐々に強化)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、景気はなお停滞気味で推移したが、回復のモメンタムが徐々に強まった。すなわち、個人消費は引き続き動意に乏しかったものの、ユーロ安の影響もあって、輸出と生産は持ち直しており、設備投資も振れを均してみると増加した。この間、消費者物価の伸び率は、エネルギー価格上昇の影響が続く中で、前年比+2.0%台前半で推移している。

金融政策面では、欧州中央銀行は、15年6月の利下げ以降据え置いてきた政策金利(主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利)を、12月と3月に0.25%ずつ引き上げ、2.50%とした。

英国では、景気は停滞気味に推移した。住宅価格の上昇率低下を背景に個人消費が軟化した。期末にかけては復調を示唆する動きもみられた。この間、消費者物価は、イングランド銀行の目標値(前年比+2.0%)前後で推移した。

金融政策面では、イングランド銀行は、17年8月に政策金利(レポ金利)を0.25%引き下げた後、4.50%で据え置いた。

この間、ユーロエリアおよび英国の長期金利(独・英国債10年物利回り)をみると(図表20(1))、ユーロエリアでは、米国金利につれて低下する局面もみられたが、景気回復を示す経済指標や利上げ観測の強まりなどから3.8%程度まで上昇した。英国では、市場予想比弱めの経済指標などを背景に1月中旬にかけていったん低下したが、その後は追加利下げ観測の後退などから水準を戻した。ユーロエリアおよび英国の株価は(図表20(3))、良好な企業決算、業界再編期待などが

ら上昇した。

(東アジア経済は景気拡大を持続)

NIEs、ASEAN4では、多くの国・地域で緩やかな景気拡大が続いた。すなわち、多くの国・地域では、IT関連分野を中心に輸出・生産の増加傾向が続いた。家計部門では、エネルギー価格の上昇による実質購買力への影響が一部でみられたものの、多くの国・地域において、雇用環境が緩やかな改善傾向にあることや金融環境がなお緩和的であることなどから、個人消費は総じて底堅く推移した。この間、物価面では、年度末にかけてエネルギーや食料品価格の変動から振れの大きい展開となったが、基調としては、景気拡大とエネルギー高の波及を背景に、消費者物価の前年比上昇率は緩やかに上昇した。

中国経済は、内外需ともに力強い拡大を続けた。固定資産投資は、高めの伸びを持続し、個人消費や輸出も、増勢を維持した。この間、17年前半にかけて増勢が大幅に鈍化していた輸入は、在庫調整の進捗などから徐々に復調に向かった。物価面では、去年の反動から食料品価格の前年比伸び率が低下したことを主因に、消費者物価の前年比上昇率は低い水準で推移した。

金融政策面では、NIEs・ASEAN4で、景気拡大やエネルギー高などを背景としたインフレ懸念の高まりから、引締め動きが相次いだ。すなわち、韓国銀行では三度に亘って政策金利を計0.75%引き上げて、4.0%に、タイ銀行では四度に亘って政策金利を計1.25%引き上げて、4.5%とした。台湾中央銀行では、二度に亘って政策金利を計0.25%引き上げて、2.375%に、フィリピン中央銀行でも政策金利を0.25%引き上げて、7.5%とした。また、エネルギー価格上昇の賃金などへの二次的波及効果が懸念されたインドネシアやマレーシアでは、インドネシア銀行が、三度に亘って政策金利を計2.75%引き上げ、12.75%に、マレーシア国立銀行でも、二度に亘り政策金利を計0.55%引き上げ、3.25%とした。この間、香港金融管理局は、米国の金利引き上げと歩調をあわせて、四度に亘って政策金利を計1%引き上げて、6.25%とした。

東アジア地域の金融市場をみると、良好なファンダメンタルズなどに支えられ、多くの国・地域で株価・通貨ともに総じて堅調に推移し、対米国債スプレッドは縮

小した。ただし、米国の金利先高感や原油高の長期化を受けたインフレ懸念の高まりなどを背景に、10月、3月には軟調に推移する局面もみられた。フィリピンなどでは、政局の混乱から、金融市場が一時的に軟調となる局面もみられたが、事態の沈静化などを手掛かりに持ち直した。

この間、17年7月に管理変動相場制へ移行した中国人民元の対米ドルレートは、ごく緩やかな上昇を続け、約1%切り上がった。また、マレーシア・リングの対米ドルレートは約2%切り上がった。

(中南米諸国などの金融市場は総じて堅調)

その他のエマージング金融市場も、一時的な調整の動きはみられたものの総じて堅調に推移した。

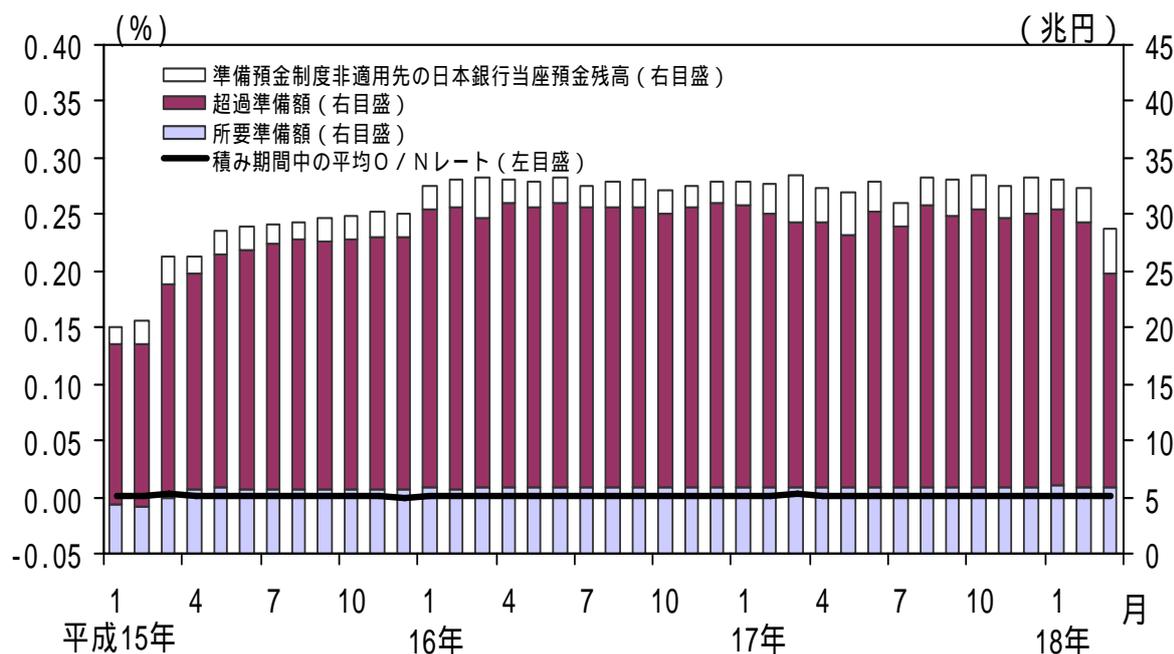
中南米諸国についてみると、堅調な商品市況、良好なファンダメンタルズに加えて、ブラジルなどによるドル建て外債の買戻しが好感されたことを背景に、株価・通貨は総じて堅調に推移し、対米国債スプレッドは縮小した。その他の地域をみると、トルコではIMFプログラムの進展などを背景に、ロシアでは原油高などを背景に、それぞれ対米国債スプレッドは縮小し、株価は上昇した。

2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場

平成17年度下期においては、3月8、9日の金融政策決定会合までは、日本銀行当座預金残高⁷目標は「30～35兆円程度」とされ、この金融市場調節方針に沿って潤沢な資金供給を行った結果、日本銀行当座預金残高（図表21）は、12月末日も含め概ね30～34兆円台で推移した。この間、無担保コールレート（オーバーナイト物）⁸は、ほぼ一貫して0.001～0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した⁹。3月会合では、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した上で、これを概ねゼロ%で推移するように促すことを決定した。その後は、新たな金融市場調節方針に沿って金融市場調節を実施した結果、無担保コールレートは概ねゼロ%で推移した。

（図表21）日本銀行当座預金残高



(注) 積み期間（当月16日～翌月15日）中の平均残高。

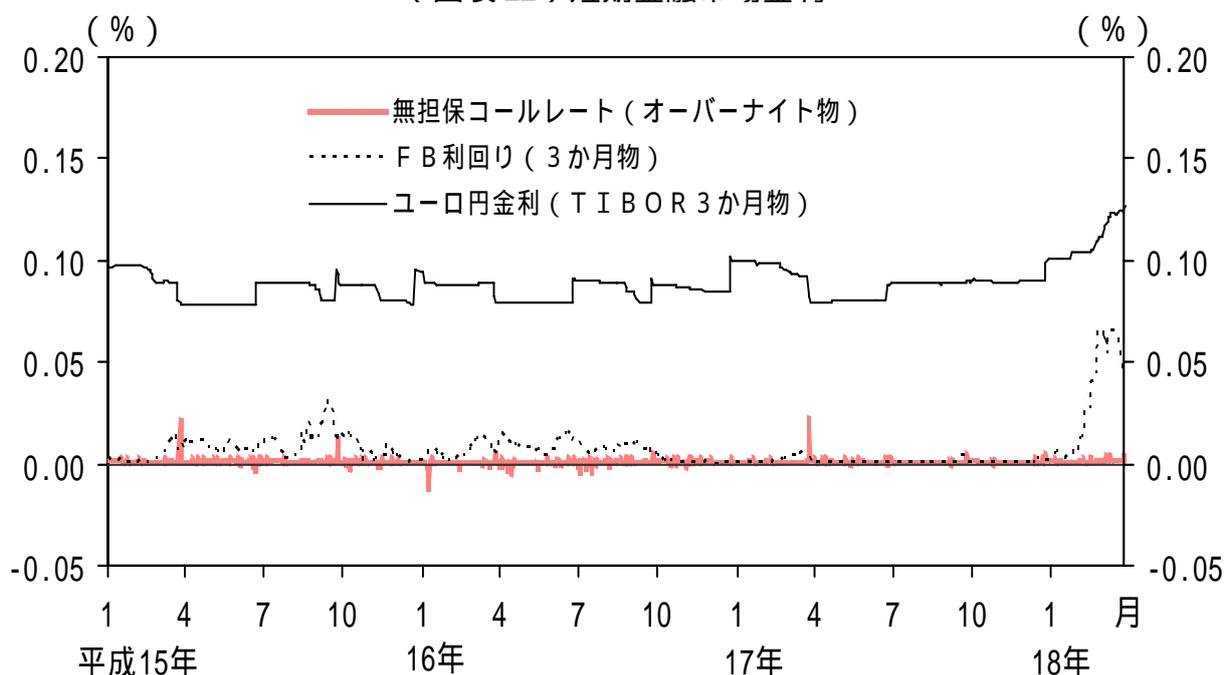
⁷ 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

⁸ 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）。

⁹ ただし、12月末日には、年末要因から0.004%となった。

短期金融市場の動きをみると（図表 22）、ターム物金利¹⁰は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、2月上旬までは低位で安定的に推移した。その後は、量的緩和政策の解除の可能性を織り込みつつ、F B（政府短期証券）・T B（割引短期国債）レートが上昇したほか、ユーロ円金利（T I B O R 3 か月物）も幾分上昇した。3月以降は、長めの金利を中心に上昇した。

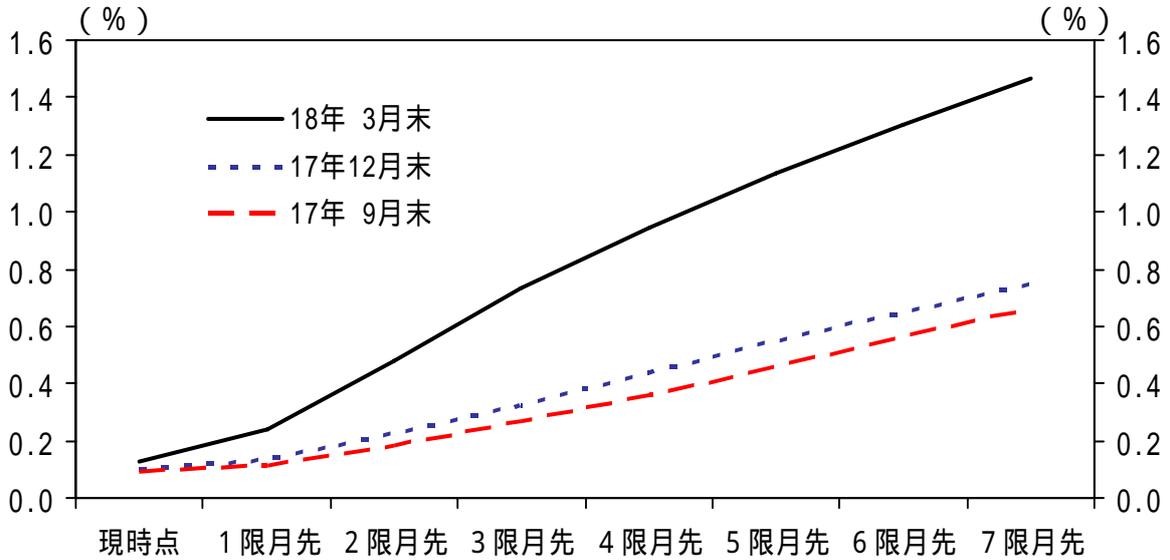
（図表 22）短期金融市場金利



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 23）、ユーロ円金利先物レートは、11月中旬から12月初にかけて幾分低下する局面もみられたものの、物価情勢の改善などを背景に量的緩和政策の解除見通しが強まり、総じてみれば上昇傾向をたどった。量的緩和政策解除後は、先行きの金融政策変更に対する思惑などを受けて、期先限月を中心に上昇した。

¹⁰ 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。

(図表 23) ユーロ円金利先物レート

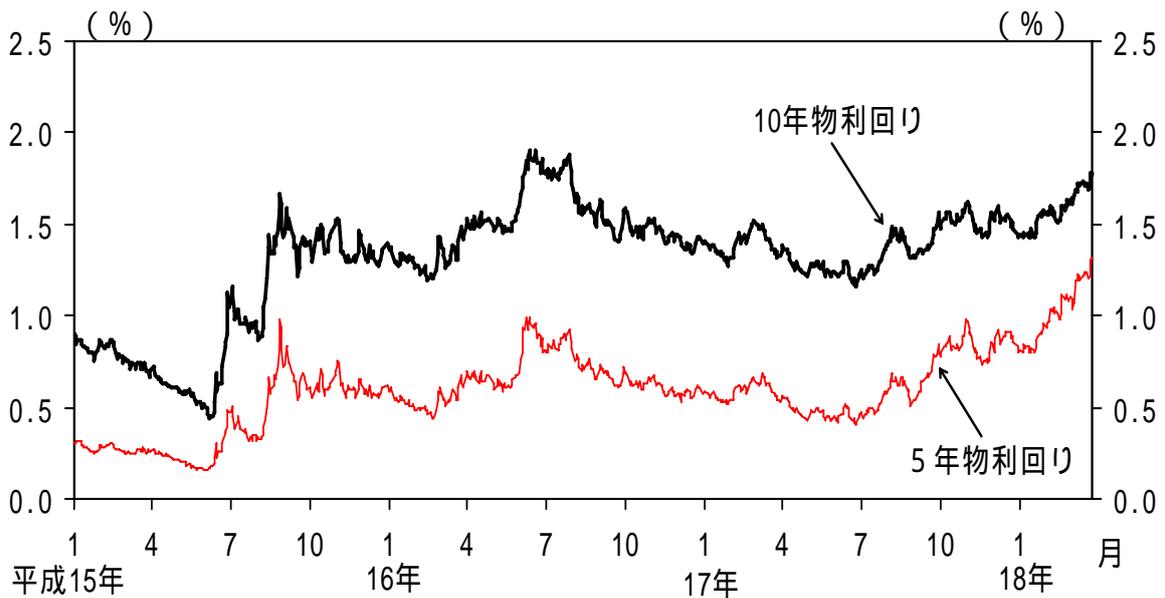


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (TIBOR 3か月物) である。グラフでは、例えば、18年3月末時点 (実線) における1限月先 (18年6月中央) のユーロ円金利の市場予想値が0.240%、2限月先 (18年9月中央) が0.480%、3限月先 (18年12月中央) が0.730%であったことを表している。

(2) 債券市場

17年度下期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年債)の流通利回りは(図表 24) 振れを伴いながらも上昇した。

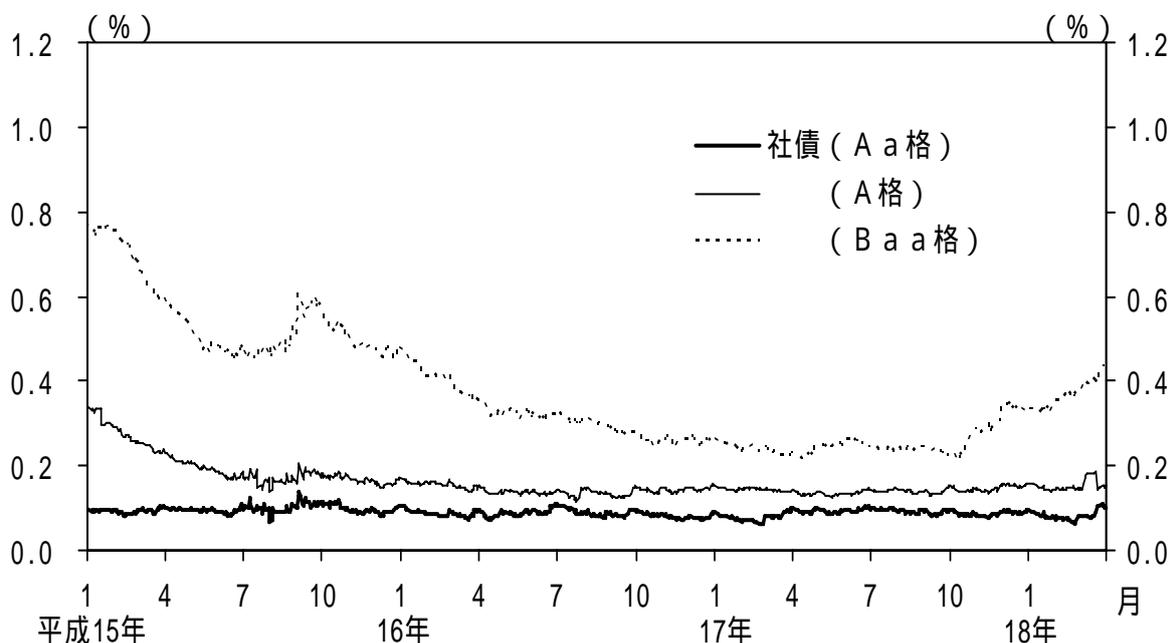
(図表 24) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、長期国債金利は、17年度下期入り後、国内経済指標が予想比上振れたことを受けて景気や物価の見通しが改善したことから、11月上旬にかけて1.6%台前半まで上昇した。11月中旬から年末にかけては先行きの金利上昇見通しがやや後退する中、米国金利の低下などを受けて、1.4%台前半まで低下した。その後は、景況感の一段の改善や米国など海外の長期金利の上昇、先行きの金融政策運営に対する見方にばらつきが出ていることなどを受けて上昇し、年度末には1.7%台後半まで上昇した。

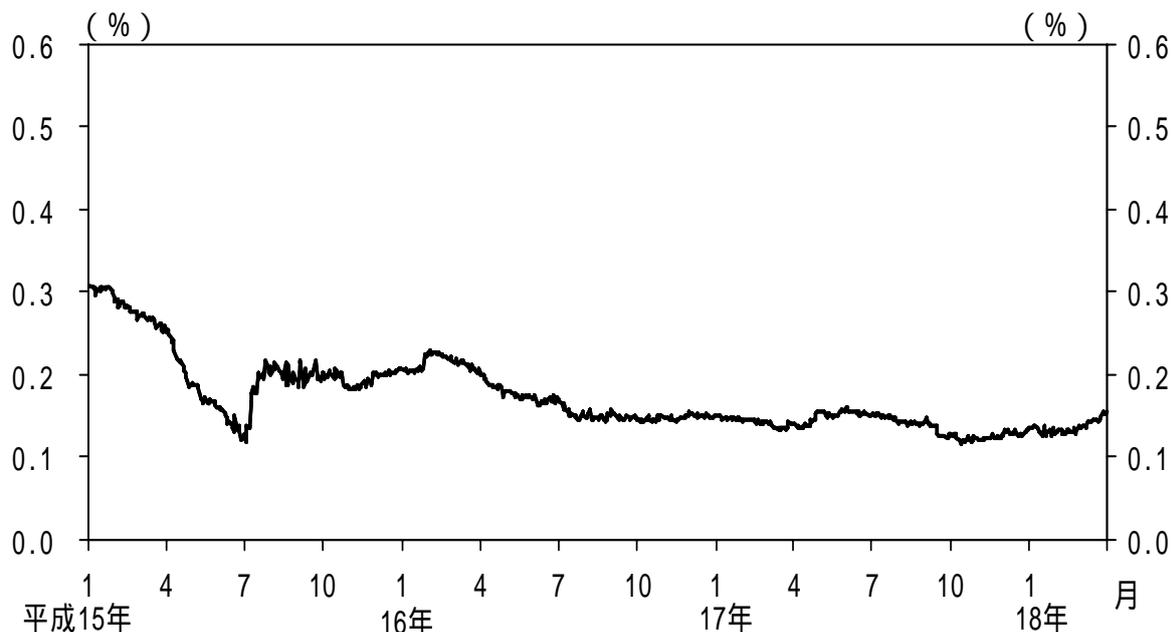
この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表25）一部低格付け企業のスプレッドが拡大したことを除き、17年度下期を通じて総じて横ばい圏内で推移した。こうした中、銀行債の信用スプレッドも（図表26）横ばいで推移した。

（図表25）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4年以上6年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けはムーディーズによる。

(図表 26) 銀行債と国債との流通利回り格差

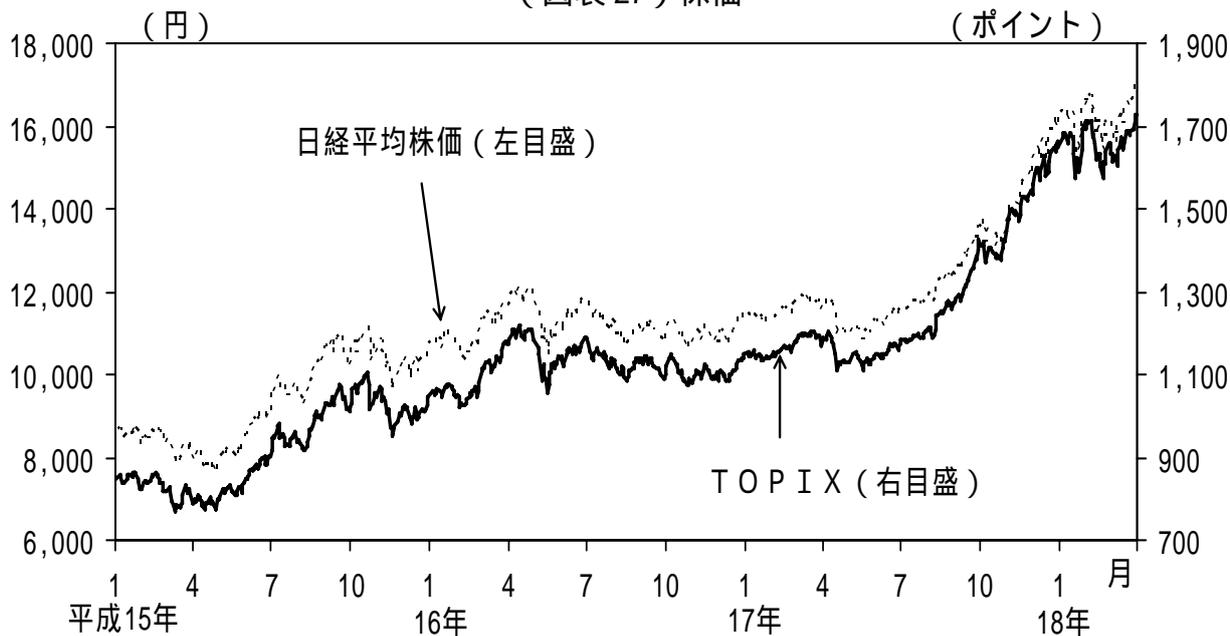


(注) 銀行債、国債とも残存年数5年。銀行債は、みずほコーポレート債・三菱東京UFJ債・三井住友債の平均。

(3) 株式市場

17年度下期の株式市場の動向をみると(図表27)、株価は、振れを伴いながらも大幅に上昇した。

(図表 27) 株価



やや詳しくみると、株価は、17年度下期入り後から1月中旬にかけて、わが国経済指標の予想比上振れやわが国企業の業績発表などを受けて大幅に上昇した。その後、1月中旬には、一部企業に対する検察当局による家宅捜索をきっかけに下落したものの、総じてみれば上昇傾向を続け、年度末には1万7千円台（日経平均株価）まで上昇した。

（4）外国為替市場

17年度下期の外国為替市場の動向をみると（図表28）、円の対米ドル相場は、12月上旬にかけて121円台まで下落した後、1月から3月末にかけては、114～118円台の範囲内で推移した。

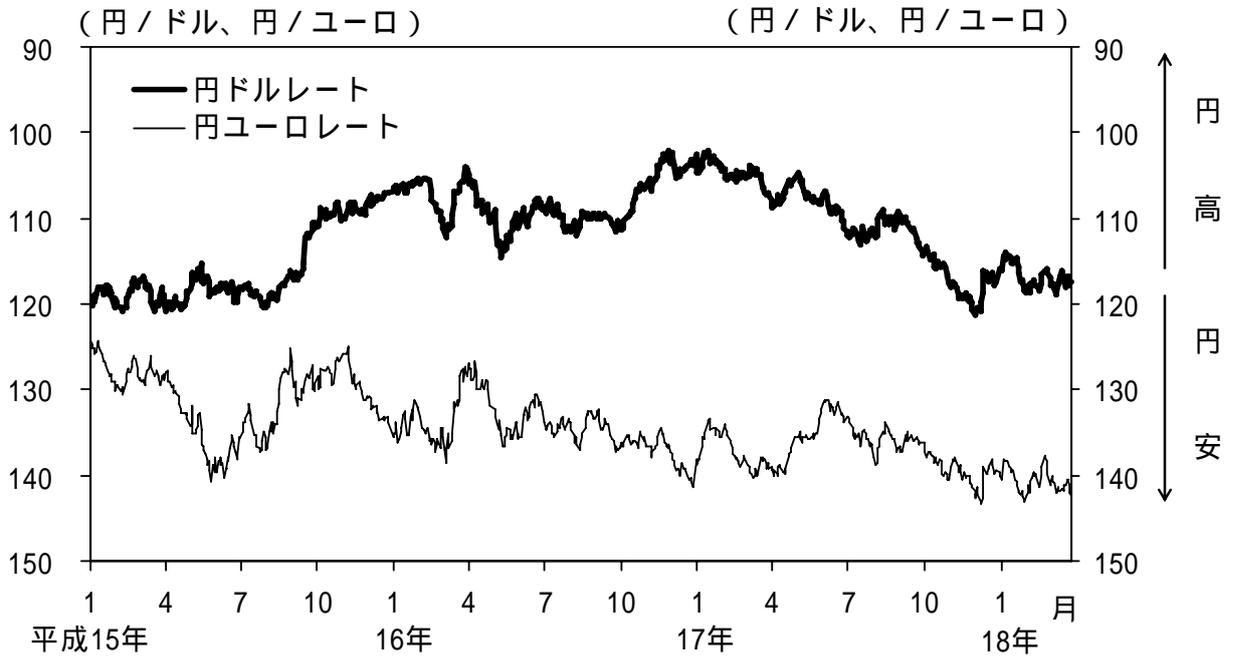
やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、17年度下期入り後、日米金利差拡大観測などを背景に円安傾向をたどり、12月上旬にかけて121円台まで下落した。その後は、日米の金融政策運営に関する思惑が交錯する中、概ね114～118円台の範囲内で推移した。

この間、円の対ユーロ相場は、136～143円台の範囲内で推移した。

また、17年度下期中の円の実質実効為替レート¹¹は、若干の円安傾向をたどった。

¹¹ 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、わが国の各相手国向け輸出金額のウェイトを用いて加重平均したものであり、わが国の製品の価格競争力を総合的に表すと考えられる指標である（日本銀行試算）。

(図表 28) 円ドル、円ユーロレート



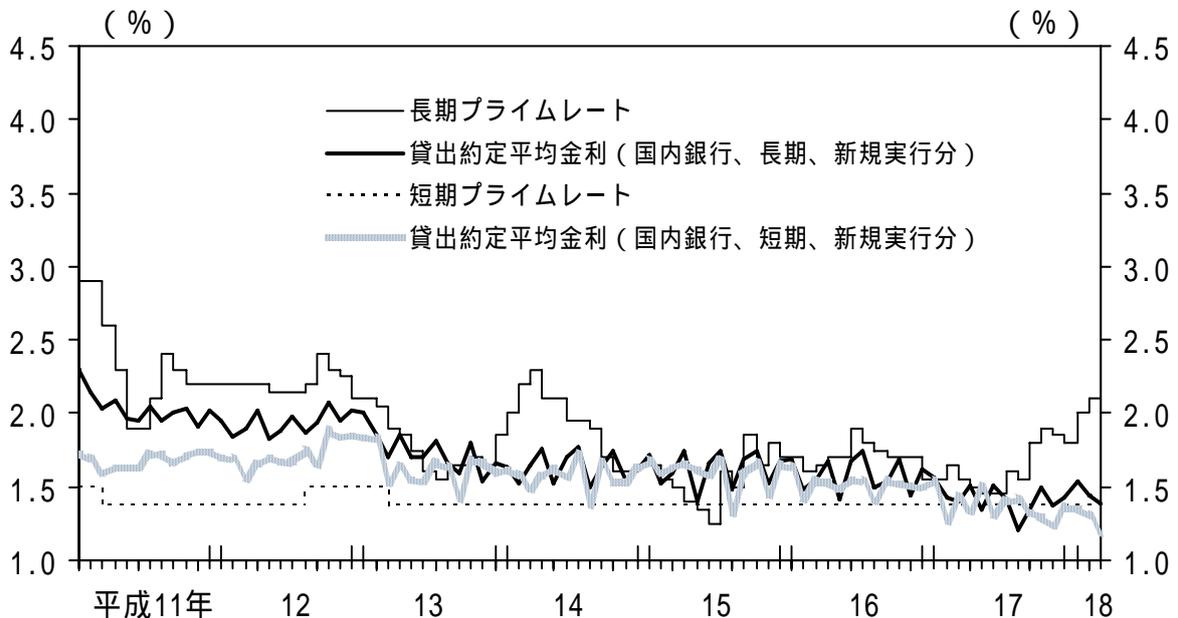
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利

17年度下期の貸出金利の動きをみると(図表29)、短期プライムレート(都市銀行)¹²は、1.375%の水準で引き続き推移した。長期プライムレートは、長期金利の動きを受けて、小幅の引き下げ、引き上げがみられたが、総じてみれば上昇した。

国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、全体としてみれば、横ばい圏内の動きとなった。

この間、銀行の預金金利は、引き続き極めて低い水準で推移した。

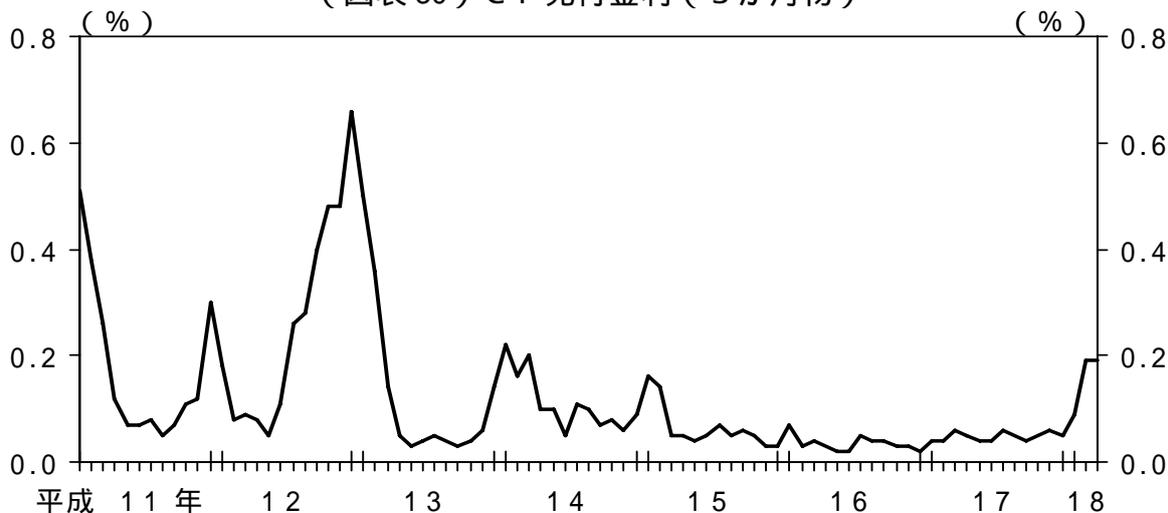
(図表29) 貸出金利



企業の短期の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP、図表30)の発行金利は、1月以降やや上昇したものの、引き続き低水準で推移した。社債の発行金利は、長期金利の動向を受けて幾分上昇した。

¹² 正確には、最も多くの都市銀行が採用した金利。

(図表 30) C P 発行金利 (3 か月物)

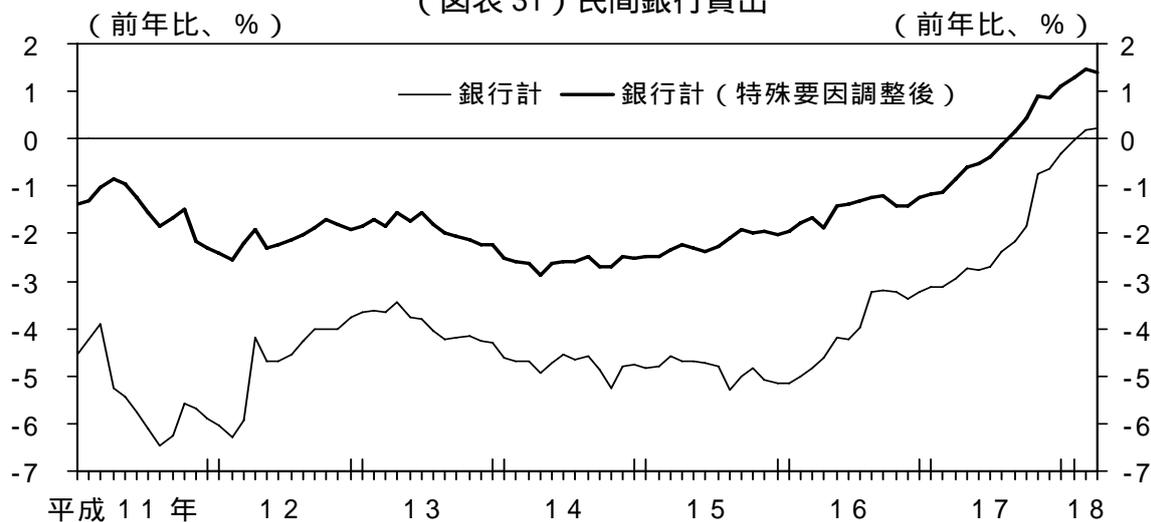


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

(6) 企業金融

17 年度下期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高¹³は (図表 31)、前年比増加幅の拡大が続いた。また、C P・社債の発行残高¹⁴は (図表 32)、前年を上回る水準で推移した。

(図表 31) 民間銀行貸出

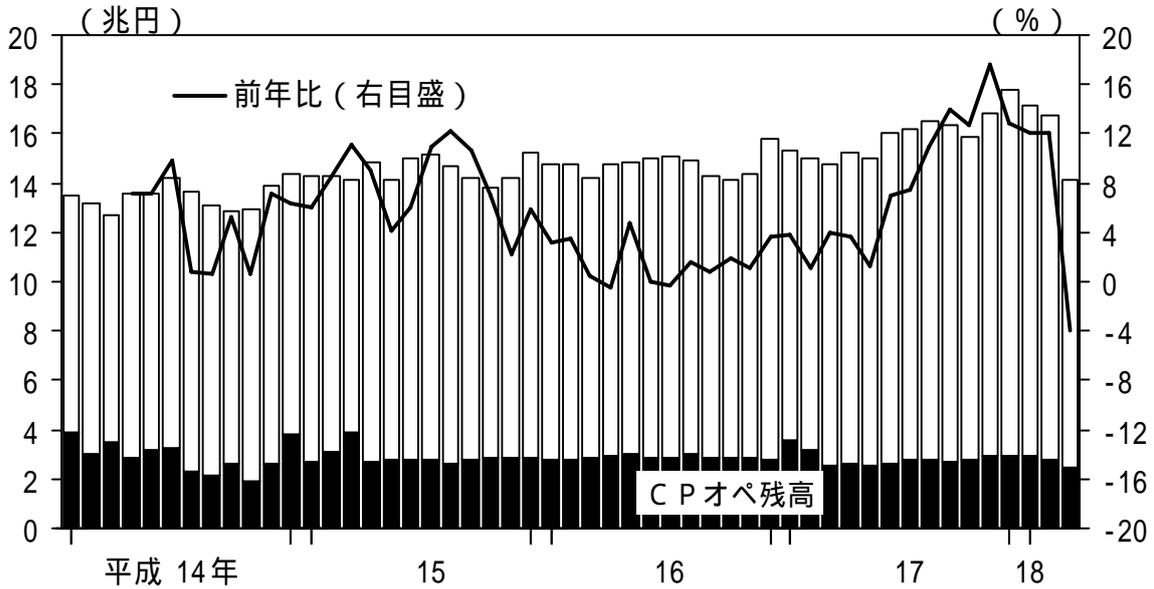


¹³ 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

¹⁴ 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。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。

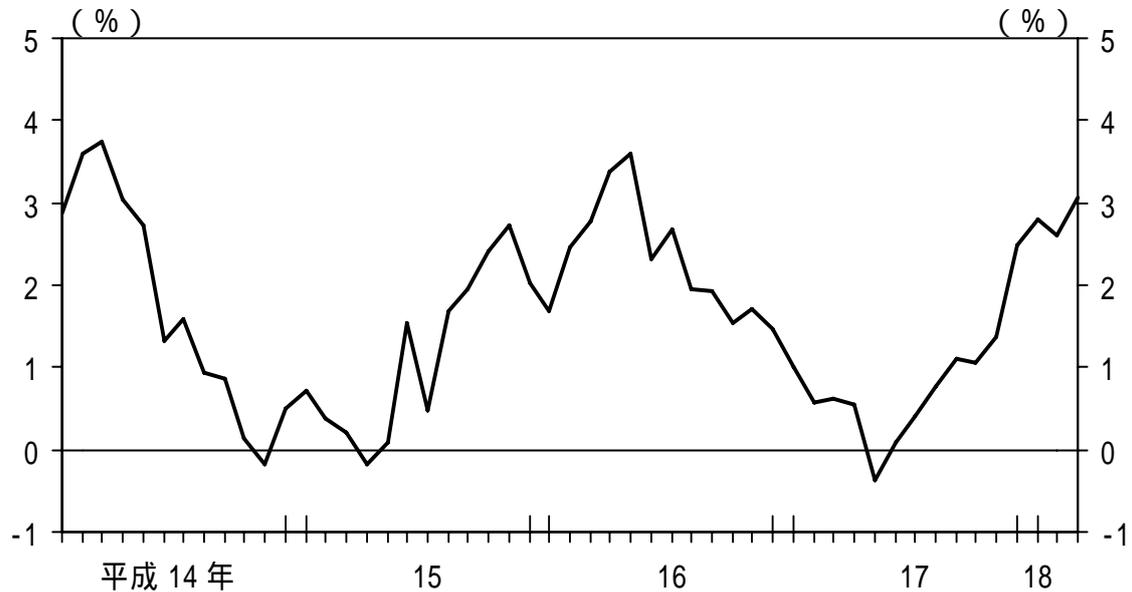
(図表 32) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (未残)



(注) 日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの (除く銀行 C P) 。

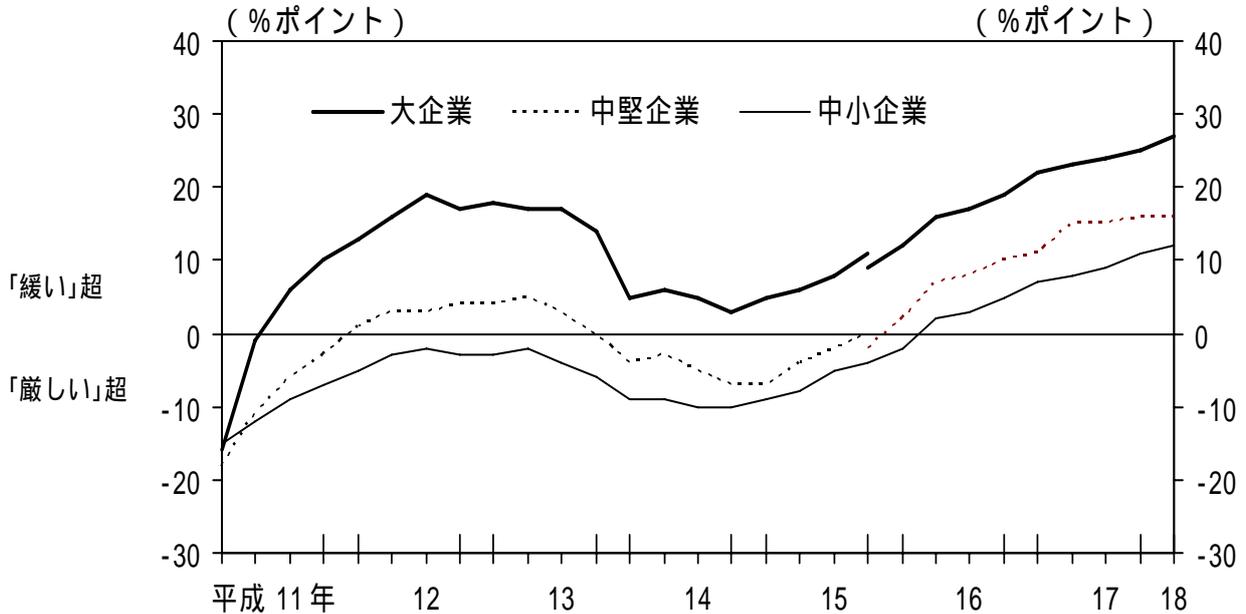
(2) 社債発行残高 (未残前年比)



こうした企業金融動向の背後にある、民間銀行の資金供給姿勢、および企業の資金需要の動きは、概ね以下のとおりであった。

まず、民間銀行の融資スタンスをみると、全体として貸出姿勢はさらに緩和した。こうしたもとで、企業からみた金融機関の貸出態度は (図表 33)、中小企業も含め、引き続き改善した。

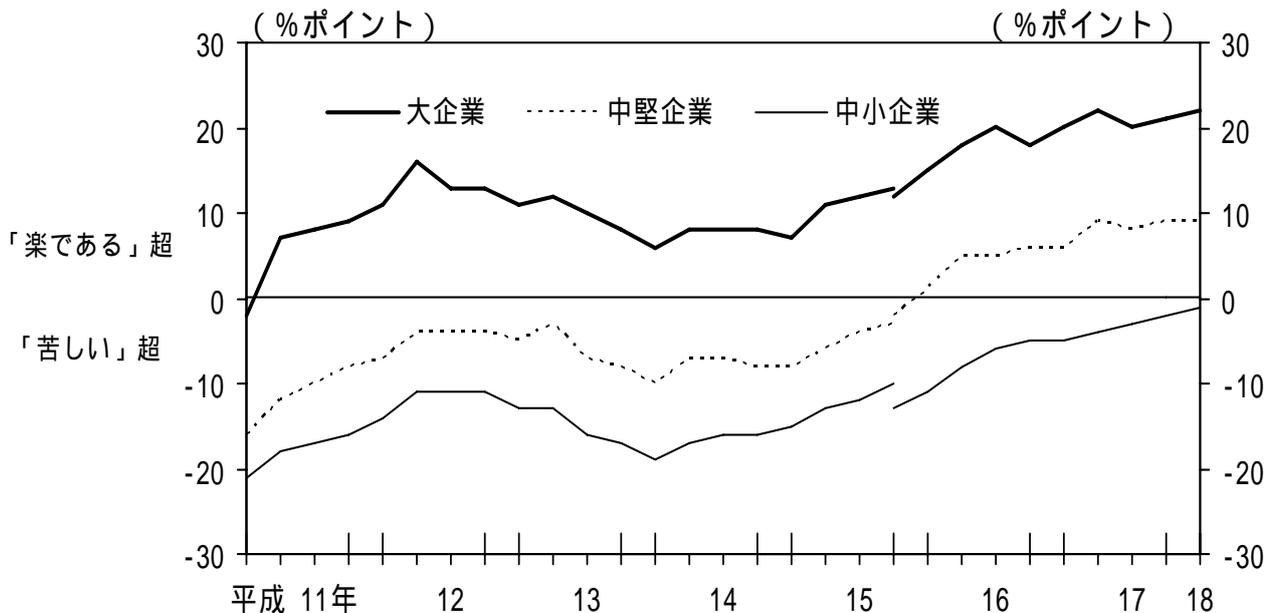
(図表 33) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



(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。

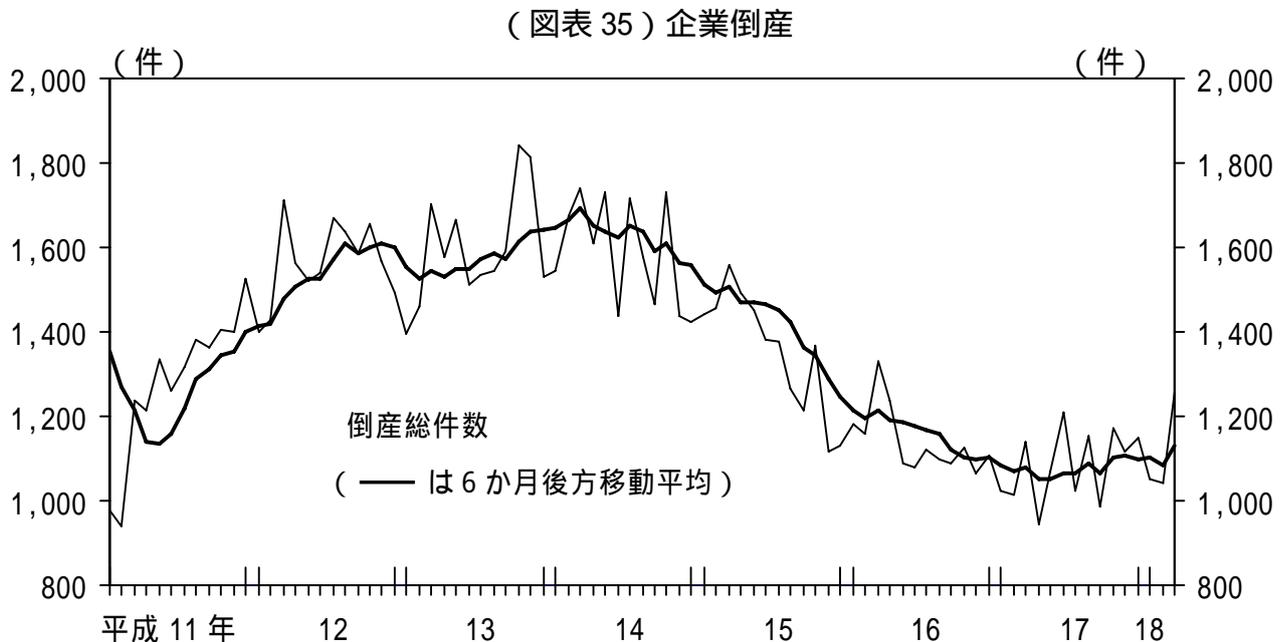
一方、民間企業の資金需要についてみると、景気が着実に回復を続ける中で、設備投資などの企業の支出が増加を続けたことから、下げ止まりに向かった。この間、企業の資金繰り判断は(図表 34)、改善傾向が続いた。

(図表 34) 企業の資金繰り判断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。

企業倒産件数は（図表 35）、17 年度下期中は、総じてみれば前年並みの水準で推移した。



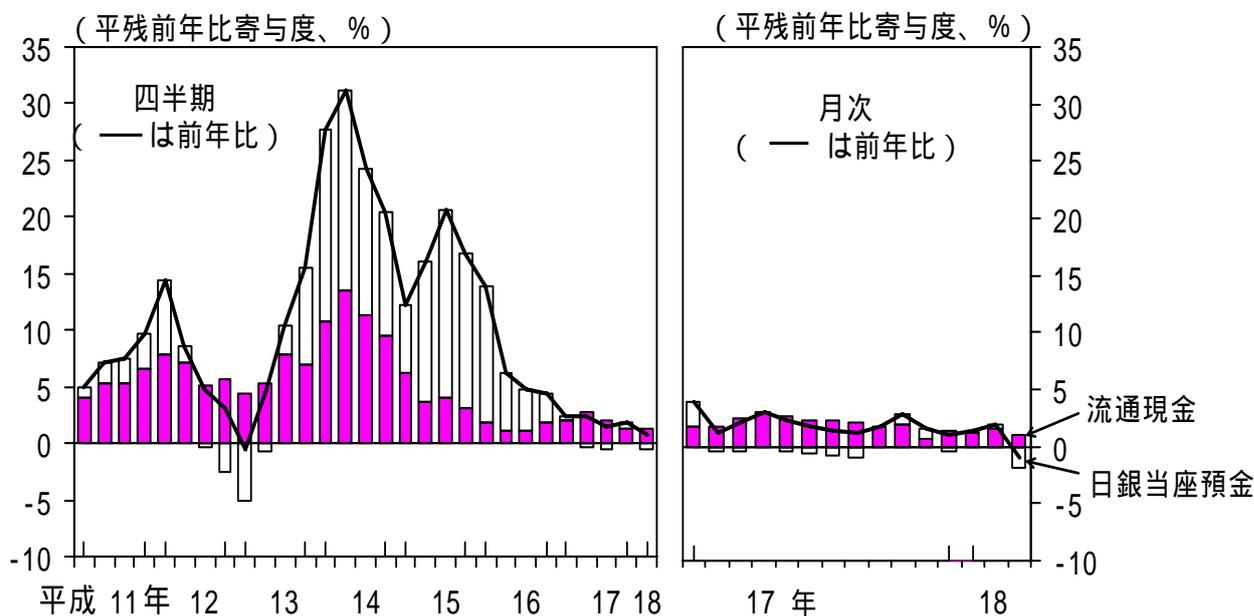
（ 7 ）量的金融指標

17 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）、2 月まではやや振れを伴いつつも前年比 1 ~ 2 % 台の増加を続けてきたが、3 月は前年比減少となった。マネタリーベースの対名目 GDP 比率は、引き続き極めて高い水準で推移した。

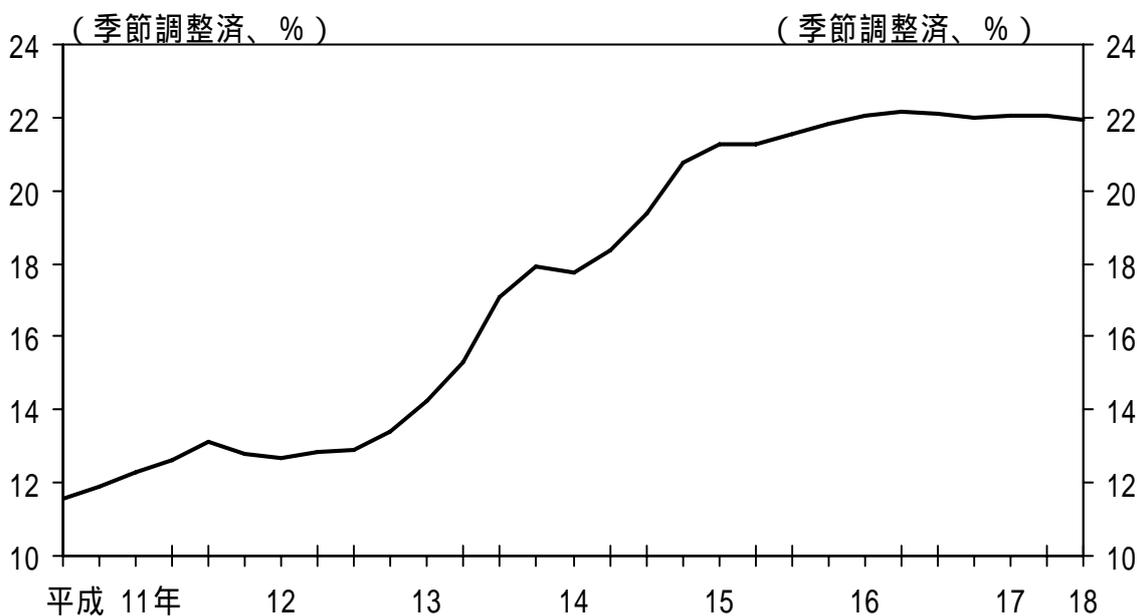
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高は、前年比 1 ~ 2 % 台の増加が続いた。この間、日本銀行当座預金の残高は、概ね前年並みの水準で推移してきたが、3 月 9 日に金融市場調節の操作目標が無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更された後は幾分低下した。

(図表 36) マネタリーベース

(1) 前年比



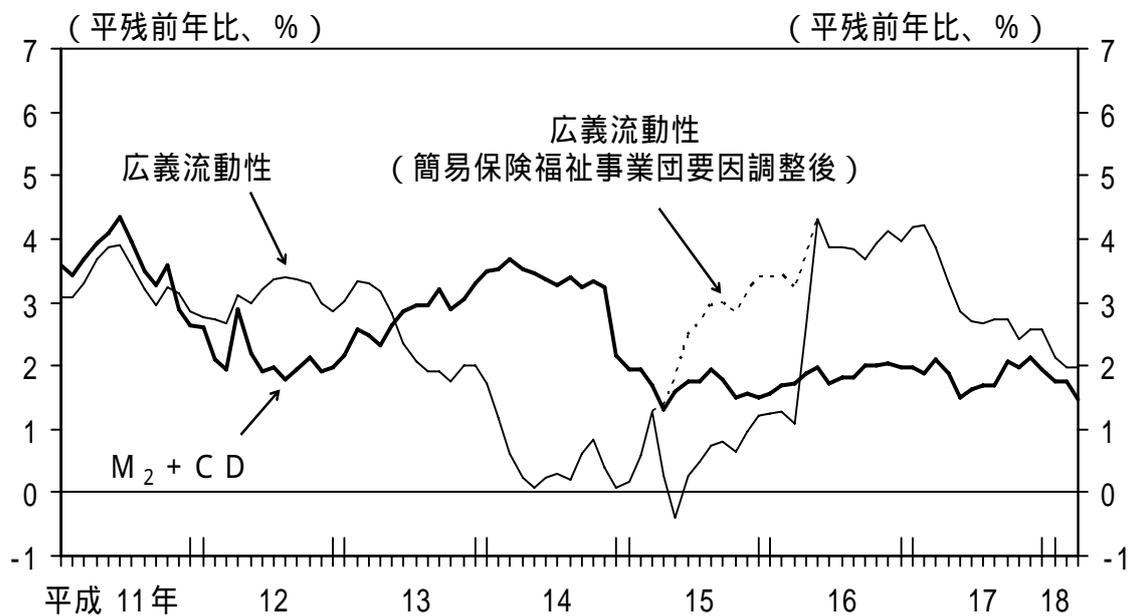
(2) マネタリーベースの対名目GDP比率



マネーサプライ ($M_2 + CD$) の動向をみると (図表 37)、前年比伸び率は 1 % 台半ばから 2 % 程度で推移した。

この間、 $M_2 + CD$ 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伸び率はやや低下した。

(図表 37) マネーサプライ



(注1) $M_2 + CD = M_1$ (現金通貨 + 預金通貨 < 要求払預金 >) + 準通貨 (定期性預金等) + 譲渡性預金 (CD)

(注2) 広義流動性 = $M_2 + CD$ + 郵便貯金 + その他金融機関預貯金 (農協、信用組合等) + 金銭信託 + 金銭信託以外の金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債・FB + 債券現先・現金担保付債券貸借 + 外債 + 金融機関発行CP

(注3) 15年4月に簡易保険福祉事業団が解散し、その資産が日本郵政公社に承継されたが、日本郵政公社は通貨保有主体から除かれているため、同事業団の保有する金融資産は広義流動性の集計対象外となった。簡易保険福祉事業団要因調整後の系列は、この影響を調整している。

．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と政策決定の概要

日本銀行政策委員会は、平成 17 年 10 月から 18 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	福井俊彦	（総裁）
	武藤敏郎	（副総裁）
	岩田一政	（副総裁）
	須田美矢子	（審議委員）
	中原 眞	（審議委員）
	春 英彦	（審議委員）
	福間年勝	（審議委員） ¹⁵
	水野温氏	（審議委員）
	西村清彦	（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。

この間決定された金融市場調節方針と、そのもとでの日本銀行当座預金残高、無担保コールレート、基準割引率・基準貸付利率の推移は以下のとおりである（図表 38、39）。

¹⁵ 18 年 3 月の会合は欠席（政策委員会議事規則第 4 条第 2 項に基づき、議長を通じて、当該会合に付議される事項について、書面により意見を提出）。

(図表38) 会合において決定された金融市場調節方針

決定日	金融市場調節方針	採決の状況
17年10月12日	<p>日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。</p> <p>なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。</p>	賛成7反対2
10月31日		賛成7反対2
11月18日		賛成7反対2
12月16日		賛成7反対2
18年1月20日		賛成7反対2
2月9日		賛成7反対2
3月9日	<p>無担保コールレート(オーバーナイト物)を、概ねゼロ%で推移するよう促す。</p>	賛成7反対1

(図表39) 日本銀行当座預金残高および金利の推移

(単位 : 兆円、%)

準備預金積み期間	日本銀行当座預金残高 ^(注1)	無担保コールレート (オーバーナイト物) ^(注1)	基準割引率・ 基準貸付利率
17年9月16日~10月15日	33.1	0.002	0.10
10月16日~11月15日	33.4	0.002	
11月16日~12月15日	32.5	0.001	
12月16日~18年1月15日	33.2	0.002	
1月16日~2月15日	33.1	0.001	
2月16日~3月15日	32.3 ^(注2)	0.002	
3月16日~4月15日	28.7	0.002	

(注1) 積み期間(当月16日~翌月15日) 中の単純平均。休日は、休日前の残高およびレートを使用。

(注2) 3月8、9日の会合での決定により、主たる操作目標は、それまでの日本銀行当座預金残高から無担保コールレート(オーバーナイト物) に変更された。

以下では、17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)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、政策委員会は、平成 17 年 10～12 月の会合では、金融経済月報における「基本的見解」の総括判断において、わが国の景気について、「回復を続けている」との判断を示した。1 月には、生産・所得・支出の循環がはっきりしてきたことなどを踏まえて、「着実に回復を続けている」へと修正した(図表 40)。

国内企業物価については、17 年度下期の会合を通じて、原油価格上昇の影響などから上昇しており、先行きも上昇を続けるとみられるとの判断を示した。消費者物価(除く生鮮食品)については、10 月の会合では、前年比が小幅のマイナスとなっており、先行きについて年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想されると評価した。その後、1～2 月の会合では、前年比が若干のプラスで推移していることを確認した。その上で、3 月会合では、前年比のプラス幅が拡大しており、先行きは、若干の振れを伴いつつも、プラス基調で推移していくと予想される、と評価した。

(図表 40) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

下線部分は前月からの主な変化点

17年 9 月	わが国の景気は、回復を続けている。
10 月	わが国の景気は、回復を続けている。
11 月	わが国の景気は、回復を続けている。
12 月	わが国の景気は、回復を続けている。
18年 1 月	わが国の景気は、 <u>着実に</u> 回復を続けている。
2 月	わが国の景気は、 <u>着実に</u> 回復を続けている。
3 月	わが国の景気は、 <u>着実に</u> 回復を続けている。

(金融政策運営)

金融政策運営の面では、17 年 10 月から 18 年 2 月までの 6 回の会合においては、

「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を継続する」という「約束」に沿って、日本銀行当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を維持した。

3月会合では、前述のような経済・物価情勢の分析を踏まえ、「約束」の条件は満たされたと判断し、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した上で、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を概ねゼロ%で推移するよう促す」とすることを決定した。あわせて、「新たな金融政策運営の枠組み」を導入するとともに、改めて「『物価の安定』についての考え方」を整理した。

（2）「経済・物価情勢の展望」の公表

10月31日の会合では、17年度後半から18年度にかけての経済・物価情勢の展望に関する議論が行われた。

まず、18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。

わが国経済は、16年後半以降続いてきた景気の「踊り場」を脱し、回復を続けている。前回（17年4月）の「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という）で示した「見通し」と比べると、輸出が幾分下振れたが、国内民間需要がそれ以上に上振れており、全体としては、上振れて推移している。「踊り場」のきっかけとなったIT関連分野における生産・在庫調整は、ほぼ終了したとみられる。

17年度後半から18年度までを展望すると、わが国経済は、潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続けると予想される。そうした予想の背景には、以下のような前提やメカニズムを想定している。第1に、海外経済は引き続き拡大し、そのもとで輸出は増加を続けるとみられる。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。企業収益は3年連続の増益の後も改善を続けており、設備投資は、過剰設備・過剰債務の調整が概ね終了する中で、引き続き増加し

ていくと予想される。第3に、こうした企業部門の好調は、賃金や雇用の増加に加え、配当の増加や株価の上昇なども通じて、家計部門にも波及しつつあり、これを反映して、個人消費は着実な回復を続けるとみられる。第4に、極めて緩和的な金融環境が民間需要を後押しするとみられる。金融機関の貸出態度は積極化し、資金調達ルートも多様化しているもとの、企業の資金繰りは大幅に緩和している。中小企業設備投資や住宅投資の増加には、そうした金融環境も影響しているとみられる。

もっとも、わが国経済はバブル崩壊以降長く低成長を続けてきただけに、企業は設備投資などストックの積み上げに対し大枠としてなお慎重な態度を維持している。企業行動をみると、最近では、債務返済だけでなく設備投資や投融资などのかたちでもキャッシュフローの有効活用に取り組み始めているが、売上げや生産の増加に対応して在庫や設備のストックを大幅に積み上げることは、なお慎重であるように窺われる。こうした企業行動の結果として、景気回復のペースは緩やかなものとなるが、半面、ストック面での過剰な積み上がりが回避されることを通じて、息の長い回復が続いていくことが期待できる。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境も徐々に変化していくと考えられる。経済全体としての需給ギャップは、前述のような景気見通しのもとで、緩やかに改善していくとみられる。企業の設備や雇用人員に関する判断は、過去十数年の中で最も不足方向に変化してきている。ユニット・レーバー・コストの動きをみると、生産性の上昇による押し下げが続く一方、賃金が上昇に転じてきているため、その低下幅は縮小していくと予想される。この間、企業や家計の物価見通しも徐々に上振れてきている。

物価指数に即してみると、国内企業物価は、原油をはじめとする内外商品市況の上昇などから、「見通し」対比上振れて、やや大幅な前年比プラスが続いている。先行きは、原油価格をはじめ、内外の商品市況にも左右されるが、17年度はやや大幅な上昇となり、18年度は、そのテンポが鈍化するものの、上昇を続けるとみられる。

消費者物価（全国、除く生鮮食品）についてみると、概ね前回の「見通し」に沿って推移しており、米価格の下落や電気・電話料金の引き下げといった特殊要因の影響がなお続くもとの、前年比は小幅のマイナスで推移している。今後年末にかけてこれら特殊要因が剥落していく過程で、消費者物価の前年比は

ゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。その後も、需給ギャップが緩やかな改善を続け、ユニット・レーバー・コストからの下押し圧力が減じていくも、前年比のプラス基調が定着していくと考えられる。このような動きを受けて、17年度の前年比はゼロ%近傍、18年度はプラスとなるとみられる。

こうした「経済・物価情勢の見通し」が上振れ又は下振れする要因として、経済活動については、原油価格の動向、米国をはじめとする海外経済の動向、国内民間需要の動向、が指摘された。また物価については、経済活動水準の変動についてのこうした要因が顕在化した場合、相応の影響が及ぶとみられることに加え、物価に固有の要因として、原油価格をはじめとする国際商品市況の不確実性が上振れ・下振れ両方向の要因として、インフレ心理の予想以上の高まりと、その場合の企業によるコスト上昇分の販売価格への転嫁が上振れ要因として、規制緩和の影響などによる企業間競争の一段の強まりの影響が下振れ要因として、それぞれ指摘された。

続いて、金融政策の効果については、以下のような認識が共有された。

日本銀行による潤沢な資金供給は、金融システムに対する不安感が強かった時期において、金融機関の流動性需要に応えることによって、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、経済活動の収縮を回避することに大きな効果を発揮した。金融市場では、潤沢な資金供給により短期金利の水準がゼロとなるとともに、物価の小幅下落が続くも、上記の「約束」がゼロ金利の継続予想を生み出し、長めの金利が低位安定的に推移してきた。しかし、現在では、金融システム不安は大きく後退している。また、物価が下落から上昇に転じるとの見方が増加し、市場参加者が予想する量的緩和政策の継続期間も短縮しており、その結果、やや長めの金利形成において「約束」の果たす役割は徐々に後退する方向にある。そうしたも、量的緩和政策の経済・物価に対する刺激効果は、次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきている。

日々の金融市場調節の場である短期金融市場をみると、金融システム不安の後退を背景に、金融機関の予備的な流動性需要は大幅に後退している。資金

需要が極めて弱い場合には、調節運営上の対応により当座預金残高目標を維持するとしても、その方法如何によっては、自然な金利形成からの乖離をもたらす、市場機能が十分に発揮されなくなる可能性も否定できない。日本銀行では、こうした情勢を踏まえ、5月以降、金融機関の資金需要が極めて弱いと判断される場合には当座預金残高が一時的に目標値を下回ることを許容している。最近では、景況感が改善するもとの、期間が長い資金供給オペレーションに対する金融機関の応札が増加しており、このため、本年初以降大幅に長期化したオペレーションの期間を幾分短期化しても、当座預金残高目標の達成が可能となっている。これらの対応は、金融市場において経済・物価情勢を反映した自然な価格形成がある程度回復することに寄与している。

また、先行きの金融政策運営に関しては、以下のような認識が共有された。

今回の「展望レポート」の経済・物価見通しが実現することを前提とすると、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、18年度にかけて高まっていくとみられる。枠組みの変更は、日本銀行当座預金残高を所要準備の水準に向けて削減し、金融市場調節の主たる操作目標を日本銀行当座預金残高から短期金利に変更することを意味する。当座預金残高の削減に当たっては、長期に亘って量的緩和政策が続けられてきただけに、金融市場の状況を十分に点検しながら行う必要がある。もっとも、前述のように、物価見通しの好転とともに、量的緩和政策の効果は次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきていることを踏まえると、政策の枠組みの変更自体は、政策効果について非連続的な変化を伴うものではない。枠組み変更後のプロセスを概念的に整理すると、極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った金利水準に調整していくという順序をたどることになると考えられる。

こうした枠組みの変更やその後の短期金利の水準・時間的経路については、言うまでもなく先行きの経済・物価の展開や金融情勢に大きく依存する。日本銀行としては、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高いと考えている。

量的緩和政策の導入と同様、枠組みの変更も先例のないものであるだけに、

金融市場において経済・物価情勢に応じた価格形成が円滑に行われるよう配慮することが重要である。日本銀行としては、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現していくため、金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方を丁寧に説明し、期待の安定化に努めるとともに、今後の情勢変化に応じて適切かつ機動的に対応していく方針である。

「展望レポート」に参考計表として掲載される、17年度、18年度についての「政策委員の大勢見通し」は、以下のとおりとなった。

政策委員の大勢見通し¹⁶

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
17年度	+2.2~+2.5 <+2.2>	+1.6~+1.8 <+1.7>	0.0~+0.1 <+0.1>
18年度	+1.6~+2.2 <+1.8>	+0.5~+0.8 <+0.6>	+0.4~+0.6 <+0.5>

(注) 政策委員の見通しを作成するに当たっては、先行きの金融政策運営について、不変を前提としている。

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31日に公表された(背景説明を含む全文は11月1日に公表、第 章に掲載)。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

¹⁶ 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は以下のとおりである。

対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
17年度	+2.0~+2.7	+1.6~+2.0	0.0~+0.1
18年度	+1.3~+2.4	+0.4~+1.0	+0.4~+0.6

のか、上振れ又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．17年10～12月の会合

(景気は回復を持続)

経済情勢について、委員は、わが国の景気は内外需がともに増加するかたちで、回復を続けているとの認識で一致した。また、委員は、原油価格の動向やその経済・物価への影響といったリスク要因に引き続き留意していく必要があるが、輸出が増加を続けるとともに、企業部門の好調が家計部門にも波及しているもとで、内需も堅調なことから、息の長い緩やかな回復が続く可能性が高いとの見方で一致した。

(消費者物価は若干のプラスに転じていく見通し)

物価面について、委員は、国内企業物価は、原油価格をはじめとする国際商品市況高や円安などを背景に上昇を続けており、先行きも上昇を続けるとの認識を共有した。

消費者物価の前年比は、小幅のマイナスで推移してきたが、12月会合では、10月の前年比がゼロ%となったことが確認された。先行きについては、景気回復に伴って需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくことなどもあって、若干のプラスに転じていくとの見方で一致した。

(金融面は極めて緩和的な環境が継続)

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な環境が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、経済・物価を巡る環境が好転する中で、実質金利が低下し、株高、為替円安が進行するなど、金融環境の緩和度合いは実態的に強まっているとの認識を示した。また、金融・資本市場の動向について、多くの委員は、株式

市場や為替市場の動向には、内外金利差を巡る思惑などが影響しているとの見方を示した。

(当座預金残高目標の維持)

当面の金融市場調節について、複数の委員は、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に減少していることや、将来の量的緩和政策の解除を円滑に行うためには、できるだけ市場における自由な金利形成を促しておく必要があること等から、当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。

これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて現行の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を述べた。

採決の結果、「なお書き」を含めて、当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする現行の金融市場調節方針を維持することを、賛成多数で決定した。

(資産担保証券買入等の時限措置の終了)

12月会合では、執行部から、17年度末までの時限措置として実施している資産担保証券の買入および資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和について、予定どおり18年3月31日をもって終了する旨を公表するとともに、所要の経過措置を講じることについて、提案が行われた。

委員は、執行部提案を全員一致で決定した(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)。なお、複数の委員から、今後とも執行部においては、クレジット市場の発展に向けた関係者の取り組みを支援していくことに努めて欲しいとの意見が出された。

ロ. 18年1～2月の会合

(景気は外需と内需、企業部門と家計部門などがバランスのとれたかたちで、着実に回復)

経済情勢について、委員は、わが国の景気は、着実に回復を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、外需と内需、企業部門と家計部門などがバランス

のとれた回復を続けており、こうした姿が先行きも続くことが期待できるとの見方を述べた。

(消費者物価はプラス基調となる見通し)

物価面について、委員は、国内企業物価は、国際商品市況高や17年後半における円安などを背景に上昇を続けており、先行きも上昇を続けるとの認識を共有した。

また、消費者物価の前年比について、2月会合で多くの委員は、10月の前年比がゼロ%となった後、11月、12月は前年比+0.1%と若干のプラスが続いたことに言及した。先行き1～3月の物価動向について、委員は、東京の消費者物価の前年比は小幅のマイナスで推移してきたが、1月は+0.1%であったことから、1月の全国の前年比は、はっきりとしたプラスになると見込まれると述べ、その後も、需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、はっきりとしたプラスになるとの見方で一致した。さらに、その先の物価動向について、何人かの委員は、一時的な要因に伴う短期的な変動はあるにせよ、需給バランスが改善していくことや、賃金が上昇方向にある中でユニット・レーバー・コストからの下押し圧力が減じていくことを踏まえると、消費者物価の前年比プラス基調が定着していくとの見方を示した。

(金融面は極めて緩和的な環境が継続)

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な環境が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、銀行貸出の増加幅が拡大しており、貸出の改善傾向が続いていることを指摘した。ある委員は、企業の資金調達コストが総じて低位で推移するもとの、景気の回復に伴って企業の投資収益率は大幅に上昇しており、企業金融の緩和度合いは一段と強まっていると述べた。別の複数の委員も、物価情勢の改善に伴い実質金利が低下していることや、景気の回復に伴って景気中立的な均衡金利が上昇していることなどを踏まえると、量的緩和政策の金融緩和効果は、導入以降、足もとで最も強力になっていると述べた。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

1月会合では、委員は、10月の「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見通し」の中間評価を行い、「見通し」との関係では、景気は、内外需がともに着実な増加を続ける中で、「見通し」に比べて幾分上振れて推移すると予想される、

国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半の円安を背景に、「見通し」に比べて幾分上振れるものと見込まれる、消費者物価は、概ね「見通し」に沿って推移すると予想される、との見方が共有された。何人かの委員は、わが国の景気は、回復に加速感がついている訳ではないが、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスが取れたかたちとなっており、ショックに対する耐性が高まっているとの見方を示した。

当面の注目すべきリスク要因として、多くの委員は、再び上昇している原油価格の動向がインフレ予想や長期金利、ひいては米国をはじめとする海外経済に与える影響を指摘した。その上で、上振れ・下振れ要因については、引き続き10月の「展望レポート」で示した3つの要因に注目していくことが適当であるとの認識を共有した。

(当座預金残高目標の維持)

当面の金融市場調節について、複数の委員は、当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて現行の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を述べた。

採決の結果、「なお書き」を含めて、当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする現行の金融市場調節方針を維持することを、賛成多数で決定した。

八．3月会合

(景気は着実な回復を続け、先行きも息の長い回復が期待できるとの見方)

経済情勢について、委員は、わが国の景気は、着実に回復を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、外需と内需、企業部門と家計部門がともに回復し、生産・

所得・支出の前向きの循環メカニズムが働く環境が整っており、先行きも息の長い回復が期待できるとの見方を述べた。

（消費者物価指数の前年比はプラス基調が定着していくと判断）

委員は、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に上昇を続けており、先行きも上昇を続けるとの見方で一致した。

消費者物価について、各委員は、10月の前年比がゼロ%、11月、12月は前年比+0.1%と若干のプラスとなった後、1月は前年比+0.5%と比較的はっきりとしたプラスとなったことに言及した。

先行きの消費者物価の動向について、多くの委員は、景気が着実に回復を続ける中、経済全体の需給ギャップは緩やかな改善がみられるほか、ユニット・レバー・コストの動きをみても、生産性の上昇は続いているが、賃金も上昇に転じており、下押し圧力は減じていると述べた。こうしたもとで、大方の委員は、毎月の計数は、多少の振れも見込まれるが、消費者物価指数の前年比はプラス基調が定着していくと判断できるとの認識を共有した。

（金融面は極めて緩和的な環境が継続）

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な環境が続いているとの認識を共有した。株価について、何人かの委員は、このところ15,000円台後半で神経質な展開となっているが、高水準の企業収益や景気の着実な回復という株式市場を巡る基本的な環境に変化がないとの見方を示した。長期金利について、何人かの委員は、1.6%前後と概ね横ばい圏内の動きであるが、中期ゾーンまでの金利については、金融政策に関する思惑もあって、上昇していると指摘した。複数の委員は、量的緩和政策の解除はかなり市場に織り込まれていると付け加えた。

（金融市場調節方針の変更、金融市場調節面の措置と当面の金融政策運営の考え方）

当面の金融政策運営について、大方の委員は、13年3月の量的緩和政策導入時に示した「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を継続する」という「約束」の条件は満たされ

たと判断し、量的緩和政策から金利を操作目標とする政策に移行した上で、次回会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を概ねゼロ％で推移するよう促す」とすることが適当であるとの見解を述べた。これに対し、1人の委員は、4月の会合まで量的緩和政策の解除を見送るべきであると述べた。

また、量的緩和政策を解除する場合の金融市場調節面の措置について、多くの委員は、当座預金残高の削減は、数か月程度を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めること、補完貸付の適用金利（0.1％）を据え置いた上で、15年3月以降実施している利用日数に関して上限を設けない臨時措置を当面継続すること、当座預金残高の削減は、短期の資金オペレーションで対応し、長期国債の買入れについては、先行きの本行資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していくことが適当であると述べた。

さらに、当面の金融政策運営の考え方について、複数の委員が無担保コールレートを概ねゼロ％とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行うこととなるが、この場合、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持できるとの認識を示した。他の委員も、こうした見解に同意した。

採決の結果、次回会合までの金融市場調節方針を、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を概ねゼロ％で推移するよう促す」に変更することを、賛成多数で決定した。また、金融市場調節方針の変更、金融市場調節面の措置、および当面の金融政策運営の考え方を盛り込んだ「金融市場調節方針の変更について」を対外公表することを、全員一致で決定した。

（新たな金融政策運営の枠組みの導入）

会合では、量的緩和政策の変更後における金融政策運営の対外的説明についても議論が行われ、多くの委員は、金利政策のもとで、金融政策の柔軟性を損なわず、かつ透明性をしっかりと確保しながら政策を運営し、対外的説明を行っていくためには、新しい枠組みが必要ではないかとの認識を示した（金融政策運営の対外的説明について、1～2月の会合で行われた議論は、後述「二．金融政策運営を巡る論点」を参照）。

まず、多くの委員が、金融政策の目的である「物価の安定」に関する考え方を整理し、公表していくことが重要であるとの認識を示したことを踏まえ、「物価の安定」の意味、物価情勢を点検する際の具体的な指標、中長期的な物価安定の理解等についての検討が行われた。各委員が「中長期的に物価が安定している」と理解する物価上昇率については、日本経済の構造変化が激しい中で、物価指数の計測誤差（バイアス）、物価の継続的下落に陥らないための「のりしろ」、

国民が物価安定と考える物価上昇率、に関する見方やそのうち何を重視するかといった点で、委員の間で幅がみられたが、ある委員は、消費者物価指数の上昇率でみて、0～2%程度であれば、この範囲をカバーしており、各委員の理解と大きくは異ならないと考えられると述べた。また、同委員は、中心値については、一部に低めの委員がいたことから、大勢として、概ね1%の前後で分散していたと思うとの見方を示し、別の委員も、そのような集約の仕方が適当であると述べた。

また、多くの委員は、金融政策の運営方針を決定する際には、経済・物価情勢の点検が大事であり、そうした点検を行う際の「柱」となる視点ないしポイントを対外的に明確化することが有益であると述べた。そうした観点から、多くの委員は、先行き1年から2年の経済・物価情勢の点検と、より長期的な視点を踏まえつつ金融政策運営に当たり重視すべきリスク要因の点検が重要であると述べた。さらに、多くの委員は、こうした点検を行った上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、定期的に公表していくことが適当であるとの認識を示した。複数の委員は、こうした、物価安定の明確化、2つの柱に基づく経済・物価情勢の判断、当面の金融政策運営の考え方の整理という枠組みは、わが国経済の現状を踏まえた上で、日本銀行として独自の透明性ある金融政策の枠組みを新たに構築するものであると述べた。

以上の議論を経て、「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」が纏められ、これを対外公表することについて採決に付され、全員一致で決定された。また、「『物価の安定』についての考え方」に関する背景説明の資料を執行部において作成し、公表することが了承された。

二．金融政策運営を巡る論点

17年度下期の各会合では、金融政策運営やそれを巡る環境について、いくつか

の論点が議論された。その中で主なものを挙げると、以下のとおりである。

(金融政策運営の透明性確保)

17年11月～18年2月の会合では、一部の委員から、金利政策に移行する際には、経済・物価の先行き見通しにアンカーを提供し、市場における安定的な期待形成に資する観点から、望ましい物価上昇率を示すことを検討すべきとの見解が示された。

これに対し、他の委員は、いわゆる「インフレーション・ターゲティング」に関し、本来は中長期的に物価目標値の実現を目指すものであり、経済情勢等に応じて柔軟な政策運営を行うことができる枠組みとして位置付けられているが、現状では、この点の理解がわが国で十分浸透しているか疑問があると述べた。別の委員は、「インフレーション・ターゲティング」の枠組みのもとで、諸外国で実施されている内容にはかなり幅があり、金融政策の透明性向上のための枠組みについては、わが国の実情にあわせて考えていく必要があると指摘した。

また、一部の委員は、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長に至る途上であり、経済・物価の形成メカニズムが変化しているため、現段階で日本銀行として中長期的に望ましい物価上昇率を見極め、公表することは難しいとの見解を示した。

さらに、一部の委員は、わが国では、低い物価上昇率が続いてきており、経済主体の意思決定もある程度低い物価上昇率を前提に決定されている可能性があることを指摘した。

こうした議論を通じ、委員は、金融政策運営の透明性確保のための具体的な方法は、(1)基本は、金融経済情勢に関する判断と政策運営に関する考え方を丁寧に説明していくことである、(2)その上で、フォワード・ルッキングな視点を組み込んでいく、(3)その際には、透明性と柔軟性のバランスのとれたものとするのが重要である、との認識を共有した。

(金融政策運営と物価指標との関係)

12月会合では、金融政策運営との関係で、各種の物価指標をどう扱うかについ

て意見が出された。

何人かの委員は、「物価の安定」の度合いを測る指標は国民に理解されやすいものでなければならず、消費者が消費する商品・サービスを対象とした物価指数を念頭に金融政策を行うことが適当であると述べた。ある委員は、GDPデフレーターについては、何度もかつ大幅に改定される可能性があることを十分踏まえる必要があると指摘した。

また、消費者物価指数について、総合指標を見るべきか、一時的な要因を除いたコアベースの指標を見るべきかについても議論が行われた。ある委員は、一時的な変動要因を除くことで基調が見やすくなる一方、その結果として、消費者物価全体に占めるウェイトがあまりに小さくなると、全体の動きが見えなくなるという問題もあると指摘した。また、多くの委員は、一時的な変動を除くという観点からは、エネルギー価格を除外するか否かも論点となり得るが、このところのエネルギー価格の上昇はエマージング諸国の需要増に起因するところが大きく、必ずしも一時的な要因とは言えないため、これを除外して見ることは適当ではないとの見方を示した。

この点について、3月会合では、何人かの委員が、中長期的に見れば、一時的な変動は均されるため、基本的に総合指標とコアベースの指標とを区別することには意味はなくなると考えられると指摘した。

3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

平成 17 年度下期も、金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針のもとで、潤沢な資金供給を継続した。

17 年度下期入り後、3 月会合までの金融市場調節の主たる操作目標は、引き続き日本銀行当座預金残高であった。日本銀行当座預金残高の目標は「30～35 兆円程度」とされ、このもとで、金融市場調節を実施した。

この間、短期金融市場は資金余剰感が強く、資金供給オペの「札割れ」が引き続き発生した。もっとも、量的緩和政策の解除の可能性に対する思惑から、資金供給オペの入札に応じて早めに資金調達を行おうという動きが広がり、とくに期間の長い資金供給オペを中心に、応札状況に改善がみられた。

その後、3 月会合において金融市場調節方針を変更し、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した上で、これを概ねゼロ％で推移するよう促すことを決定した。これに伴い、日本銀行当座預金残高については、所要準備額に向けて削減していくこととなったが、この削減は、数か月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めていくこととした。こうした金融市場調節方針のもとで、3 月中の日本銀行当座預金残高は概ね 30 兆円前後となり、無担保コールレート（オーバーナイト物）は概ねゼロ％で推移した。

なお、12 月会合において、17 年度末までの時限措置として実施している資産担保証券の買入および資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和について、予定どおり 18 年 3 月 31 日をもって終了することとし、これに伴う経過措置を講じることを決定した¹⁷。15 年 7 月より開始した資産担保証券の買入累計額は 3 兆 2,888 億円となった。

¹⁷ 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)

	資金供給							資金吸収			その他
	短期国債 買入 オベ	国債 買現先 オベ	C P等 買現先 オベ	手形買入 オベ (本店)	手形買入 オベ (全店)	資産担保 証券買入	補完貸付	短期国債 売却 オベ	国債 売現先 オベ	手形売出 オベ	国債 補完供給
16年											
4月末	18.4	1.6	2.8	8.0	16.2	0.1	0.0	0.0	0.8	5.8	
5月末	17.1	3.6	2.8	9.5	16.8	0.3	0.0	0.0	0.8	3.6	0.0
6月末	18.6	3.4	2.7	7.4	18.0	0.1	0.0	0.0	0.0	2.4	0.0
7月末	19.0	1.9	2.7	8.2	18.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8月末	17.7	2.7	2.8	10.8	19.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0
9月末	18.3	5.0	2.7	12.0	17.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10月末	17.3	2.7	2.8	13.6	16.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11月末	18.2	2.7	2.7	16.5	20.0	0.2	0.0	0.0	1.0	2.2	0.0
12月末	17.5	2.8	2.7	14.7	21.4	0.1	0.0	0.6	0.5	0.0	0.0
17年											
1月末	15.7	2.3	3.4	15.2	23.0	0.1	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
2月末	18.4	2.9	2.9	12.3	25.5	0.2	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
3月末	20.5	2.7	2.5	12.9	24.8	0.1	0.0	0.0	0.5	1.8	0.0
4月末	17.1	2.1	2.5	12.2	25.6	0.1	0.0	1.2	0.8	0.0	0.0
5月末	14.6	2.1	2.4	11.8	26.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6月末	14.0	1.3	2.6	8.2	26.4	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
7月末	14.1	1.4	2.8	7.7	29.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8月末	14.6	2.3	2.7	8.5	30.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9月末	14.9	2.1	2.6	8.0	29.1	0.1	0.0	0.4	0.0	0.6	0.0
10月末	13.0	1.9	2.8	9.3	28.6	0.0	0.0	0.6	0.0	2.4	0.0
11月末	13.1	2.4	2.8	12.6	28.0	0.1	0.0	0.0	2.6	2.2	0.0
12月末	14.2	1.7	2.8	15.1	29.0	0.1	0.0	1.9	1.6	3.8	0.0
18年											
1月末	13.6	1.7	2.8	15.1	29.2	0.1	0.0	0.0	0.6	1.1	0.0
2月末	13.5	3.2	2.7	15.6	28.5	0.1	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
3月末	13.4	2.8	2.4	14.2	23.6	0.1	0.0	0.0	0.6	1.4	0.0

(注 1) 「短期国債買入オベ」の残高は、同オベの累計額から償還分(繰上償還を除く)を控除した額。
また、「短期国債売却オベ」の残高は、同オベの累計額から償還分を控除した額。

(注 2) 「国債補完供給」は16年5月より開始。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成18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、144.9兆円（前年比 - 3.8%）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、かっこ内は前年比%

	17年3月末	17年9月末	18年3月末
（資産）			
買現先勘定	5.2 (-53.0)	4.7 (-39.4)	5.2 (-0.7)
買入手形	37.6 (38.2)	37.0 (27.6)	37.8 (0.5)
国債	99.1 (-0.9)	97.9 (4.0)	93.3 (-5.9)
[うち長期国債]	65.5 (-0.2)	62.5 (-2.3)	60.5 (-7.6)
[うち短期国債]	33.7 (-2.3)	35.5 (17.5)	32.8 (-2.6)
資産担保証券	0.08 (-31.0)	0.06 (-45.3)	0.11 (28.2)
金銭の信託（信託財産株式）	2.0 (3.8)	2.0 (-2.1)	2.0 (-1.3)
貸付金	0.0 (-97.2)	0.0 (皆減)	0.0 (7.5倍)
資産計	150.5 (0.8)	148.1 (6.2)	144.9 (-3.8)
（負債・資本）			
発行銀行券	74.7 (4.6)	73.5 (2.8)	75.0 (0.4)
当座預金	35.8 (-1.7)	34.1 (-2.8)	31.2 (-12.7)
政府預金	7.6 (-42.0)	5.8 (29.4)	6.6 (-13.4)
売現先勘定	24.5 (23.0)	27.7 (24.5)	24.4 (-0.4)
売出手形	1.8 (-30.2)	0.6 (皆増)	1.4 (-21.9)
負債・資本計	150.5 (0.8)	148.1 (6.2)	144.9 (-3.8)

以下では、17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、18年3月末の資産の内訳をみると、国債は、93.3兆円（前年比 - 5.9%）となった。また、買入手形および買現先勘定は、37.8兆円（前年比 + 0.5%）および5.2兆円（前年比 - 0.7%）となった。資産担保証券は1,065億円（前年比 + 28.2%）となった。

一方、負債をみると、18年3月末の日本銀行券の発行残高は、75.0兆円（前年比 + 0.4%）となり、当座預金残高は31.2兆円（前年比 - 12.7%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ6.6兆円（前年比 - 13.4%）および24.4兆円（前年比 - 0.4%）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、16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、国債償還の集中を平準化する観点からの財務省からの要請を踏まえ、一部について再乗換を行ったほかは、売却または現金償還を受けた。この再乗換は、金融市場調節を円滑に実行する上で必要となる資産の流動性を十分確保しうるとの判断のもとで実施したものである。

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更

(資産担保証券買入等の時限措置の終了)

12月会合において、平成17年度末までの時限措置として実施している資産担保証券の買入および資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和を円滑に終了させる観点から、これらを予定どおり17年度末をもって終了する旨を会合終了後に对外公表することとし、併せて、資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和措置に基づいて適格と判定した資産担保コマーシャル・ペーパー等のうち、18年3月31日までに売戻条件付で買入れたものについては、売戻日までの間、なお従前の例によることとする経過措置を講じることを決定した。

資産担保証券の買入および資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和措置は、18年3月31日をもって終了した。なお、15年7月より開始した資産担保証券の買入累計額は、3兆2,888億円となった。