

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 19 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 19 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
（ 生産は増加基調 ）	4
（ 設備投資は引き続き増加 ）	6
（ 雇用者所得は緩やかに増加 ）	8
（ 個人消費は底堅く推移 ）	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
（ ユーロエリアではしっかりとした景気回復が続いた ）	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株安の動き ）	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	24
（ 4 ） 外国為替市場	25
（ 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)	35
(金融政策運営)	35
(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表	36
(3) 各会合における検討・決定	
イ . 18 年 10 月の会合	
(景気は緩やかに拡大している)	40
(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)	40
(金融面は緩和的な環境が継続)	41
(現行の金融市場調節方針の維持と短期金融市場を巡る議論)	41
ロ . 11 ~ 12 月の会合	
(景気は緩やかに拡大している)	42
(消費者物価は足もと伸びが鈍化しているもののプラス基調が続く見通し)	42
(金融面は引き続き緩和的)	42
(金融市場調節方針を巡る議論)	43
ハ . 19 年 1 月会合	
(景気は緩やかに拡大している)	43
(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)	44
(金融面は引き続き緩和的)	44
(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)	44
(金融市場調節方針を巡る議論)	45
ニ . 2 月会合	
(景気は緩やかに拡大している)	46
(消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し)	46
(金融面は引き続き緩和的)	46

(金融市場調節方針の変更)	47
(金融市場調節面の措置)	47
(当面の金融政策運営の考え方)	48
ホ . 3月会合	
(景気は緩やかに拡大している)	48
(消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し)	48
(世界的な株価下落はリスクテイク姿勢の修正によるもの)	49
(現行の金融市場調節方針の維持と短期金融市場を巡る議論)	49
へ . 金融政策運営を巡る論点	
(フォワード・ルッキングな金融政策運営についての考え方)	50
(金融政策運営に関する情報発信のあり方)	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	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	76
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	85
4 . 金融政策決定会合議事要旨	92
参考計表・資料一覧	162

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 年度下期の国内景気は、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。また、雇用者所得が緩やかな増加を続け、そのもとで、個人消費は底堅く推移した。このように、内外需要の増加が続く中で、生産も増加基調をたどった。

2. 物価面では、国内企業物価の前年比は、需給環境の改善を反映して上昇を続けたが、国際商品市況の反落などが影響し、上昇幅は縮小した。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需要超過方向で推移する中、プラス基調で推移したが、年度末にかけては、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍となった。

(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、2月の金融政策決定会合までの間は0.25%前後で、同会合で金融市場調節方針が変更された後は、0.5%前後で推移した。また、ターム物金利は、2月下旬にかけて上昇した後、2月会合後は、総じて横ばい圏内で推移した。

長期金利は、10月下旬にかけて1.8%台前半まで上昇したあと、わが国の経済指標や株価、米国金利の動向などを眺めて振れを伴いつつも、1.5%台後半から1.7%台半ばの範囲内で推移した。

株価は、企業収益の改善期待などを背景に上昇基調をたどり、2月下旬には1万8千円台前半（日経平均株価）まで上昇した。2月末から3月初にかけては、世界的な株価下落の影響を受けて、1万6千円台後半（同）までいったん

下落したが、年度末には1万7千円台前半(同)まで回復した。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、内外金利差が意識される中で、総じて緩やかな円安傾向をたどり、1月後半には121円台まで下落した。その後、2月末から3月初にかけて、世界的に株価が下落する中、市場参加者のリスクテイク姿勢が修正されたことを背景に115円台まで上昇したあと、概ね115～118円台の範囲内で推移した。

4. 企業金融面では、民間銀行は全体として緩和的な貸出姿勢を続けた。また、民間企業の資金需要は、景気が緩やかに拡大している中で、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、引き続き増加した。こうしたもとで、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。

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、下期の会合を通じて、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、「緩やかに拡大している」との判断を示した。

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、10月から1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、0.25%前後で推移するよう促す」とする金融市場調節方針を決定した。

2月会合では、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いと判断した。また、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、原油価格の動向などによっては目先ゼロ%近傍で推移する可能性があるが、より長い目で消費者物価の動きを見通すと、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており、今後も景気拡大が続くと考えられることから、基調として上昇していくと判断した。その上で、経済・

物価が今後とも望ましい経路をたどっていくためには、金利水準の調整を行うことが適当と判断し、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、0.5%前後で推移するよう促す」とすることを決定した。

その後、3月の会合においては、2月会合で決定した金融市場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. 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、112.7兆円（前年比 - 22.2%）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)

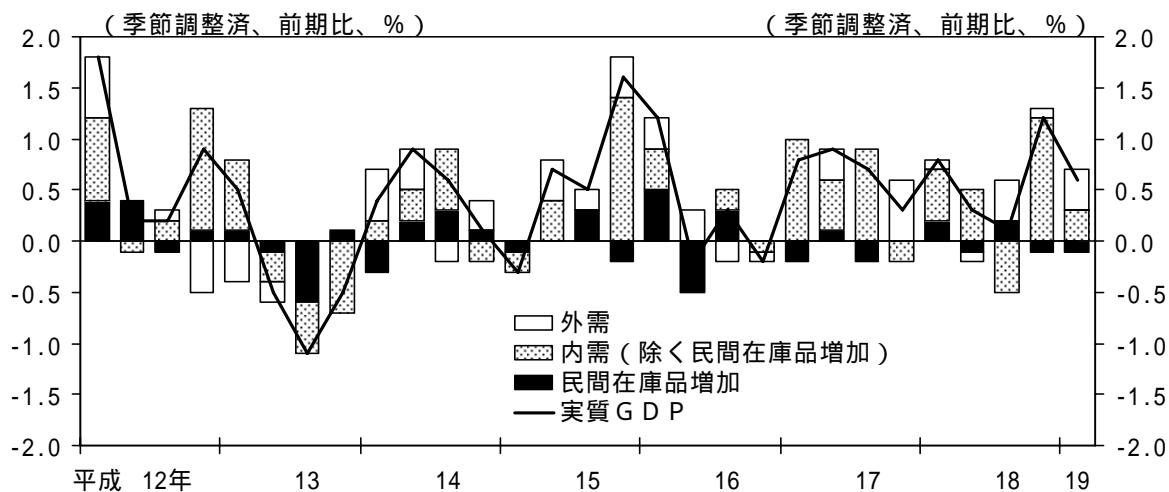
平成 18 年度下期の国内景気は、緩やかに拡大した。

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。また、雇用者所得が緩やかな増加を続け、そのもとで、個人消費は底堅く推移した。このように、内外需要の増加が続く中で、生産も増加基調をたどった。

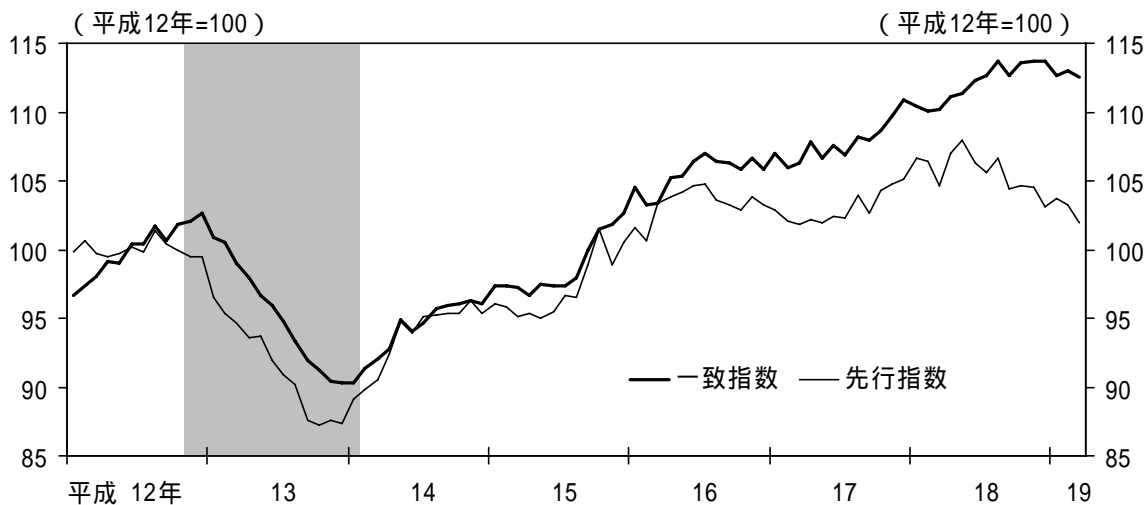
以上の景気情勢を実質 GDP でみると(図表 1 (1))、10 ~ 12 月に高めの伸びとなったあと、1 ~ 3 月も増加し、17 年 1 ~ 3 月以降 9 四半期連続の増加となった。また、景気動向指数も(図表 1 (2)) 上昇傾向をたどった。

(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、国内景気の拡大を背景に、緩やかながら増加基調を維持した。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、景気減速の影響を受けて、横ばい圏内の動きとなった。一方、EU向けは、堅調な増加を続けた。また、東アジア向けについては、中国向けを中心に情報関連が高めの伸びとなったほか、資本財・部品なども増加傾向をたどり、全体としてしっかりと増加を続けた。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、増加基調を続けた。自動車関連は、米国向けは減速したものの、その他地域向けがしっかりと伸びを続けたことなどから、全体では堅調な増加を続けた。消費財も、振れを伴いつつ、デジタル家電を中心に増加基調を維持した。この間、18年度上期にやや伸びを鈍化させた情報関連は、世界的な情報関連需要が堅調に推移するもとの中

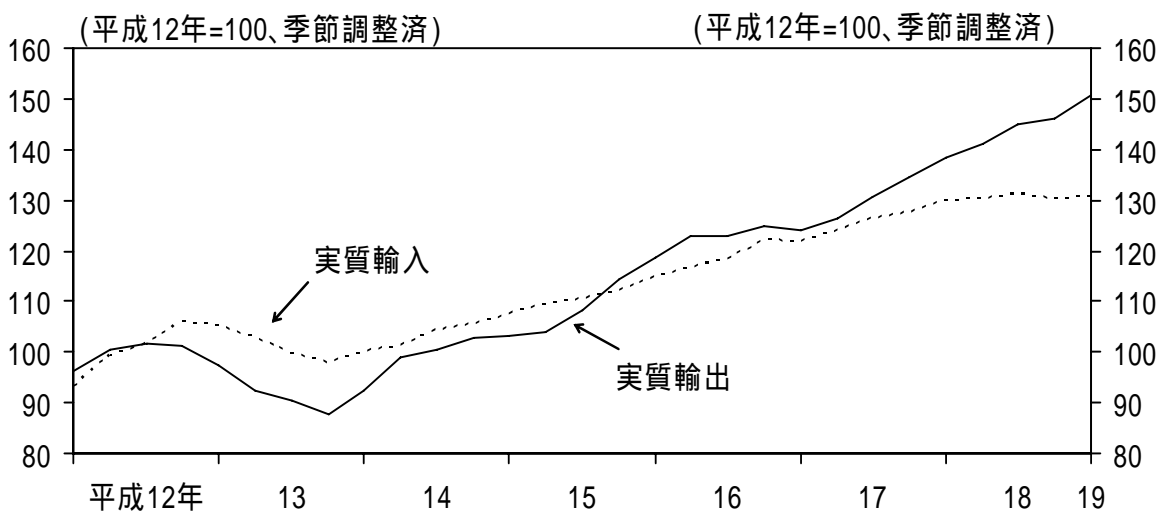
¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

国向け中心に高めの伸びとなった。

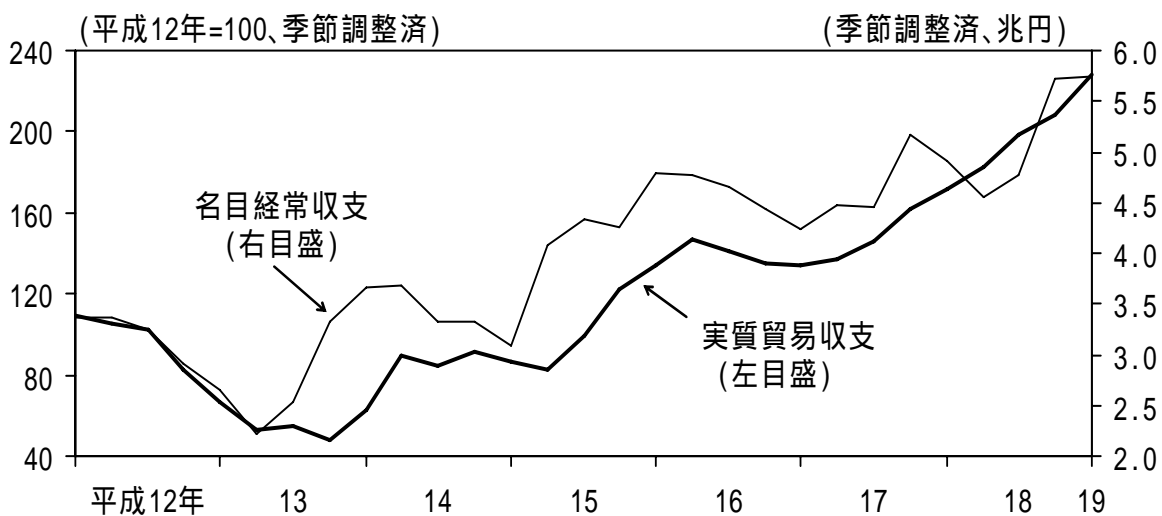
実質輸入を財別にみると、資本財・部品は、国内需要の増加を背景に、堅調な増加を続けた。また、消費財も、振れを伴いつつ、緩やかな増加基調をたどった。一方、情報関連は、国内の出荷・在庫バランスの悪化などを背景に、やや伸び悩んだ。この間、素原料や中間財は、既往の輸入価格上昇を受けた企業による輸入原材料節減の影響などから、弱めの動きを続けた。

(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18年 第1四半期	2	3	4	平成19年 1
米国	<22.5>	3.7	1.6	2.1	-0.7	-0.9
EU	<14.5>	1.6	4.7	2.1	0.9	3.7
東アジア	<45.7>	2.1	0.6	2.7	2.3	4.3
中国	<14.3>	3.1	3.0	5.1	6.6	5.5
NIEs	<23.2>	2.1	0.0	0.5	0.2	3.9
ASEAN4	<8.1>	0.4	-1.6	4.9	0.9	3.6
その他	<17.3>	5.8	2.6	4.2	2.4	4.4
実質輸出計		2.9	1.7	2.8	1.0	3.0

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

		平成18年 第1四半期	2	3	4	平成19年 1
中間財	<17.9>	3.1	-1.1	0.4	0.5	1.9
自動車関連	<23.4>	4.3	2.8	1.3	4.0	2.7
消費財	<5.0>	-0.0	4.7	0.4	0.4	-3.0
情報関連	<11.5>	0.1	0.8	2.5	5.1	5.5
資本財・部品	<29.4>	3.1	2.3	4.0	-1.1	3.0
実質輸出計		2.9	1.7	2.8	1.0	3.0

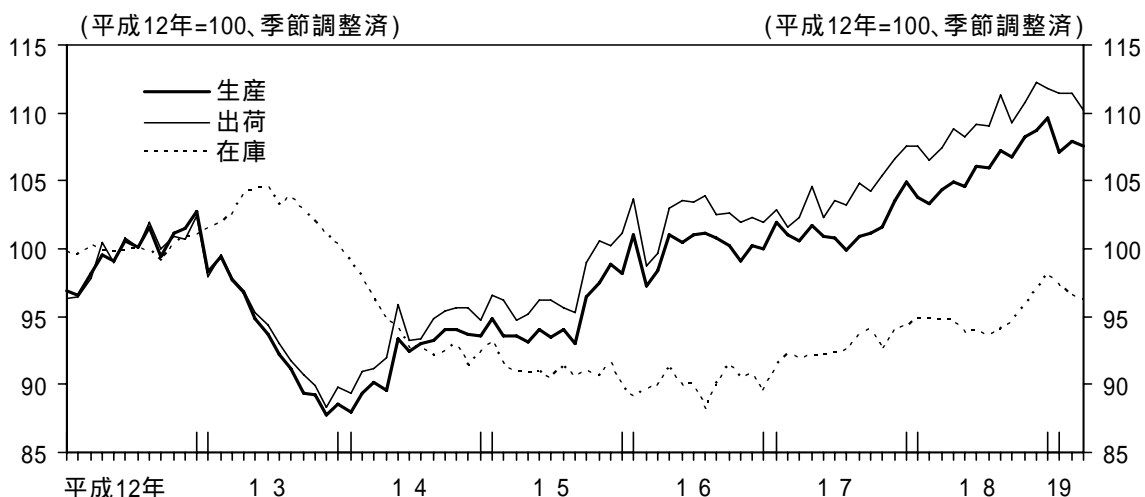
(注) < >内は、18年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

(生産は増加基調)

鋳工業生産は(図表 4) 内外需要の増加が続くもとで、増加基調をたどった。業種別にみると、一般機械は、輸出や設備投資の好調を背景に、増加基調で推移した。輸送用機械は、10~12月に大きく上昇したあと、1~3月は減産となったが、こうした振れを均してみれば、輸出向けの好調を背景に増加を続けた。一方、電子部品・デバイスについては、新製品向けの作り込みなどから10~12月に増加

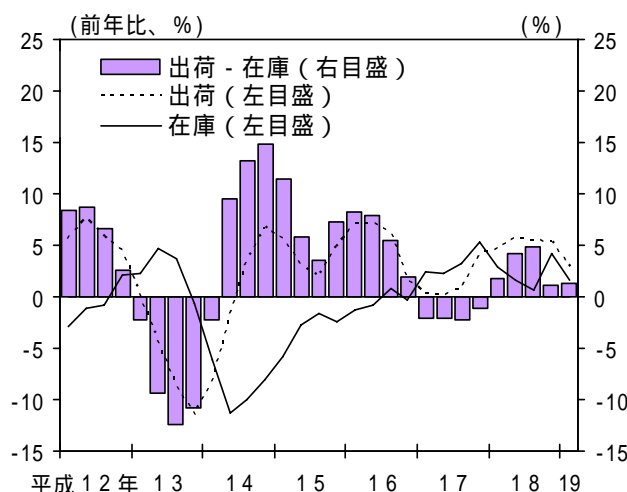
したあと、在庫が高水準となったこともあって、1～3月は小幅の減少となった。この間、出荷は、全体として増加傾向をたどった。在庫については（図表5）電子部品・デバイスで出荷対比高めの水準となったが、全体としては、概ね出荷の伸びと見合って推移した。

（図表4）鋳工業生産・出荷・在庫

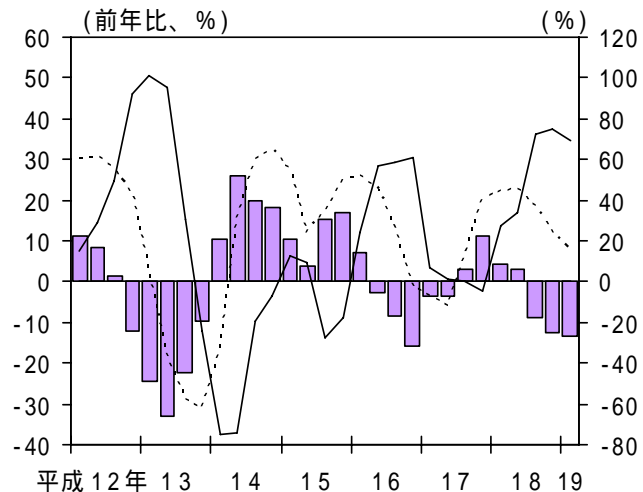


（図表5）出荷・在庫バランス

（1）鋳工業全体



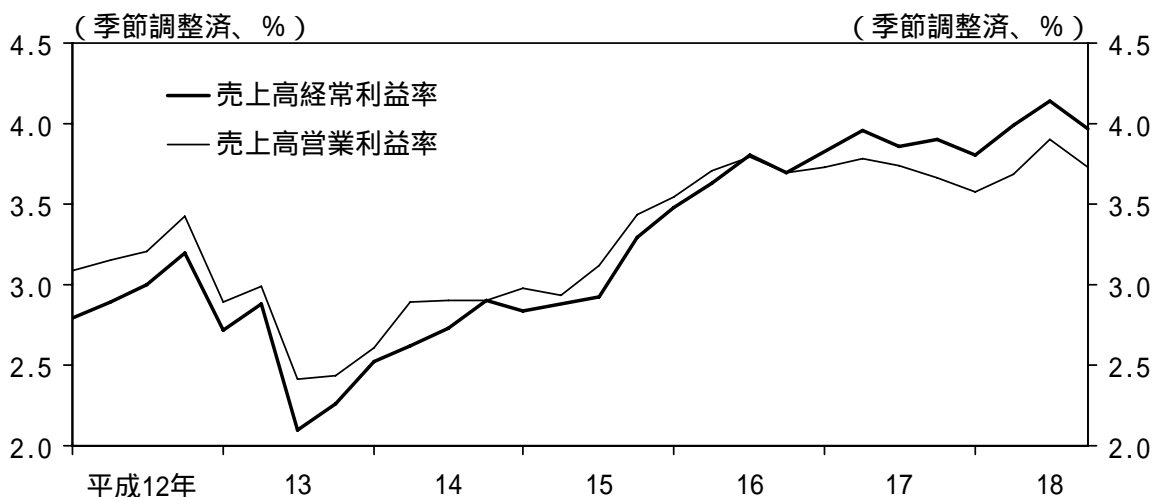
（2）電子部品・デバイス



(設備投資は引き続き増加)

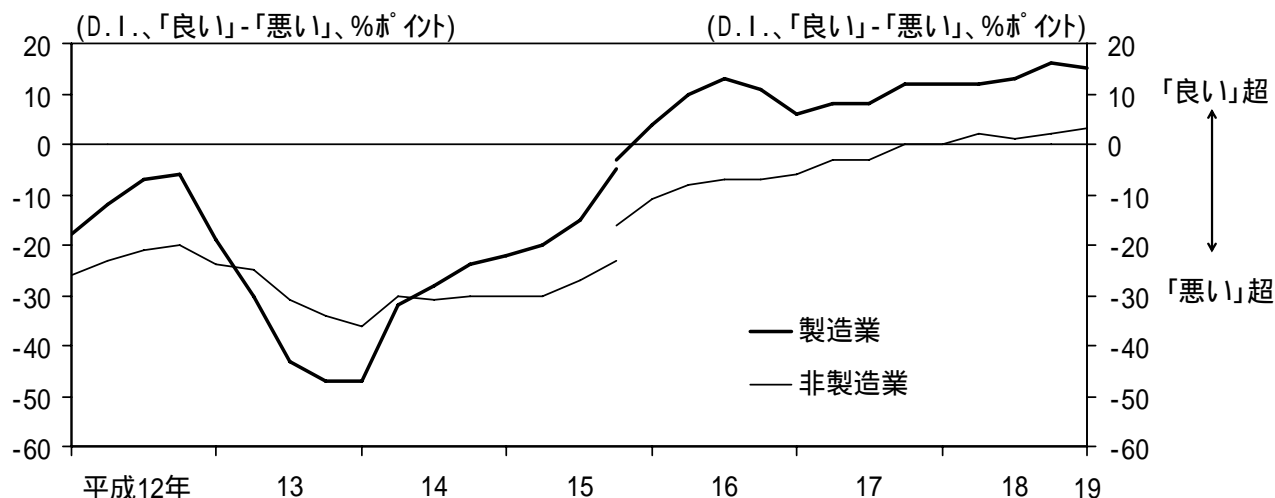
企業収益は、引き続き高水準で推移した。利益率の動きをみると(図表6) 売上高が好調を維持する中、原材料高が引き続き収益の下押し要因となったものの、製品・サービスの高付加価値化や原材料投入の効率化といった様々な経営努力や海外からの収益還流もあって、売上高経常利益率はバブル期を上回る既往ピーク圏内の高水準で推移した。企業の業況感も(図表7) 内外需要が堅調に推移するもとの、総じて良好な状況を維持した。

(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、4四半期連続で増加したあと、1～3月は小幅の減少となった（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））、機械受注や建築着工床面積は、高水準横ばい圏内の動きとなった。

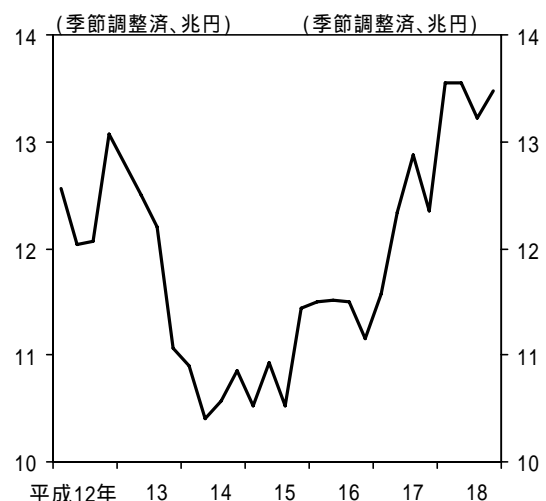
この間、公共投資は（図表9（1））、18年度上期に大きく減少したあと、下期は幾分増加したが、基調としては、公共事業関係予算の削減を受けて、減少を続けた。一方、住宅投資については（図表9（2））、良好な金融環境や地価の底値感などから、振れを伴いつつ緩やかに増加した。

（図表8）設備投資

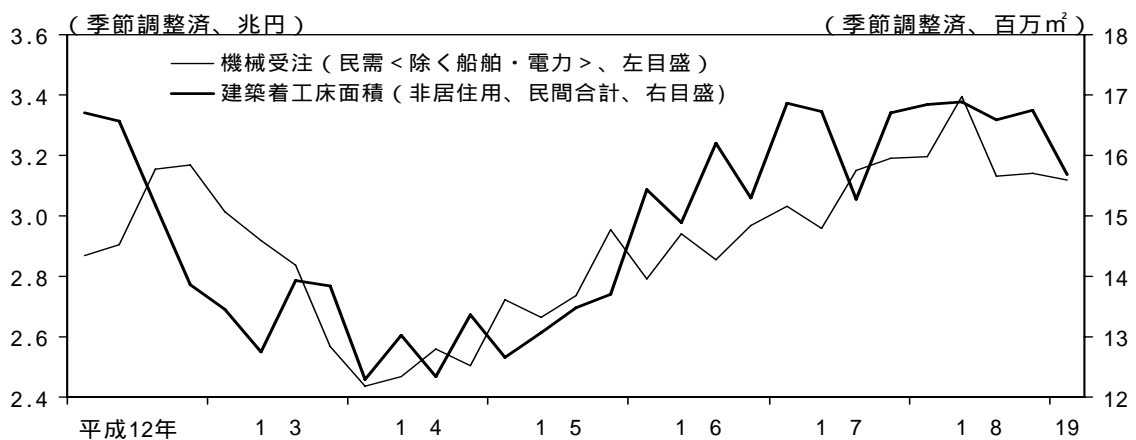
（1）設備投資（実質、GDPベース）



（2）設備投資（名目、法人季報ベース）



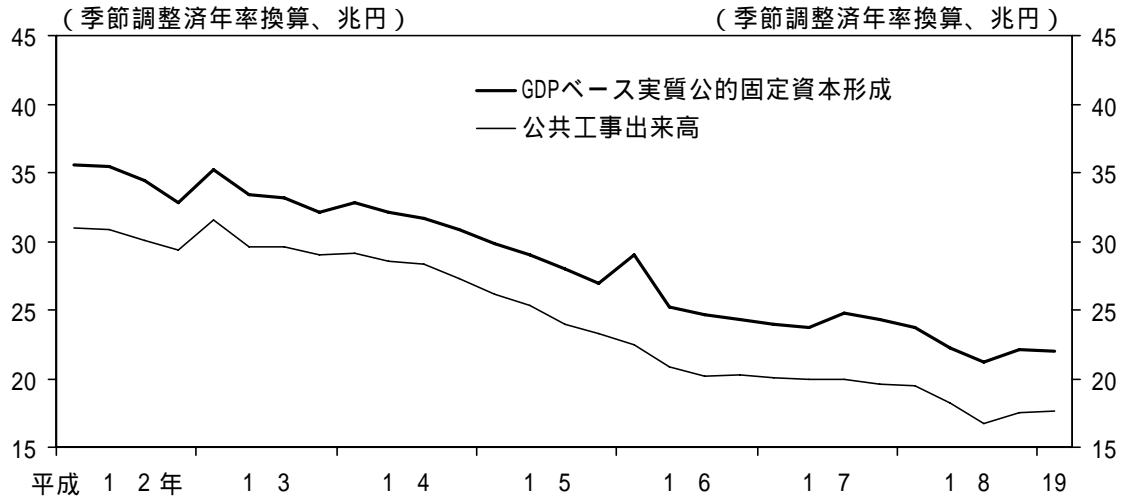
（3）設備投資の先行指標（機械受注、建築着工床面積）



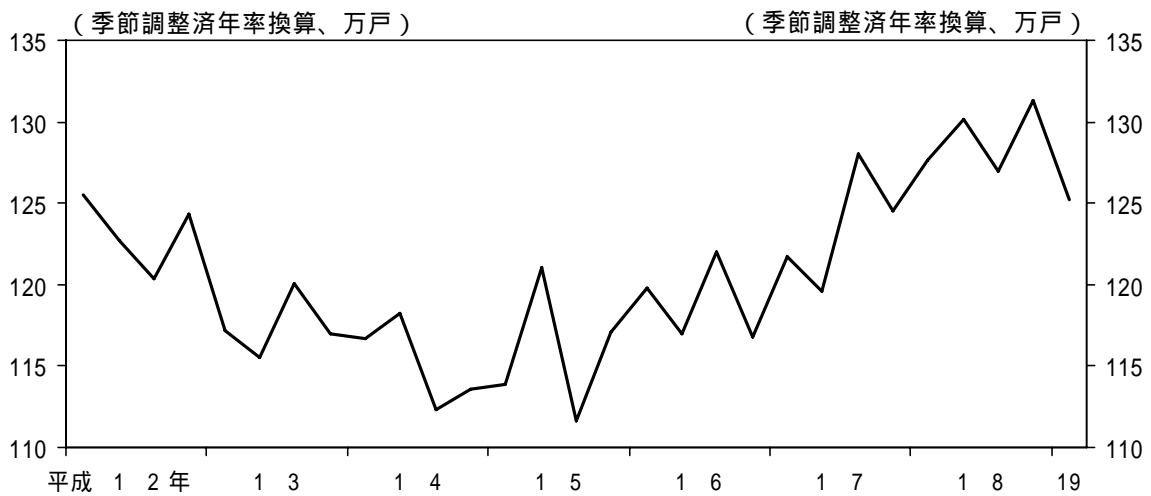
（注）法人企業統計季報のデータは断層修正済み（4～6月調査時に行われるサンプル企業の変更および每期発生する回答企業の変化に対応するため、資本ストック等の変動に比例させて設備投資額を修正するもの）。

(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



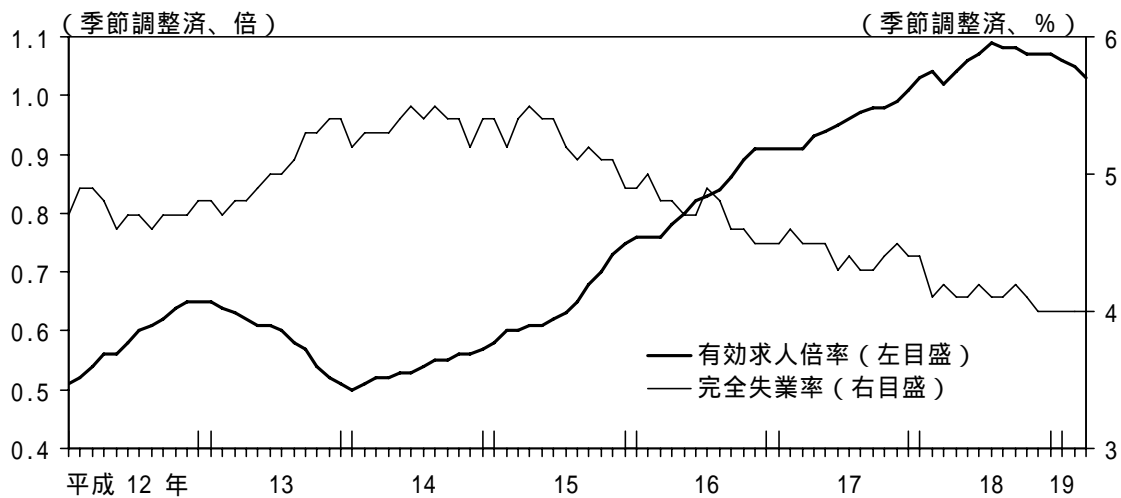
(雇用者所得は緩やかに増加)

労働需給面の動きをみると、有効求人倍率は1倍を超える高水準で推移し、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たことなどから、前年比でみた伸び率が高まった(図表 10(2))。賃金面では、企業の根強い人件費抑制スタンスなどを受けて、所定内給与はやや弱めの動きと

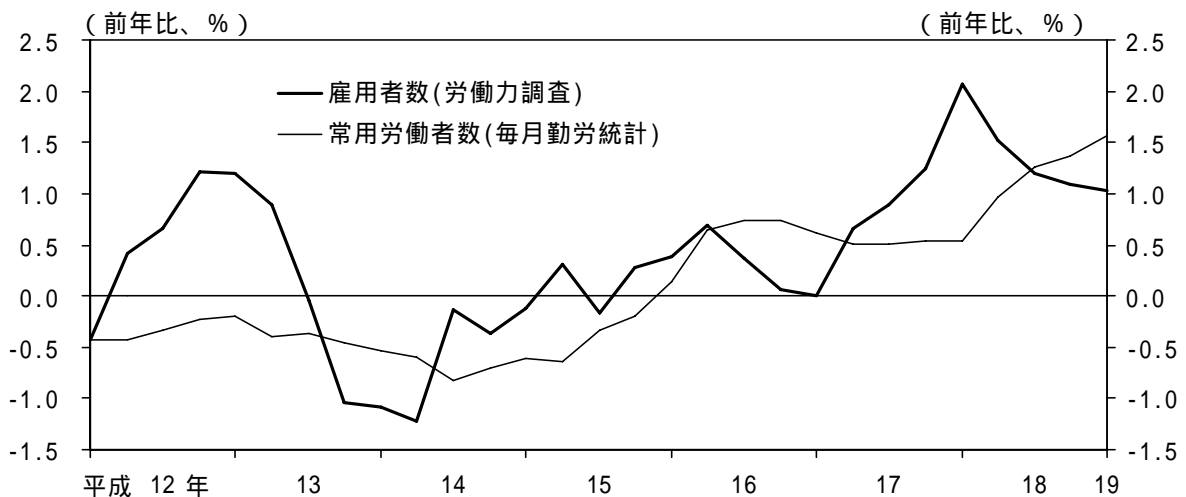
なった。一方、所定外給与は、経済活動の拡大を反映し、緩やかな増加傾向を続けた。この間、冬季賞与は、製造業が堅調な伸びを維持した一方で、非製造業の一部業種で弱めの動きがみられたことが影響し、全体では前年並みの水準にとどまった。これらの結果、雇用者所得は（図表 11）、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けた。

（図表 10）労働需給

（ 1 ）有効求人倍率と完全失業率

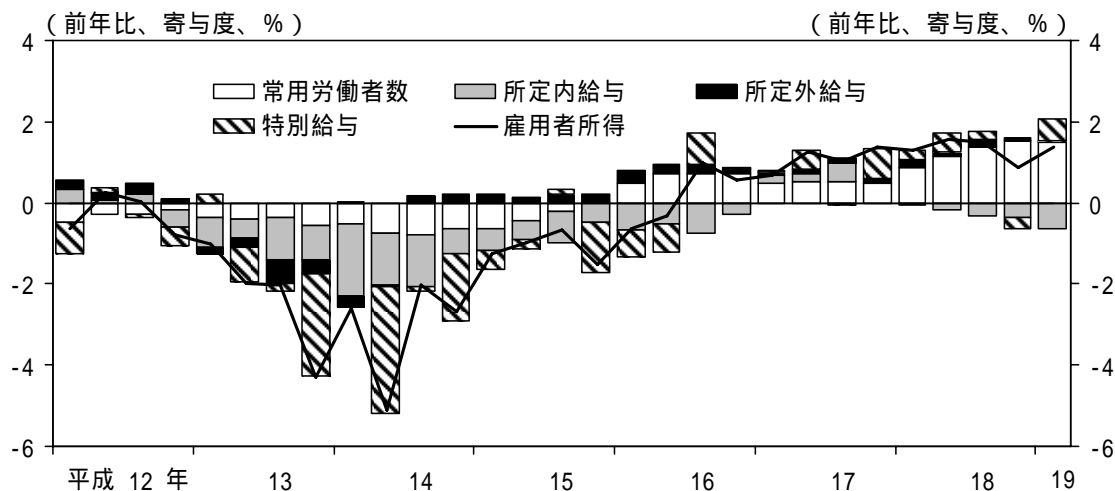


（ 2 ）常用労働者数



（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。

(個人消費は底堅く推移)

以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は、底堅く推移した。GDPベースの実質個人消費は、昨年7～9月に大きめの減少となったあと、10～12月、1～3月は高めの伸びとなった(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」を店舗調整後でみると(図表12(2))²、7～9月にかけて夏場の天候不順の影響などから減少したあと、家電販売やサービス関連消費が堅調に推移する中で、10～12月は横ばいとなり、1～3月は増加した。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、デジタル家電や携帯電話などを中心に緩やかな増加基調で推移した。

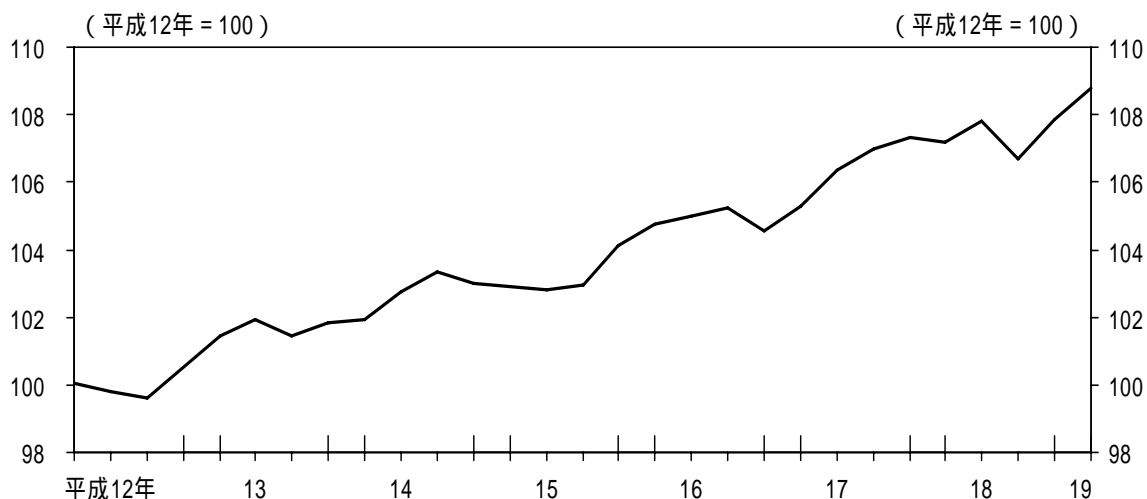
² 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したものである。なお、「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である(店舗調整前の指数にはコンビニエンスストア売上高を含めている)。「店舗調整後」は、店舗増減の影響を排除したものであり、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで売上高の変動を捉える指数である。

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、算出されたものである。

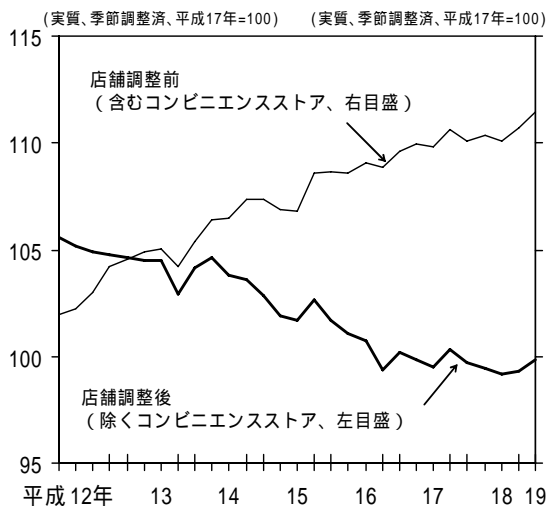
消費者コンフィデンスを表す指標は(図表 13) 指標によってばらつきはみられたが、総じて良好な水準を維持した。

(図表 12) 個人消費

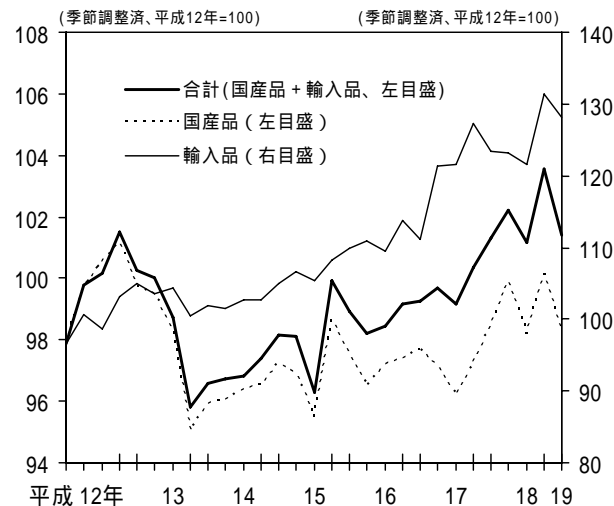
(1) 個人消費 (実質、GDPベース)



(2) 販売統計合成指数

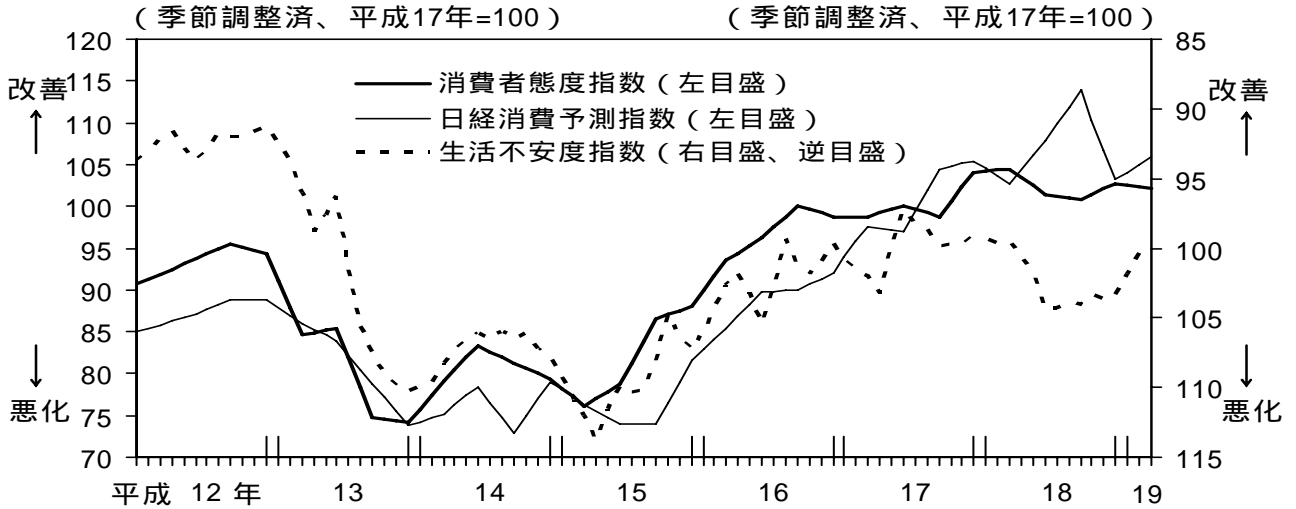


(3) 消費財総供給



(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



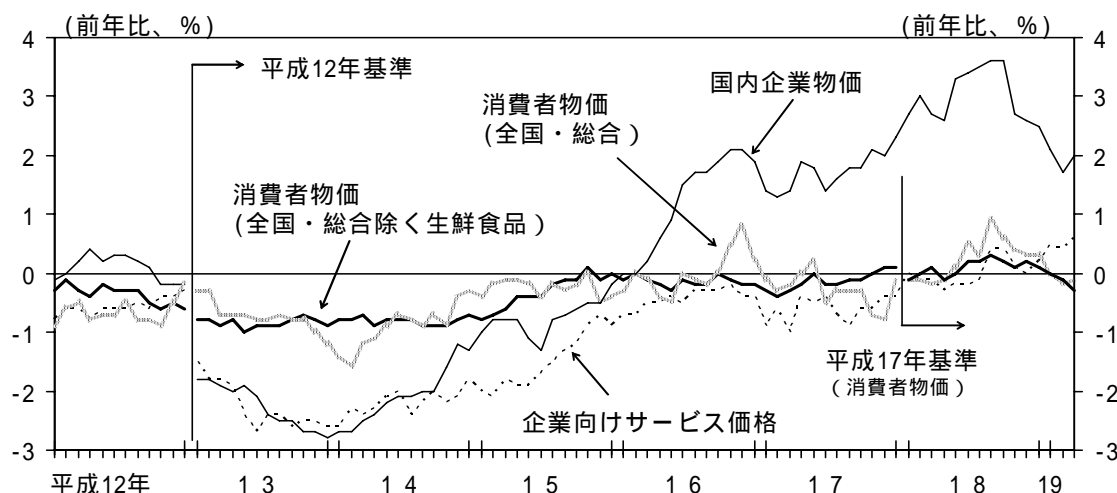
(注) 消費者態度指数(調査対象全国5,040世帯)、日経消費予測指数(同首都圏600人<16年9月までは1,500人、16年12月は880人>)、生活不安度指数(同全国2,400人)は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(2) 物価

物価の動向をみると(図表14)、国内企業物価の前年比は、需給環境の改善を反映して上昇を続けたが、国際商品市況の反落などが影響し、上昇幅は縮小した。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需要超過方向で推移する中、プラス基調で推移したが、年度末にかけては、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍となった。

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。

(図表 14) 物価

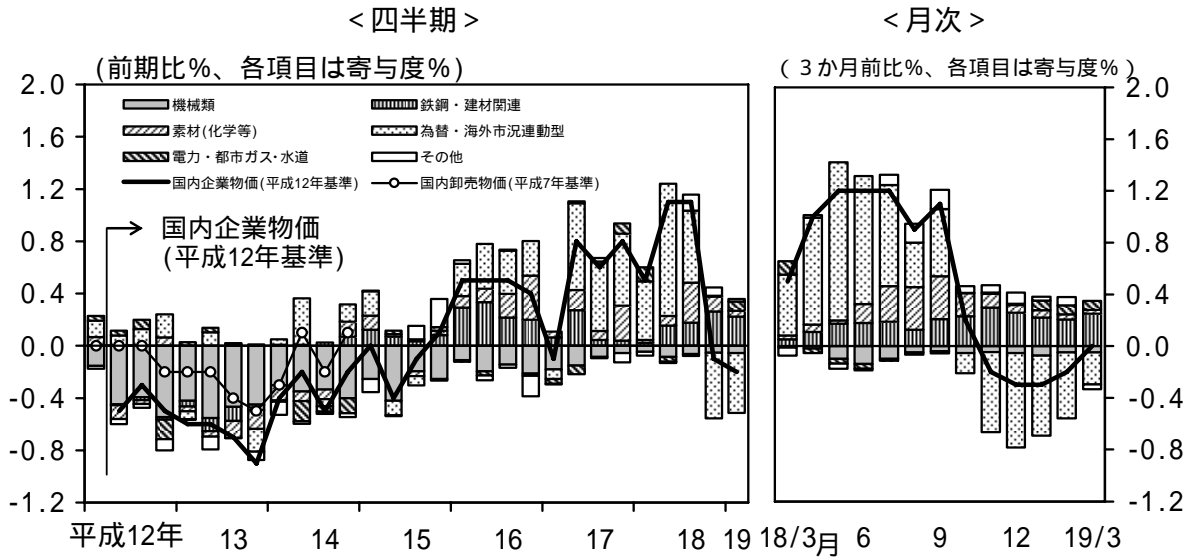


国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表 15) 石油・石炭製品や非鉄金属は、国際商品市況の反落から下落し、化学関連も、原油価格反落の影響などを背景に、伸び率を鈍化させた。一方、鉄鋼については、原材料高や需給環境の改善などを背景に、緩やかな上昇を続けた。この間、機械類の価格については、技術進歩に伴う下方圧力を反映し、小幅のマイナスで推移した。

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で推移する中(図表 17) プラス基調で推移したが、年度末にかけては、原油価格反落を反映したガソリンや灯油の価格下落などから、ゼロ%近傍となった。

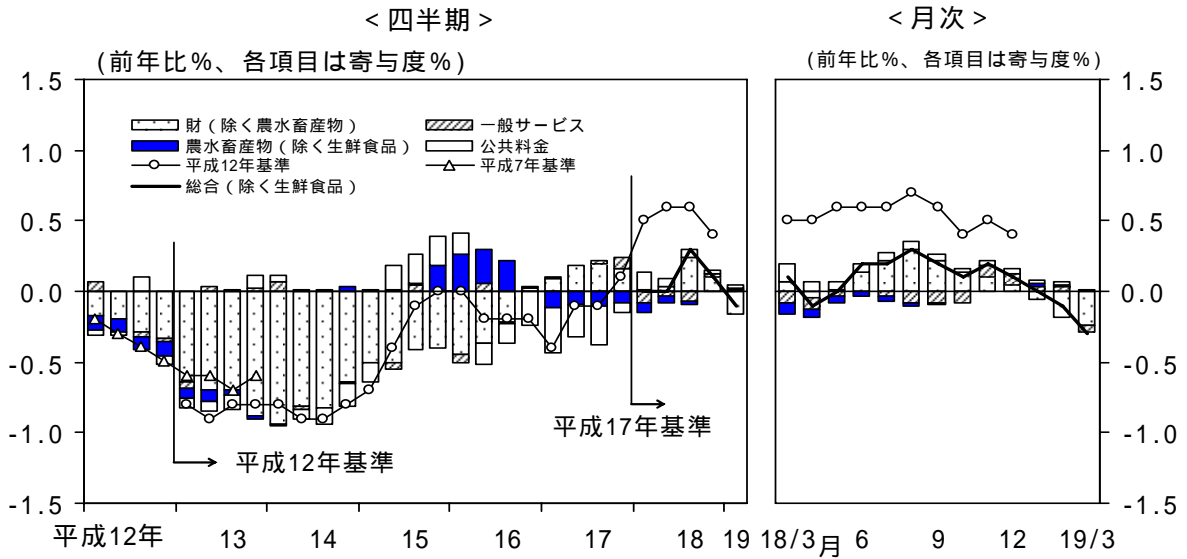
地価の動きをみると(図表 18) 三大都市圏の商業地が上昇テンポを速めたことに加え、地方圏でも下落幅の縮小が続いたことから、全国平均では、商業地、住宅地とも、平成3年以来の上昇に転じた。

(図表 15) 国内企業物価



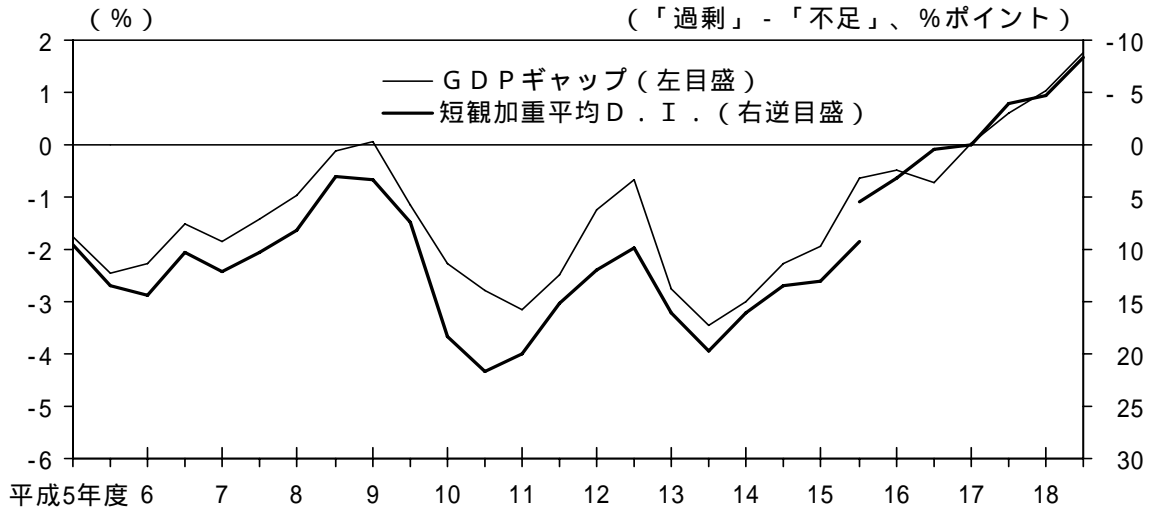
(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(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。

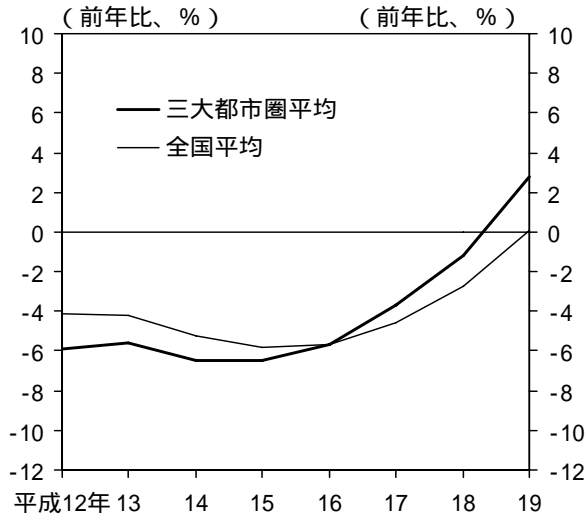
(図表 17) 生産要素の稼働状況



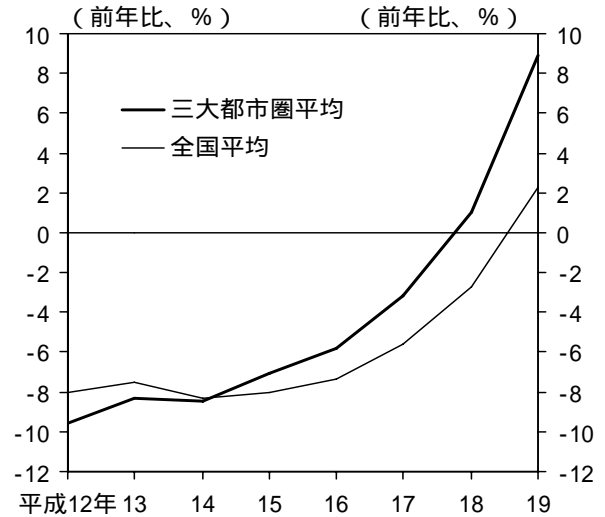
(注) GDPギャップは、日本銀行調査統計局による試算。GDPギャップの推計には様々な推計誤差が含まれるため、十分な幅を持って評価する必要がある。短観加重平均D・I・は、短観の生産・営業用設備判断D・I・と雇用人員判断D・I・を資本・労働分配率で加重平均したものの。なお、18年度下期のGDPギャップは、18年第4四半期までのデータにより算出している。

(図表 18) 地価公示

(1) 住宅地



(2) 商業地



(注) 地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外金融経済

(概況)

18年度下期の海外経済は、米国の成長テンポが鈍化したものの、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、住宅市場の調整などを背景に増勢は鈍化した。東アジアでは、中国が高成長を続けたほか、NIEs・ASEAN4でも、総じて緩やかな景気拡大が続いた。また、欧州では、ユーロエリアにおいて、しっかりとした景気回復が続いたほか、英国経済も安定的な成長を続けた。

(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、%)

		17年	18年	17年 第4四半期	18年 1	2	3	4	19年 1
米 国		3.2	3.3	1.8	5.6	2.6	2.0	2.5	1.3
欧 州	ユーロエリア	1.5	2.8	1.5	3.4	4.0	2.4	3.6	2.3
	ドイツ	1.1	3.0	1.1	3.4	5.0	3.3	4.0	2.1
	英 国	1.9	2.8	2.5	3.3	3.1	2.7	2.7	2.6
東 ア ジ ア	中 国	10.4	10.7	9.9	10.3	11.5	10.6	10.4	11.1
	NIEsおよび ASEAN4	4.9	5.3	5.6	5.9	5.2	5.4	4.9	

(注) NIEsおよびASEAN4⁵は、IMF公表のGDPウェイト(18年、購買力平価基準)を用いて算出。

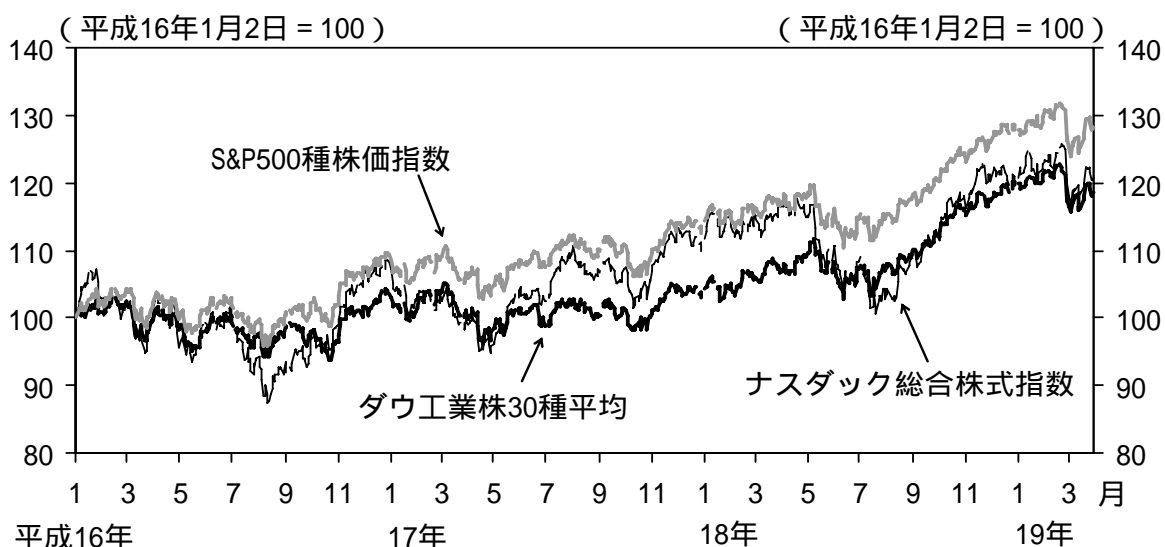
海外金融市場の動向をみると(図表20)、米国と欧州の株価は、堅調な企業決算や米国経済のソフト・ランディング期待を背景に上昇傾向をたどった。2月末から3月初にかけては、市場参加者の間で米国経済の下振れリスクを再認識する動きが広がり、株価は大幅に下落したが、その後は幾分水準を戻した。米国の長期金利は、先行きの金融政策に関する市場の思惑などから上下に振れる展開となっ

⁵ 図表3の注を参照。

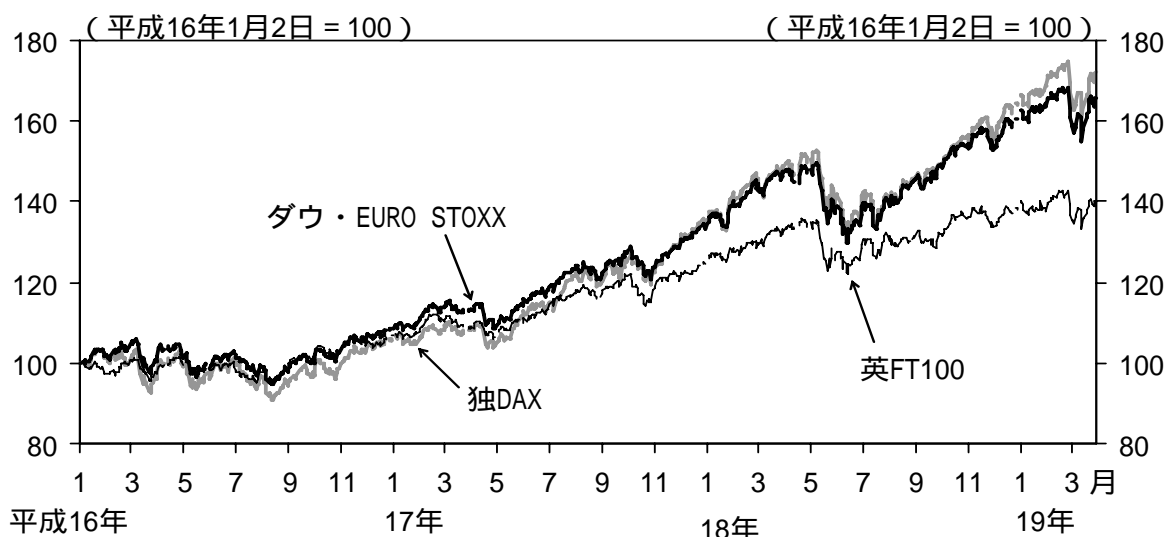
た。ユーロエリアおよび英国の長期金利は、基本的には米国金利につれて推移したが、政策金利の引き上げが続いたこともあって幾分水準を上げた。エマージング諸国・地域の金融市場では、多くの国・地域で株価は上昇傾向を続け、対米国債スプレッド⁶も縮小したが、2月末から3月初にかけては、欧米市場の動きが波及するかたちで調整の動きがみられた。

(図表 20) 欧米の株価と長期金利

(1) 米国の株価

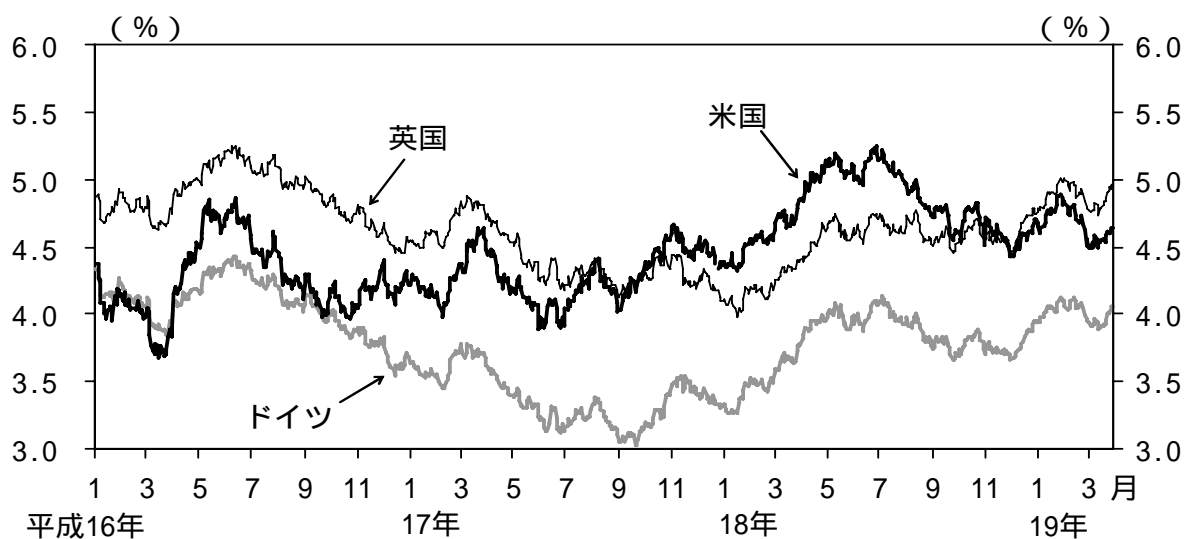


(2) 欧州の株価



⁶ 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。

(3) 欧米の長期金利(国債10年物)



(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。住宅投資は引き続き減少した。個人消費は、比較的堅調な動きを続けたが、基調としては緩やかな減速過程をたどった。設備投資は減速しつつも増加を続けた。この間、企業の生産活動や雇用者数の増勢も、緩やかに鈍化した。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、エネルギー価格の下落を反映して、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、幾分低下した。一方、食料・エネルギーを除くコア・ベースの消費者物価は、景気拡大に伴う需給引き締めなどを背景に、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、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、5.25%で据え置いた。

株価をみると(図表20(1))、2月末までは、市場予想比堅調な企業決算や、景気のソフト・ランディング期待の高まりを受けて上昇を続けた。その後、サブ・プライム住宅ローン問題などを材料に、米国経済の下振れリスクが市場参加者の間で再認識される動きが広がり、いったん大きく下落したが、3月末にかけては水準を幾分戻した。

長期金利（国債10年物利回り）の動きをみると（図表20(3)）、政策金利引き下げ期待の高まりから、12月初にかけて4.4%台前半まで低下した。その後、強めの経済指標を受けていったん4.8%台後半まで上昇したが、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどをを受けて、3月末にかけては4.6%台半ばまで低下した。

（ユーロエリアではしっかりとした景気回復が続いた）

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、内外需のバランスのとれた、しっかりとした景気回復が続いた。すなわち、輸出と生産が増加する中で、設備投資も増加した。また、企業収益の好調を反映して雇用環境が改善する中、個人消費も回復を続けた。この間、総合ベースの消費者物価の前年比は、2%近傍で安定的に推移したほか、コア・ベースの消費者物価も、19年1月に実施されたドイツの付加価値税率引き上げの影響で幾分上昇したものの、総じて落ち着いて推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、10月、12月、3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、3.75%とした。

英国では、住宅価格の前年比が高い伸びを続ける中で、個人消費が引き続き増加し、安定的な成長を続けた。この間、消費者物価は、2%台後半の高めの伸びとなった。

金融政策面では、イングランド銀行は、11月、1月に政策金利を0.25%ずつ引き上げ、5.25%とした。

この間、ユーロエリアおよび英国の株価は（図表20(2)）、自国通貨高が嫌気されて下落する局面もみられたが、概ね良好な企業決算や業界再編期待などを背景に、上昇基調をたどった。2月末から3月初にかけては、米国株につれて下落したが、3月末にかけて水準を幾分戻した。

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(3)）、それぞれ欧州中央銀行、イングランド銀行の利上げ観測や強めの経済指標を受けて上昇する局面もみられたが、基本的には米国金利につれて推移した。

2月末から3月初にかけては、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどから幾分低下したが、市場参加者の間に利上げ継続予想が根強いこともあり、米国に比べ低下幅は小幅なものとなった。

(東アジア経済は景気拡大を持続)

NIEs・ASEAN4では、輸出に増勢一服感がみられたものの、内需の堅調持続を背景に、総じてみれば緩やかな景気拡大が続いた。すなわち、輸出は、情報関連の生産調整が一部でみられたことなどを受けて、増勢に一服感がみられた。一方、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緩和的であることなどを背景に、個人消費は総じて底堅く推移した。この間、物価面をみると、消費者物価の前年比上昇率は、食料品やエネルギーによる振れを均してみれば、概ね横ばい圏内の動きとなった。

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、やや減速したものの、高い伸びを続けた。個人消費や輸出、生産も増勢を持続した。物価面では、食料品価格が大幅に上昇する局面もみられたが、それを除けば、消費者物価の前年比は、総じて低位で安定して推移した。

金融政策面では、NIEs・ASEAN4で、それぞれの国・地域の経済・金融状況により対応が区々となった。すなわち、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、2.875%とした。一方、タイ銀行は内需の減速等を受けて、二度に亘って政策金利を計0.5%引き下げて4.5%に、インドネシア銀行はインフレ率の落ち着きを受けて、六度に亘って政策金利を計2.25%引き下げて9.0%とした。この間、中国人民銀行は、国際収支の不均衡を背景とする過剰流動性への懸念などから、11月、1月、2月の三度に亘って預金準備率を引き上げたほか、3月には、民間金融機関の預金および貸出に適用される基準金利の引き上げを実施した。

東アジア地域の金融市場をみると、株価は上昇傾向を続け、対米国債スプレッドが縮小した。2月末から3月初にかけては、欧米市場の動きが波及するかたちで、多くの国・地域で調整局面を迎えた。タイでは、投機資金流入に伴う急激な通貨高が進行する中、12月に為替取引規制が導入されたことから、株価が急落した。

その後、段階的に緩和措置が採られたものの、株価は規制導入前の水準を下回って推移した。中国では、高値警戒感が強まる中、政府が株式市場の過熱抑制に動くとの思惑から2月末に株価が大幅下落したが、3月末にかけて、ほぼ下落前の水準まで回復した。

(その他のエマージング金融市場でも株安の動き)

その他のエマージング金融市場でも、株価上昇と対米国債スプレッドの縮小が続いたあと、欧米市場の動きが波及するかたちで調整局面を迎えたが、その後は、3月末にかけて、幾分水準を戻した。

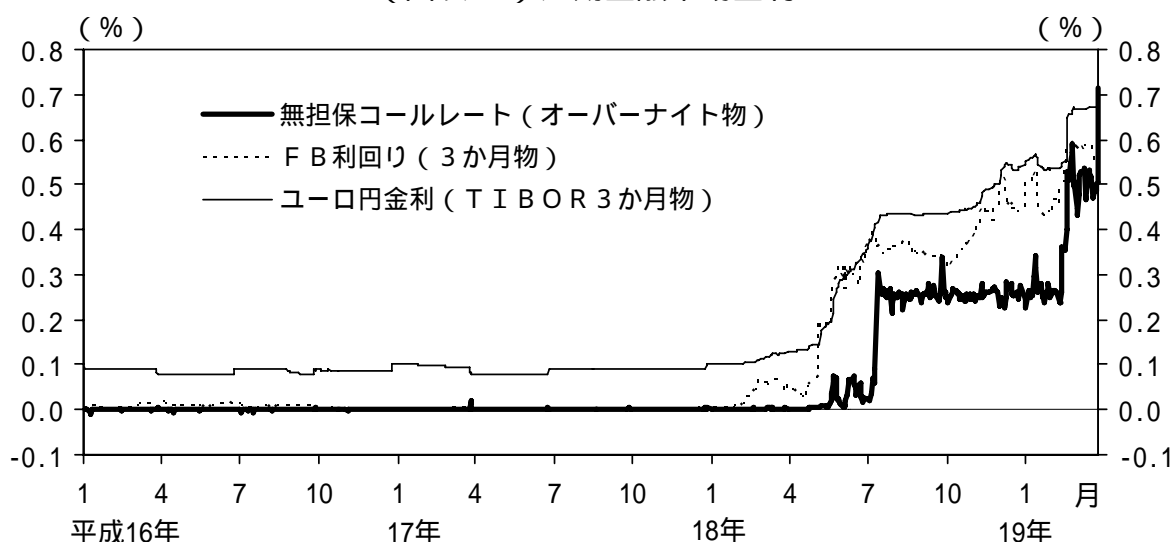
2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場

平成18年度下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)⁷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、2月の金融政策決定会合(以下「会合」という)までの間は0.25%前後で、また、2月の会合で調節方針が変更された後は、0.5%前後で推移した。

ターム物金利⁸は、2月下旬にかけて、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。2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

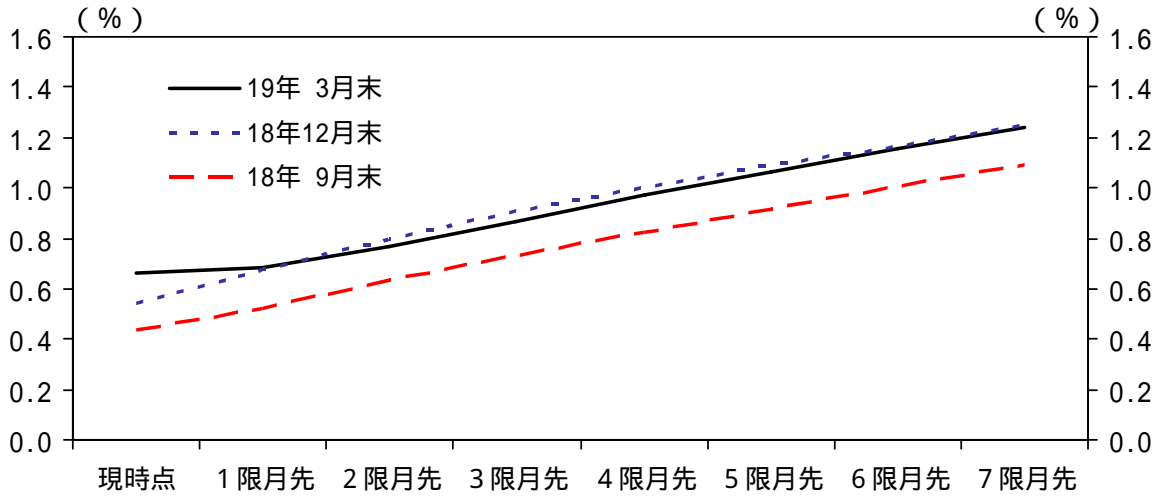


短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表22)、ユーロ円金利先物レートは、政策金利の引き上げ見通しが強まり、1月の会合前までは上昇傾向をたどった。その後は、総じて横ばい圏内で推移した。

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。ここでは、3か月物金利を中心に説明する。

(図表 22) ユーロ円金利先物レート

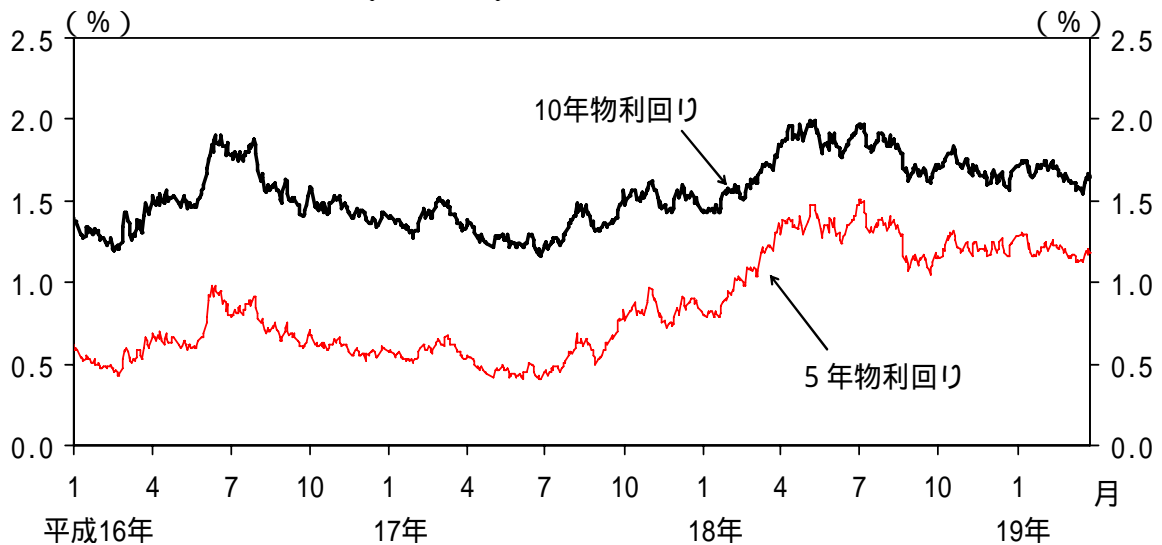


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (TIBOR 3 か月物) である。グラフでは、例えば、19年 3月末時点 (実線) における 1限月先 (19年 6月 中央) のユーロ円金利の市場予想値が 0.685%、2限月先 (19年 9月 中央) が 0.770%、3限月先 (19年 12月 中央) が 0.870% であったことを表している。

(2) 債券市場

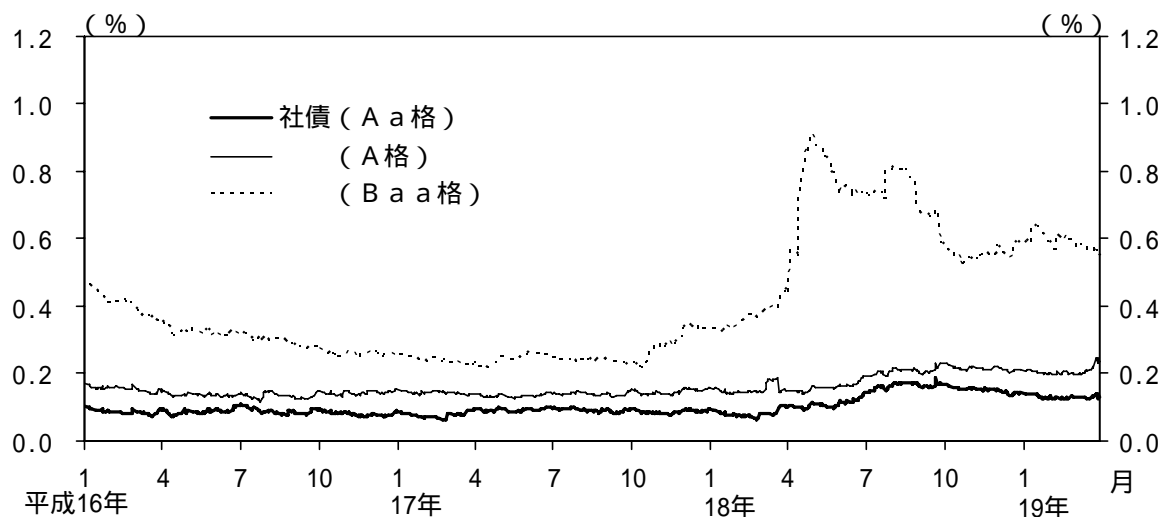
18年度下期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年債)の流通利回りは(図表 23) 景況感の改善を背景に、10月下旬にかけて 1.8% 台前半まで上昇した。その後は、わが国の経済指標や株価、米国金利の動向などを眺めて振れを伴いつつも、1.5% 台後半から 1.7% 台半ばの範囲内で推移した。

(図表 23) 長期国債流通利回り



この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表 24） 18年度下期を通じて、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

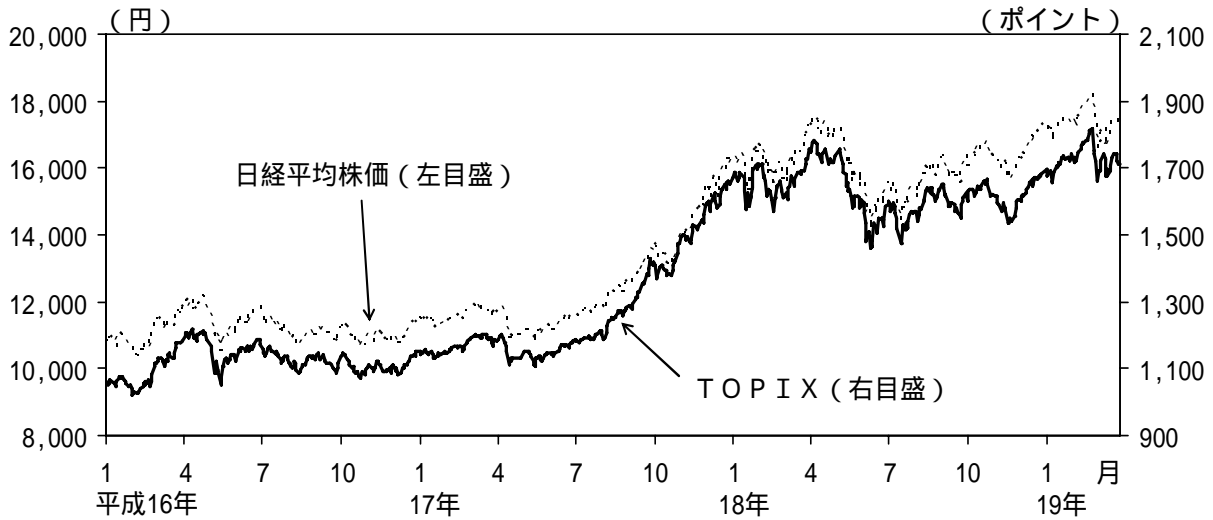


（注）社債、国債とも残存年数 5 年。ただし、社債は残存年数 4 年以上 6 年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けはムーディーズによる。

（ 3 ） 株式市場

18 年度下期の株式市場の動向をみると（図表 25） 株価は、企業収益の改善期待に加え、米欧株価の上昇や為替レートの円安傾向などを背景に上昇基調をたどり、2月下旬には1万8千円台前半（日経平均株価）まで上昇した。2月末から3月初にかけては、世界的な株価下落の影響を受けて、1万6千円台後半（同）までいったん下落したが、その後は企業収益の改善期待が維持される中で幾分回復し、年度末には1万7千円台前半（同）となった。

(図表 25) 株価



(4) 外国為替市場

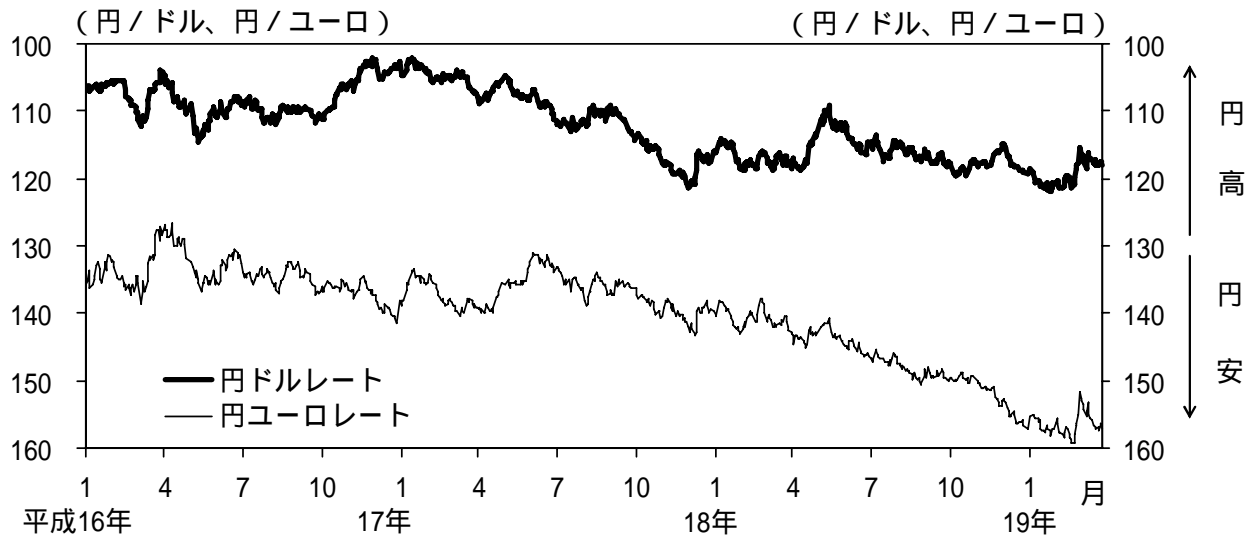
18年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表 26)、円の対米ドル相場は、12月上旬にかけて114円台までいったん上昇する局面もみられたものの、内外金利差が意識される中で、総じて緩やかな円安傾向をたどり、1月後半には121円台まで下落した。その後、2月末から3月初にかけて、世界的に株価が下落する中、市場参加者のリスクテイク姿勢が修正されたことを背景に、115円台まで上昇したあと、概ね115～118円台の範囲内で推移した。

この間、円の対ユーロ相場は、円安傾向をたどり、2月下旬にかけて既往ボトムとなる159円台まで下落した。その後、3月初に151円台までいったん上昇したあと、概ね153～157円台の範囲内で推移した。

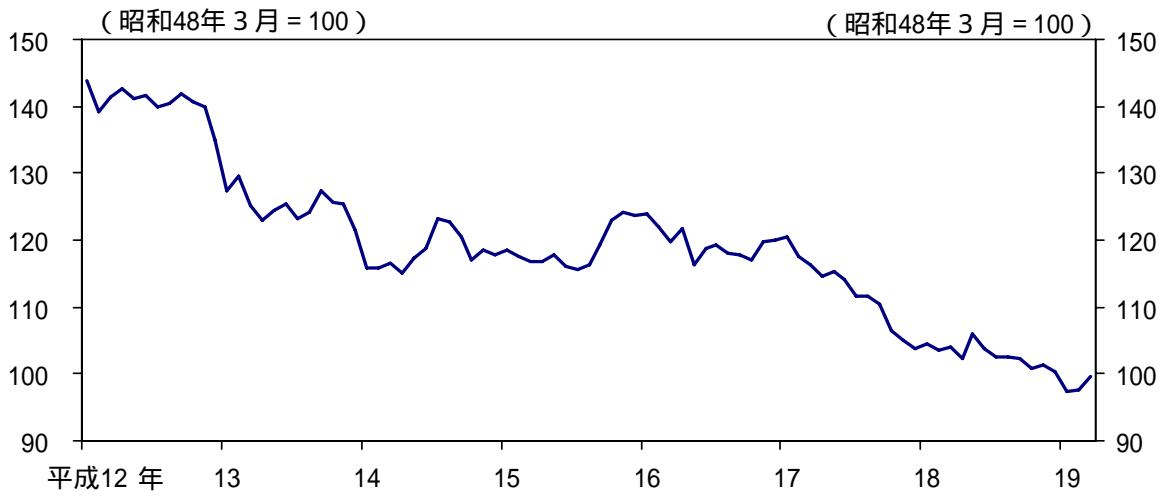
また、18年度下期中の円の実質実効為替レート(図表 27)⁹は、円安傾向をたどった。

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 26) 円ドル、円ユーロレート



(図表 27) 円の実質実効為替レート



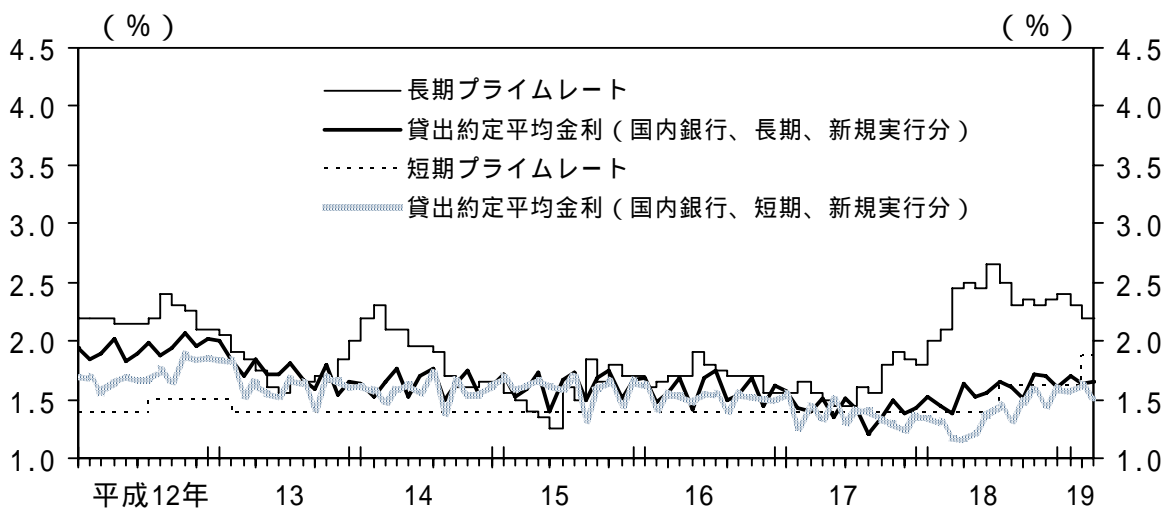
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利

18年度下期の貸出金利の動きをみると(図表28)、短期プライムレート(都市銀行)¹⁰は、2月まで1.625%の水準で推移したあと、年度末にかけて1.875%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、総じてみれば幾分低下した。

国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期は緩やかに上昇したものの、全体としてみれば、引き続き極めて低い水準で推移した。

この間、銀行の預金金利をみると、定期預金金利は、市場金利の動きを受けて緩やかに上昇した。普通預金金利は、2月の金融市場調節方針の変更を受けて概ね0.2%に引き上げられた。

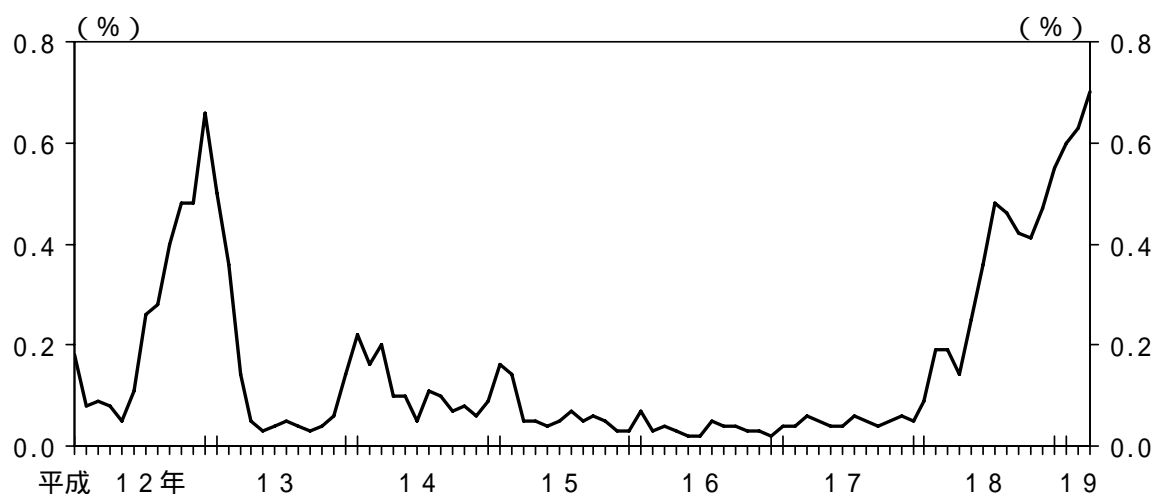
(図表28) 貸出金利



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、12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、長期金利の動向などを受けて幾分低下した。

¹⁰ 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)

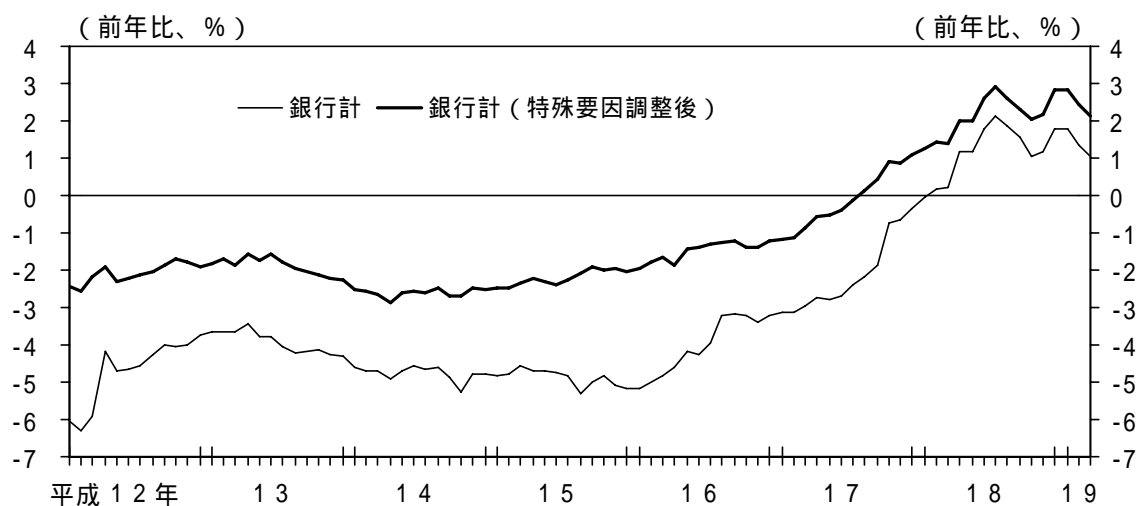


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

(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¹¹は(図表 30)増加が続いた。また、C P・社債の発行残高¹²は(図表 31)、昨年を幾分下回って推移した。

(図表 30) 民間銀行貸出

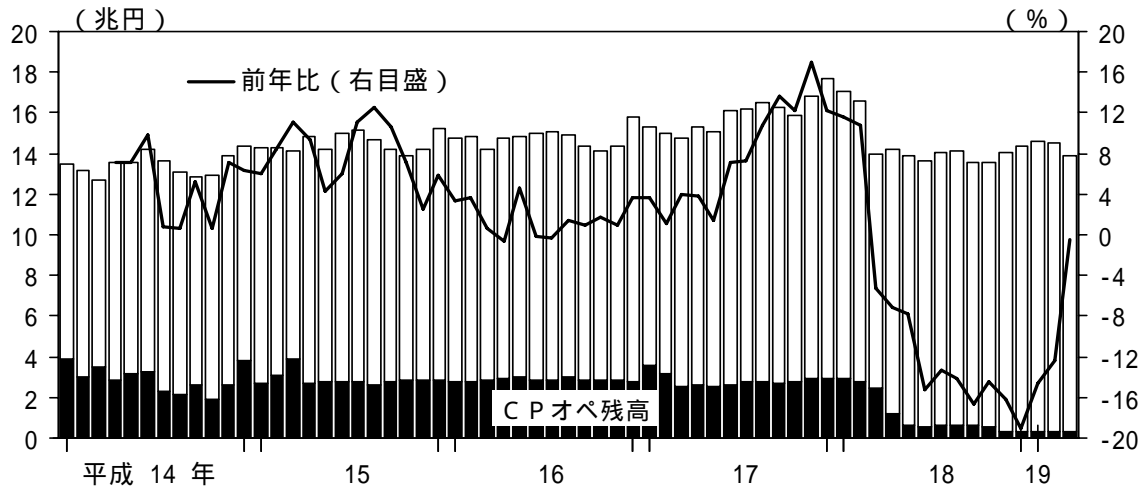


¹¹ 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

¹² 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。

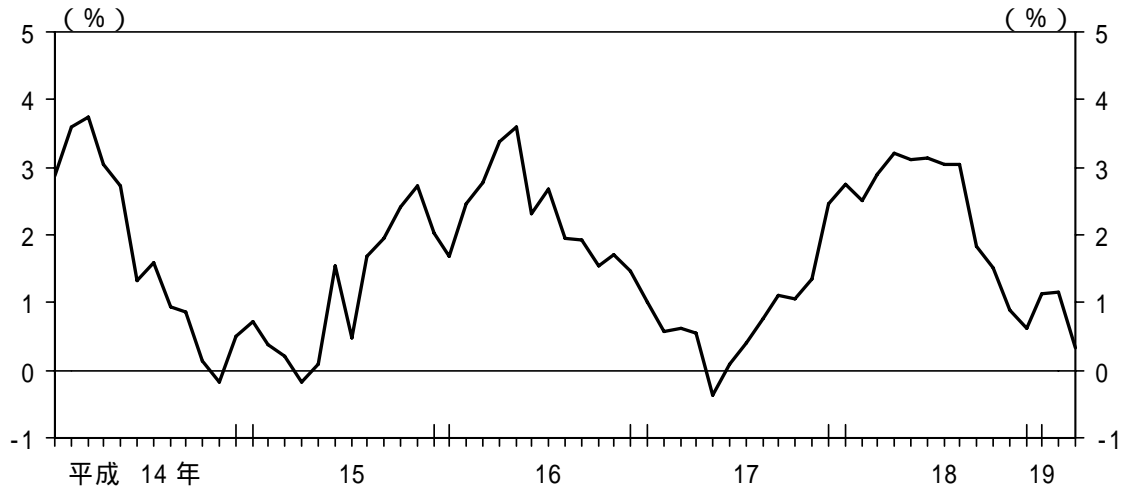
(図表 31) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (末残)



(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)。

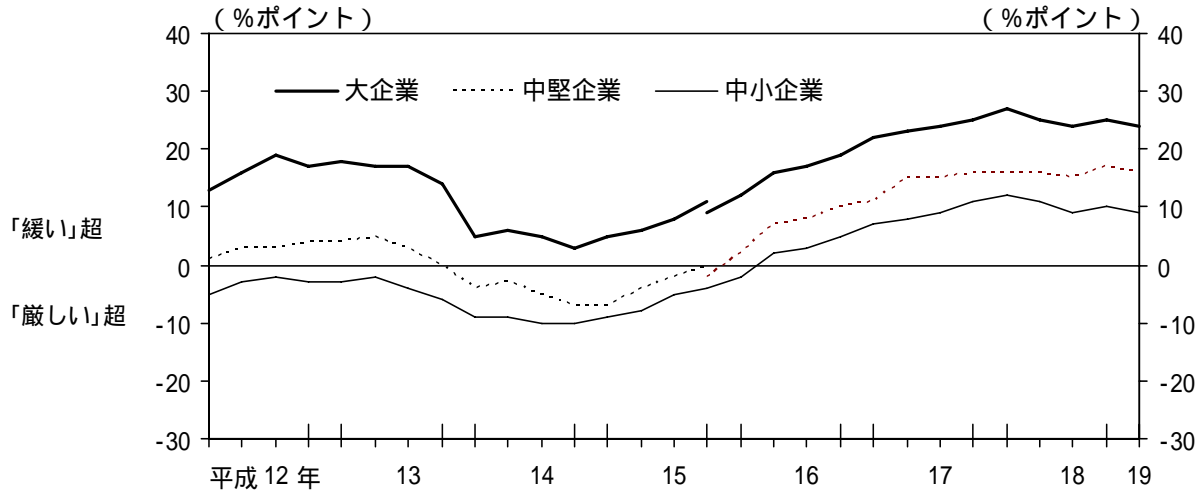
(2) 社債発行残高 (末残前年比)



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)、引き続き緩和的であった。

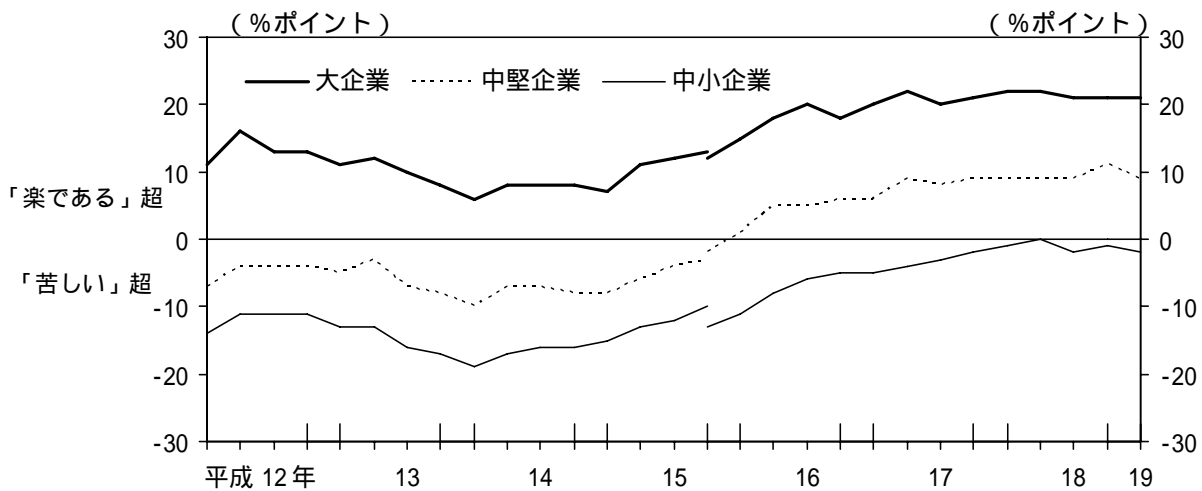
(図表 32) 金融機関の貸出態度判断 D.I. (短観)



(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(図表 33 も同様)。

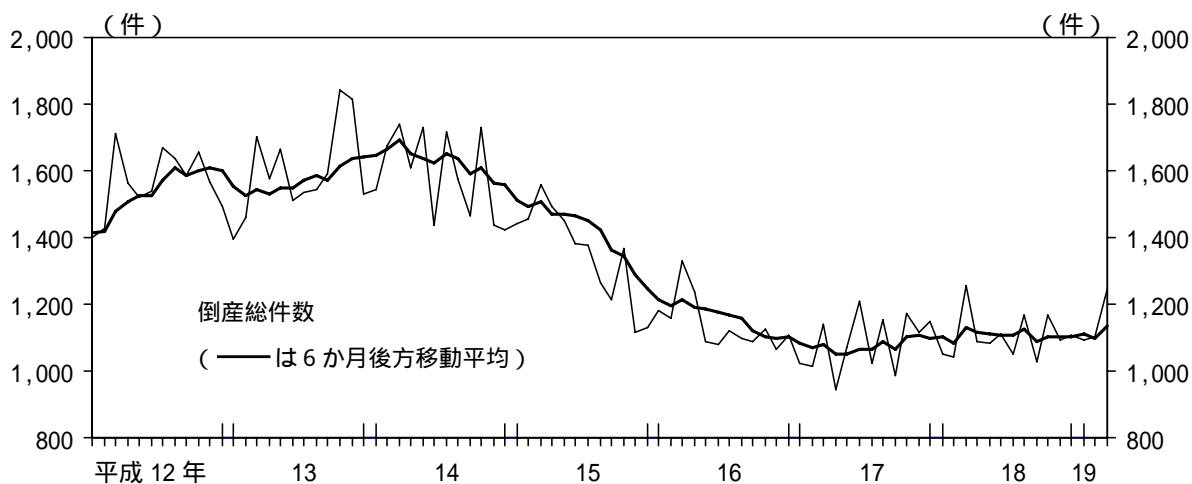
一方、民間企業の資金需要についてみると、景気が緩やかに拡大している中で、運転資金や設備投資向けの支出が増加を続けたことから、引き続き増加した。この間、企業の資金繰り判断は(図表 33)、良好に推移した。

(図表 33) 企業の資金繰り判断 D.I. (短観)



企業倒産件数は（図表 34）、18 年度下期中は、総じてみれば横ばい圏内で推移した。

（図表 34）企業倒産

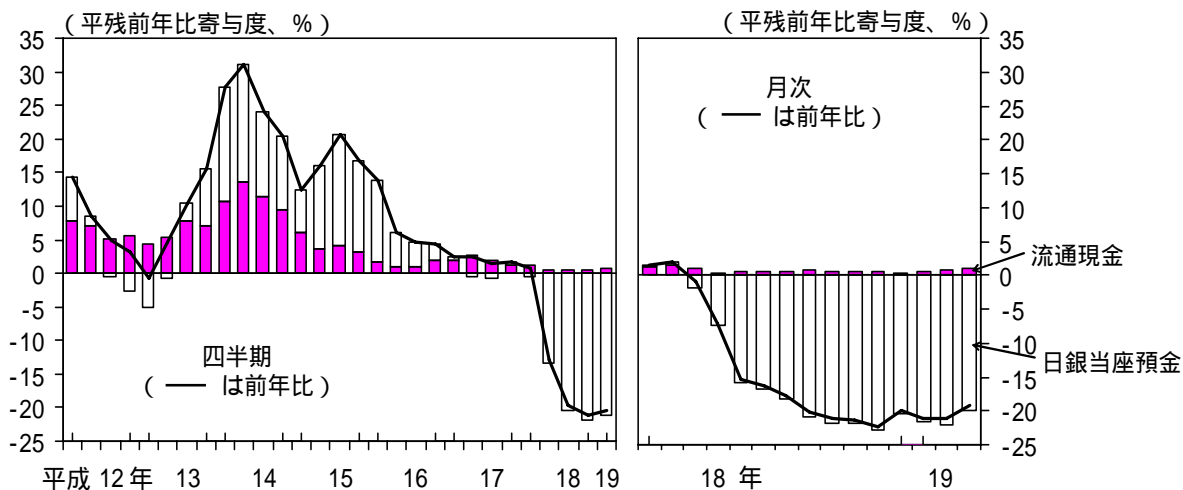


（ 7 ）量的金融指標

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 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、日銀当座預金の残高は、大幅に減少した。

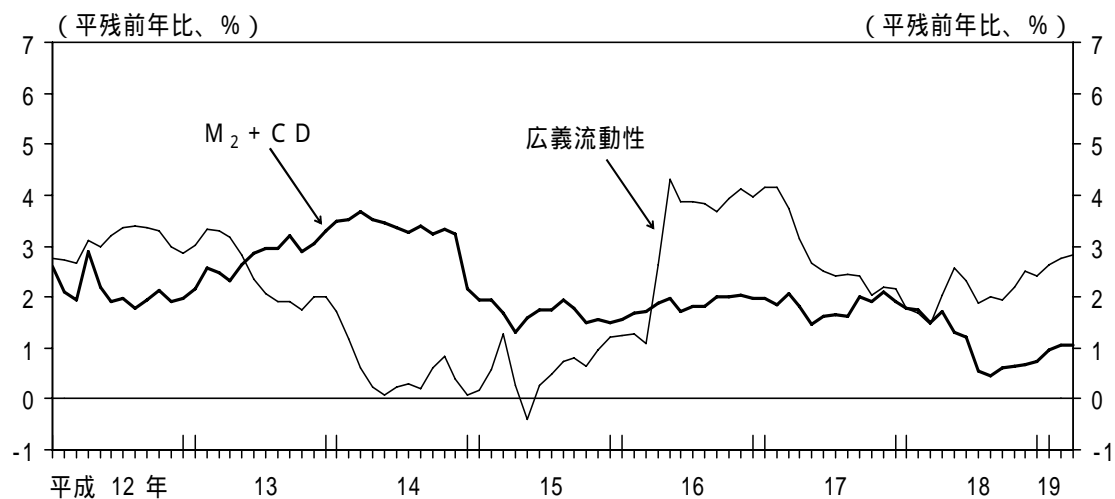
（図表 35）マネタリーベース



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

・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 10 月から 19 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）
	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）

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は、以下のとおりである（図表 37）。

(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	基準割引率・ 基準貸付利率
18年10月13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	0.40
10月31日		全員一致	
11月16日		全員一致	
12月19日		全員一致	
19年1月18日		賛成6 反対3	
2月21日	無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。	賛成8 反対1	0.75 ^(注)
3月20日		全員一致	

(注) 2月21日公表後直ちに実施。

以下では、18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18年度下期を通じて、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、「緩やかに拡大している」との判断を示した(図表38)。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、プラス基調で推移したあと、年度末にかけては原油価格反落の影響などからゼロ%近傍となった。先行きについては、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、プラス基調を続けていくと予想されるとの判断を示した。

(図表38) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

18年9月	わが国の景気は、緩やかに拡大している。
10月	わが国の景気は、緩やかに拡大している。
11月	わが国の景気は、緩やかに拡大している。
12月	わが国の景気は、緩やかに拡大している。
19年1月	わが国の景気は、緩やかに拡大している。
2月	わが国の景気は、緩やかに拡大している。
3月	わが国の景気は、緩やかに拡大している。

(金融政策運営)

金融政策運営の面では、10月から1月までの5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」とする金融市場調節方針を決定した。

2月会合では、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いと判断した。また、消費者物

価（除く生鮮食品）の前年比は、原油価格の動向などによっては目先ゼロ%近傍で推移する可能性があるが、より長い目で消費者物価の動きを見通すと、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており、今後も景気拡大が続くと考えられることから、基調として上昇していくと判断した。その上で、経済・物価が今後とも望ましい経路をたどっていくためには、金利水準の調整を行うことが適当と判断し、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、0.5%前後で推移するよう促す」とすることを決定した。

その後、3月会合においては、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」とする金融市場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

10月31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。

わが国経済は、緩やかに拡大している。前回（18年4月）の「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見通し」と比べると、これまでのところ、企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱めとなっているが、全体として概ね見通しに沿って推移している。

先行き18年度後半から19年度を展望しても、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとの、息の長い拡大を続けると予想される。景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準は、18年度は2%台半ば、19年度は2%程度と、潜在成長率近傍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。米国経済は足もと減速しているが、海外経済全体としては、地域的な拡がりを伴って拡大を続けると想定される。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。高水準の企業収益が続き、売上高利益率も高水準を維持すると予想される。経済のグローバル化が進む中で、企業が海外市場での需要増大も意識した投資行動を採っていることもあって、設備投資は増加を続けるとみられる。もっとも、企業が投資採算を厳しく見定める姿勢を堅持している点を踏まえると、資本ストック循環の観点からみて、19年度にかけて、設備投資の伸び率は低下していくと想定される。第3に、雇用者所得や配当の増加などを通じて、好調な企業部門から家計部門への波及が進んでいくとみられる。雇用者数は着実な増加を続けるとみられる。賃金の上昇は、これまでのところ、企業の根強い人件費抑制姿勢などから緩やかであるが、労働市場の需給が着実に引き締まってきていることを踏まえると、いずれは上昇が明確になる可能性が高い。こうしたもとの、個人消費は、着実な増加を続けるとみられる。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。民間銀行貸出は増加しており、短期金利は、経済や物価との関係からみて、極めて低い水準で推移している。

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、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっている。マクロ的な需給ギャップは、需要超過となっており、先行き超過幅を緩やかに拡大していくとみられる。第2に、ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、なお低下を続けているものの、先行きは、景気拡大の長期化に伴って生産性の伸びが鈍化し、賃金の上昇も明確になる中で、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、企業や家計の物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、上方修正されている。

物価指数に即してみると、18年度前半の国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に、前回の見通し対比上振れて推移している。先行きについては、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、上昇基調を続けるとみられる。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）は、概ね前回の見通しに沿って、プラス基調で推移している。先行き、前年比のプラス幅は次第に拡大し、18年

度は0%台前半、19年度は0%台半ばの伸び率となると予想される¹³。

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、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、需給ギャップに対する物価の感応度の不確実性、原油をはじめとする商品市況の動向、潜在成長率の影響、が指摘された。

金融政策の運営を巡っては、18年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」を念頭においた上で、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19年度までの経済・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、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると（第1の柱）、上述したとおり、内需と外需がともに増加するもとで景気拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、需給ギャップが需要超過幅を緩やかに拡大し、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）、企業の収益率が高水準となり、物価もプラス基調で推移している状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性

¹³ 18年10月の「展望レポート」の消費者物価の見通しは、17年基準の指数を用いている。消費者物価指数は18年8月に、従来の12年基準から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。これに伴い、同指数の伸び率は、18年1～7月の平均でみて0.5%ポイント程度低下した。もっとも、このうち、携帯電話通信料などで指数計算方法が変更されたことの影響の多くは、当該品目の指数の変化後1年を経過した時点で剥落するため、新旧基準の乖離幅は今後縮小すると考えられる。以上を踏まえると、10月時点での見通しは、12年基準で示した前回（18年4月時点）の見通しと比べ、基調的な判断としては変わりはない。

がある。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、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、下振れのケースとしては、景気拡大や物価の上昇が足踏みするような局面も考えられる。ただし、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、それが物価下落と景気悪化の悪循環に転化するリスクは小さいと考えられる。

先行きの金融政策の運営方針については、上述の2つの「柱」に基づく点検の結果、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しながら、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¹⁴

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	+2.3~+2.5 <+2.4>	+2.9~+3.5 <+3.0>	+0.2~+0.3 <+0.3>
19年度	+1.9~+2.4 <+2.1>	+1.1~+1.5 <+1.2>	+0.4~+0.5 <+0.5>

(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。

¹⁴ 「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	+2.2~+2.5	+2.9~+3.5	+0.2~+0.3
19年度	+1.8~+2.6	+1.0~+1.7	+0.4~+0.6

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．18年10月の会合

（景気は緩やかに拡大している）

経済情勢について、委員は、18年4月の展望レポートの見通し対比で、これまでのところ、企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱めとなっているが、全体としては、4月の展望レポートの見通しに概ね沿って、引き続き、緩やかに拡大しているとの認識で一致した。

（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、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況高などを背景に上昇しているが、先行きは、最近の原油価格をはじめとする国際商品市況の反落が影響し、当面、上昇テンポが鈍化していくとの見方で一致した。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）について、委員は、プラス基調で推移しており、先行きも、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。この間、複数の委員は、最近の原油価格低下に伴い、エネルギー価格のプラス寄与が低下する可能性を指摘した。

地価について、何人かの委員は、都道府県地価でみると、三大都市圏では、商業地、住宅地とも、16年振りに上昇した上、地方圏では、下落が続いているもの下落幅は緩やかながらも縮小していると指摘した。

(金融面は緩和的な環境が継続)

金融面に関して、委員は、9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・中小企業ともに引き続き緩和的な環境を示す水準で推移していること、ここ数か月の金融市況の動きは長期金利低下、株価上昇、為替相場円安であり、いずれも緩和的な方向への動きとなっていること、実質金利の水準は実質成長率との対比でみてかなり低いこと、などから、ゼロ金利解除後も緩和的な金融環境が維持されているという認識を改めて共有した。何人かの委員は、極めて緩和的な金融環境のもとで、例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、将来的に経済の振幅を大きくする可能性があるため、注意が必要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と短期金融市場を巡る議論)

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、0.25%前後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。

短期金融市場の動向について、委員は、無担保コールレート(オーバーナイト物)の加重平均値は概ね0.25%で推移しており、全体として、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。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ているとコメントした。また、ある委員は、ゼロ金利を解除して初めての期末日となった9月末においても短期金融市場が安定的に推移したことには、機動的なオペの実施に加え、補完貸付制度の存在が大きいと付け加えた。

ロ．11～12月の会合

（景気は緩やかに拡大している）

経済情勢について、委員は、11～12月会合を通じて、わが国経済は、10月の展望レポートに概ね沿って、引き続き緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のもとで、息の長い成長を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。ただし、12月会合では、このところ、個人消費や消費者物価などの面で弱めの経済指標が出てきていることから、今後公表される指標や様々な情報を、引き続き丹念に点検していくことが適当であるとの見解で一致した。

（消費者物価は足もと伸びが鈍化しているもののプラス基調が続く見通し）

物価面について、11月会合では、委員は、国内企業物価指数は、原油価格の反落が影響し、上昇テンポが鈍化しており、先行きも、当面、原油価格の反落の影響が残ることから、上昇テンポの鈍化が続く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、原油価格下落の影響から足もと伸びが鈍化しているものの、プラス基調で推移しており、先行きも、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、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。

12月会合では、委員は、国内企業物価指数は、原油価格反落の影響から、3か月前対比でみると横ばいとなっており、目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられると判断した。消費者物価（全国、除く生鮮食品）について、多くの委員は、足もとの指数面の動きよりも重要な点は、来年度までを展望して、物価形成の基本的なメカニズムをどう判断するかであり、先般のGDP統計の改定によるユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）や潜在成長率の推計値への影響も含め、物価の基本的なメカニズムに関する分析を深めていく必要があると指摘した。

（金融面は引き続き緩和的）

金融面に関して、委員は、11～12月会合を通じて、金融機関の貸出態度や直接

市場における発行条件などは良好であり、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を改めて共有した。

(金融市場調節方針を巡る議論)

当面の金融政策運営について、委員は、11月、12月会合ともに、「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。

先行きの金融政策運営について、委員は、11~12月の会合を通じて、今後とも、経済・物価情勢を丹念に点検し、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と見込まれるのであれば、金融政策運営についても、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策金利を調整するという方針に沿って進めることが適当であることを確認した。12月会合では、委員は、経済・物価の基調を形成するメカニズムに変調はないと考えられるが、このところ個人消費や消費者物価などの面で弱めの指標がみられており、今後公表される指標や様々な情報をもう少し見極めていく必要があるとの認識で一致した。

八．19年1月会合

(景気は緩やかに拡大している)

経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、内需・外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。弱めの指標がみられた個人消費の動向について、委員は、最も蓋然性の高い見通しとしては、雇用・所得環境の改善が進むもとで、個人消費の基調を形成する動きはよりしっかりしていくとみられるとの認識を共有したが、何人かの委員は、そうした先行きの判断に確信を持つには、もう少しデータの蓄積が必要であると付け加えた。

(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、国内企業物価指数は、国際商品市況の反落が影響し、3か月前比でみると弱含んでおり、目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられ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、プラス基調で推移しており、先行きも、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、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。多くの委員は、重要な点は、足もとの指数の動きよりも、来年度までを展望して、物価形成の基本的なメカニズムをどう判断していくかであり、この点、需給ギャップやユニット・レバー・コストの動きからみて、基調的な物価上昇圧力は着実に高まっているとみられるとの見方を示した。一方、一人の委員は、グローバルな競争のもとで、企業が価格を引き上げづらい状況は続いているとコメントした。

また、何人かの委員は、このところの原油価格の反落が当面の消費者物価の前年比に対し下押し方向に働くとみられ、場合によっては一時的に前年比がゼロ%ないし若干のマイナスとなる可能性があるとして述べた。

(金融面は引き続き緩和的)

金融面に関して、委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であり、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を共有した。何人かの委員は、内外金利差が続くとの見通しから、円の実効レートはこのところ一段と減価しており、金融環境は一段と緩和度合いを増しているとしてコメントした。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

10月公表の「展望レポート」で示した19年度までの「経済・物価情勢の見通し」について「中間評価」が行われ、景気は、これまでのところ、天候要因等一時的な下押し要因もあって個人消費を中心に幾分下振れている¹⁵。先行きについては、

¹⁵ 成長率の下振れについては、17年度計数が確報化により下方修正されたことに伴い、18年度への発射台(年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前年比)が0.3%ポイント縮小したことも影響している。

生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの、「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、原油価格反落の影響などを背景に、「見通し」に比べて幾分下振れるものと見込まれる、消費者物価は、「見通し」に比べて、これまでのところ、原油価格反落の影響もあって幾分下振れているが、先行きは、「見通し」に概ね沿って推移すると予想される、との見方がほとんどの委員により共有された。

(金融市場調節方針を巡る議論)

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、何人かの委員は、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標をこれまでの0.25%前後から、0.5%前後へ引き上げることが適当であるとの見解を示した。これらの委員は、最近の経済指標の動きが経済のメカニズムについての評価を変えるものではないことを踏まえると、今後とも経済・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、こうした措置は長い目でみて物価の安定と持続的な成長に資するものであるとの認識を示した。

これに対し、多くの委員は、「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であるとの見解を示した。これらの委員は、海外経済の拡大を背景とした輸出の増加を起点とする生産・所得・支出の好循環のメカニズムに変化はないと判断されるものの、このところ強弱様々な指標が出ていることから、今後公表される指標や様々な情報を引き続き丹念に点検し、経済・物価情勢をさらに見極めることが適当であるという認識を示した。また、これらの委員は、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行っていく上では、先行きの見通しに十分な確信を得ることが重要であり、現時点においては、そうした確認作業を行う時間的な余裕があるとの考え方を示した。

以上の議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後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、賛成6反対3で決定した。

二．2月会合

（景気は緩やかに拡大している）

経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。一時期弱めの指標がみられていた個人消費の動向について、多くの委員は、昨年夏場の個人消費関連指標の落ち込みは、天候不順、新製品投入前の買い控えや統計の振れなどによる一時的なものであることが確認されたとの見方を示した。

（消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し）

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況の反落が影響し、3か月前比でみると弱含んでおり、目先、弱含んで推移するとみられるとの見方で一致した。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比について、委員は、小幅のプラスで推移しており、目先、原油価格の反落の影響などからゼロ%近傍となる可能性があるが、より長い目でみると、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、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。

先行きの物価動向に関連して、ある委員は、昨年の基準改定後の新指数では、消費者物価のトレンドを捉えにくくなっていると指摘した上で、新指数は、従来の指数に比べて、需給ギャップへの感応度が低下している可能性があるとして指摘した。

（金融面は引き続き緩和的）

金融面に関して、委員は、引き続き緩和的な金融環境が維持されているとの認識を共有した。委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であるとの見方で一致した。何人かの委員は、為替相場は引き続き円安基調で推移しているとコメントした。

(金融市場調節方針の変更)

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営について、検討が行われた。

大方の委員は、今回の会合までに明らかになった内外の指標や情報をもとにわが国経済の先行きを展望すると、生産・所得・支出の好循環のメカニズムに変調は生じておらず、物価安定のもとで、息の長い成長を続ける蓋然性が高まっているとの認識を示した。さらに、このように、経済・物価情勢の改善が展望できることから、現行の政策金利水準を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は次第に強まっていくと考えられ、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、行き過ぎた金融・経済活動を通じて、資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある、との見方を示した。こうした判断を踏まえ、これらの委員は、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、中長期的に物価安定を確保し、経済の持続的成長を実現していくためには、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%前後から0.5%前後へ引き上げることが適当であると述べた。

一方、ある委員は、賃金、個人消費の弱めの動きが払拭されておらず、生産面で、軽度であれ踊り場となる可能性が高いという状況のもとで、物価上昇率の先行きに不透明性が強いことから、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、現行の0.25%前後に維持することが適当であるとの意見を表明した。

以上の議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」に変更することを、賛成8反対1で決定した。

(金融市場調節面の措置)

補完貸付の適用金利について、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標の引き上げを支持する委員は、誘導目標を引き上げる場合には、補完貸付金利（基準貸付利率）を、現行の0.4%から0.75%へ引き上げることが適当であるとの見解を示した。このうちの何人かの委員は、18年7月のゼロ金利解除後、市場機能が徐々に回復してきていることを踏まえると、誘導目標と補完貸付の適用金利のスプレッドを、現在の0.15%よりやや大きめの0.25%としても、安定的なレート・コントロールに支障はないとの見方を示した。以上の議論を踏まえ、

補完貸付の適用金利を 0.4% から 0.75% へ引き上げることを、賛成 8 反対 1 で決定した。

長期国債の買入れについて、委員は、先行きの日本銀行の資産・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の見解を共有した。

(当面の金融政策運営の考え方)

今後の金融政策運営について、委員は、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しながら、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準を調整するという基本的な考え方に変わりはないことを確認した。

ホ . 3 月会合

(景気は緩やかに拡大している)

経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。

(消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し)

消費者物価指数 (全国、除く生鮮食品) の前年比について、委員は、目先、原油価格反落の影響などからゼロ% 近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、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、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。

多くの委員は、既往の原油価格反落の影響や携帯電話の低料金プラン導入の影響などから、2 月の消費者物価指数 (除く生鮮食品) の前年比は、小幅のマイナスになる可能性があるが、設備や労働といった資源の稼働状況の高まりを踏まえると、今後とも潜在成長率を上回る成長が続くのであれば、消費者物価への上昇圧力が高まっていくと考えられると述べた。

(世界的な株価下落はリスクテイク姿勢の修正によるもの)

委員は、2月末から発生した世界的な株価下落について議論を行った。多くの委員は、今回の株価下落以前に、金融市場のボラティリティが一段と低下する中でやや行き過ぎたリスクテイクが行われていた可能性があり、そうした状況下で、中国株の急落や米国景気に関する悪材料をきっかけに、リスクテイク姿勢の修正が起きたと考えられるとの認識を示した。また、2月末からの円相場上昇についても、多くの委員は、ポジションの調整が背景にあると考えられると述べた。こうした議論を経て、委員は、2月末からの世界的な株価下落は、世界経済の変調を示唆するものではないと考えられるが、金融市場の動向は、実体経済に影響を及ぼし得るものであるとの認識で一致した。

(現行の金融市場調節方針の維持と短期金融市場を巡る議論)

以上のような金融経済情勢を踏まえて、委員は、当面の金融政策運営について、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後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であるとの認識を共有し、採決の結果、全員一致でこれを決定した。この間、一人の委員は、前回の利上げについては、4月の展望レポートで十分な経済・物価情勢の説明を行うまで待つ余裕はあったと思うが、いったん決めた政策の方向性を細かく変更することは市場に無用な混乱を与える恐れがあること、0.5%程度の金利水準は市場機能の維持・強化の観点からも必要と考えられることから、現行の金融市場調節方針を維持することが適当であると述べた。

2月の利上げ後の短期金融市場の動向について、多くの委員は、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、月末にかけて一時上昇する場面もあったが、0.5%前後にしっかりとコントロールされていると述べた。また、これらの委員は、ターム物金利も横ばい圏内で推移しており、2月の利上げは、市場の金利観に大きな変化を与えずに、順調に消化されたとの認識を示した。

へ．金融政策運営を巡る論点

18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。

（フォワード・ルッキングな金融政策運営についての考え方）

1～2月の会合では、何人かの委員は、フォワード・ルッキングな金融政策運営という表現が、一定のスケジュールに基づく政策運営と誤解されているのではないかと指摘した。この点に関して、委員は、金融政策運営は、あくまで毎回の金融政策決定会合において経済・物価情勢に関する議論を尽くした上で判断すべきものであり、一定のスケジュールやインターバルに基づくものではないという認識で一致した。また、何人かの委員は、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行う上では、それまで得られた指標や情報を丹念に分析し、先行きの経済・物価情勢を適切に判断することが前提となると述べた。

こうした議論を経て、委員は、日本銀行としては、金融政策運営に当たって、時期を予め特定化する考え方は採っていないこと、金融政策運営に当たっては、足もとまでの指標や情報を丹念に分析し、それをもとに先行きの経済・物価情勢を展望していくべきであること、その意味で「フォワード・ルッキング」と「データ・ディペンデント」は矛盾する概念ではないこと、これらの点について丁寧に説明していくことが重要であること、を確認した。

（金融政策運営に関する情報発信のあり方）

上述のような考え方を念頭において、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。

10～12月の会合では、委員は、市場参加者等の間では、今後の政策変更のタイミングについて関心が集中しているが、今後の政策対応については、予断を持つことなく、新たに利用可能となる情報も踏まえて、経済・物価情勢を丹念に点検した上で、適切に判断していくことを、しっかりと情報発信していくことが引き続き重要であるとの認識を共有した。また、委員は、日本銀行の金融経済情勢に

関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方をしっかりと対外説明していくことの重要性を改めて確認した。

1月会合では、多くの委員は、政策変更タイミングに関する市場の予想が大きく変動したことを踏まえ、市場との対話のあり方について問題を提起した。このほか、多くの委員は、日本銀行が発信した情報を受け止めた市場参加者がこれを自らの経済・物価に関する判断と擦り合わせて金利観を形成し、日本銀行は市場で形成された金利から市場の経済・物価観を知る、という双方向のコミュニケーションのプロセスが重要であるとの認識を示した。

3月会合では、多くの委員は、「新たな金融政策運営の枠組み」に基づきフォワード・ルッキングな政策運営を行っていくことについて、適切な情報発信に努めていくことが重要であり、そうした観点からも、20年度までを見通し期間とする4月の展望レポートにおいて、経済・物価情勢の見通しとリスク評価、それを踏まえた政策運営の基本的な考え方をしっかりと整理し、分かりやすく示していくことが重要であるとの認識を確認した。

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年度下期も、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（以下「会合」という）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年度下期入り後、2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「0.25%前後」とした。この間、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね0.25%前後で推移した。

その後、2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「0.5%前後」に引き上げた。また、補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率を0.4%から0.75%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、期末日（3月30日）に0.715%と上昇したものの、概ね0.5%前後で推移した（図表39）。

（図表39）無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

（単位：％）

準備預金積み期間	無担保コールレート （オーバーナイト物） ^{（注）}
18年9月16日～10月15日	0.263
10月16日～11月15日	0.252
11月16日～12月15日	0.256
12月16日～19年1月15日	0.258
1月16日～2月15日	0.262
2月16日～3月15日	0.483
3月16日～4月15日	0.517

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

また、18年度下期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項等¹⁶は、次のとおりである。

10月12、13日の会合では、適格担保の掛け目等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、日本銀行の資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、見直しを行った。

また、3月会合では、4月1日をもって住宅金融公庫が解散し、その業務が新たに設立される独立行政法人住宅金融支援機構に承継されることに伴い、同公庫および同機構が発行する貸付債権担保債券の担保価格に関する規程の整備を行った。

¹⁶ 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	C P 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
17年													
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
10月末	10.7	2.6	0.6			17.4	5.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11月末	11.2	5.2	0.3			19.4	4.8		0.0	0.0	0.6	0.4	0.0
12月末	11.2	5.0	0.3			16.7	5.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
19年													
1月末	10.4	7.8	0.3			15.8	5.2		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2月末	9.6	8.8	0.3			17.8	5.6		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
3月末	9.6	4.2	0.3			14.2	6.2		2.8	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19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、112.7兆円（前年比 - 22.2%）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%

	18年3月末	18年9月末	19年3月末
（資産）			
買現先勘定	5.2 (-0.7)	7.2 (52.9)	4.5 (-13.2)
買入手形	37.8 (0.5)	(皆減)	(皆減)
国債	93.3 (-5.9)	80.8 (-17.5)	76.4 (-18.0)
〔うち長期国債〕	60.5 (-7.6)	53.6 (-14.1)	49.2 (-18.6)
〔うち短期国債〕	32.8 (-2.6)	27.1 (-23.5)	27.2 (-17.1)
資産担保証券	0.1 (28.2)	(皆減)	(皆減)
金銭の信託（信託財産株式）	2.0 (-1.3)	1.9 (-4.7)	1.8 (-10.7)
貸付金	0.0 (7.5倍)	21.0 (皆増)	23.2 (772.9倍)
〔うち共通担保資金供給オペ〕	()	20.2 (皆増)	20.4 (皆増)
資産計	144.9 (-3.8)	117.5 (-20.7)	112.7 (-22.2)
（負債・資本）			
発行銀行券	75.0 (0.4)	74.1 (0.9)	75.9 (1.2)
当座預金	31.2 (-12.7)	11.8 (-65.4)	11.7 (-62.6)
政府預金	6.6 (-13.4)	4.0 (-31.2)	5.5 (-15.8)
売現先勘定	24.4 (-0.4)	21.3 (-23.3)	12.9 (-47.1)
売出手形	1.4 (-21.9)	0.0 (皆減)	0.0 (皆減)
負債・資本計	144.9 (-3.8)	117.5 (-20.7)	112.7 (-22.2)

以下では、18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、19年3月末の資産の内訳をみると、国債は、76.4兆円(前年比 - 18.0%)となった¹⁷。買現先勘定は、C P等買現先オペによる資金供給の減少から、4.5兆円(前年比 - 13.2%)となった。また、貸付金は、電子貸付により行われる共通担保資金供給オペが18年6月に導入されたことから¹⁸、23.2兆円(18年3月末の残高は300億円)となった。

一方、負債をみると、19年3月末の当座預金残高は、11.7兆円(前年比 - 62.6%)となった。また、日本銀行券の発行残高は、75.9兆円(前年比 + 1.2%)となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ5.5兆円(前年比 - 15.8%)および12.9兆円(前年比 - 47.1%)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T B(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T B(1年物)については、売却または現金償還を受けた。

¹⁷ 18年度下期においては、国債整理基金が行う買入消却に応じ、保有国債のうち2.8兆円を売却した(18年度中の売却総額は5.5兆円)。

¹⁸ これに伴い手形買入オペが廃止されたため、買入手形は、ゼロ(18年3月末の残高は37.8兆円)となっている。

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更¹⁹

(1) 担保掛け目等の見直しの実施

平成18年10月12、13日の金融政策決定会合（以下「会合」という）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²⁰、日本銀行の資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、これを見直すことを決定し、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」および「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の一部改正を行った²¹。

(2) 住宅金融公庫の解散および独立行政法人住宅金融支援機構の設立に伴う適格担保取扱いに関する対応

19年3月19、20日の会合において、4月1日をもって住宅金融公庫が解散し、その業務が新たに設立される独立行政法人住宅金融支援機構に承継されることに伴い、貸付債権担保住宅金融公庫債券に対して設定していた担保価格を、同債券およびこれに相当する貸付債権担保住宅金融支援機構債券に適用することを決定した。

¹⁹ 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。

²⁰ 17年9月7、8日の会合において、適格担保の担保価格等について、原則として年1回程度の頻度で、金融市場の情勢等を踏まえた検証を行い、その結果に基づいて必要な見直しを行っていくことを決定した。

²¹ 本件は、10月26日から実施した。