

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 18 年 12 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 12 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
（ 生産も増加が続く ）	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
（ 個人消費は増加基調 ）	10
（ 2 ） 物価	12
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 概況 ）	16
（ 米国では景気拡大が続いたが、増勢は鈍化 ）	18
（ ユーロエリアでは回復モメンタムが強まった ）	19
（ 東アジア経済は景気拡大を持続 ）	20
（ その他のエマージング金融市場でも調整の動き ）	21
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	22
（ 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	27
（ 6 ） 企業金融	28
（ 7 ） 量的金融指標	31

・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	33
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)	36
(金融政策運営)	36
(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表	37
(3) 各会合における検討・決定	
イ . 18 年 4 月の会合	
(景気は着実な回復を続けている)	42
(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)	42
(需給ギャップと潜在成長率に関する議論)	42
(金融面は極めて緩和的な環境が継続)	43
(ゼロ金利の維持と当座預金残高削減を巡る議論)	43
ロ . 5 ~ 6 月の会合	
(景気は着実に回復、先行きは緩やかに拡大していく見込み)	43
(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)	44
(金融面は極めて緩和的な環境が継続)	44
(ゼロ金利の維持)	45
(当座預金残高削減と補完貸付の適用金利を巡る議論)	45
ハ . 7 月会合	
(景気は緩やかに拡大)	46
(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)	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
(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)	47
ニ . 8 ~ 9 月会合	
(景気は緩やかに拡大)	48

(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)	48
(金融面は極めて緩和的な環境が継続)	49
(現行の金融市場調節方針の維持)	49
ホ．金融政策運営を巡る論点	
(金融政策運営に関する情報発信のあり方)	50
(7月政策変更以降の短期金融市場に関する議論)	50
3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	52
4．日本銀行のバランスシートの動き	54
5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(共通担保資金供給オペレーションの導入)	56
. 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	57
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	77
3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解	90
4．金融政策決定会合議事要旨	96
参考計表・資料一覧	159

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 18 年度上期の国内景気は、緩やかに拡大した。

すなわち、公共投資は減少基調をたどったが、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けた。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。雇用者所得も緩やかな増加を続け、そのもとで、個人消費も増加基調をたどった。このように、内外需要の増加が続く中で、生産も増加を続けた。

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上昇を続け、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、経済全体の需給バランスが、供給超過状態を解消し、需要超過方向で推移していく中で、プラス基調で推移した。

(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、7月の金融政策決定会合までの間は概ねゼロ%で、同会合で金融市場調節方針が変更された後は0.25%前後で推移した。また、ターム物金利は、7月中旬にかけて上昇した後、7月会合後は総じて横ばい圏内で推移した。

長期金利は、8月上旬までは、わが国株価や米国金利の動向などを眺めて振れを伴いつつも、1.7%台後半から1.9%台後半の範囲内で推移した。その後は、米国長期金利の低下や、消費者物価指数の基準改定に伴う前年比の低下幅が市場予想を上回ったことなどをを受けて低下した。

株価は、18年度上期初は、景況感や企業収益の改善に加え、米欧株価が上昇したことを受けて、堅調に推移した。5月上旬から6月中旬にかけては、市場参加者のリスク評価についての見直しが世界的に広がったことの影響を受けて、1万4千円台前半(日経平均株価)まで下落した。その後は、良好な第1四半

期の企業業績発表などを受けて回復し、9月末には1万6千円台前半(同)となった。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、5月中旬にかけて、米国の対外不均衡問題や金融政策を巡る思惑を背景に、109円台まで上昇した。その後は、内外金利差が意識される中で、緩やかな円安傾向をたどり、7月以降は概ね114~117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、増加が続いた。また、CP・社債の発行残高は、5月までは前年を上回って推移したが、6月以降は概ね前年並みの水準となった。民間銀行は全体として緩和的な貸出姿勢を続けた。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、運転資金や設備投資向けの支出が増加を続けたことから、増加に転じた。

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、日銀当座預金の減少を背景に大幅な前年比減少となった。

マネーサプライ($M_2 + CD$)の前年比伸び率は、0~1%台で推移した。

(金融政策決定会合における検討・決定)

6. 18年度上期中には、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、4~6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、「着実に回復を続けている」との判断を示した。7月には、マクロ的な需給ギャップの供給過剰状態が解消し、需要超過状態へ入ってきているとみられることなどを踏まえて、「緩やかに拡大している」へと修正し、8~9月も同様の判断を示した。

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、4~6月までの会合においては、「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。

7月会合では、経済・物価情勢が4月の「経済・物価情勢の展望」で示したシナリオに沿って着実に改善する中、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきていると評価した。その上で、今後ともゼロ金利を継続すれば、結果

的に、将来、経済・物価が大きく変動する可能性があるため、経済・物価情勢が今後とも望ましい経路をたどっていくためには、ここで政策金利の調整を行うことが適当である、と判断した。以上のような判断を踏まえ、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、0.25%前後で推移するよう促す」とすることを決定した。

その後、8～9月の会合においては、7月会合で決定した調節方針を維持することを決定した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 9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、117.5兆円(前年比-20.7%)となった。

I . 経済及び金融の情勢

1 . 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

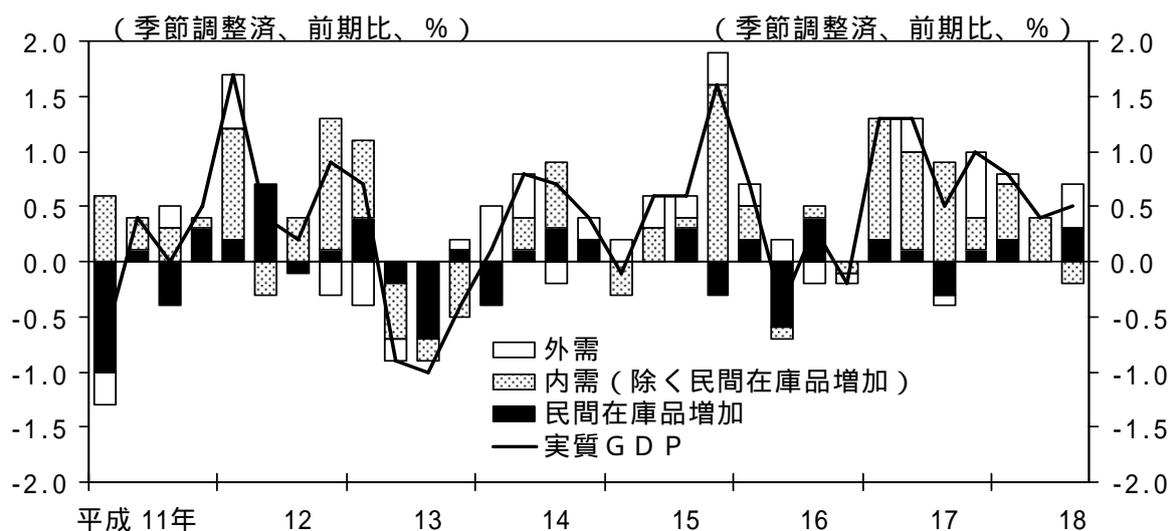
平成 18 年度上期の国内景気は、緩やかに拡大した。

公共投資は減少基調をたどったが、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けた。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。雇用者所得も緩やかな増加を続け、そのもとで、個人消費も増加基調をたどった。このように、内外需要の増加が続く中で、生産も増加を続けた。

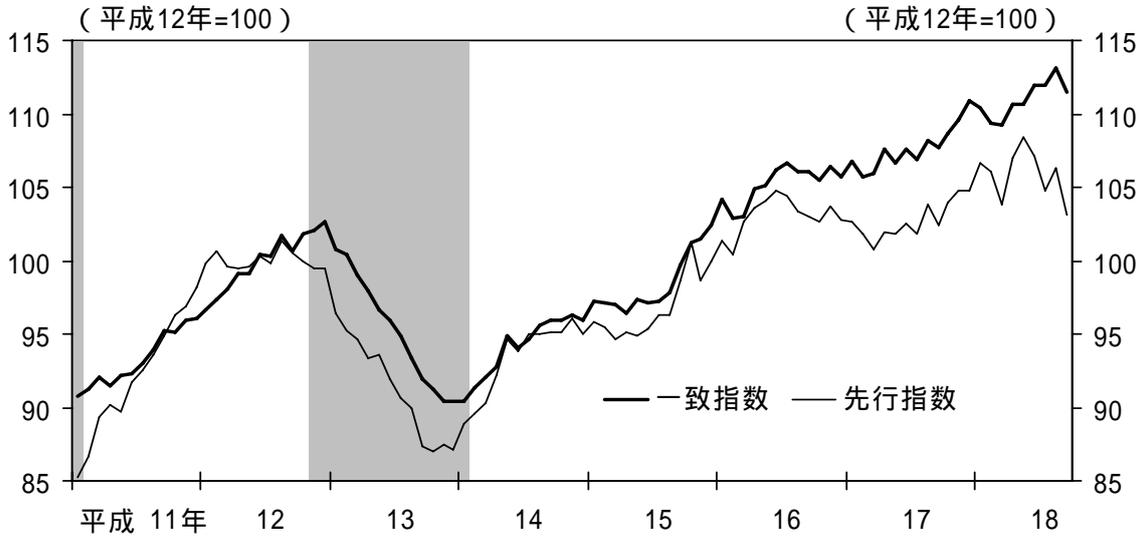
以上の景気情勢を実質 GDP でみると(図表 1 (1))、多少の振れを伴いつつも、4 ~ 6 月、7 ~ 9 月とも増加し、17 年 1 ~ 3 月以降 7 四半期連続の増加となった。また、景気動向指数も(図表 1 (2))、一致指数・先行指数ともに上昇傾向をたどった。

(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)。(2)のシャドー部分は景気後退局面を示している。

(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、増加基調を維持したが、緩やかなものにとどまった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、高めの伸びとなった(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、同国の景気が減速しつつも拡大を続ける中、引き続き増加した。EU向けについても、堅調な増加を続けた。東アジア向けについては、一部情報関連財の在庫調整の動きがNIEs向け等の伸び鈍化につながったが、中国向けが堅調な伸びを続けるも、全体として増加基調をたどった。この間、ロシア、中東、中南米などを含むその他地域向けの輸出は、資本財・部品や自動車関連を中心に高めの伸びとなった。実質輸出を財別にみると(図表3(2))、資本財・部品は、海外からの需要が好調に推移する中、堅調な増加を続けた。自動車関連は、17年度下期に国内新工場の立ち上がりもあって高めの伸びとなった後、やや減速しつつも増加を続けた。消費財も、デジタル家電を中心に増加基調で推移した。この間、情報関連財については、東アジアを中心とした部分的な生産調整の影響から4~6月に小幅減少となったが、

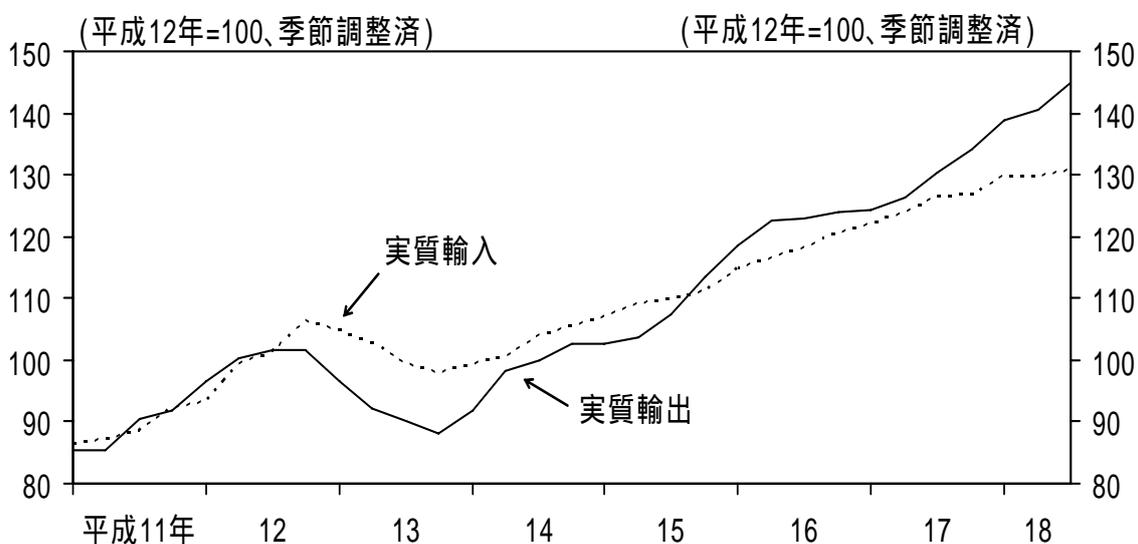
¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

7～9月に再び増加するなど、底堅い動きとなった。

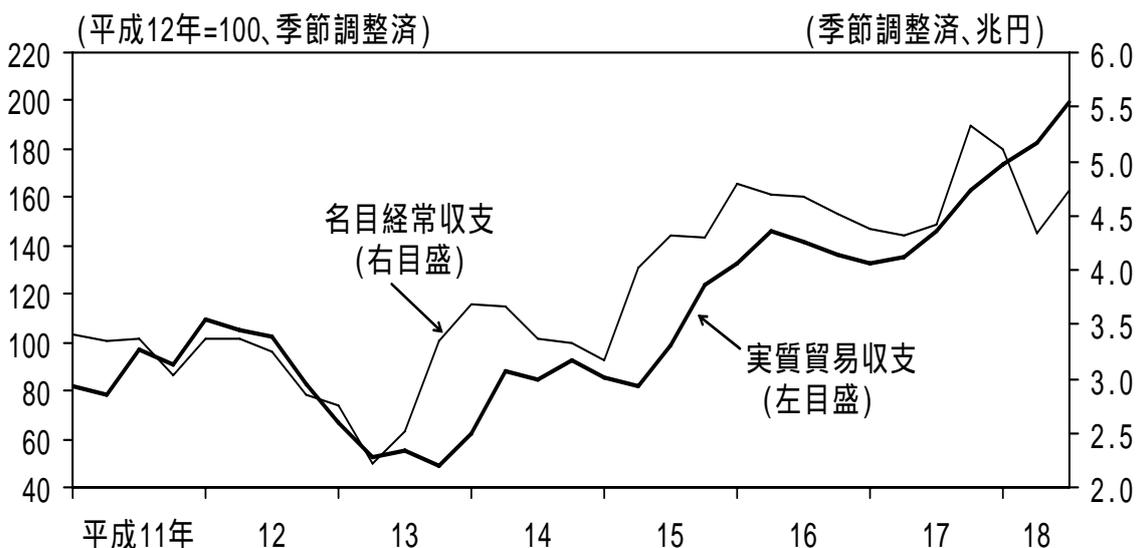
実質輸入を財別にみると、資本財・部品は、国内需要の増加を背景に、堅調な増加基調を続けた。情報関連は、輸出同様、4～6月に伸び悩んだ後、7～9月は再び増加した。また、素原料や中間財は、やや大きな振れを伴いつつも、国内生産が増加を続けるもとで底堅く推移した。一方、食料品や消費財は、18年度上期を通じて、やや弱めの動きとなった。

(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、%)

	平成17年 第3四半期	平成18年			
		4	1	2	3
米国 <22.5>	0.8	4.3	3.4	1.8	3.2
EU <14.7>	2.2	2.4	1.3	5.7	2.2
東アジア <46.7>	4.4	1.7	3.5	0.3	2.4
中国 <13.5>	10.1	4.6	4.7	2.9	3.1
NIEs <24.3>	3.4	0.5	3.4	0.2	0.6
ASEAN4 <9.0>	-0.4	0.9	1.9	-3.6	6.5
その他 <16.0>	5.6	4.6	7.7	0.9	5.3
実質輸出計	3.3	2.8	3.4	1.4	3.0

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

	平成17年 第3四半期	平成18年			
		4	1	2	3
中間財 <17.3>	2.6	1.8	4.7	-2.0	0.8
自動車関連 <22.7>	0.8	4.1	5.4	1.7	1.9
消費財 <5.6>	4.7	1.7	-2.3	4.9	3.1
情報関連 <12.5>	3.8	3.3	1.2	-1.1	2.9
資本財・部品 <29.5>	3.4	3.0	4.6	1.5	4.9
実質輸出計	3.3	2.8	3.4	1.4	3.0

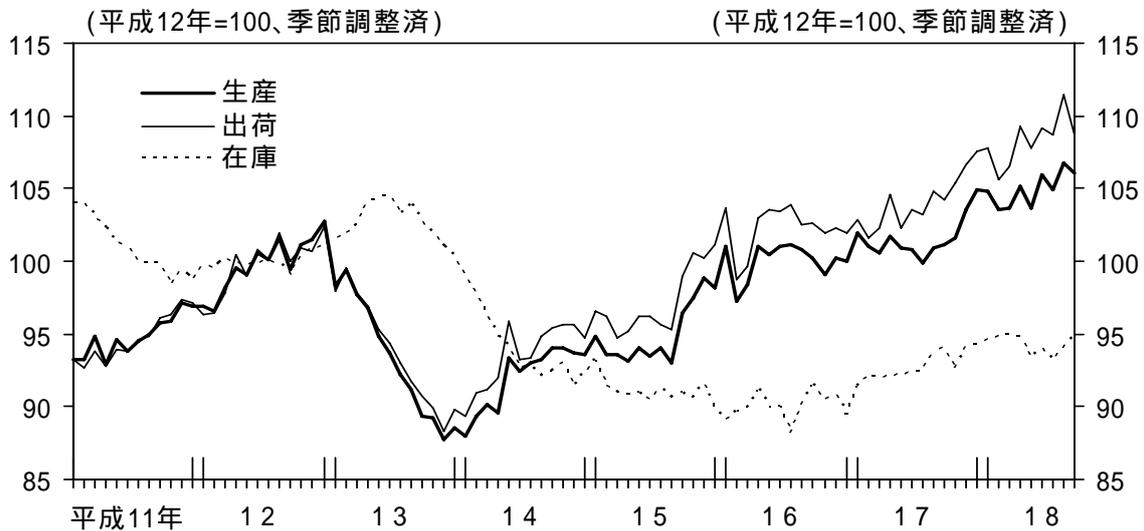
(注) <>内は、17年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

(生産も増加が続く)

鋳工業生産は(図表 4) 内外需要の増加が続くもとで、増加を続けた。業種別にみると、輸出や設備投資の好調を背景に、一般機械や輸送用機械が増加した。電子部品・デバイスについては、4～6月に東アジアにおける生産調整の動きなどからいったん小幅減少となったが、こうした調整が進展したこともあって、7～9月には再び増加に転じた。この間、出荷も堅調な増加傾向をたどった。その結

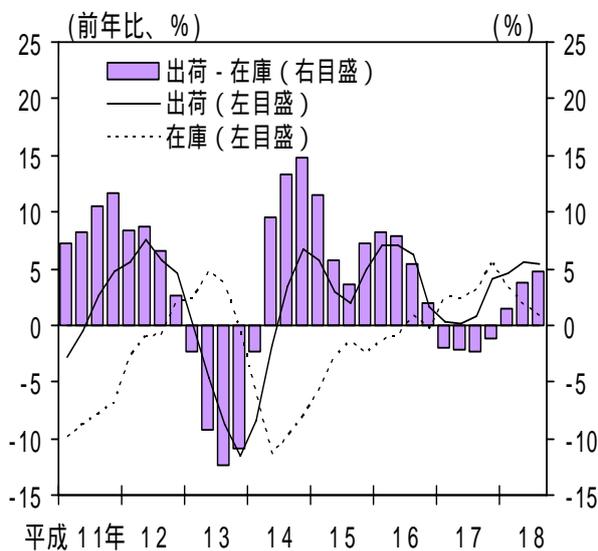
果、在庫については(図表5) 電子部品・デバイスで若干の積み上がりがみられたが、全体としては、概ね出荷の伸びと見合って推移した。

(図表4) 鉱工業生産・出荷・在庫

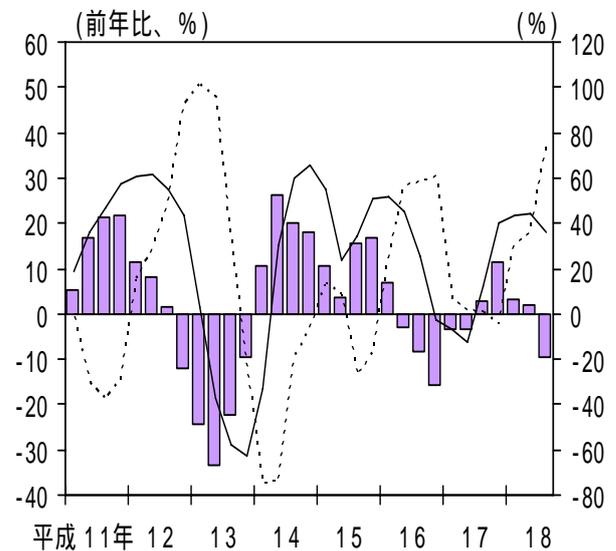


(図表5) 出荷・在庫バランス

(1) 鉱工業全体



(2) 電子部品・デバイス

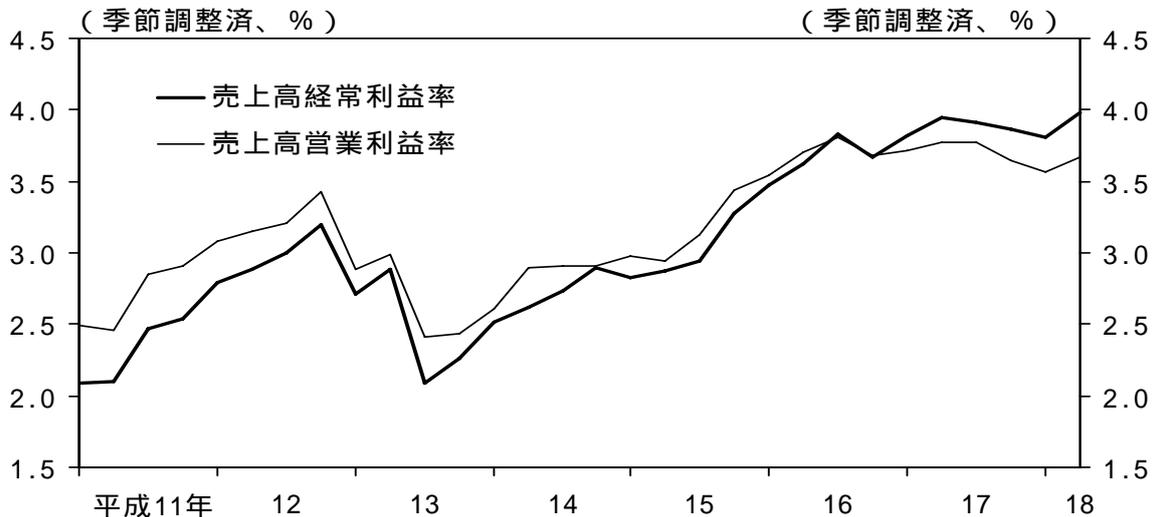


(設備投資は引き続き増加)

企業収益は、引き続き高水準で推移した。利益率の動きをみると(図表6) 原材料価格の上昇が引き続き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

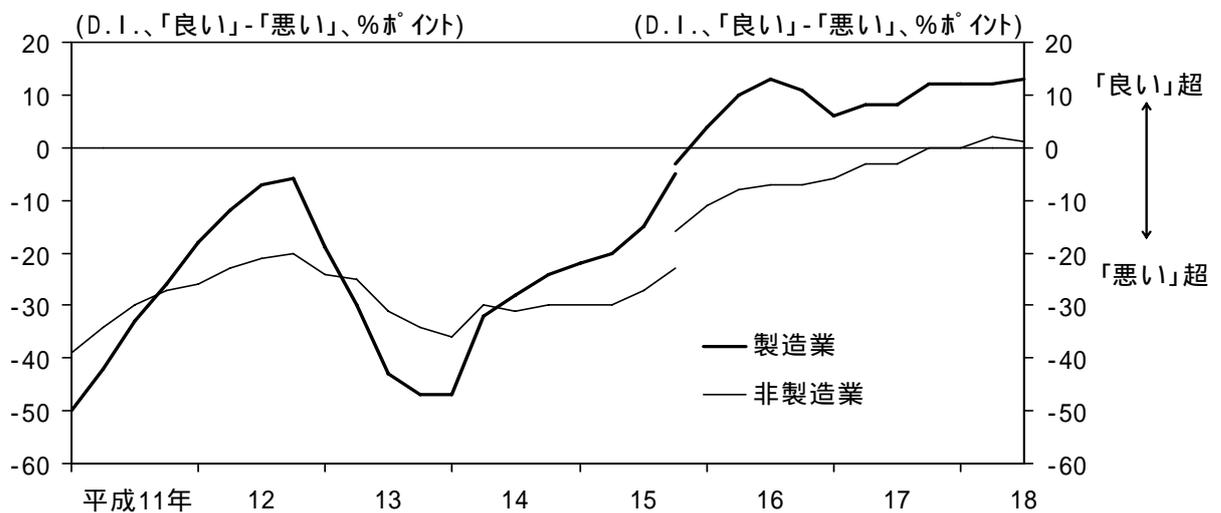
営努力や海外からの収益還流もあって、売上高経常利益率はバブル期を上回る既往ピークの高水準で推移した。企業の業況感も（図表7）内外需要が堅調に推移するもとで、総じて良好な状況を維持した。

（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。

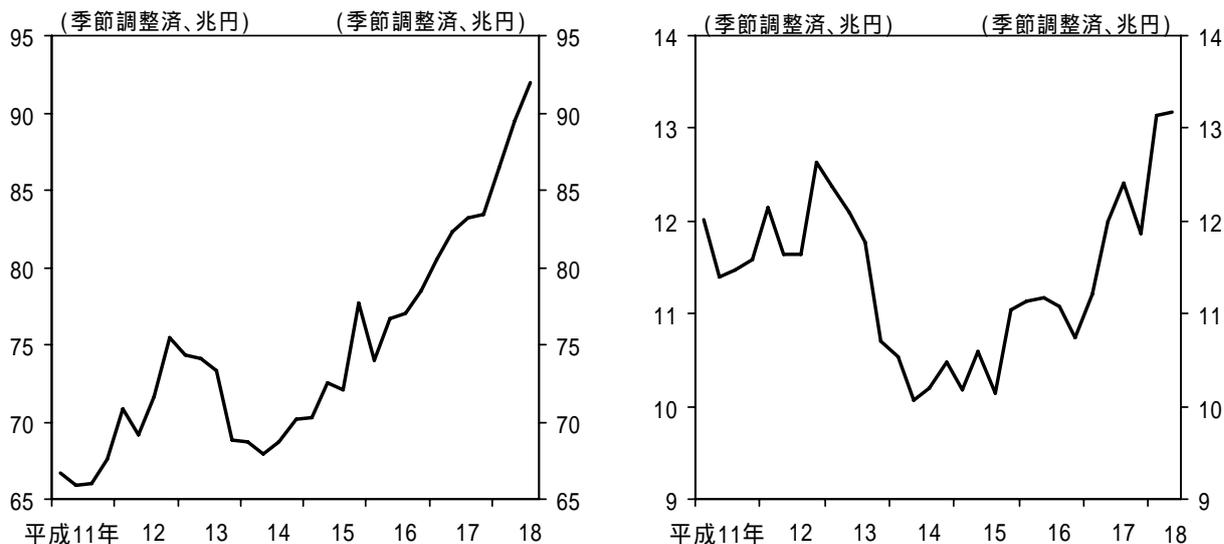
こうしたもとで、設備投資は引き続き増加した。GDPベースの設備投資（実質ベース）は、しっかりとした増加を続けた（図表8（1））。法人企業統計の設備投資（名目ベース）も（図表8（2））増加基調で推移した。また、設備投資の先

行指標をみると（図表 8 (3)）、機械受注および建築着工床面積のいずれも、振れを伴いつつ、全体としては増加傾向をたどった。

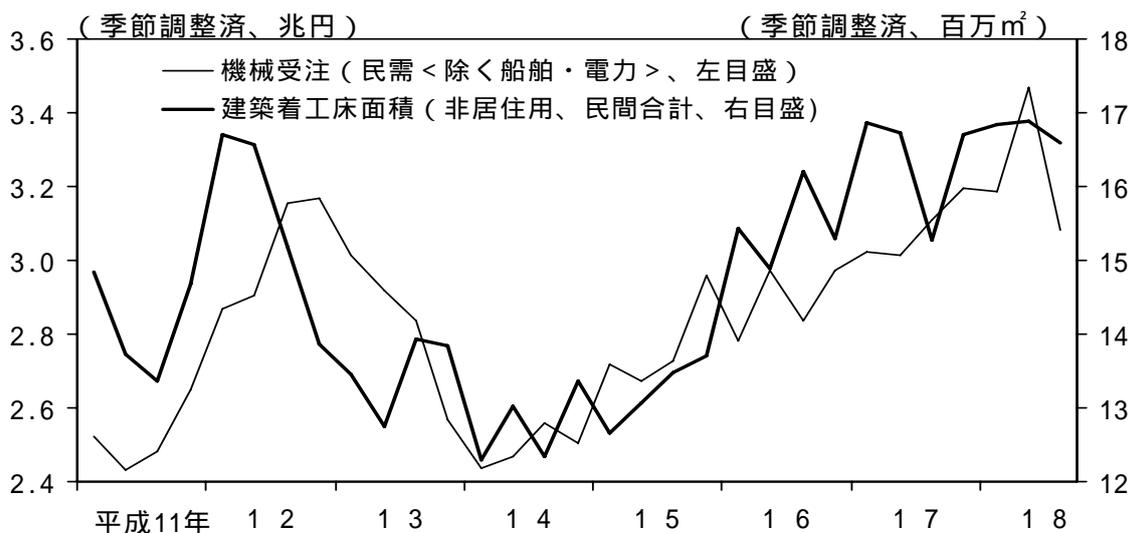
この間、公共投資は（図表 9 (1)）、公共事業関係予算が減少する中で、減少傾向をたどった。一方、住宅投資については（図表 9 (2)）、良好な金融環境や地価の底値感などから、振れを伴いつつも緩やかに増加した。

（図表 8）設備投資

（1）設備投資（実質、GDPベース） （2）設備投資（名目、法人季報ベース）



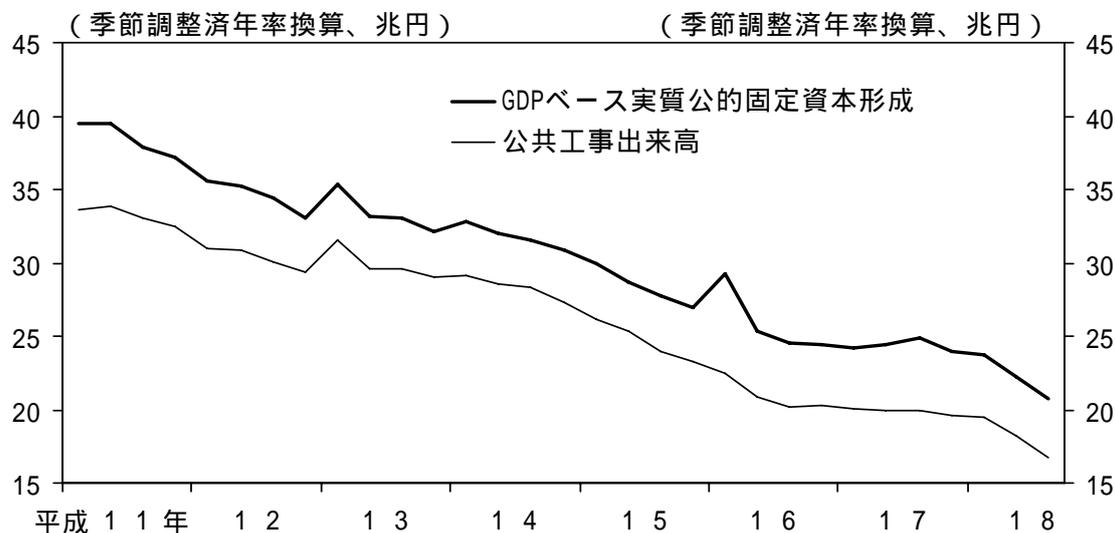
（3）設備投資の先行指標（機械受注、建築着工床面積）



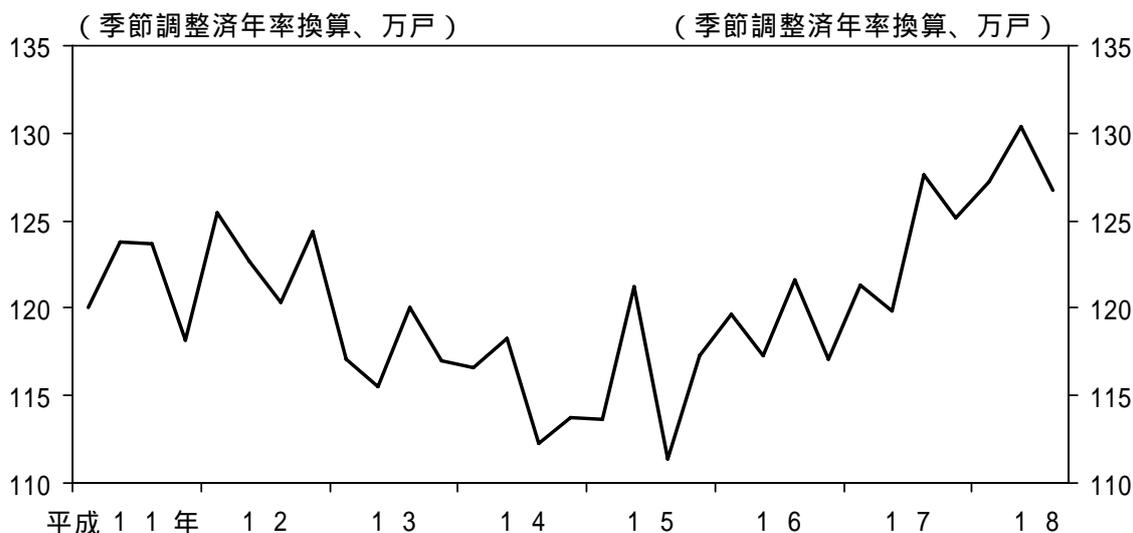
（注）法人企業統計季報のデータは断層修正済み（4～6月調査時に行われるサンプル企業の変更および每期発生する回答企業の変化に対応するため、資本ストック等の変動に比例させて設備投資額を修正するもの）

(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



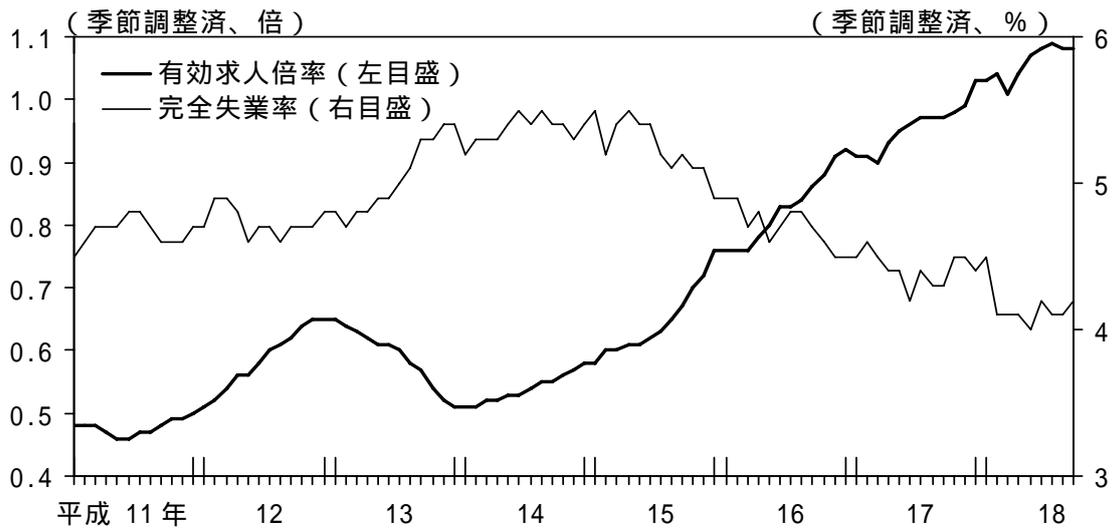
(雇用者所得は緩やかに増加)

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、1倍を超える水準で推移した。完全失業率は、月々の振れを伴いつつも、緩やかな低下傾向をたどった(図表 10(1))。雇用面では、毎月勤労統計の常用労働者数は、企業が新卒を含め採用を積極化させていることなどから、前年比でみた伸び率がやや高まった(図表 10(2))。賃金面では、企業の人件費抑制スタンスが根強いこ

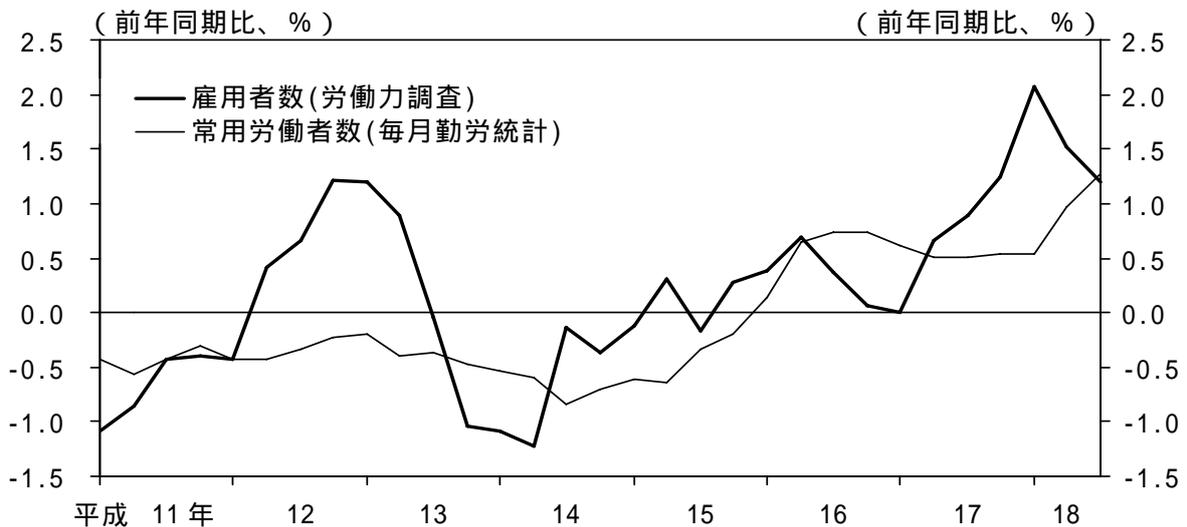
となどから、所定内給与は前年比ゼロ%近傍の動きとなったが、所定外給与が緩やかな上昇を続けたほか、夏季賞与も、好調な企業収益を背景に、昨夏および昨冬並みの増加率となった。これらの結果、雇用者所得は(図表 11)、緩やかな増加を続けた。

(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率

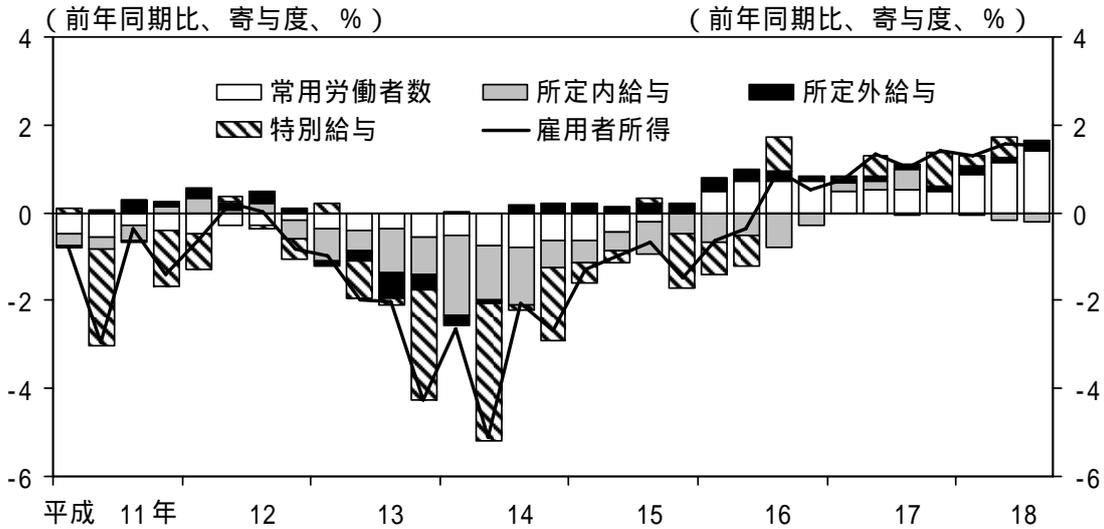


(2) 常用労働者数



(注) 常用労働者数(毎月勤労統計)は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



(注) 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。

(個人消費は増加基調)

以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は、増加基調を続けたが、夏場にかけては天候不順の影響などからやや弱めの動きとなった。GDPベースの実質個人消費は、4～6月に増加した後、7～9月は減少した(図表 12(1))。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」を店舗調整後で見ると(図表 12(2))²、サービス関連消費は堅調に推移したが、財消費が天候不順の影響などからやや伸び悩んだため、幾分弱めの動きとなった。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」は(図表 12(3))³、振れを伴いつつも、デジタル家電などを中心に増加基調で推移した。

消費者コンフィデンスを表す指標は(図表 13)、総じて良好な水準を維持した。

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。

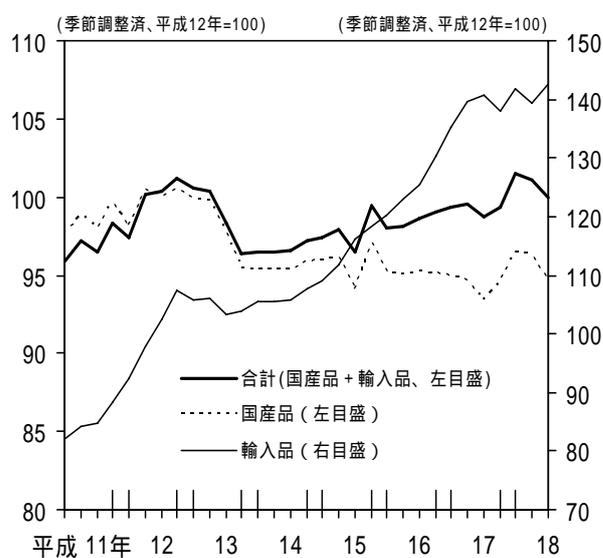
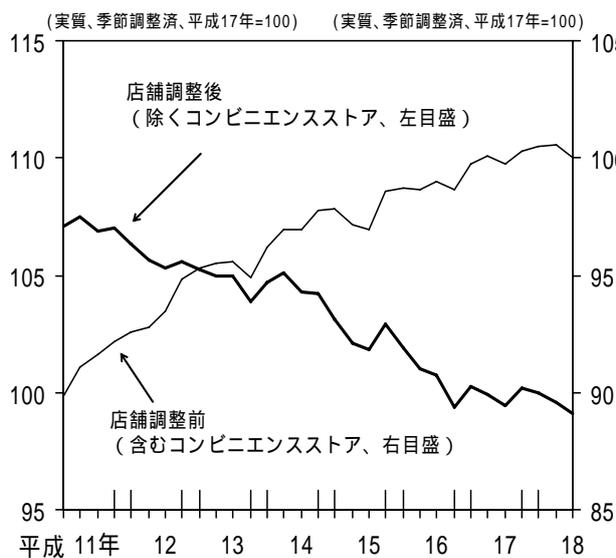
(図表 12) 個人消費

(1) 個人消費 (実質、GDPベース)



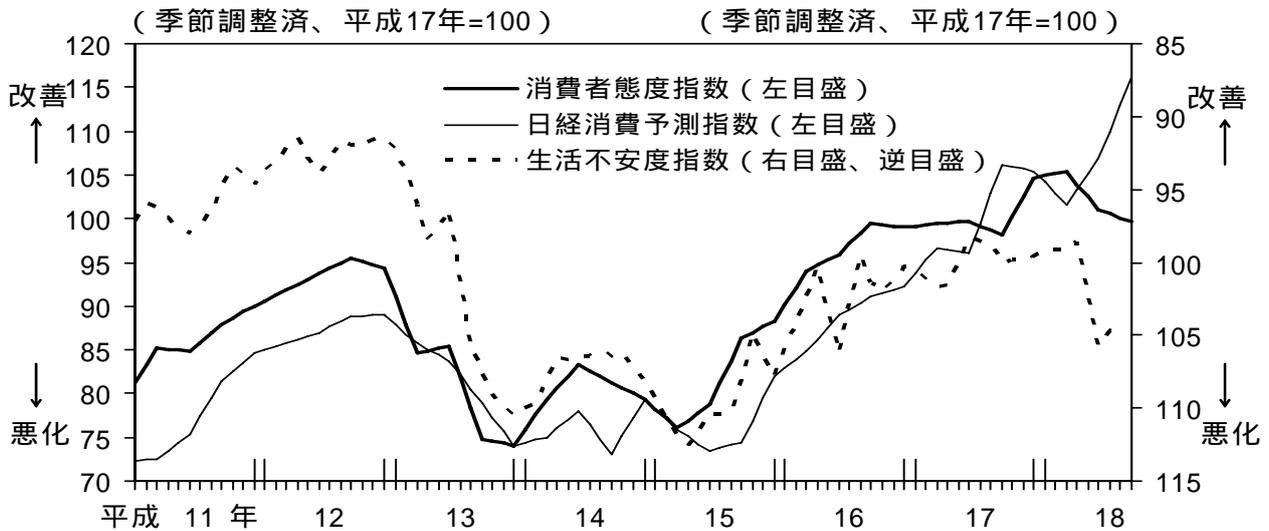
(2) 販売統計合成指数

(3) 消費財総供給



(注) 販売統計合成指数については脚注 2 を参照。消費財総供給については脚注 3 を参照。

(図表 13) 消費者コンフィデンス



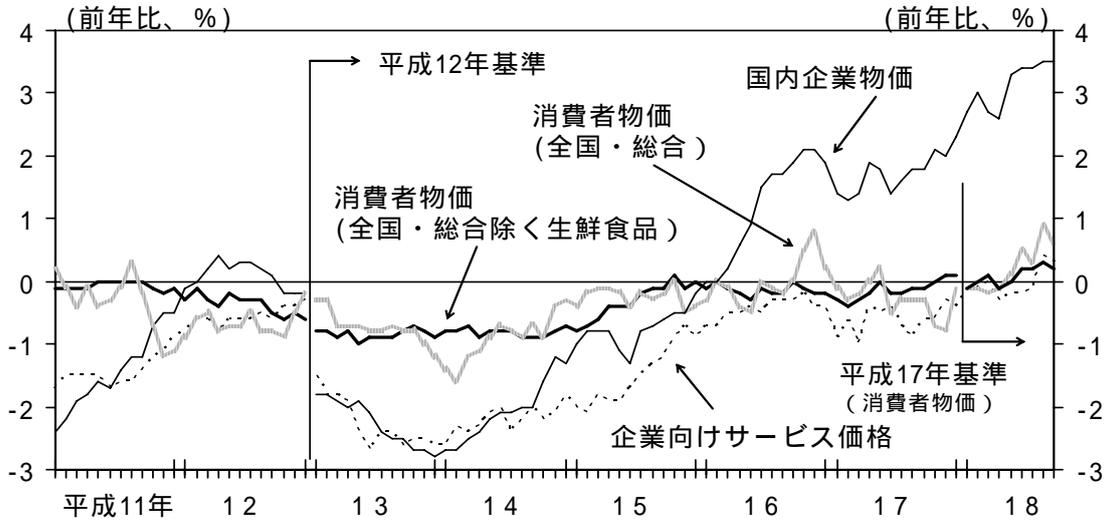
(注) 消費者態度指数(調査対象全国 5,040 世帯)、日経消費予測指数(同首都圏 600 人<16 年 9 月までは 1,500 人、16 年 12 月は 880 人>)、生活不安度指数(同全国 2,400 人)は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(2) 物価

物価の動向をみると(図表 14)、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上昇を続け、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、経済全体の需給バランスが、供給超過状態を解消し、需要超過方向で推移していく中で、プラス基調で推移した。

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。なお、消費者物価指数については、18 年 8 月に、それまでの 12 年から 17 年へ基準年の改定が行われた。

(図表 14) 物価



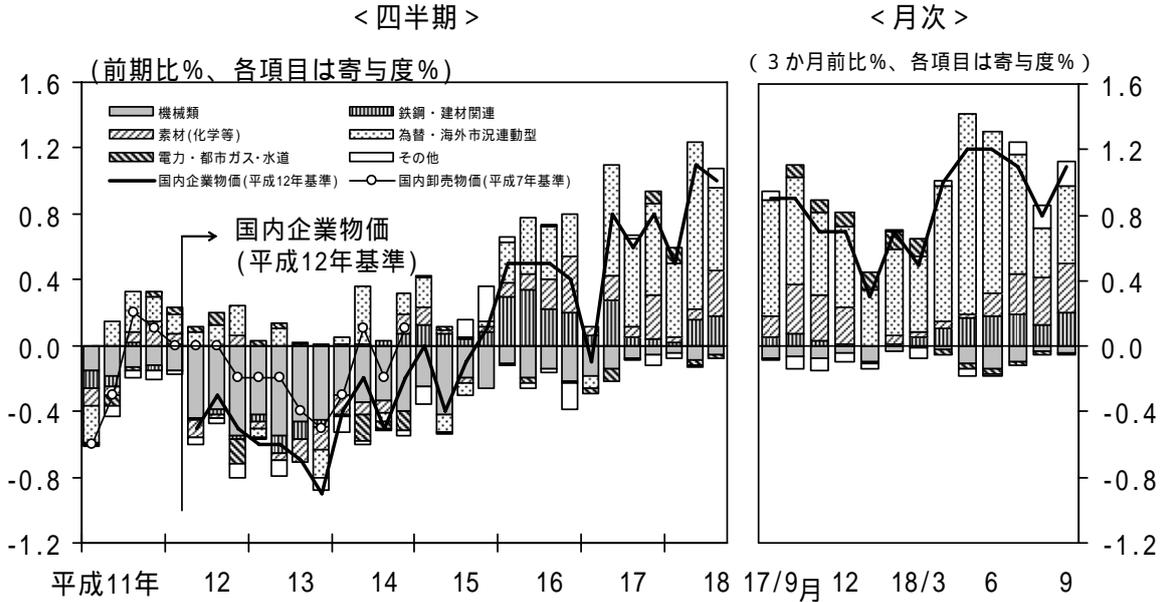
国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表 15)、原油価格の影響を直接受ける石油・石炭製品が上昇を続けたほか、非鉄金属も国際商品市況の高騰を背景に大幅に上昇した。化学関連も、原料価格上昇の影響などを背景に、伸びを高めた。鉄鋼についても、緩やかに上昇した。この間、機械類の価格については、小幅のマイナスで推移した。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表 16)、経済全体の需給バランスが需要超過方向に推移する中で(図表 17)、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もあって、プラス基調で推移した⁵。

地価を全国平均で見ると(図表 18)、商業地、住宅地ともに引き続き下落したが、下落幅の縮小傾向が続いた。そのうち東京都心部を中心とした大都市圏では、下げ止まりから上昇への動きが明確になった。

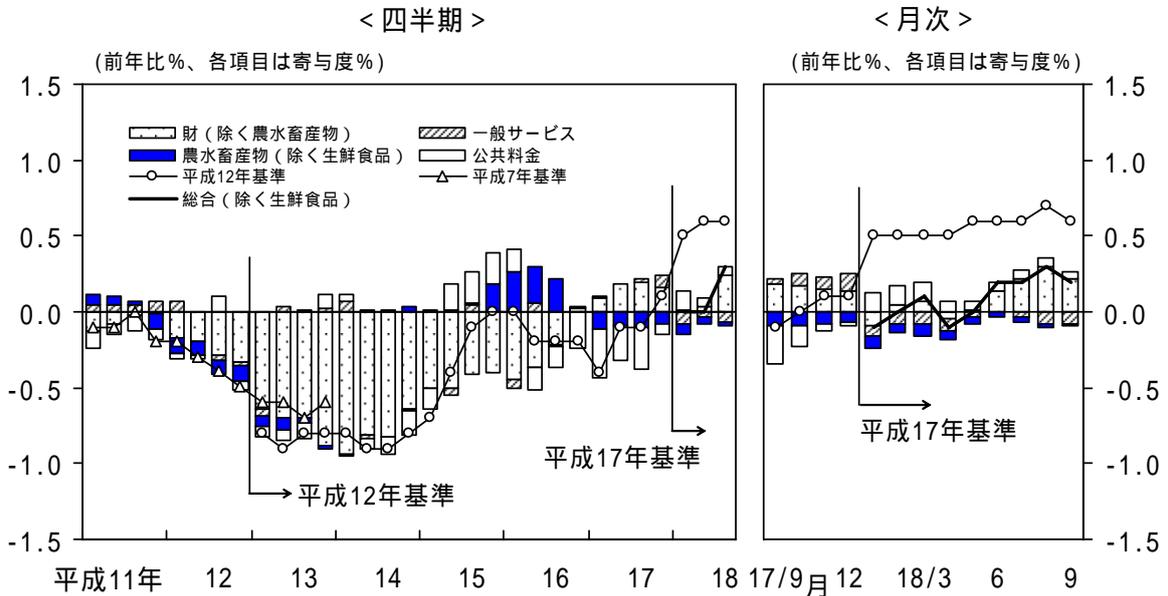
⁵ 図表 16 では、旧基準ベースと新基準ベースの前年比をともに示している。新基準でみた総合除く生鮮食品の前年比は、1～9月で見ると、旧基準に比べて0.5%ポイント程度下方修正されているが、これには、指数算式上の影響(大幅価格下落に伴い指数水準が大きく低下していたパソコンなど耐久財関連品目では、改定後の指数水準が100近くに近いため、下落寄与が大きくなること)、新規採用品目の影響(新規採用品目の中には、薄型テレビなど、価格下落幅が大きいものも含まれていること)、基礎統計の影響(品目別の支出ウェイトが見直され、下落率の大きい品目のウェイトが上昇すると見込まれること)、指数計算方法変更の影響(携帯電話通信料など既存品目の一部で指数計算方法の見直しが行われたこと)が要因として挙げられる。

(図表 15) 国内企業物価



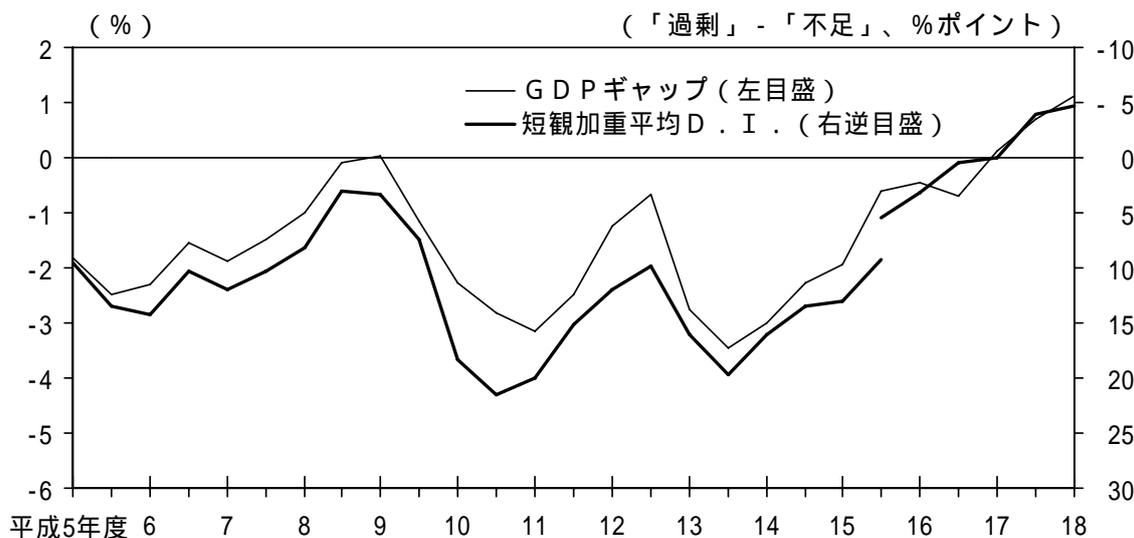
(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(図表 16) 消費者物価(除く生鮮食品)



(注) 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。これらは公共料金に含めた。

(図表 17) 需給ギャップ

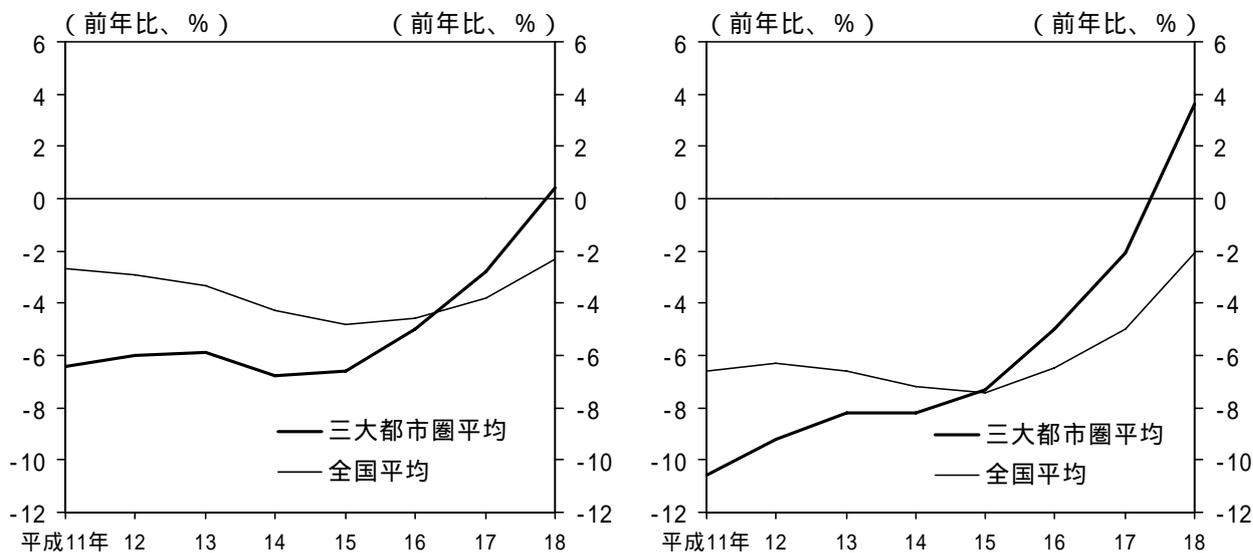


(注) GDPギャップは、日本銀行調査統計局による試算。GDPギャップの推計にはさまざまな推計誤差が付きまとうため、十分な幅を持って評価する必要がある。短観加重平均D.I.は、短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率で加重平均したもの。

(図表 18) 都道府県地価調査

(1) 住宅地

(2) 商業地



(注) 都道府県地価調査は、7月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外金融経済

(概況)

18年度上期の海外経済は、米国の成長テンポが鈍化する中で、全体としては、景気拡大を続けた（図表19）。地域別にみると、米国では、景気拡大が続いたが、家計支出や雇用面を中心に、その増勢は鈍化した。東アジアでは、中国が高成長を続けたほか、NIEs、ASEAN4でも、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、ユーロエリア経済における景気回復のモメンタムが強まった。また、英国経済は、一頃の停滞感を脱した。

(図表19) 海外経済の実質GDP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	17年 第2四半期	3	4	18年 1	2	3
米 国		3.9	3.2	3.3	4.2	1.8	5.6	2.6	1.6
欧 州	ユーロエリア	1.7	1.5	1.5	2.5	1.5	3.1	3.8	2.1
	ド イ ツ	0.8	1.1	1.1	2.1	1.1	3.2	4.4	2.6
	英 国	3.3	1.9	1.8	2.1	2.7	2.6	2.8	3.0
東 ア ジ ア	中 国	10.1	10.2	10.1	9.8	9.9	10.3	11.3	10.4
	NIEsおよび ASEAN4	5.8	4.9	4.5	5.2	5.5	5.8	5.2	

(注) NIEsおよびASEAN4⁶は、IMF公表のGDPウェイト(17年、購買力平価基準)を用いて算出。

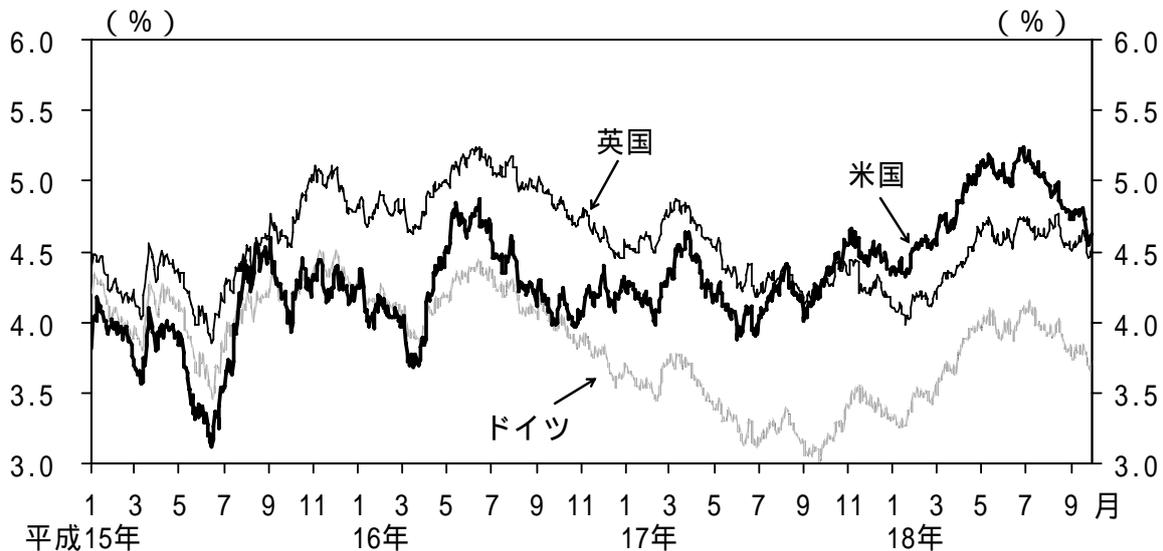
海外金融市場の動向をみると(図表20)、米国の長期金利は、6月までは、インフレ懸念の高まりや先行きの金融政策を巡る思惑などからいったんは上昇したものの、7月以降は、追加利上げ観測の後退や市場予想比弱めの経済指標を受けて、水準を切り下げた。ユーロエリアの長期金利は、市場予想比強めの経済指標の発表や追加利上げ観測の強まりから上昇する局面もみられたが、7月以降は米国金

⁶ 図表3の注を参照。

利につれて低下した。英国の長期金利は、米国やユーロエリアの金利につれて推移したが、利上げ観測の高まりなどから、幾分上昇する局面もみられた。株価をみると、米欧ともに、5～6月にかけて、市場での追加利上げ観測の高まりと世界的なリスク評価についての見直しを背景に下落する局面もみられたが、その後は、堅調な企業業績などを反映して、水準を戻した。エマージング諸国・地域の金融市場においても、5～6月には、市場参加者のリスク評価についての見直しなどを反映して、多くの国・地域で株価が下落し、対米国債スプレッド⁷が拡大する動きがみられた。しかし、その後は、こうした調整が一服し、巻き戻しの動きがみられた。

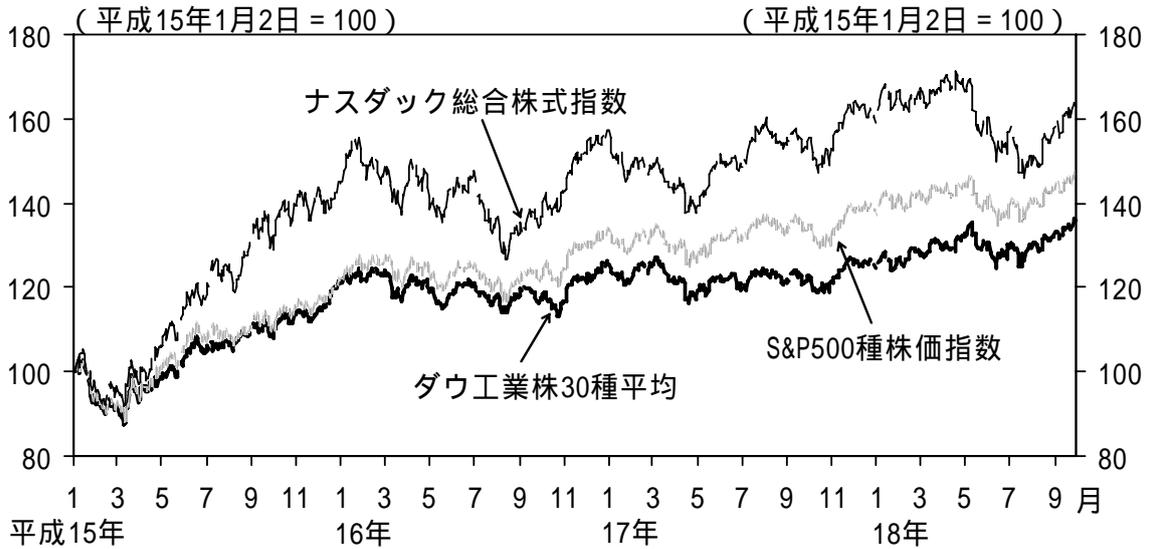
(図表 20) 欧米の長期金利と株価

(1) 欧米の長期金利(国債10年物)

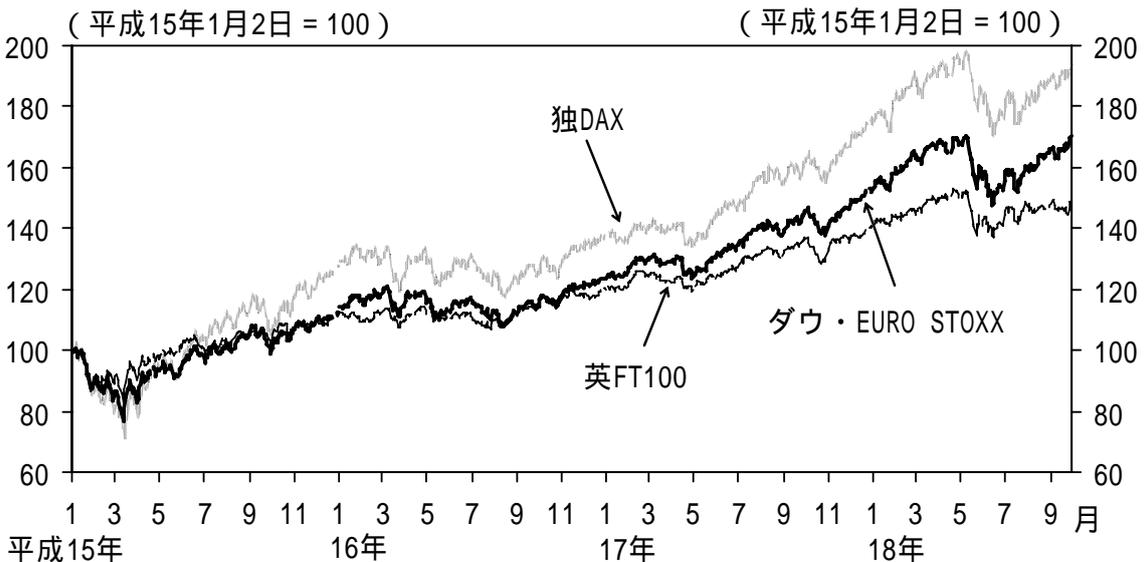


⁷ これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

(2) 米国の株価



(3) 欧州の株価



(米国では景気拡大が続いたが、増勢は鈍化)

米国では、景気拡大が続いたが、その増勢は鈍化した。設備投資や生産は増加を続けた一方、住宅投資が減少する中、家計支出や雇用者数の増勢も鈍化した。対外バランス面をみると、財・サービス貿易収支は、高水準の赤字が続いた。物価面では、エネルギー価格の上昇を反映して、総合ベースの消費者物価の前年比は、高めの上昇率となった。また、食料・エネルギーを除くコアベースの消費者

物価も、景気拡大に伴う需給改善などを背景に、緩やかに上昇を続けた。

こうした情勢のもと、米国連邦準備制度は、5月、6月と、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%ずつ引き上げた後、8月にはそれまで17回連続で行ってきた利上げを休止し、5.25%で据え置いた。

長期金利（国債10年物利回り）の動きをみると（図表20(1)）、6月にかけて、インフレ懸念の高まりや先行きの金融政策を巡る思惑などから、4.8%台半ばから5.2%台半ばまで上昇した。その後は、追加利上げ観測の後退や市場予想比弱めの経済指標を受けて、4.6%台まで水準を切り下げた。

株価をみると（図表20(2)）、期初は、良好な企業決算を受けて幾分上昇したが、5～6月にかけて、市場での追加利上げ観測の高まりと世界的なリスク評価についての見直しを背景に、水準を切り下げた。その後は、堅調な企業業績が明らかになったことなどから上昇した。

（ユーロエリアでは回復モメンタムが強まった）

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、景気回復のモメンタムが強まった。すなわち、輸出と生産が増加する中で、設備投資の回復傾向が強まった。そのもとで、雇用環境は緩やかに改善し、家計支出も低調な地合を脱して、徐々に回復した。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などで、概ね前年比+2.0%台前半で推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、6月と8月に政策金利（主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利）を0.25%ずつ引き上げ、3.00%とした。

英国では、住宅価格の前年比伸び率が緩やかに上昇する中で、個人消費が増加基調に復するなど、景気は一頃の停滞感を脱した。この間、消費者物価は、エネルギー価格上昇の影響などで概ね前年比+2.0%台半ばで推移した。

金融政策面では、イングランド銀行は、8月に政策金利を0.25%引き上げ、4.75%とした。

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、市場予想比強めの経済指標の発表や追加利上げ観測の強まりなどから4.1%程度まで上昇する局面もみられた。その後、米国の長期金利低下などを受けて3.7%程度まで水準を戻した。英国では、米国やユーロエリアの金利につれて推移したが、7月以降、市場予想比強めの経済指標やイングランド銀行による8月の利上げを受けた追加利上げ観測の高まりなどから、幾分上昇する局面もみられた。

ユーロエリアおよび英国の株価は（図表20(3)）、5～6月にかけて、世界的なリスク評価についての見直しなどを背景に下落する局面もみられたが、その後は概ね良好な企業決算や業界再編期待などに下支えされ、水準を戻した。

（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、輸出や生産は、多くの国・地域で、増勢をやや鈍化させつつも、緩やかな増加傾向を続けた。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、消費者物価の前年比は、食料品やエネルギーの振れを均せば、概ね落ち着いた動きとなった。

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、高めの伸びを続けたほか、個人消費や輸出、生産も増勢を持続した。物価面では、天候要因に伴う食料品価格の振れはみられたものの、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、引き締めから休止に転じる動きがみられた。すなわち、韓国銀行は二度に亘って政策金利を計0.5%引き上げて、4.5%に、タイ銀行は二度に亘って政策金利を計0.5%引き上げて、5.0%に、マレーシア国立銀行も、政策金利を0.25%引き上げ、3.5%としたが、その後はいずれも政策金利を据え置いた。一方、インドネシアでは、エネルギー価格上昇の賃金な

どへの二次的波及懸念が後退したため、四度に亘って政策金利を計1.5%引き下げ、11.25%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、二度に亘って政策金利を計0.5%引き上げて、6.75%とした。また、台湾中央銀行は、二度に亘って政策金利を計0.25%引き上げて、2.625%とした。中国人民銀行は、固定資産投資などの速過ぎる成長を抑制するため、4月と8月の二度に亘る貸出基準金利引き上げのほか、7月と8月に相次いで預金準備率引き上げを実施した。

東アジア地域の金融市場をみると、5～6月には、先進国での金融緩和スタンスの修正が進む中で、市場参加者のリスク評価についての見直しなどを反映して、多くの国・地域で株価が下落、対米国債スプレッドが拡大する動きがみられた。7月以降は、こうした調整が一服し、巻き戻しの動きがみられた。この間、タイでは、軍部によるクーデターからタクシン政権が退陣したことを受け、金融市場が一時的に軟調となる局面もみられたが、特段大きな混乱はみられなかった。

(その他のエマージング金融市場でも調整の動き)

その他のエマージング金融市場でも、5～6月に調整の動きはみられたものの、7月以降は、こうした調整が一服し、巻き戻しの動きがみられた。なお、経常収支赤字などの懸念材料を持つトルコ、ハンガリー、南アフリカなどの国では、5～6月の調整の動きが相対的に大きいものとなった。

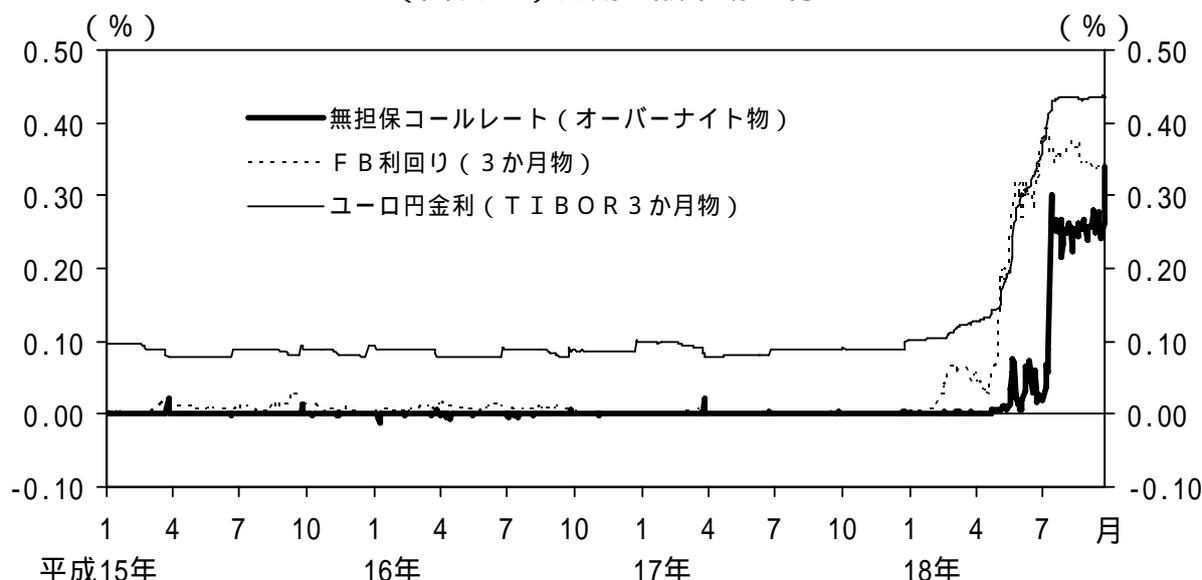
2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場

平成18年度上期の短期金融市場の動きをみると(図表21)、無担保コールレート(オーバーナイト物)⁸は、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、7月の金融政策決定会合(以下「会合」という)までの間は概ねゼロ%で、また、7月の会合で調節方針が変更された後は、0.25%前後で推移した。

ターム物金利⁹は、7月中旬にかけて、F B(政府短期証券)・T B(割引短期国債)レートやユーロ円金利(T I B O R 3か月物)が上昇した。7月の会合後は、総じて横ばい圏内で推移した。

(図表21) 短期金融市場金利



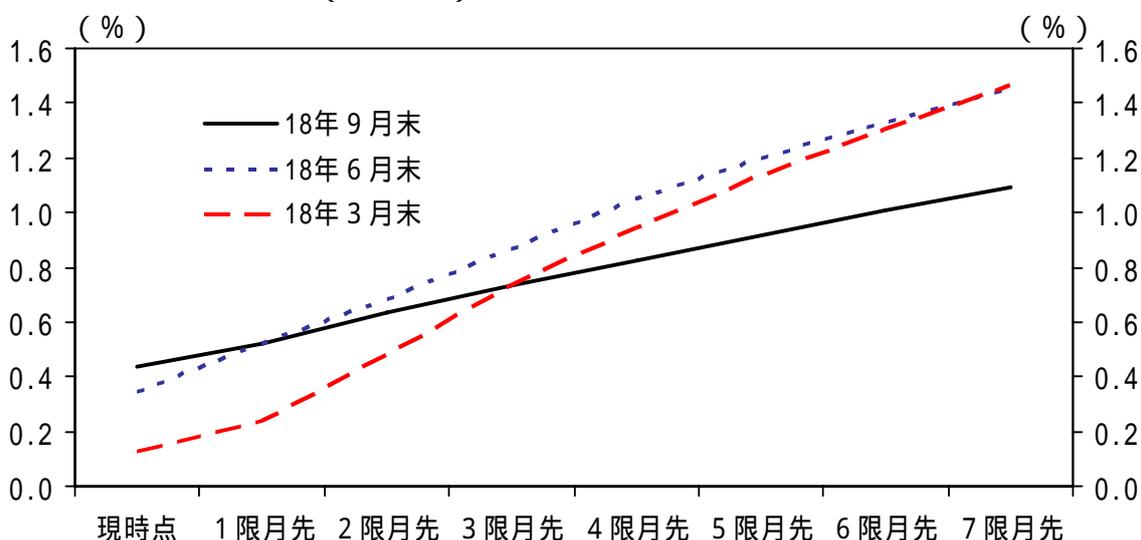
短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表22)、ユーロ円金利先物レートは、景況感の一段の改善などを背景に政策金利の引き上げ見通しが強まり、7月の会合前までは、期近限月を中心に上昇傾向をたどった。その後、横ばい圏内で推移した後、8月下旬以降は、先行きの金融政策に対する思惑などを受

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 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。

けて、期先限月を中心に低下した。

(図表 22) ユーロ円金利先物レート



(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (TIBOR 3か月物) である。グラフでは、例えば、18年9月末時点 (実線) における1限月先 (18年12月央) のユーロ円金利の市場予想値が0.520%、2限月先 (19年3月央) が0.635%、3限月先 (19年6月央) が0.735%であったことを表している。

(2) 債券市場

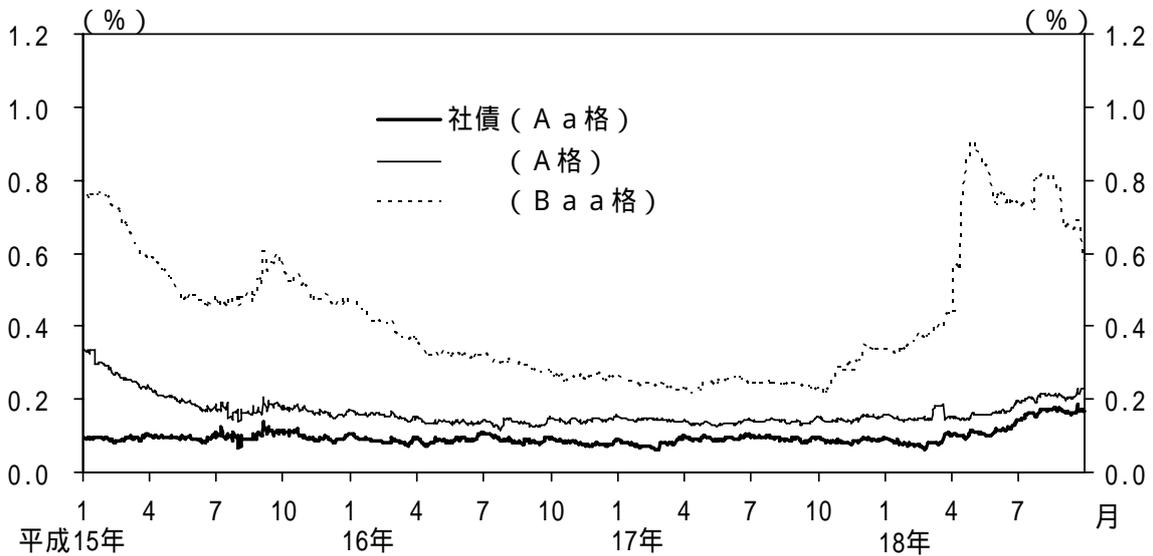
18年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年債)の流通利回りは(図表 23) 景況感の一段の改善などを背景に、5月上旬にかけて2%近辺まで上昇した。5月中旬から8月上旬にかけては、わが国株価や米国金利の動向などを眺めて振れを伴いつつも、1.7%台後半から1.9%台後半の範囲内で推移した。8月中旬以降は、米国長期金利の低下や、消費者物価指数の基準改定に伴う前年比の低下幅が市場予想を上回ったことなどを受けて低下した。

(図表 23) 長期国債流通利回り



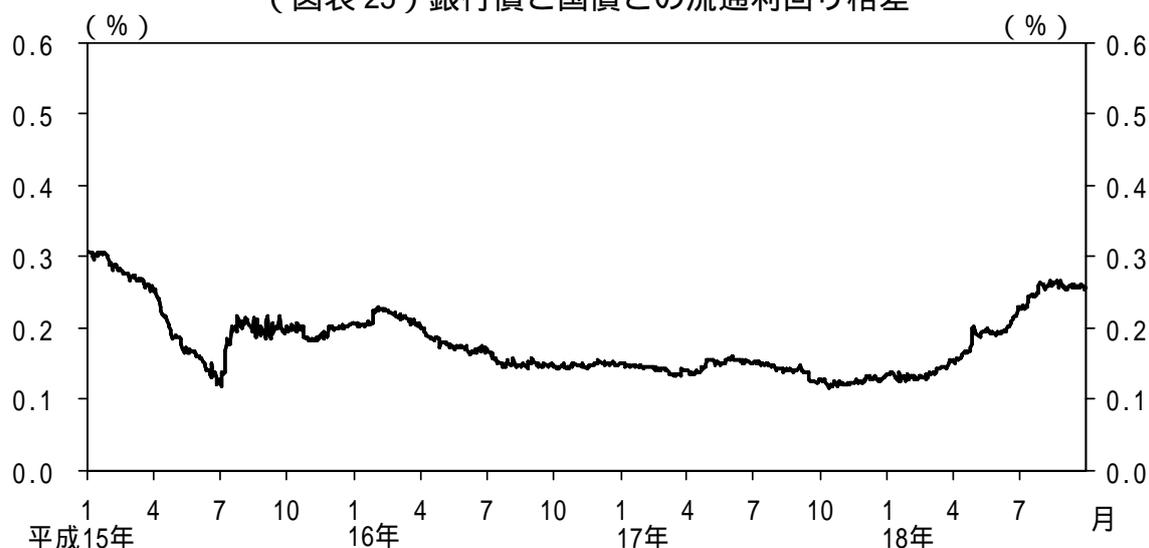
この間、社債・銀行債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表 24、25）低格付けの一部企業や業種の社債についてはスプレッドが拡大したものの、総じて安定的に推移した。

(図表 24) 社債と国債との流通利回り格差



(注) 社債、国債とも残存年数 5 年。ただし、社債は残存年数 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 25) 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

18年度上期の株式市場の動向をみると(図表26)、株価は、期初は、景況感や企業収益の改善に加え、米欧株価が上昇したことを受けて、堅調に推移した。その後、5月上旬から6月中旬にかけては、市場参加者のリスク評価についての見直しが世界的に広がったことの影響を受けて、1万4千円台前半(日経平均株価)まで下落した。その後は、良好な第1四半期の企業業績発表などを受けて回復し、9月末には1万6千円台前半(同)となった。

(図表 26) 株価



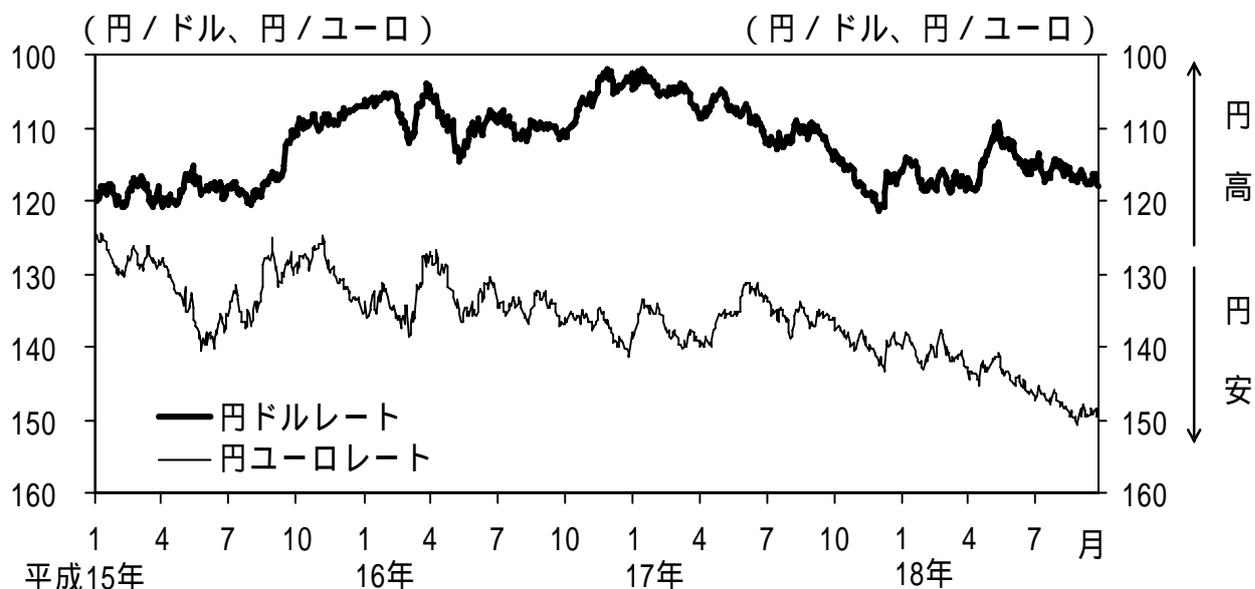
(4) 外国為替市場

18年度上期の外国為替市場の動向をみると(図表27) 円の対米ドル相場は、5月中旬にかけて、米国の対外不均衡問題や金融政策を巡る思惑を背景に、109円台まで上昇した。その後は、内外金利差が意識される中で、緩やかな円安傾向をたどり、7月以降は概ね114~117円台の範囲内で推移した。

この間、円の対ユーロ相場は、下落傾向をたどり、いったんは既往ボトムとなる150円台まで下落した。

また、18年度上期中の円の実質実効為替レート¹⁰も、同様にいったん上昇した後、6月以降は低下した。

(図表27) 円ドル、円ユーロレート



¹⁰ 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)。

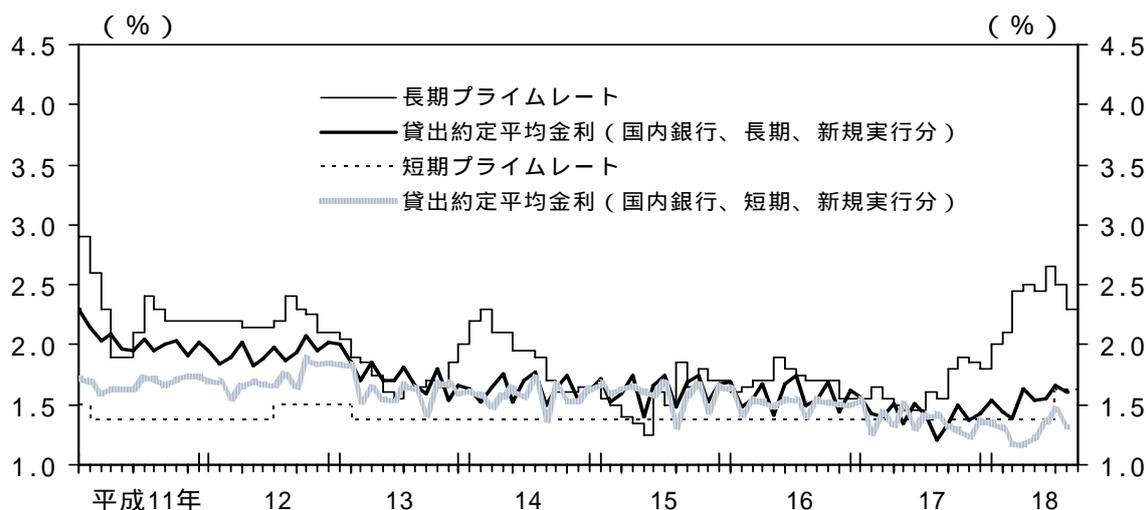
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利

18年度上期の貸出金利の動きをみると(図表28)、短期プライムレート(都市銀行)¹¹は、7月まで1.375%の水準で推移した後、8月末にかけて1.625%に引き上げられた。長期プライムレートは、長期金利の動きを受けて、小幅の引き上げ、引き下げがみられたが、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、極めて低い水準で横ばい圏内の動きとなった。

この間、銀行の預金金利をみると、定期預金金利は、市場金利の上昇を受けて緩やかに上昇した。普通預金金利は、7月の金融市場調節方針の変更を受けて概ね0.1%に引き上げられた。

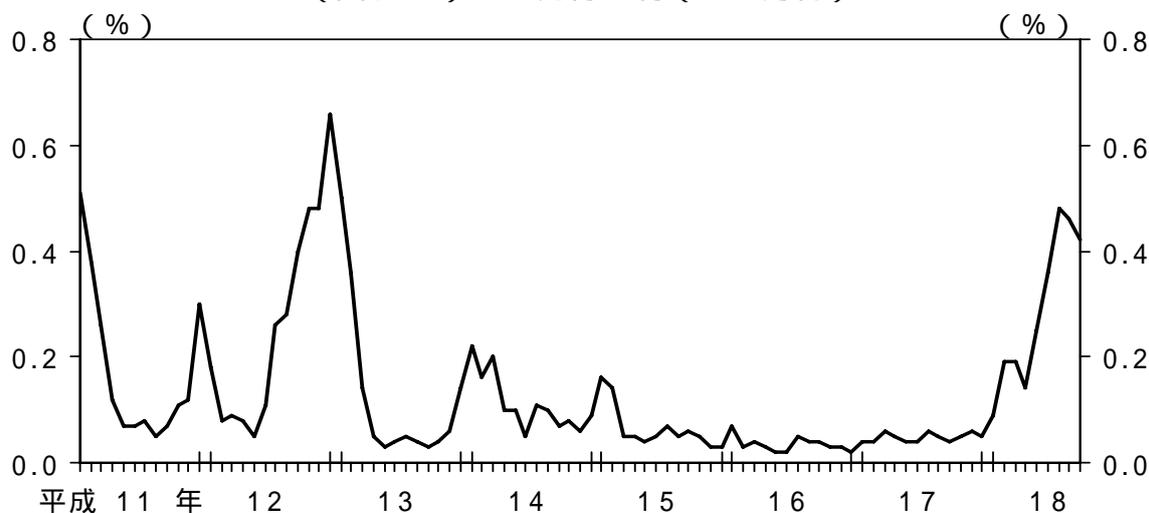
(図表28) 貸出金利



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29)の発行金利は、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、長期金利の動向などを受けて幾分上昇した。

¹¹ 正確には、最も多くの都市銀行が採用した金利。

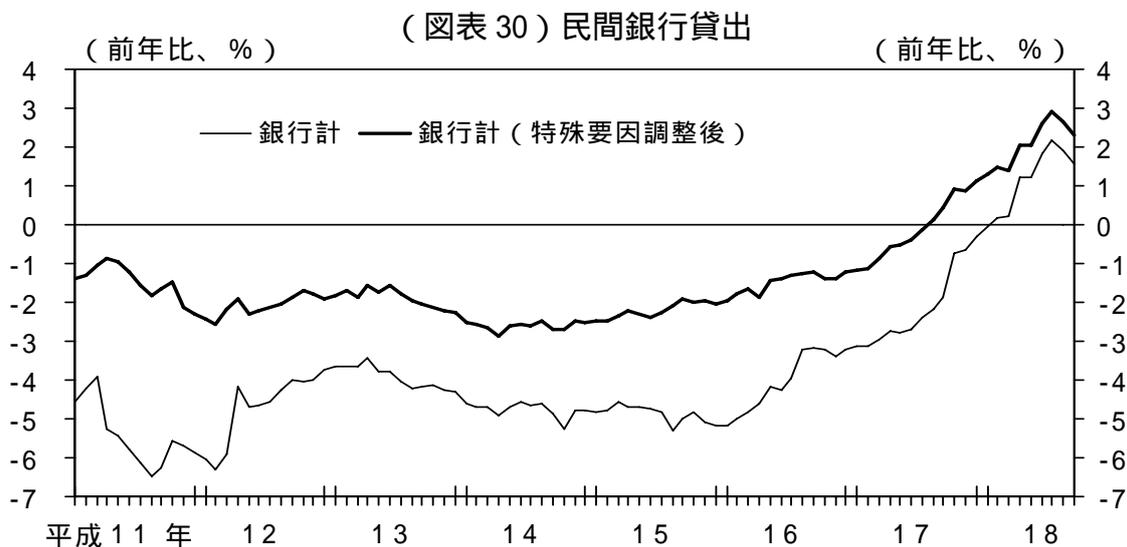
(図表 29) C P 発行金利 (3 か月物)



(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

18 年度上期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高¹²は(図表 30)増加が続いた。また、C P ・社債の発行残高¹³は(図表 31)、18 年度上期入り後 5 月までは前年を上回って推移したが、6 月以降は概ね前年並みの水準となった。

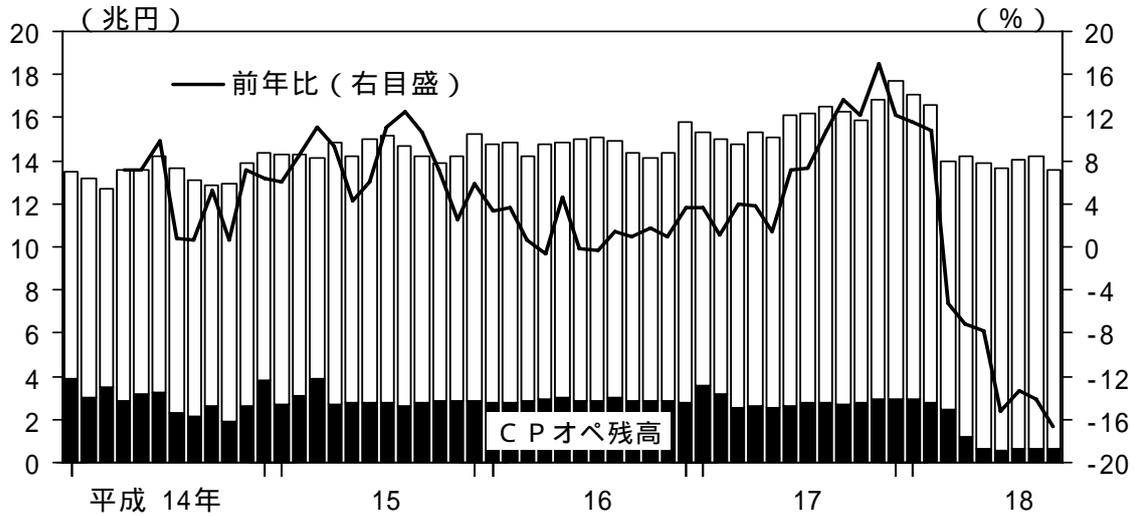


¹² 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

¹³ 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。

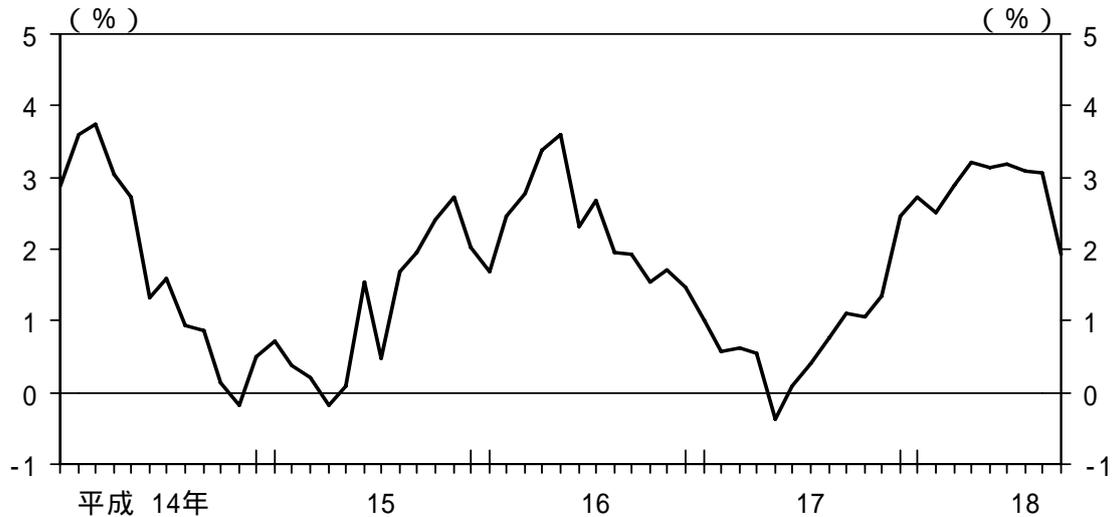
(図表 31) 資本市場調達

(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)。

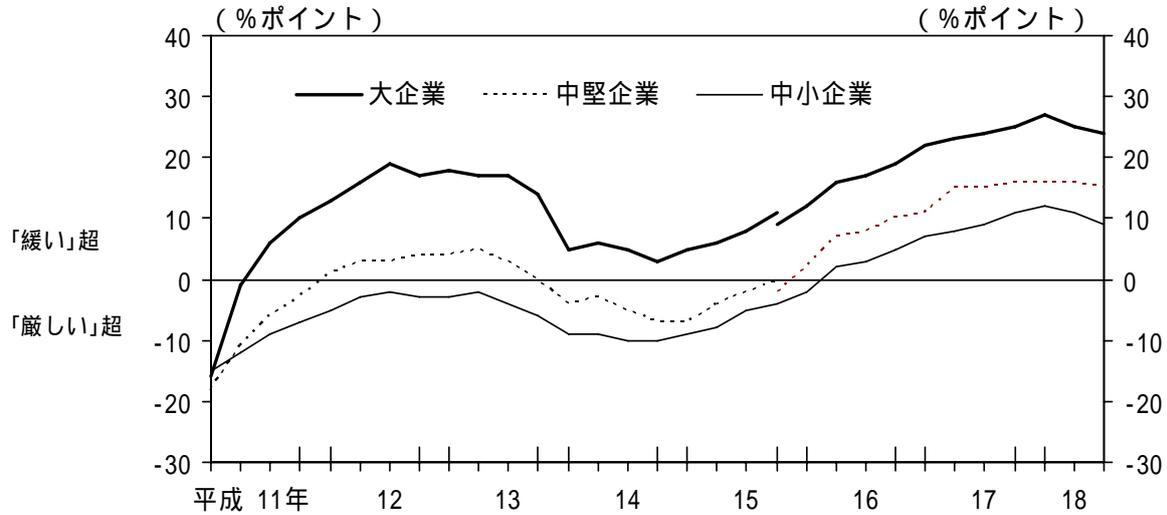
(2) 社債発行残高 (未残前年比)



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、全体として緩和的な貸出姿勢を続けた。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 32)、中小企業も含め、引き続き緩和的であった。

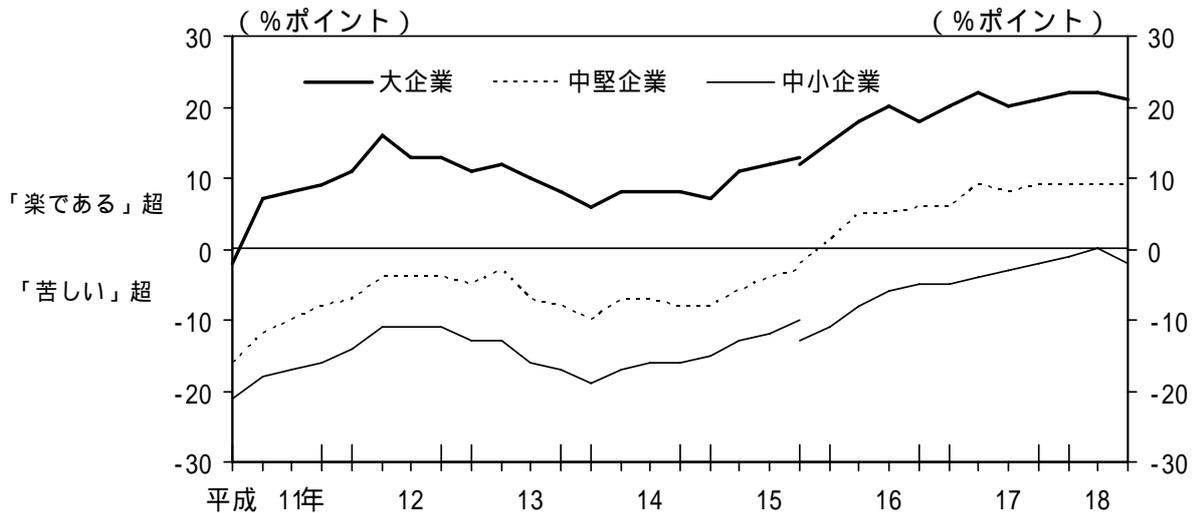
(図表 32) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



(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、運転資金や設備投資向けの支出が増加を続けたことから、増加に転じた。この間、企業の資金繰り判断は(図表 33)、改善傾向が続いた。

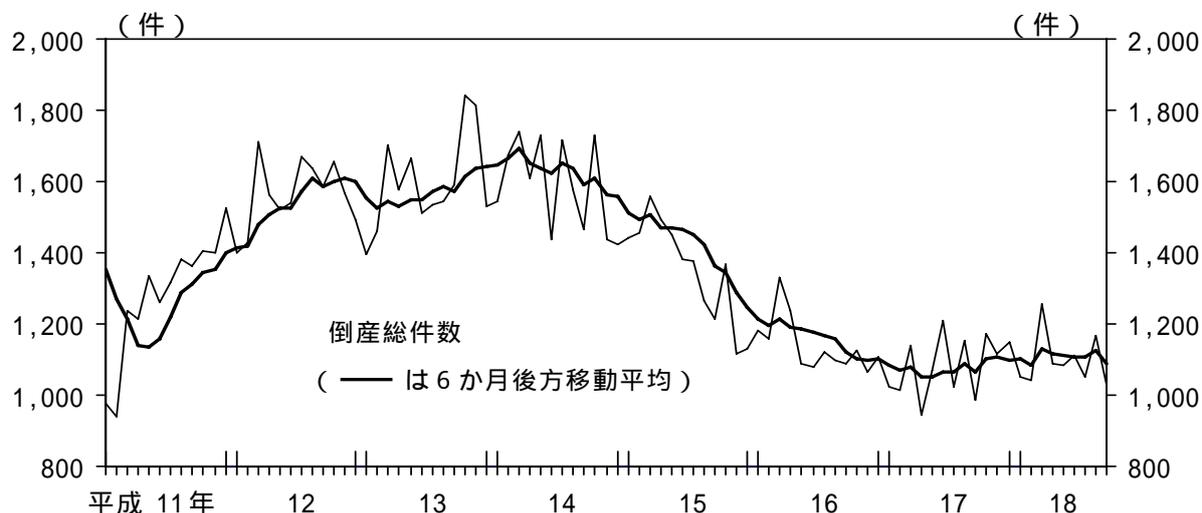
(図表 33) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



(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 34）、18 年度上期中は、総じてみれば横ばい圏内で推移した。

（図表 34）企業倒産

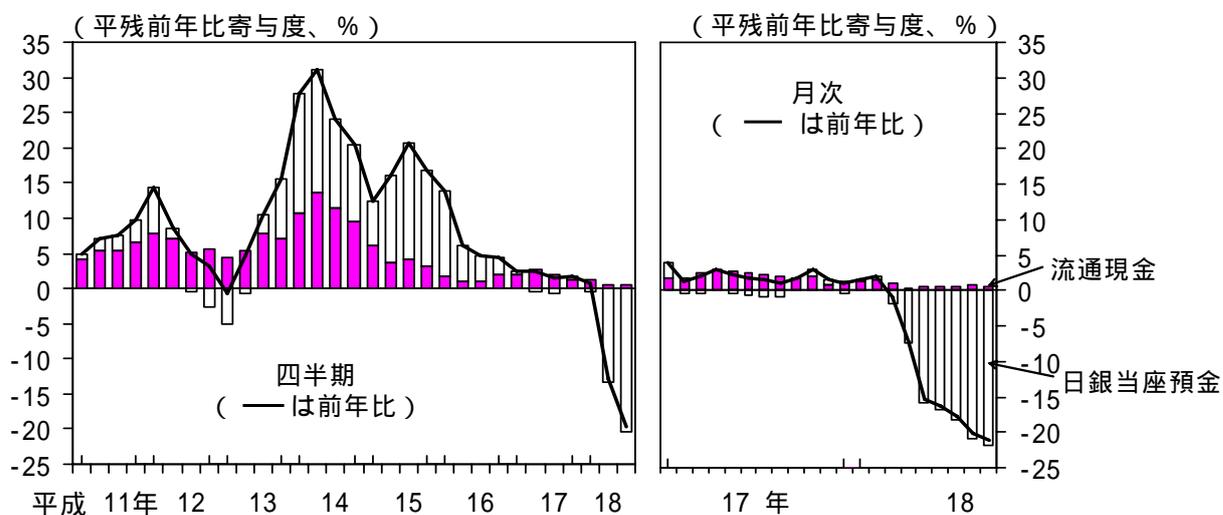


（ 7 ）量的金融指標

18 年度上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 35）、日銀当座預金の減少を背景に大幅な前年比減少となった。

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 0 ~ 1 % 台の増加が続いた。この間、日本銀行当座預金の残高は、大幅に減少した。

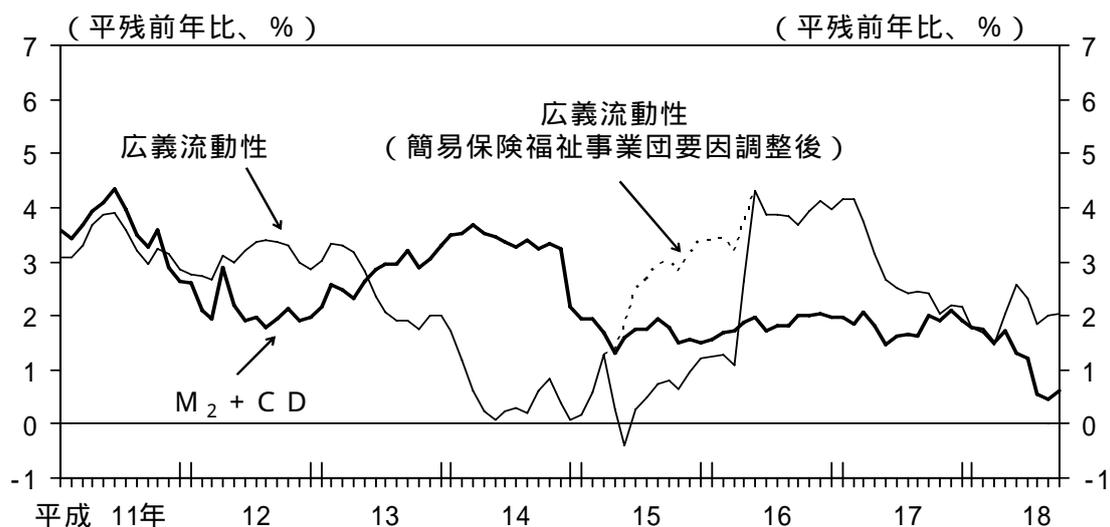
（図表 35）マネタリーベース



マネーサプライ ($M_2 + CD$) の動向をみると (図表 36)、前年比伸び率は 0 ~ 1% 台で推移した。

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、 $M_2 + CD$ の伸びを上回って推移した。

(図表 36) 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 18 年 4 月から 9 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、6 月 14、15 日会合まで出席）
	春 英彦（審議委員）
	福間年勝（審議委員）
	水野温氏（審議委員）
	西村清彦（審議委員）
	野田忠男（審議委員、7 月 13、14 日会合から出席）

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 37、38）。

(図表37) 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
18年4月11日	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。	全員一致
4月28日		全員一致
5月19日		全員一致
6月15日		全員一致
7月14日	無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す。	全員一致
8月11日		全員一致
9月8日		全員一致

(図表38) 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)	無担保コールト (オーバーナイト物) ^(注1)	基準割引率・ 基準貸付利率
18年3月16日～4月15日	28.7	0.002	0.10
4月16日～5月15日	19.5	0.005	
5月16日～6月15日	12.7	0.029	
6月16日～7月15日	14.1	0.043	0.40 ^(注2)
7月16日～8月15日	9.9	0.245	
8月16日～9月15日	8.7	0.255	
9月16日～10月15日	9.2	0.263	

(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) 7月14日公表後直ちに実施。

以下では、18年度上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18年4～6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、「着実に回復を続けている」との判断を示した。7月には、マクロ的な需給ギャップの供給過剰状態が解消し、需要超過状態へ入ってきているとみられることなどを踏まえて、「緩やかに拡大している」へと修正し、8～9月も同様の判断を示した(図表39)。

(図表39) 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

18年3月	わが国の景気は、着実に回復を続けている。
4月	わが国の景気は、着実に回復を続けている。
5月	わが国の景気は、着実に回復を続けている。
6月	わが国の景気は、着実に回復を続けている。
7月	わが国の景気は、 <u>緩やかに拡大している</u> 。
8月	わが国の景気は、 <u>緩やかに拡大している</u> 。
9月	わが国の景気は、 <u>緩やかに拡大している</u> 。

(金融政策運営)

金融政策運営の面では、4月から6月までの4回の会合においては、「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。

7月会合では、経済・物価情勢が4月の「経済・物価情勢の展望」で示したシナリオに沿って着実に改善する中、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきていると評価した。その上で、今後ともゼロ金利を継続すれば、結果的に、将来、経済・物価が大きく変動する可能性があるため、経済・物価情勢が今後とも望ましい経路をたどっていくためには、ここで政策金利の調整を行うことが適当

である、と判断した。以上のような議論を踏まえ、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、0.25%前後で推移するよう促す」とすることを決定した。また、7月の会合では、補完貸付の適用金利(基準貸付利率)をそれまでの0.1%から0.4%に引き上げることを併せて決定した。

その後、8月と9月の2回の会合においては、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す」とする、それまでの調節方針を維持することを決定した。

(2)「経済・物価情勢の展望」の公表

4月28日の会合では、18年度から19年度にかけての「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)に関する議論が行われた。

まず、19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¹⁴。

わが国経済は、着実に回復を続けている。輸出や生産は増加を続けており、企業収益が高水準で推移するもとで、設備投資も引き続き増加している。雇業者所得も、雇用と賃金の改善を反映して、緩やかな増加を続けており、個人消費は増加基調にある。このように内外需がともに着実な増加を続ける中で、17年度の経済は、前回(17年10月)の「展望レポート」で示した「見通し」に比べて、上振れて推移した見込みである。この結果、マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態が解消し、現在はゼロ近傍にあるとみられる¹⁵。

¹⁴ 「見通し」の前提となる先行きの政策金利については、従来の展望レポートでは、「見通し」期間中不変としていたが、今回の「展望レポート」から、市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ可変とすることに変更した。

¹⁵ 潜在成長率やGDPギャップの推計値は、経済構造の変化や技術革新のスピードなどによって時間とともに変化するほか、データの追加などによって事後的に変わる可能性があるため、幅を持ってみる必要がある。

18年度から19年度にかけてのわが国経済を展望すると、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれたかたちで息の長い拡大を続けると予想される。成長率の水準は、景気回復局面に入って既に4年以上経過する中で、今後景気は成熟段階に入っていくと考えられるため、18年度は2%台半ば、19年度は2%程度と、潜在成長率近傍の水準に向けて徐々に減速する可能性が高い。

こうした先行きの経済の姿は、以下のような前提やメカニズムに基づいている。第1に、海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加を続けると予想される。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。企業収益は、14年度から4年連続の増益となり、18年度も売上高経常利益率はバブル期のピークを上回る水準を続けるとみられる。資源の稼働状況をもても、設備の稼働率は高まり、企業内の労働力不足も強まっている。こうしたもとで、3月短観によれば、18年度の設備投資計画は、多くの業種でこの時期としては高めのスタートとなっており、今後上方修正が見込まれる。企業は、グローバルな競争環境も意識した上で、基本的には、慎重な姿勢を続けてきており、設備のストックを大幅に積み上げてはいないが、先行き2年を展望すると、景気回復の長期化に伴い、資本ストック循環の観点からみて、いずれかの時点で設備投資の伸び率は低下していくと想定される。第3に、企業部門から家計部門への波及がより明確になってくるとみられる。企業部門の好調の影響は、雇用や賃金の増加に加え、配当の増加や株価の上昇を通じて、家計部門にも波及している。そうしたもとで、個人消費は、着実な増加を続けると予想される。住宅投資も、都心部などで地価が上昇に転じる中で、金利の底値感が台頭していることもあって、緩やかな増加基調をたどる可能性が高い。この結果、家計支出は、国内民間需要の主たる牽引役になっていくとともに、その堅調が企業部門にフィードバックして、前向きの循環メカニズムが維持されていくと考えられる。第4に、極めて緩和的な金融環境が引き続き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ており、民間の資金需要の下げ止まりとも相まって、民間銀行貸出は前年比プラス幅を拡大している。実質短期金利も低下している。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考えられる。

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。第1に、資源の稼働状況は高まっている。短観によると、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。また、マクロ的な需給ギャップは、既にゼロ近傍にあり、今後は緩やかに需要超過方向に向かっていくとみられる。第2に、ユニット・レーバークスト（生産1単位あたりの人件費）は、生産性上昇に伴い低下を続けているものの、賃金が上昇に転じていることから、マイナス幅は縮小基調にある。労働需給の引き締まりは比較的幅広い分野でみられており、先行きは、景気の成熟化に伴って、生産性の上昇率も減速すると考えられることから、ユニット・レーバークストは下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い。第3に、各種サーベイ調査に示されるように、企業や家計などの物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、徐々に上方修正されている。

物価指数に即してみると、17年度の国内企業物価は、国際商品市況高や17年後半の円安を背景に、前回の「見通し」対比上振れており、前年比上昇率は平成2年初以来の水準となっている。先行きは、原油価格をはじめとする商品市況や為替相場にも左右されるが、19年度にかけても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、17年末にかけてプラスに転じた後、18年入り後はプラス幅を拡大している。近年、需給ギャップに対する消費者物価上昇率の感応度は低下している可能性があるが、その背後で起きているメカニズムをどのように理解するかによって、先行きの物価上昇率の見通しは変わってくる。その意味で、先行きの物価上昇率については不確実性があるが、前年比のプラス幅は次第に拡大し、18年度は0%台半ば、19年度は1%弱の伸び率となると予想される¹⁶。

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、海外経済の動向、在庫調整の可能性、企業の投資行動の一段の積極化、が指摘された。また物価については、需給ギャップのプラス転化（需要超過）の影響、原油をはじめとする商品市況の動向の不確実性およ

¹⁶ 4月の「展望レポート」における消費者物価の見通しは、12年基準の指数をベースに行われた。なお、同指数は18年8月に17年基準に改定され、同時に前年比計数が18年1月分に遡って改定された。

び、 潜在成長率の上昇の影響、が指摘された。

金融政策の運営を巡っては、3月に公表した「新たな金融政策運営の枠組み」に従い、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢については2つの「柱」による点検を行い、以下のように、これに基づいて先行きの金融政策運営の考え方を明らかにした。

まず、先行き2年間の経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通しについて点検すると(第1の柱)、上述したとおり、内需と外需のバランスがとれた景気拡大が続くとみられる。また、消費者物価(全国、除く生鮮食品)の前年比は、需給ギャップが緩やかに需要超過に転化し、ユニット・レーバーク・コストからの下押し圧力が減じていくもとで、19年度にかけて前年比プラス幅が次第に拡大していくと予想される。このように、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。

この間、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくても発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営という観点から重視すべきリスクを点検すると(第2の柱)、企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べて好転している状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。その場合には、現在、需給ギャップの水準がゼロ近傍にあることから、中長期的にみると、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある。一方、経済活動や物価上昇率が下振れした場合でも、金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消されてきていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が発生するリスクは小さくなっていると考えられる。

先行きの金融政策運営については、上述の2つの「柱」に基づく点検の結果、現時点では、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間の後も、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いと判断している。そうしたプロセスを経ながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

「展望レポート」に参考計表として掲載される、18年度、19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¹⁷

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)
18年度	+2.1~+3.0 <+2.4>	+1.4~+1.8 <+1.5>	+0.6~+0.6 <+0.6>
19年度	+1.8~+2.4 <+2.0>	+0.8~+1.1 <+1.0>	+0.7~+0.9 <+0.8>

(注) 各政策委員は、政策金利について、市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

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、4月28日に公表された(背景説明を含む全文は5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。

¹⁷ 「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)
18年度	+2.1~+3.0	+1.3~+1.8	+0.5~+0.7
19年度	+1.6~+2.5	+0.7~+1.3	+0.7~+1.0

(3) 各会合における検討・決定

イ．18年4月の会合

(景気は着実な回復を続けている)

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・支出の好循環が働くもとの、景気は着実に回復を続けていく可能性が高いとの見方を示した。

(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)

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(全国、除く生鮮食品)について、多くの委員は、1月に続き、2月も前年比+0.5%となったことや、石油製品や電気・電話料金等の特殊要因を除いたベースでみても前年比プラスが続いていることを指摘した。先行きの消費者物価について、委員は、景気が着実に回復を続けるもとの、需給ギャップが緩やかな改善を続けること、賃金の上昇に伴い、ユニット・レーバ・コストからの下押し圧力も減じていくことなどから、若干の振れを伴いつつも、前年比プラス基調を続けていくとの見方を共有した。

(需給ギャップと潜在成長率に関する議論)

需給ギャップや潜在成長率について、何人かの委員は、3月短観において、バブル崩壊以降初めて設備に対する過剰感が解消されたことや、雇用人員に関する不足感が強まっていることなどを指摘し、マクロ的な需給ギャップは概ね解消されたと考えられると述べた。また、委員は、経済全体の需給ギャップはゼロ近傍になっている、企業部門における「3つの過剰」がほぼ解消され、資源配分の効率化が進展していること等から、潜在成長率は1%台後半まで高まっている、との認識を共有した。こうした中、一人の委員は、わが国経済が長期に亘る調整局面を経て、持続的な成長経路に復帰していく過程にあることを考えると、需給

ギャップや潜在成長率をリアルタイムで計測する上での不確実性に注意していく必要があると指摘した。

(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、3月短観において、企業の資金繰り判断や企業からみた金融機関の貸出態度判断が、大企業・中小企業ともに改善が続けていることを指摘し、量的緩和政策解除後も引き続き緩和的な企業金融の環境が維持されているとの見方を示した。

(ゼロ金利の維持と当座預金残高削減を巡る議論)

以上のような金融経済情勢を踏まえ、当面の金融政策運営について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、概ねゼロ%で推移するよう促す」という現行の金融市場調節方針を維持することが適当との認識を共有し、採決の結果、全員一致でこれを決定した。

量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向について、委員は、期末日を含めて落ち着いて推移しているとの認識で一致した。その上で、委員は、今後の当座預金残高の削減は、引き続き短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めていく方針であることを確認した。

口．5～6月の会合

(景気は着実に回復、先行きは緩やかに拡大していく見込み)

経済情勢について、委員は、わが国の景気は、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれたかたちで、着実に回復を続けており、マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態を解消し、足もとはゼロ近傍にあるとの認識で一致した。

先行きについて、委員は、生産・所得・支出の好循環が働くもとの、潜在成長率を幾分上回る成長を続ける可能性が高いとの見方を共有した。その上で、金融

経済月報における総括判断として、委員は、先行きの景気については「緩やかに拡大していく」という表現が適切であるという点で一致した。

(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)

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。

また、消費者物価(全国、除く生鮮食品)について、委員は、景気が着実に回復を続けるもとで、マクロ的な需給ギャップが緩やかに需要超過方向に向かい、賃金の上昇に伴い、ユニット・レーバー・コストからの下押し圧力も減じていくことから、前年比プラス基調を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。これに関連して、5月会合で、何人かの委員は、石油製品や電気・電話料金等の特殊要因を除いたベースでも前年比プラスが続いていること、足もとの原油価格を前提にすると、石油製品価格の押し上げ寄与は当面続くと思われること、などを指摘した。また、6月会合で、複数の委員は、年度替わりに伴う一部サービスの価格改定の影響が出ていると指摘した上で、全体として、物価のプラス基調は、特定の品目に強く依存するのではなく、様々な財やサービスの価格全体を通じて定着しつつあるとの見方を示した。

(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、金融環境は極めて緩和的な状態が続いているとの認識を共有した。5月会合で、委員は、銀行貸出の前年比は増加幅が拡大しており、企業の資金需要はここにきて下げ止まったとの認識を共有した。

株価が不安定な動きを続けたことについて、多くの委員は、程度の差はあるが、主要先進国、新興市場諸国に共通してみられており、基本的には、17年後半以降の大幅な上昇に対する調整が進んでいるとの認識を示した。また、多くの委員は、各国で金融政策の転換が行われてきた中で、市場参加者のリスク評価についての見直しが進んでいるとの見方を示した。これに関連して、多くの委員は、米国経済で、インフレ懸念や景気減速懸念などが、従来よりも強く意識されるようになっていることも影響していると付言した。もっとも、何人かの委員は、これまでのところ、日本を含め、各国経済のファンダメンタルズには大きな変化は生じていないので、株価の下落を实体经济に関する何らかの変調を示すものとまでみる必

要はないとの認識を示した。

(ゼロ金利の維持)

当面の金融政策運営について、委員は、経済・物価情勢が4月の展望レポートの見通しに沿って展開していくのであれば、金融政策運営も展望レポートで示した考え方に沿って進めることが適当であるとの認識を共有した。その上で、大方の委員は、これまでの経済・物価情勢は、展望レポートの見通しに概ね沿って展開しているが、世界的な金融資本市場や米国経済の動向などを含め、さらに情勢を見極める必要がある、と指摘した。

以上のような経済・物価情勢の判断を踏まえ、採決の結果、当面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」という現行の金融市場調節方針を維持することを、全員一致で決定した。

(当座預金残高削減と補完貸付の適用金利を巡る議論)

当座預金残高削減について、6月会合で、委員は、その過程で短期金利が一時的に僅かながら上昇する局面はみられたものの、全体としてみれば、短期金融市場は概ね安定的に推移しており、残高の削減は順調に進んでいるとの認識を共有した。多くの委員は、こうした削減の結果、コール市場では金利が市場環境を反映して若干の変動を示すようになったほか、取引量も徐々に増加してきているなど、着実に市場機能が回復してきていることを踏まえると、金融市場調節における金利コントロールに支障が生じる状況ではなくなっており、その意味で、当座預金残高の削減過程はほぼ終息したとの見方を示した。これに関連して、多くの委員は、金利コントロールのスキームのもとでは、当座預金残高の変動自体には政策的な意味合いは全く含まれておらず、そのことを市場に対して説明していく必要があると述べた。

補完貸付の適用金利のあり方を巡っては、6月会合で、多くの委員は、市場金利誘導水準と補完貸付の適用金利のスプレッドが小さいことは、市場機能の回復を阻害する要因になりうる一方、市場機能の回復が十分でない中で市場金利を安定させる効果があると指摘した。こうしたもとで、委員は、適切なスプレッド幅を設定することは難しい課題であるが、今後検討していくべきとの認識で一致し

た。

八．7月会合

（景気は緩やかに拡大）

経済情勢について、委員は、6月短観を含め6月会合以降明らかになった経済指標を踏まえると、わが国経済は、4月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれたかたちで緩やかに拡大しており、先行きについても、緩やかな拡大を続けていく、との見方を共有した。

金融経済月報における景気の現状評価に関する表現について、委員は、需給ギャップの推計値が供給超過状態から需要超過状態に入ってきているとみられるほか、6月短観でも企業の雇用人員や設備に関する不足感がさらに強まっていく見通しにあることを踏まえると、「着実に回復を続けている」から「緩やかに拡大している」に変更することが適当であるとの見方を共有した。併せて、委員は、今回の景気の現状評価に関する表現の変更は、経済活動の水準の変化に応じたものであり、景気の足取りの強さに関する判断を上方修正したものではないとの認識を確認した。

（消費者物価はプラス基調を続けていく見通し）

委員は、国内企業物価は、原油や非鉄金属といった国際商品市況高などを背景に高い伸びを続けており、先行きも上昇を続けるとの見方で一致した。

消費者物価（全国、除く生鮮食品）について、委員は、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中で、前年比プラス基調を続けていくと予想されるとの見方で一致した。この間、何人かの委員は、最近実施されたいくつかのアンケート調査をみると、消費者のインフレ予想がここにきてやや大きく上方修正されている可能性があるとして指摘した。

（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、企業金融面では、銀行の貸出態度、CP・社債の発行環境など、金融環境は極めて緩和的な状態が続いているとの認識を共有した。

ある委員は、緩和的な金融環境のもとで、足もと銀行貸出の伸びが高まり、民間の資金需要も増加に転じていると述べた。

5月中旬以降株価が不安定な動きを続けたことについて、多くの委員は、各国で金融緩和度合いの修正が進められる中で、市場参加者のリスク評価の見直しが進み、とくに17年後半以降に顕著になった行き過ぎの調整が急速に進んだという見方を示した。委員は、6月後半から株価は世界的に落ち着きを取り戻しつつあるようにみられるが、最近の地政学的リスクの高まりといった新たな不透明要因も発生していることから、内外の市場動向は注視していく必要があるとの認識で一致した。

（「経済・物価情勢の見通し」の中間評価）

委員は、4月の「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見通し」について「中間評価」を行い、景気は「見通し」に概ね沿って推移すると予想される、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を背景に、18年度は「見通し」に比べて上振れ、19年度の上昇率は「見通し」に概ね沿ったものとなると予想される、消費者物価は、「見通し」に概ね沿って推移すると予想される、との見方が共有された。

（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、委員は、経済・物価情勢が4月の展望レポートで示したシナリオに沿って着実に改善する中、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきており、ゼロ金利を継続すれば、結果的に、将来、経済・物価が大きく変動する可能性があるとの認識を共有した。こうしたもとで、委員は、この後も経済・物価が望ましい姿で推移していくためには、ここで政策金利の調整を行うことが適当であり、このことは、長い目でみて物価の安定と持続的な成長につながっていくとの考え方で一致した。ある委員は、今回金利水準の調整を行うことは、足もとの過熱を抑え込むといったことではなくて、むしろ長い目でみて経済・物価の振幅を小さくすることにより、日本経済の成長を支えるための措置と位置付けられると指摘した。

補完貸付の適用金利のあり方については、何人かの委員は、適用金利をある程度高めにした方が市場における裁定取引を活発化させ、むしろ短期金融市場の機能の回復を促進する効果が期待できるとの認識を示し、適用金利を0.5%にすることが適当であると主張した。一方、多くの委員は、スプレッドの拡大は、長い目でみれば市場機能の観点から必要であるとしつつ、量的緩和政策の解除以降、市場機能は徐々に回復してきているものの、なお道半ばであり、現時点では、コールレートの安定的なコントロールに最大限配慮することが適当であると主張し、0.4%を支持した。

さらに、当面の金融政策運営の考え方について、委員は、今後とも経済・物価情勢を丹念に点検しながら運営していくとした上で、経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していくのであれば、金融政策運営についても、展望レポートで示した考え方に沿って実施できる可能性が高いとの考え方で一致した。

以上のような経済・物価情勢の判断を踏まえ、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、0.25%前後で推移するよう促す」に変更することを、全員一致で決定した。また、補完貸付の適用金利（基準貸付利率）を0.4%とすることを、賛成多数で決定した。

二．8～9月会合

（景気は緩やかに拡大）

経済情勢について、委員は、わが国経済は、4月の展望レポートや7月の中間評価で示した見通しに概ね沿って、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれたかたちで緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環が働くもとで、緩やかな拡大を続けていく、との見方を共有した。

（消費者物価はプラス基調を続けていく見通し）

委員は、国内企業物価は、原油や非鉄金属といった国際商品市況高等を背景に上昇しており、先行きも上昇を続けるとの見方で一致した。

消費者物価（全国、除く生鮮食品）について、委員は、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中で、前年比プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。また、9月の会合で、委員は、消費者物価指数の基準改定について、前年比押し下げ幅が大方の事前予想を幾分上回ったことに言及した上で、この基準改定は物価を巡る基本的な判断に変更を迫るものではないとの見方で一致した。何人かの委員は、基準改定による前年比押し下げの要因について、指数算式上のリセット効果や、新規採用品目の影響については、概ね事前予想の範囲内であり、携帯電話通信料などの既存品目において指数算出方法が変更されたことの影響が大きかったとみられると指摘した。また、この指数算出方法変更の影響の多くについては、当該品目の指数の変化から1年を経過した時点で前年比への影響が剥落する可能性が高いと述べた。

（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、企業金融面では、銀行の貸出態度、CP・社債の発行環境等、金融環境は極めて緩和的な状態が続いているとの見方で一致した。何人かの委員は、民間の資金需要が増加に転じる中で、銀行貸出が引き続き増加していることを指摘した。また、複数の委員は、銀行貸出が伸びる一方で、 $M_2 + CD$ の伸び率が相対的に低い背景として、預金以外の金融資産の収益率が高まり、金融システムが安定する中で、銀行預金からその他の金融資産へのシフトが続いていることが挙げられると述べ、こうした動きは緩やかな物価上昇および経済の持続的成長と両立しうるものであるとの認識を示した。

（現行の金融市場調節方針の維持）

以上のような金融経済情勢を踏まえ、当面の金融政策運営について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するように促す」というそれまでの金融市場調節方針を維持することが適当との認識を共有し、採決の結果、全員一致でこれを決定した。

ホ．金融政策運営を巡る論点

18年度上期の各会合では、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。

（金融政策運営に関する情報発信のあり方）

18年度上期を通じて、金融政策運営に関する情報発信のあり方について、委員の間で議論が行われた。

委員は、4月の展望レポートで記述した先行きの金融政策運営方針、すなわち、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間の後も、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い、そうしたプロセスを経ながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになる、という考え方は、市場参加者の間で浸透してきているとの見方を共有した。

また、何人かの委員は、金利政策のもとでの中央銀行と市場との対話は、量的緩和政策のもとでの「約束」のような一方通行のものとは異なり、市場金利を仲介項としたダイナミックなものに変わっていかねばならないとの見方を示した。何人かの委員は、将来の政策金利のパスについての市場の見方やその変化も注視していく必要があると述べた。そのうちの一人は、市場の予想を参考にすることは重要であるが、それに機械的に反応することは適当ではないと指摘した。

今後の政策運営に関する情報発信については、委員は、「新たな金融政策運営の枠組み」が有効に機能している現状を踏まえ、今後もこの枠組みに基づき、展望レポート等を活用して、経済・物価情勢の認識と政策運営方針を発信していくことが大切であるとの意見で一致した。この点に関連して、委員は、先行きの政策運営を考える上では、量的緩和政策のもとでの消費者物価指数のように特定の指標に過度の注目が当たることのないよう、あくまで、2つの「柱」に基づき、経済・物価の全体としての姿を点検し、それを丁寧に説明していくことが重要である点を改めて確認した。

（7月政策変更以降の短期金融市場に関する議論）

8～9月の会合では、誘導目標を変更した7月会合以降の短期金融市場について、委員は、総じて落ち着いているとの認識を共有した。委員は、7月中は無担保コールレート（オーバーナイト物）が強含む場面もみられたが、その後は加重

平均値が 0.25% を挟んで数ベースポイントの範囲で推移しており、総じて円滑な金利コントロールが行われているとの評価で一致した。この背景について、何人かの委員は、機動的なオペレーションが奏効したことのほか、市場調達面での不安感が和らいだ面もあると指摘した。また、複数の委員は、市場参加者が新しい市場環境のもとでの取引に習熟してきたとコメントした。

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 18 年度上期は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を操作目標とする金融市場調節方針のもとで、金融政策決定会合で決定された誘導目標を達成するように金融市場調節を行った。

18 年度上期入り後、7 月会合までは、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を「概ねゼロ％」とした。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、5 月下旬および 6 月中旬に幾分上昇する局面がみられたものの、概ねゼロ％で安定的に推移した。この間、日本銀行当座預金残高については、短期金融市場の状況を十分に点検しながら、緩やかにその削減を進めた結果、3 月末時点で 31.2 兆円あった残高は、6 月中旬には 10 兆円程度となった。

その後、7 月会合において金融市場調節方針を変更し、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を「0.25％前後」に引き上げた。また、補充貸付については、その適用金利である基準貸付利率を 0.1％から 0.4％へと引き上げることを決定した。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、当初、強含む局面もみられたが、機動的な資金供給オペレーションの実施等を背景に、市場は早期に落ち着きを取り戻した。この結果、7 月下旬以降は、0.25％前後で推移した。

この間、4 月 10、11 日に開催された金融政策決定会合において、主要な資金供給手段であった手形買入オペについてペーパーレス化を図るため、共通担保資金供給オペレーションの導入を決定¹⁸し、6 月 26 日から実施した。

また、オペレーションの入札におけるレート刻み幅について、平成 13 年 7 月以降オペの種類にかかわらず一律 0.001％としていたが、国債売買オペおよび短期国債売買オペを除く全てのオペについて、これを 0.01％に変更することを 7 月 21 日に公表した（本措置は、7 月 24 日から実施した）。

¹⁸ 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 40) 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	CP等 買現先 オベ	手形買入 オベ (本店)	手形買入 オベ (全店)	共通担保 資金供給 オベ (本店)	共通担保 資金供給 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													
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
4月末	11.7	0.4	1.2	11.6	16.4			0.1	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0
5月末	9.6	1.8	0.6	14.7	13.2			0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
6月末	10.2	3.2	0.6	7.8	5.6	1.6	0.8	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
7月末	9.6	5.4	0.6			13.4	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8月末	10.3	4.2	0.6			14.8	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9月末	10.7	6.6	0.6			14.8	5.4		0.7	0.0	0.0	0.0	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) 「共通担保資金供給オベ」は18年6月より開始。

(注 3) 「手形買入オベ」は18年6月に終了。

(注 4) 「資産担保証券買入」は18年3月に終了。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成18年9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、117.5兆円（前年比 - 20.7%）となった。

（図表41）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9月末	18年3月末	18年9月末
（資産）			
買現先勘定	4.7 (-39.4)	5.2 (-0.7)	7.2 (52.9)
買入手形	37.0 (27.6)	37.8 (0.5)	(皆減)
国債	97.9 (4.0)	93.3 (-5.9)	80.8 (-17.5)
[うち長期国債]	62.5 (-2.3)	60.5 (-7.6)	53.6 (-14.1)
[うち短期国債]	35.5 (17.5)	32.8 (-2.6)	27.1 (-23.5)
資産担保証券	0.06 (-45.3)	0.11 (28.2)	(皆減)
金銭の信託（信託財産株式）	2.0 (-2.1)	2.0 (-1.3)	1.9 (-4.7)
貸付金	0.0 (皆減)	0.0 (7.5倍)	21.0 (皆増)
[うち共通担保資金供給オペ]	()	()	20.2 (皆増)
資産計	148.1 (6.2)	144.9 (-3.8)	117.5 (-20.7)
（負債・資本）			
発行銀行券	73.5 (2.8)	75.0 (0.4)	74.1 (0.9)
当座預金	34.1 (-2.8)	31.2 (-12.7)	11.8 (-65.4)
政府預金	5.8 (29.4)	6.6 (-13.4)	4.0 (-31.2)
売現先勘定	27.7 (24.5)	24.4 (-0.4)	21.3 (-23.3)
売出手形	0.6 (皆増)	1.4 (-21.9)	0.0 (皆減)
負債・資本計	148.1 (6.2)	144.9 (-3.8)	117.5 (-20.7)

以下では、18年度上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9月末の資産の内訳をみると、国債は、80.8兆円（前年比 - 17.5%）となった¹⁹。買現先勘定は、国債買現先オペによる資金供給の増加から7.2兆円（前年比 + 52.9%）となった。この間、電子貸付により行われる共通担保資金供給オペが導入され、これに伴い手形買入オペが廃止されたことから、貸付金が21.0兆円（17年9月末の残高はゼロ）となる一方、買入手形がゼロ（17年9月末の残高は37.0兆円）となった。また、平成17年度末をもって買入が終了した資産担保証券の残高はゼロ（17年9月末の残高は617億円）となった。

一方、負債をみると、18年9月末の当座預金残高は、本年3月8、9日の会合での決定により公表された方針²⁰を踏まえ、その削減を進めたことから、11.8兆円（前年比 - 65.4%）となった。また、日本銀行券の発行残高は、74.1兆円（前年比 + 0.9%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ4.0兆円（前年比 - 31.2%）および21.3兆円（前年比 - 23.3%）となった。

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

すなわち、償還期限が到来した長期国債の借換えは、資産の流動性を確保する等の観点から、前期までと同様にTB（1年物）の引受けにより行った。また、17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、売却または現金償還を受けた。

¹⁹ 平成18年度上期においては、国債整理基金が行う買入消却に応じ、保有国債のうち2.7兆円を売却した。

²⁰ 「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になる。金融機関においては、量的緩和政策採用以降長期間にわたって、多額の当座預金残高や資金供給オペレーションを前提とした資金繰りが行われてきた。このため、当座預金残高の削減は、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。」

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更²¹

(共通担保資金供給オペレーションの導入)

17年9月7、8日の会合では、金融市場取引のペーパーレス化が進展する中で、取引先金融機関等からの要望も踏まえ、主要な資金供給手段であった手形買入オペについて、ペーパーレス化を実現するため、取引方式の見直しに関する検討を進めることを決定した。

これを受けて、18年4月10、11日の会合において、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」および「共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を制定し、共通担保資金供給オペレーションを導入することとした²²。本件は、6月26日から実施した。

²¹ 決定の詳細は 2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

²² 併せて、手形買入オペの廃止を決定した。