

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 20 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 20 年 6 月

日本銀行総裁

白川 方明

# 目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1 ． 経済の情勢	
（ 1 ） 国内実体経済	
（ 概況 ）	1
（ 輸出は増加が続く ）	3
（ 生産は次第に増勢が一服 ）	5
（ 設備投資は次第に増勢が鈍化 ）	6
（ 住宅投資は大幅に減少 ）	9
（ 雇用者所得は緩やかに増加 ）	10
（ 個人消費は底堅く推移 ）	12
（ 2 ） 物価	14
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 概況 ）	18
（ 米国では景気の減速傾向が強まる ）	20
（ 欧州経済は緩やかに減速しつつも成長を持続 ）	21
（ 東アジア経済は緩やかな景気拡大を持続 ）	22
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	23
（ 2 ） 債券市場	27
（ 3 ） 株式市場	28
（ 4 ） 外国為替市場	29
（ 5 ） 貸出金利、C P ・社債発行金利	31
（ 6 ） 企業金融	32
（ 7 ） 量的金融指標	35

・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 . . . . .	37
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 ) . . . . .	39
( 金融政策運営 ) . . . . .	40
( 2 ) 「経済・物価情勢の展望」の公表 . . . . .	40
( 3 ) 各会合における検討・決定	
イ . 19 年 10 ~ 11 月の会合	
( 景気は緩やかに拡大 ) . . . . .	45
( 消費者物価はプラス基調を続けていく見通し ) . . . . .	45
( 国際金融資本市場の変動とわが国への影響について ) . . . . .	46
( 金融市場調節方針の維持 ) . . . . .	46
ロ . 12 ~ 20 年 2 月の会合	
( 景気は減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大 ) . . . . .	47
( 消費者物価は当面プラス基調で推移 ) . . . . .	47
( 国際金融市場と海外経済の動向 ) . . . . .	48
( 国内金融面は緩和的な環境を維持 ) . . . . .	49
( 「経済・物価情勢の見通し」の中間評価 ) . . . . .	49
( 金融市場調節方針の維持 ) . . . . .	50
ハ . 3 月会合	
( 景気は減速しているが、基調としては緩やかに拡大 ) . . . . .	50
( 消費者物価は当面プラス基調で推移 ) . . . . .	51
( 国内金融面は緩和的な環境を維持 ) . . . . .	51
( 金融市場調節方針の維持 ) . . . . .	51
二 . 金融政策運営を巡る論点	
( 国際金融資本市場の変動について ) . . . . .	52
( エネルギー・原材料高について ) . . . . .	52
( 不確実性が高まる中での先行きの金融政策運営の考え方 ) . . . . .	53

3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向 . . . . .	55
4 . 日本銀行のバランスシートの動き . . . . .	58
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更 . . . . .	60
. 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 . . . . .	61
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 . . . . .	97
参考計表・資料一覧 . . . . .	167

# 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 19 年度下期の国内景気は、基調としては緩やかに拡大しつつも、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから、次第に減速した。

すなわち、輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けた。一方、公共投資は低調に推移した。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響から大幅に減少したあと、1～3月は増加に転じた。こうした中、エネルギー・原材料価格高の影響もあって、企業収益は高水準ながら伸び悩みとなり、企業の業況感も徐々に慎重化した。そのもとで、設備投資は、増加基調をたどりつつも、次第に増勢が鈍化した。個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、底堅く推移した。このような内外需要のもと、生産は、19 年後半に高めの伸びを示したあと、1～3月は、概ね横ばいとなった。

2. 物価面では、国内企業物価は、国際商品市況高の影響などから上昇を続け、前年比では + 3 % 台まで上昇率を高めた。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、+ 1 % 台までプラス幅を拡大させた。

### (金融面の動向)

3. 短期金融市場では、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景とした米欧短期金融市場の需給逼迫の影響から、神経質な動きが一部にみられたが、米欧金融市場の混乱のわが国への波及は、全体としてみると、限定的なものに止まった。無担保コールレート(オーバーナイト物)については、日本銀行の誘導目標である 0.5%前後で概ね安定的に推移した。日本銀行は、海外の中央銀行と緊密に連携しながら海外市場の動向を把握するとともに、多様なオペレーショ

ン手段を活用して適切な資金供給に努め、レートの安定化を図った。

長期金利は、米欧の長期金利の低下や景況感の慎重化などを背景に、低下傾向をたどり、3月中旬には1.2%台まで低下した。

株価は、世界的な株価下落や為替円高化などを背景に、大幅に下落した。日経平均株価は、3月中旬に1万1千円台まで下落したあと、3月末にかけて1万2千円台で推移した。

外国為替市場では、サブプライム住宅ローン問題に伴う米国経済の先行き不確実性の高まりなどから、ドルが主要通貨に対して減価する中で、円は振れを伴いつつも増価傾向をたどった。円の対米ドル相場は、2月下旬から3月中旬にかけて、一時、95円台まで上昇し、その後も、概ね100円前後の水準で推移した。

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、昨年を上回って推移した。民間銀行の融資スタンスは、総じて緩和的に推移した。一方、民間企業の資金需要は、潤沢なキャッシュフローを背景に外部資金需要がそれほど強くない中、横ばい圏内で推移した。この間、企業の資金繰り判断は、中小企業でやや悪化した。全体としてみれば良好に推移した。

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)を前年比で見ると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高が1~2%程度の増加を続けた一方、日銀当座預金の残高が前年水準を下回って推移したことから、全体では総じて若干のプラスで推移した。

マネーサプライ( $M_2 + CD$ )の前年比伸び率は、2%程度の増加を続けた。

(金融政策決定会合における検討・決定)

6. 19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、10~11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、わが国の景気は、「緩やかに拡大している」との判断を示した。その後、住宅投資の大幅な減少などを受けて、12~

2月の会合では、「住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している」、また、3月の会合では、エネルギー・原材料価格高が企業収益や賃金に対する下押し圧力となっていることなどを踏まえ、「住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速しているが、基調としては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3月までのすべての会合で、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%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。

(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、113.4兆円(前年比+0.6%)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)

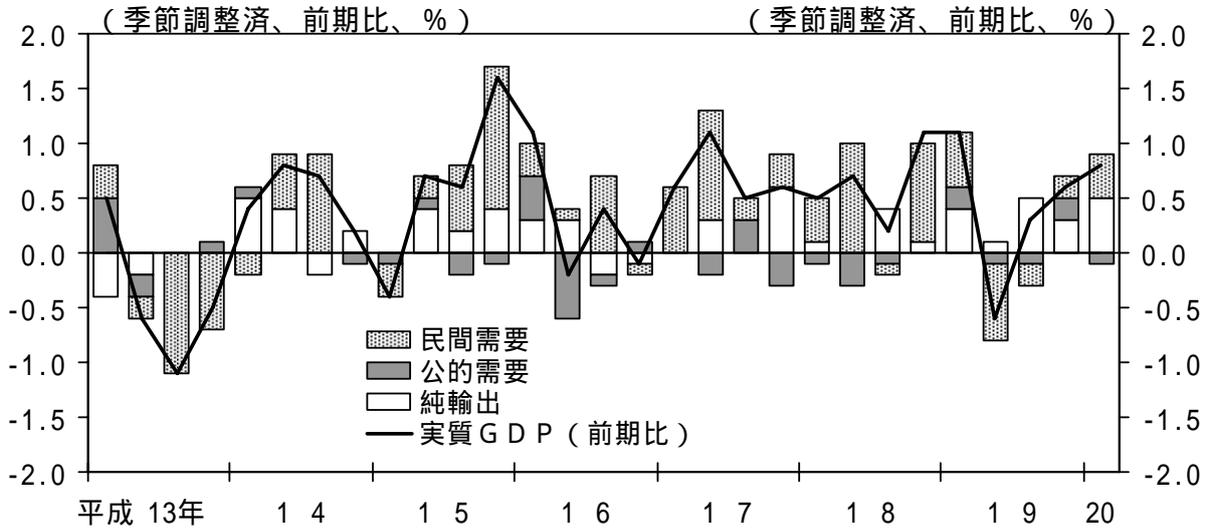
平成19年度下期の経済情勢をみると、国内景気は、基調としては緩やかに拡大しつつも、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから、次第に減速した。

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けた。一方、公共投資は低調に推移した。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響から大幅に減少したあと、1～3月は増加に転じた。こうした中、エネルギー・原材料価格高の影響もあって、企業収益は高水準ながら伸び悩みとなり、企業の業況感も徐々に慎重化した。そのもとで、設備投資は、増加基調をたどりつつも、次第に増勢が鈍化した。個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、底堅く推移した。このような内外需要のもと、生産は、19年後半に高めの伸びを示したあと、1～3月は、概ね横ばいとなった。

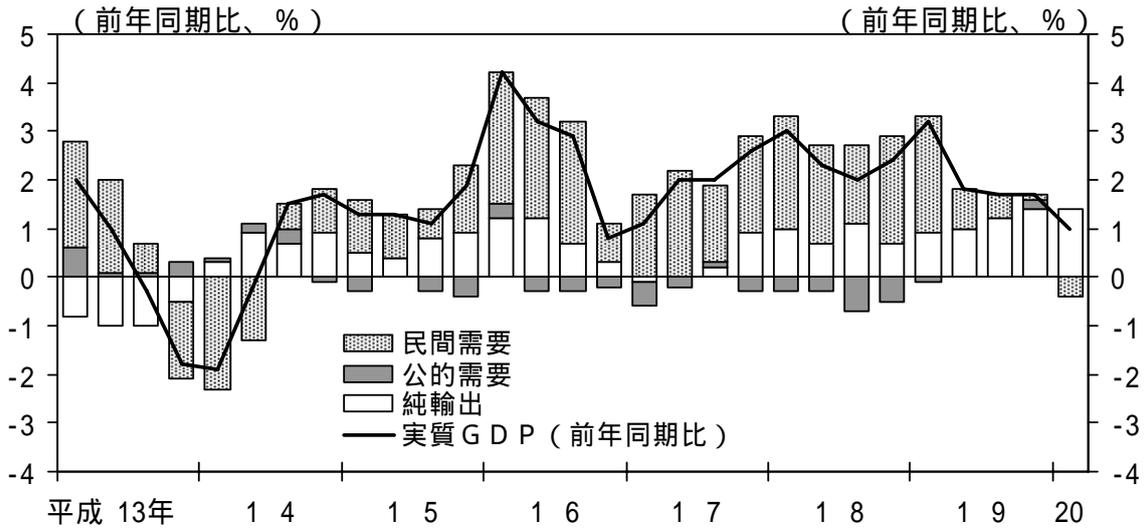
以上の経済情勢を実質GDPでみると、前期比ではやや振れの大きい展開となったが(図表1(1))、振れが均された前年比でみると(図表1(2))、1～3月にかけて成長率が低下した。また、景気動向指数をみると、一致指数は(図表1(3))、横ばい圏内で推移した。

( 図表 1 ) 実質 GDP と景気動向指数の推移

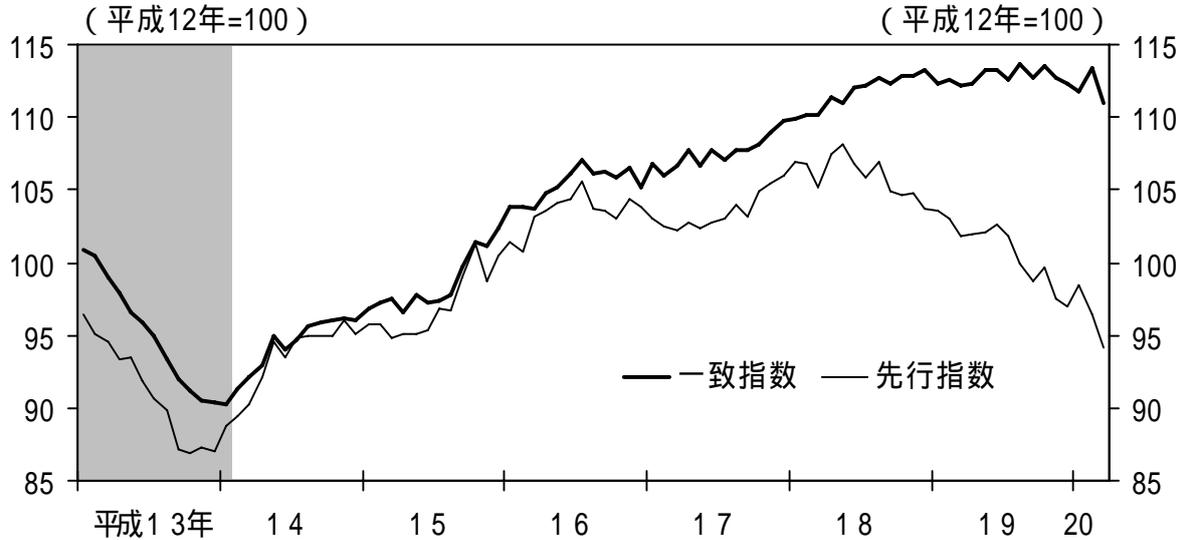
( 1 ) 実質 GDP ( 前期比 )



( 2 ) 実質 GDP ( 前年同期比 )



( 3 ) 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 ) 。  
 ( 3 ) 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 ) )<sup>1</sup>、新興国・資源輸出国を中心とした海外経済の拡大を背景に、増加を続けた。実質輸入は、横ばい圏内で推移した。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、増加を続けた ( 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、景気減速傾向の強まりを反映し、弱めに推移した。一方、EU向けや東アジア向けは増加を続けた。その他地域 ( 中東、中南米、ロシアなど ) 向けの輸出は、中東向けの自動車関連を中心に、高い伸びを続けた。実質輸出を財別にみると ( 図表 3 ( 2 ) )、情報関連については、昨年後半に高めの伸びとなったあと、1～3月は幾分減少した。消費財 ( デジタル家電等 ) については、10～12月に横ばいとなったあと、1～3月は再び増加した。資本財・部品は、幅広い地域向けに増加を続けた。また、自動車関連は、その他地域向けの高い伸びなどを背景に、増加を続けた。中間財も、情報関連・自動車向けの高付加価値品を中心に増加傾向をたどった。

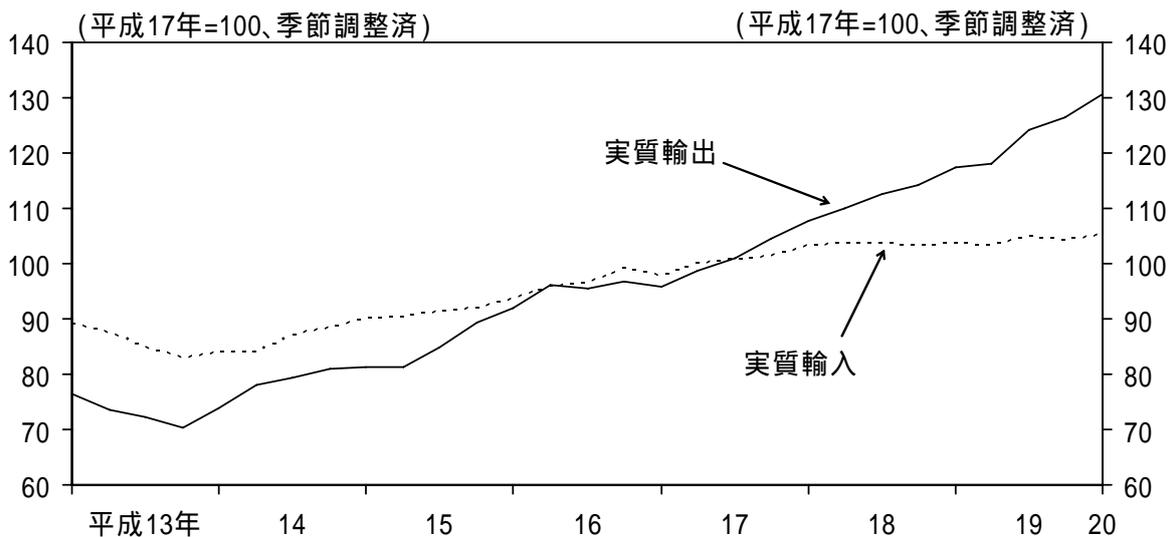
実質輸入を財別にみると、資本財・部品は、増加傾向を続けたが、そのテンポは緩やかとなった。情報関連は、国内の在庫調整が一巡したことを受け、増加基

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

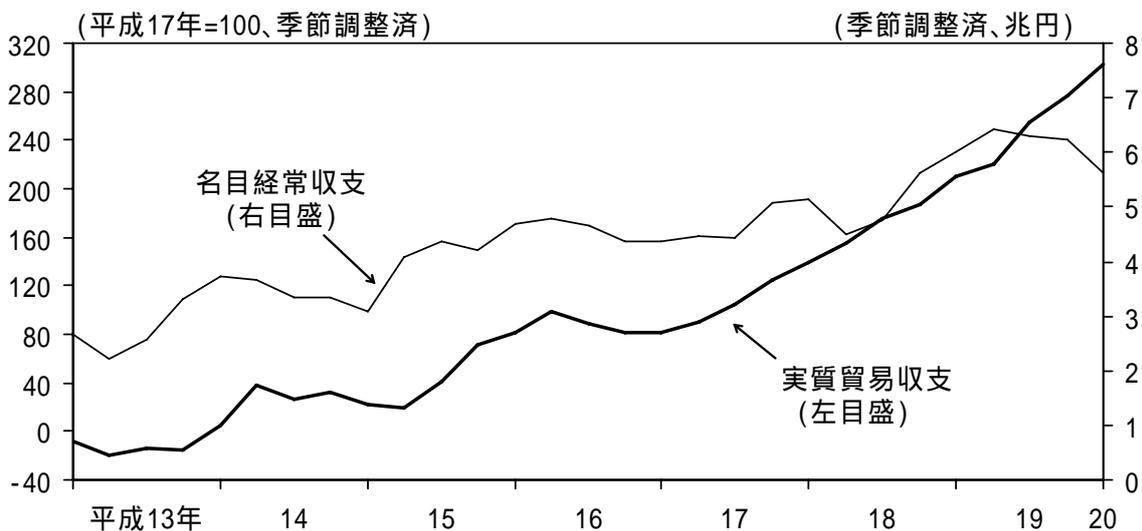
調を続けた。一方、素原料や中間財は、輸入価格の上昇傾向を受けた企業による輸入原材料節減の影響などから、弱めに推移した。食料品や消費財も、輸入価格の上昇などを背景に、減少傾向をたどった。

( 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19年 第1四半期	2	3	4	平成20年 1
米国	<20.1>	-1.3	-3.0	4.4	-1.3	-0.2
EU	<14.8>	4.4	2.0	5.3	2.6	4.2
東アジア	<46.0>	4.8	-0.1	4.4	2.8	4.9
中国	<15.3>	6.9	-1.0	6.7	1.9	5.2
NIEs	<22.4>	3.5	-0.8	3.1	2.0	5.3
ASEAN4	<8.3>	4.6	3.5	4.0	6.3	3.6
その他	<19.1>	5.0	5.1	5.6	9.2	4.8
実質輸出計		3.0	0.6	5.1	1.9	3.3

## ( 2 ) 財別

( 季節調整済、前期比、% )

		平成19年 第1四半期	2	3	4	平成20年 1
中間財	<18.4>	2.0	0.6	4.9	1.6	2.2
自動車関連	<24.1>	3.0	1.8	5.9	6.6	3.0
消費財	<4.5>	-0.9	4.5	3.4	-0.2	4.3
情報関連	<11.0>	6.5	-1.8	4.2	2.3	-1.3
資本財・部品	<28.4>	3.0	1.7	3.2	2.8	4.2
実質輸出計		3.0	0.6	5.1	1.9	3.3

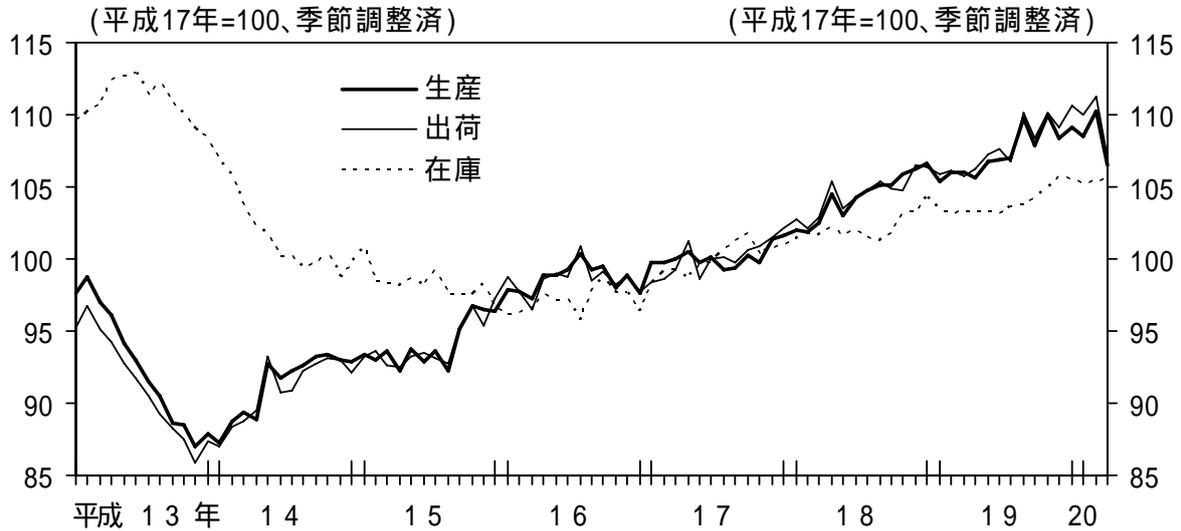
( 注 ) < >内は、19 年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEs は、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4 は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

## ( 生産は次第に増勢が一服 )

鋳工業生産は( 図表 4 ) 7 ~ 9 月、10 ~ 12 月に高めの伸びを示したあと、1 ~ 3 月は、概ね横ばいとなった。業種別にみると、電子部品・デバイスは、在庫調整が終了した 19 年後半に大幅に増加したあと、1 ~ 3 月は減少した。輸送機械は、好調な輸出や国内販売の持ち直しに加え、地震関連の挽回生産もあって、10 ~ 12 月はしっかりと増加したが、挽回生産が一巡したことなどから、1 ~ 3 月は横ばいとなった。一般機械は、弱めの動きとなった。この間、出荷も、10 ~ 12 月に増加したあと、1 ~ 3 月は概ね横ばいとなったが、いずれも生産に比べ若干強めの動きとなった。このため、在庫については( 図表 5 ) 電子部品・デバイスを含め、

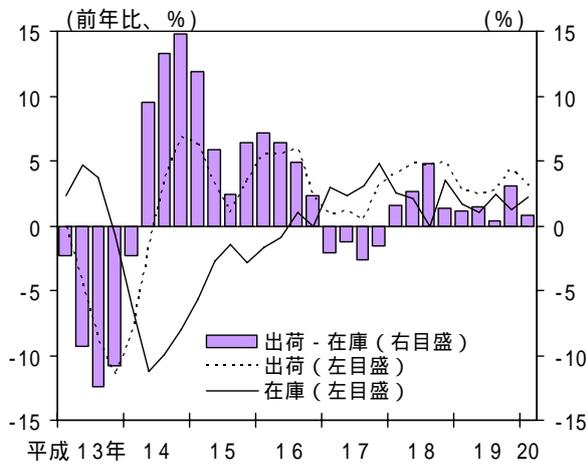
出荷と概ねバランスのとれた状態で推移した。

( 図表 4 ) 鋳工業生産・出荷・在庫

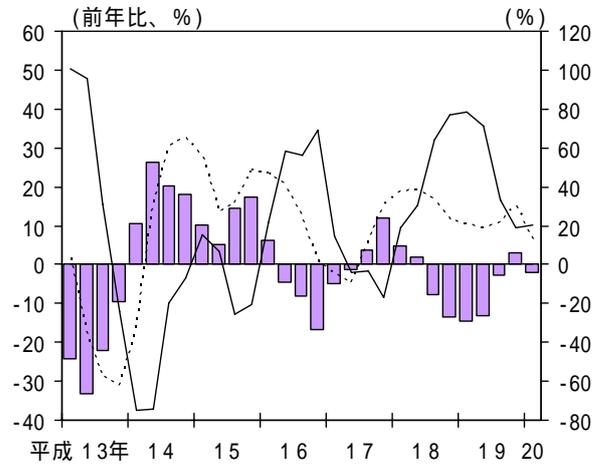


( 図表 5 ) 出荷・在庫バランス

( 1 ) 鋳工業全体



( 2 ) 電子部品・デバイス

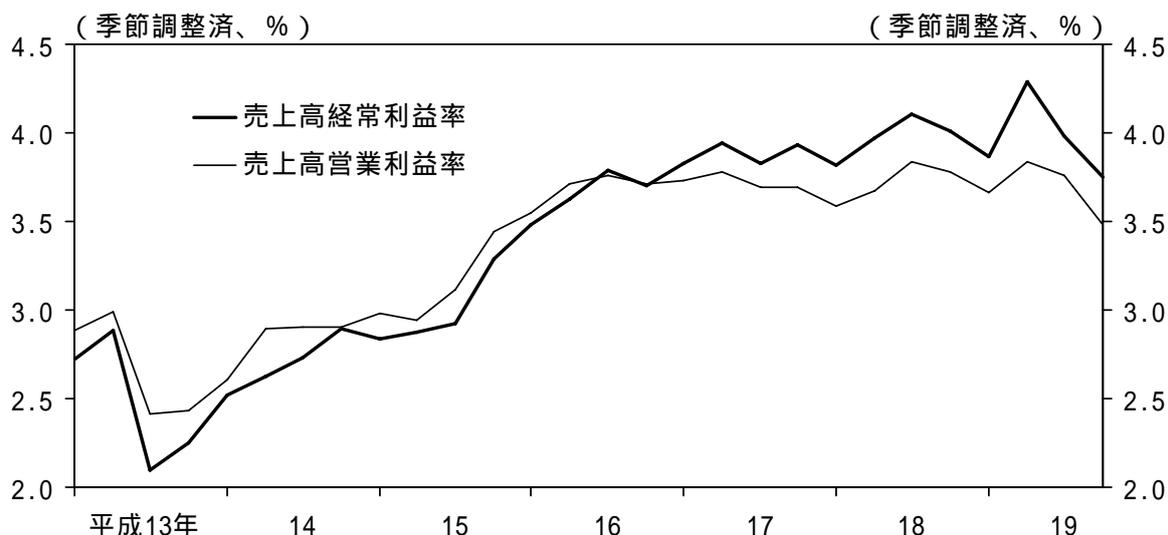


( 設備投資は次第に増勢が鈍化 )

企業収益は、高水準を維持しつつも、伸び悩んだ。売上高経常利益率は ( 図表 6 ) 4 ~ 6 月に過去最高となったあと、総じて堅調な売上げに加え、商品・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もあって、高

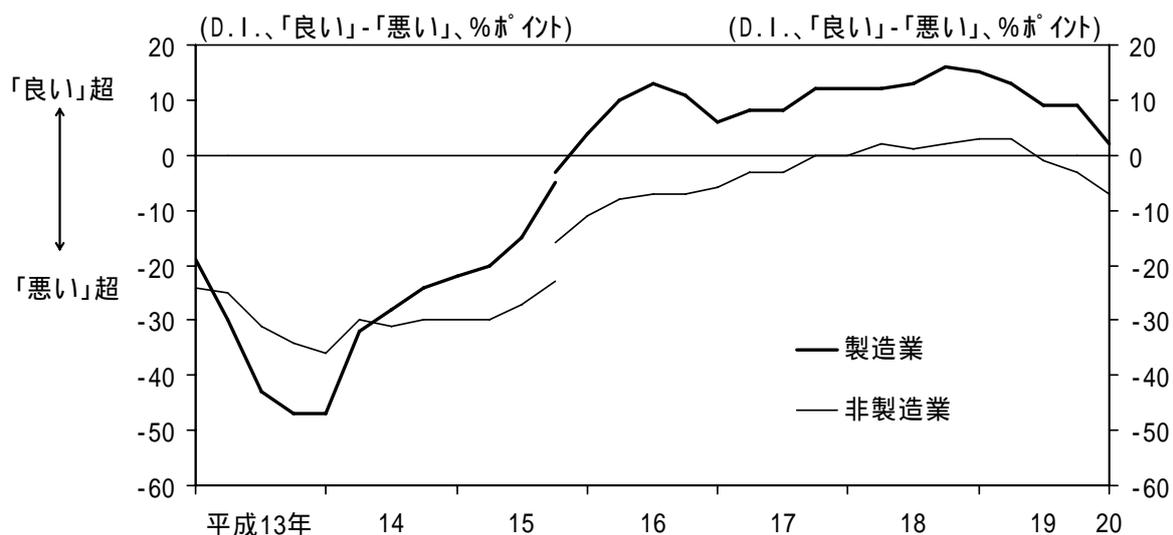
水準を維持したが、エネルギー・原材料価格高が下押し要因となり、緩やかに低下した。こうしたもとで、企業の業況感は（図表7）中小企業で悪化傾向が続いたほか、相対的に良好な水準にある大企業でも慎重さがみられ始めるなど、全体として次第に慎重化した。

（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）

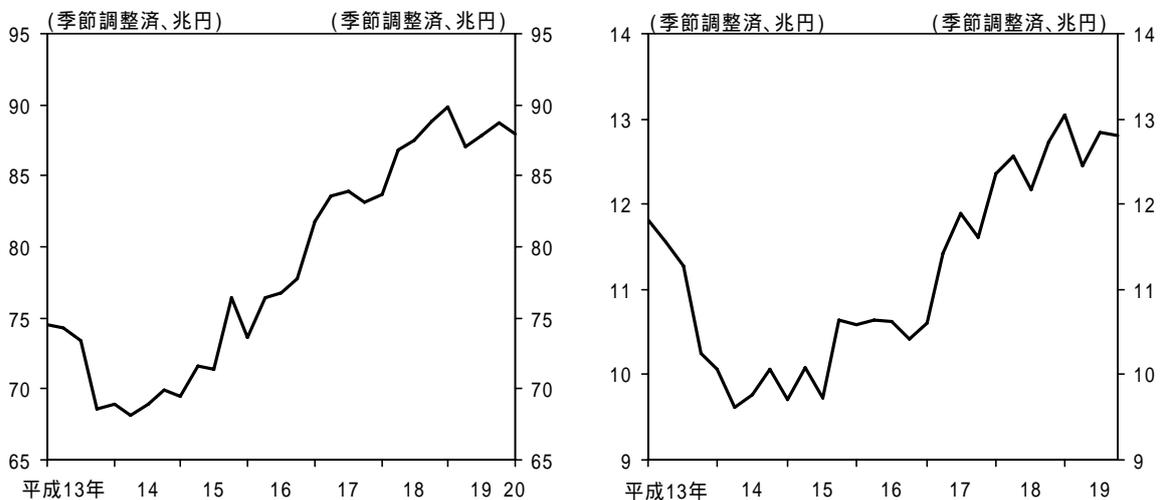


（注）短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続（段差）が生じている。

こうしたもとで、設備投資は、増加基調をたどりつつも、次第に増勢が鈍化した。GDPベースの実質設備投資や法人企業統計の名目設備投資は（図表8(1)(2)）19年半ば頃から、増勢が鈍化した。設備投資の同時指標である資本財総供給は、均してみると、高水準で横ばい圏内の動きとなった（図表8(3)）。設備投資の先行指標をみると（図表8(4)）機械受注は高水準での底堅い動きとなった。一方、建築着工床面積は、6月の改正建築基準法施行の影響から<sup>2</sup>、7～9月に大幅に減少したあと、10～12月には持ち直し、1～3月は横ばいとなった。

（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）



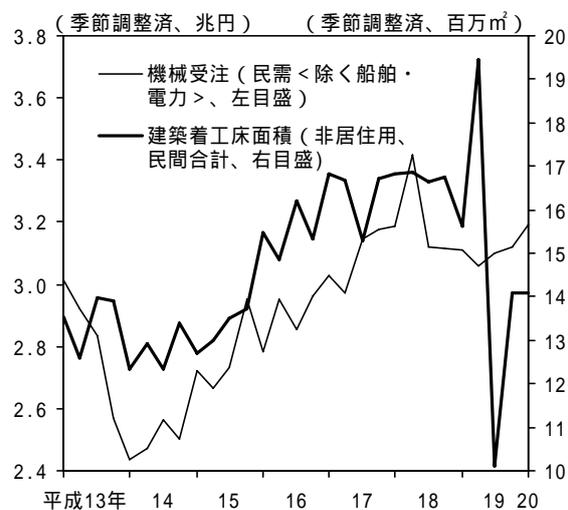
<sup>2</sup> 19年6月の改正建築基準法施行により、建築確認の審査基準が厳格化され、手続きが変更された。これを受けて、7月以降、後述の住宅を含めた建築物について確認申請や着工に遅れが生じた。

### ( 3 ) 資本財総供給



### ( 4 ) 設備投資の先行指標

#### ( 機械受注、建築着工床面積 )



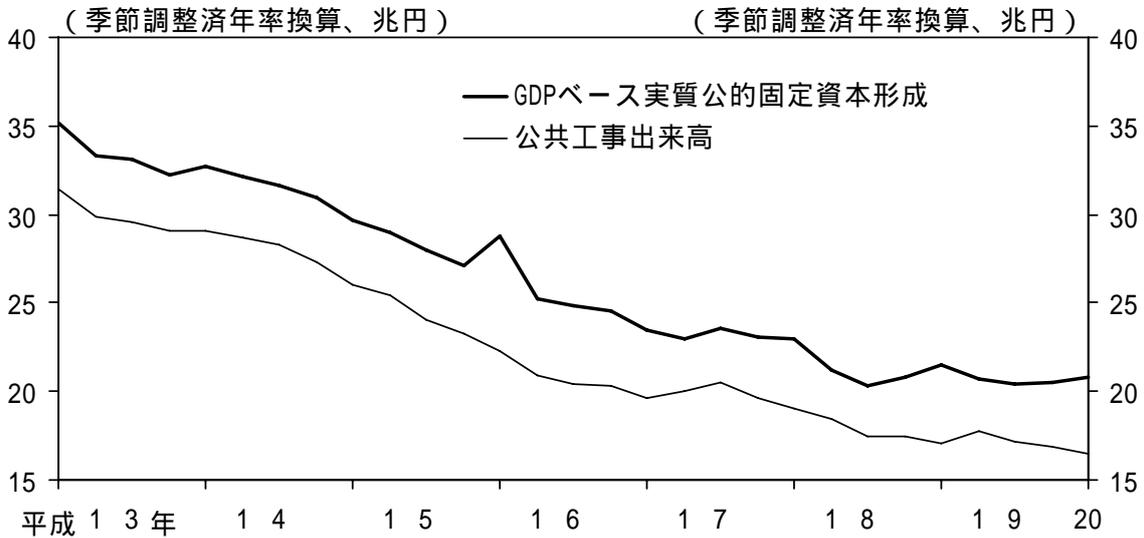
(注) 法人企業統計季報のデータは断層修正済み(4～6月調査時に行われるサンプル企業の変更および每期発生する回答企業の変化に対応するため、資本ストック等の変動に比例させて設備投資額を修正するもの)

### ( 住宅投資は大幅に減少 )

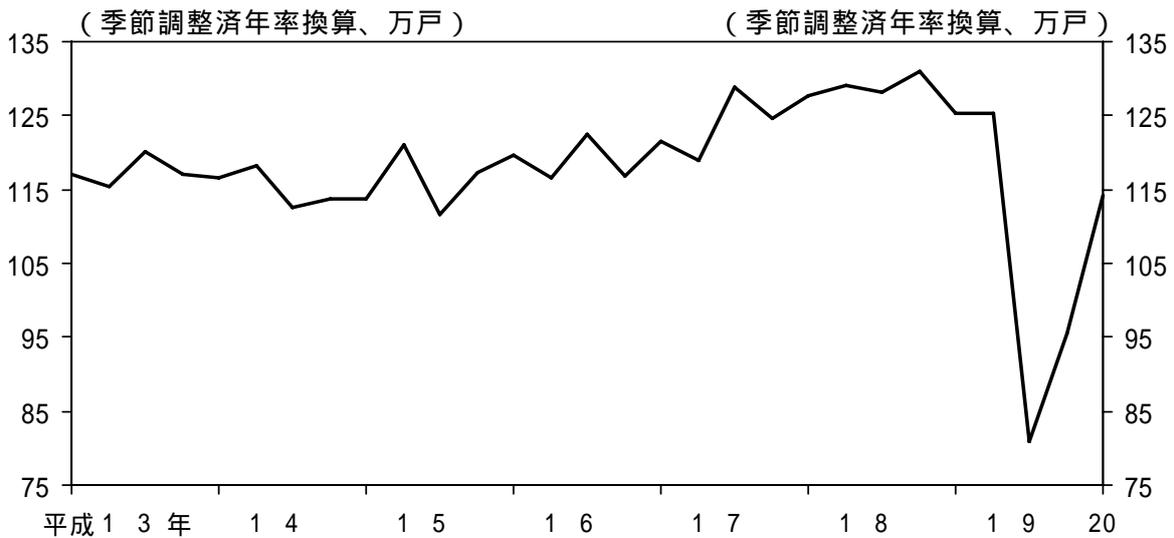
公共投資は(図表9(1))、国・地方の厳しい財政状況を背景に、低調に推移した。また、住宅投資については、改正建築基準法施行の影響から、7～9月、10～12月に大幅に減少したあと、1～3月は増加に転じた。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると(図表9(2))、7～9月に大きく落ち込んだあと、10～12月、1～3月には持ち直した。

( 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



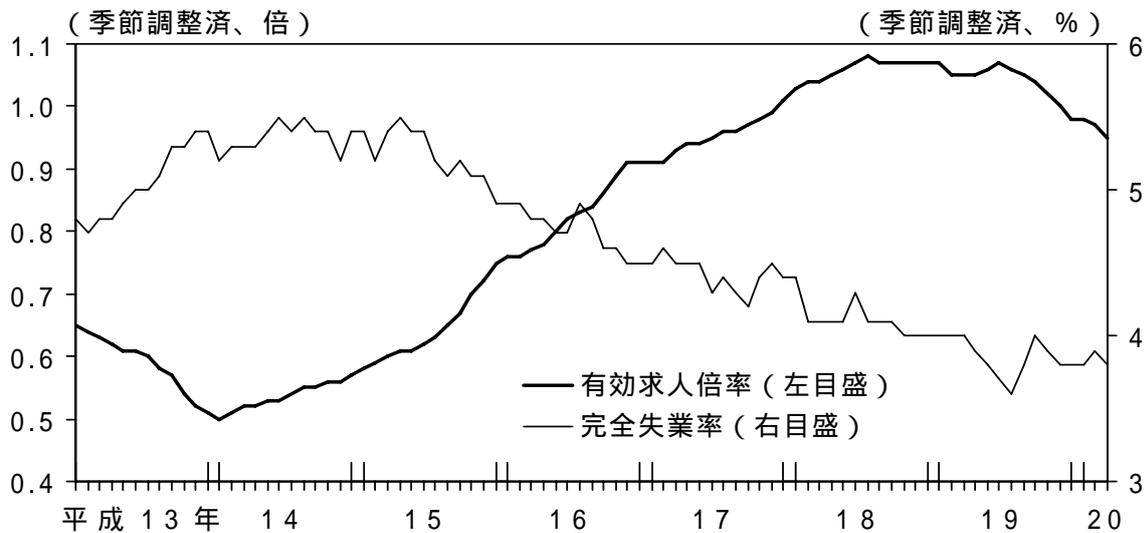
( 雇用者所得は緩やかに増加 )

労働需給面の動きをみると、景気減速により需給逼迫方向の動きは足踏みとなったが、総じて雇用不足感の強い状態で推移した。有効求人倍率は、幾分低下しつつも高めの水準で推移し、完全失業率についても、低下方向の動きは一服したものの、概ね4%弱の低めの水準で推移した( 図表 10(1) )。雇用面では、毎月勤労統計の常用労働者数が堅調な増加を続ける一方、労働力調査の雇用者数の増

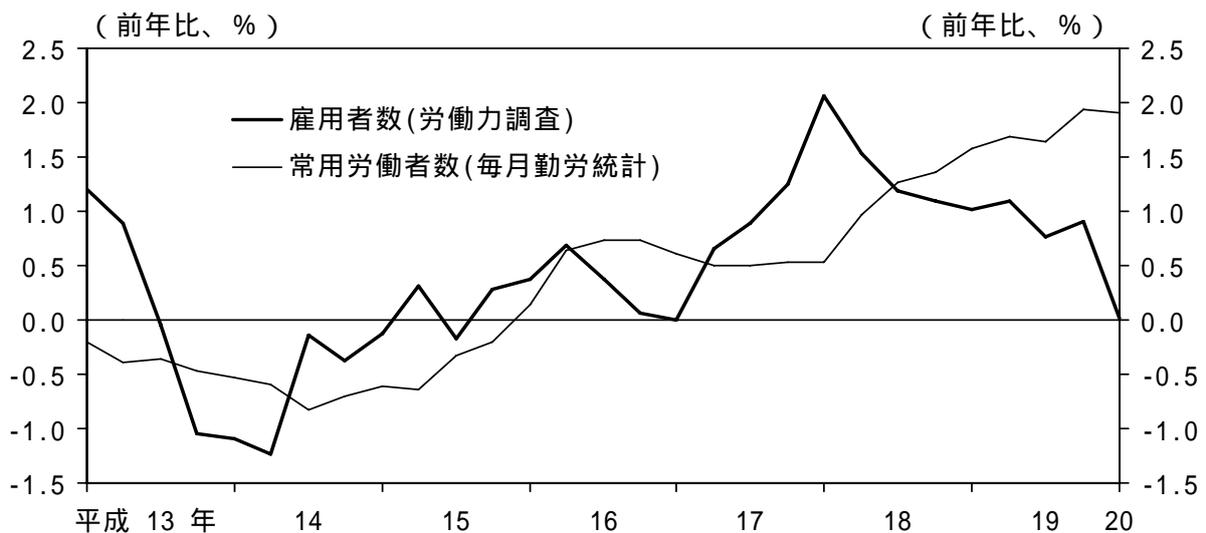
加テンポは次第に鈍化した（図表 10(2)）。賃金面では、企業の人件費抑制スタンスが根強い中で、賃金水準の高い団塊世代の退職や賃金水準の低い新規採用の増加なども影響し、やや弱めの動きとなっていたが、人手不足の長期化、パートから正規雇用への転換の動きなどから、年度末にかけて緩やかに改善した。これらの結果、雇用者所得は（図表 11）緩やかな増加を続けた。

（図表 10）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

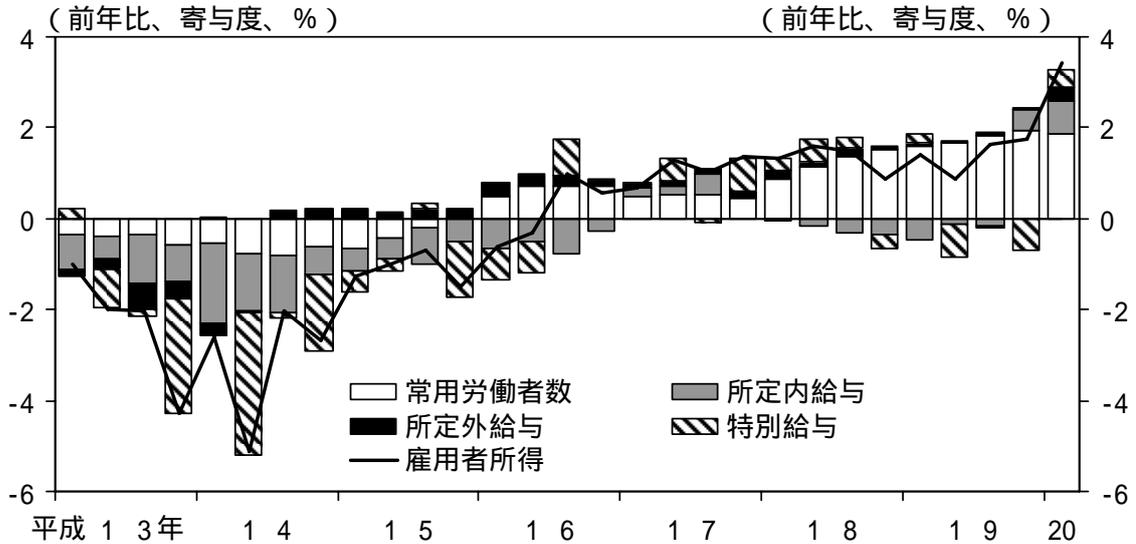


（2）雇用者数と常用労働者数



（注）常用労働者数（毎月勤労統計）は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



(注) 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、1～3月まで6四半期連続での増加となった(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))<sup>3</sup>、家電販売などが堅調に推移する中で、底堅く推移した。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」も(図表12(3))<sup>4</sup>、振れを伴いつつも、耐久消費財の好調を背景に、緩やかな増加基調で推移した。

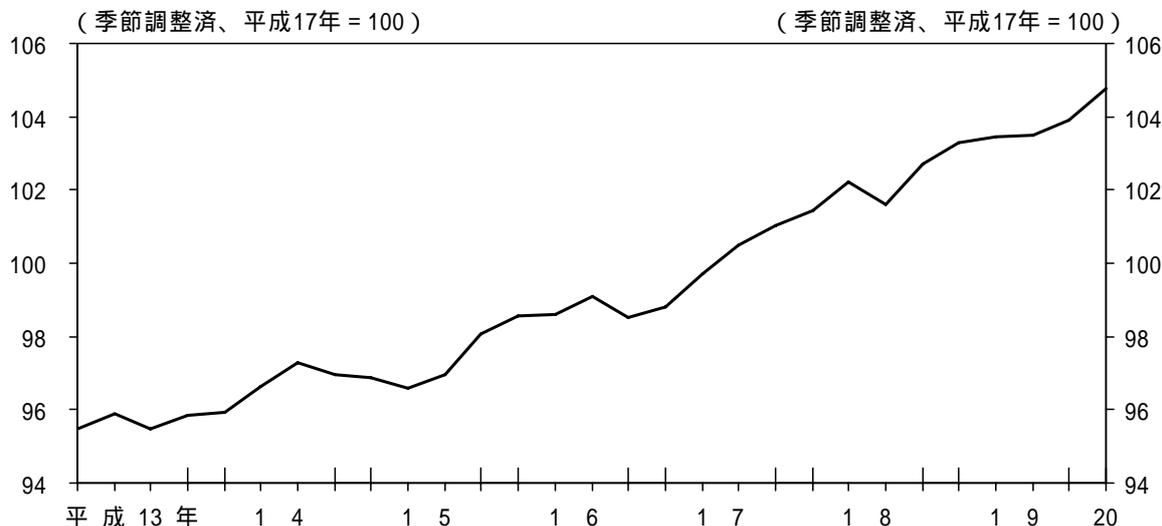
消費者コンフィデンスは(図表13)、石油製品や食料品の値上げの動きや株価の弱さなどが影響し、総じて慎重化した。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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。

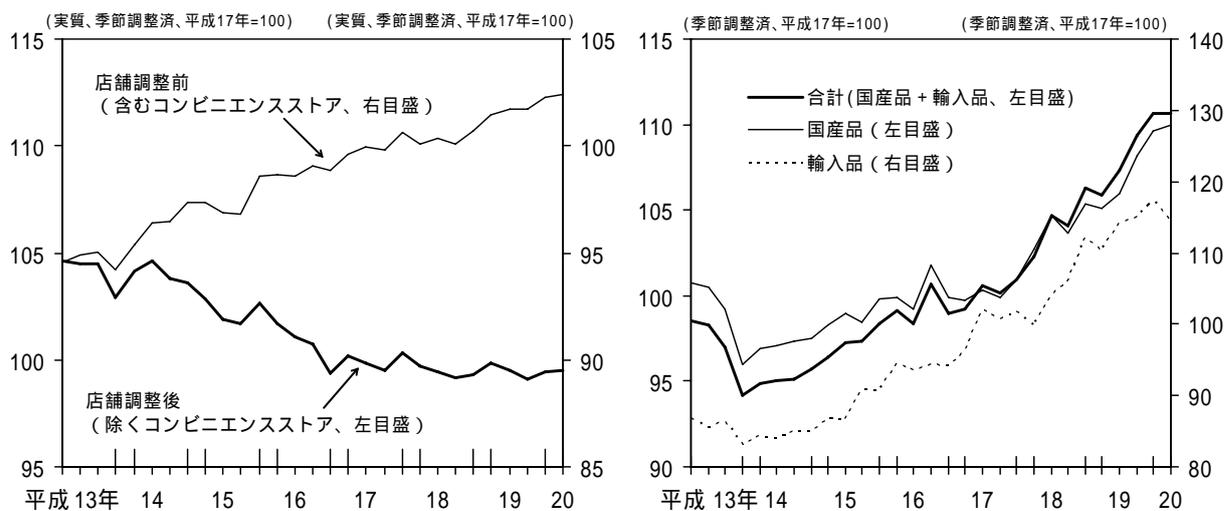
( 図表 12 ) 個人消費

( 1 ) 個人消費 ( 実質、GDPベース )



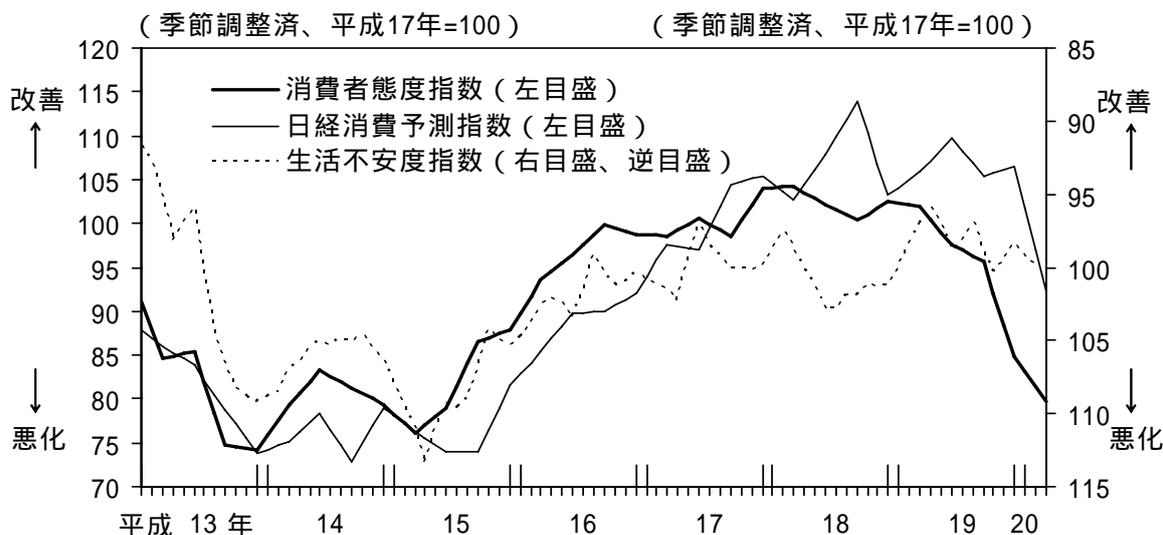
( 2 ) 販売統計合成指数

( 3 ) 消費財総供給



( 注 ) 販売統計合成指数については脚注 3 を参照。消費財総供給については脚注 4 を参照。

(図表 13) 消費者コンフィデンス



(注) 消費者態度指数(調査客体:全国一般5,000世帯弱)、日経消費予測指数(同:首都圏600人)、生活不安度指数(同:全国1,200人)は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

## (2) 物価

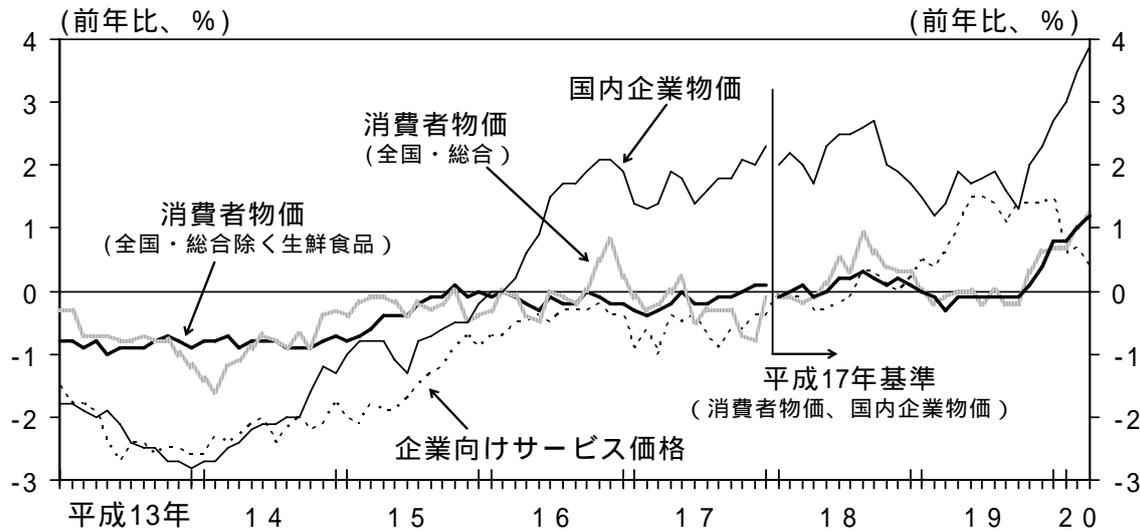
物価の動向をみると(図表14)、国内企業物価は、3か月前比で上昇を続け、前年比では、19年度上期に+1%台で推移したのち、下期には、国際商品市況高の影響などから、+3%台まで上昇率を高めた<sup>5</sup>。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は<sup>6</sup>、上期にゼロ%近傍で推移したあと、下期には、石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、+1%台までプラス幅を拡大させた<sup>7</sup>。

<sup>5</sup> 国内企業物価の前年比は、20年3月に+3.9%まで上昇したが、これは昭和56年2月(+5.6%)以来の大きな上昇率である。

<sup>6</sup> 「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。

<sup>7</sup> 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、20年3月に+1.2%まで上昇したが、これは消費税引き上げの影響を除いたベースでは、5年8月(+1.2%)以来の大きな上昇率である。

(図表 14) 物価

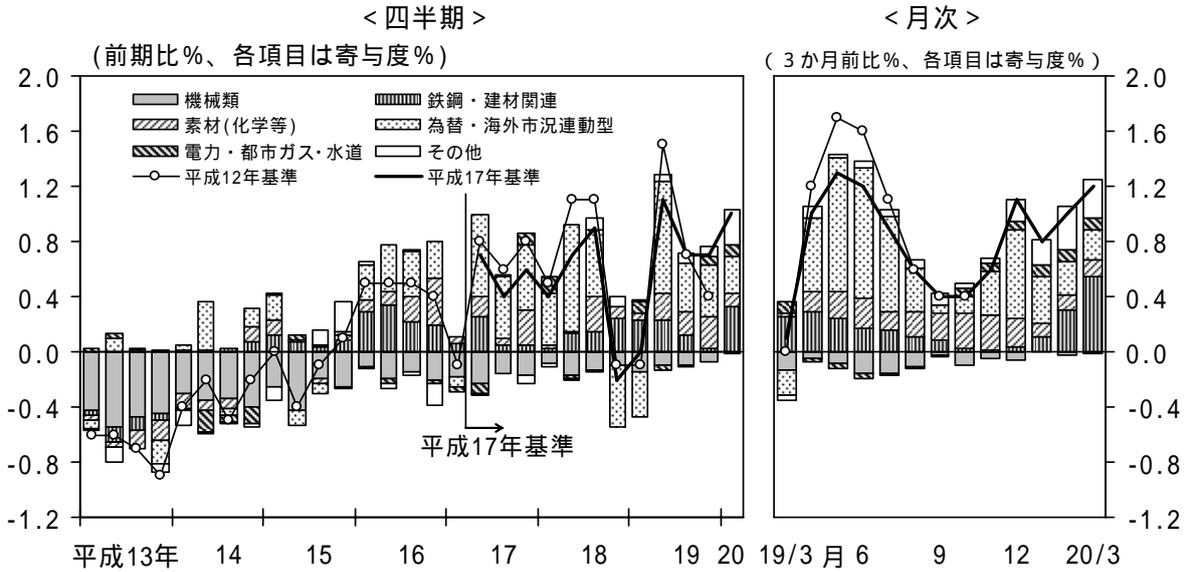


国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表 15)、「為替・海外市況連動型」は、石油・石炭製品の大幅な上昇を背景に、上昇を続けた。「電力・都市ガス・水道」や「素材(化学等)」は、燃料・原材料高などを背景に、緩やかな上昇を続けた。「その他」は加工食品を中心に、「鉄鋼・建材関連」はスクラップ類や鉄鋼を中心に、1～3月にかけて上昇傾向を強めた。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表 16)物価の基調的な動きに影響する経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで(図表 17)石油製品や食料工業製品のプラス幅拡大(ともに図中「財」に区分) 外食の緩やかな上昇や移動電話通信料のマイナス寄与縮小(ともに図中「一般サービス」に区分)などを背景に、プラス幅を拡大させた。

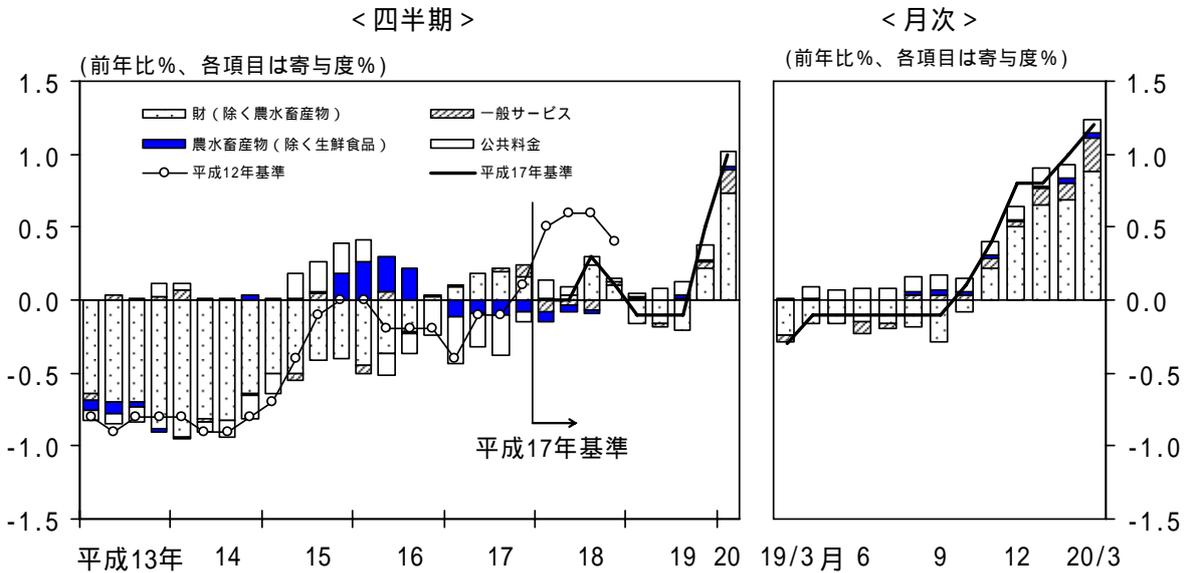
地価を公示地価で見ると(図表 18)三大都市圏での上昇幅の拡大と地方圏での下落幅の縮小が続いたことから、全国平均では、商業地、住宅地ともに2年連続での上昇となった。

(図表 15) 国内企業物価



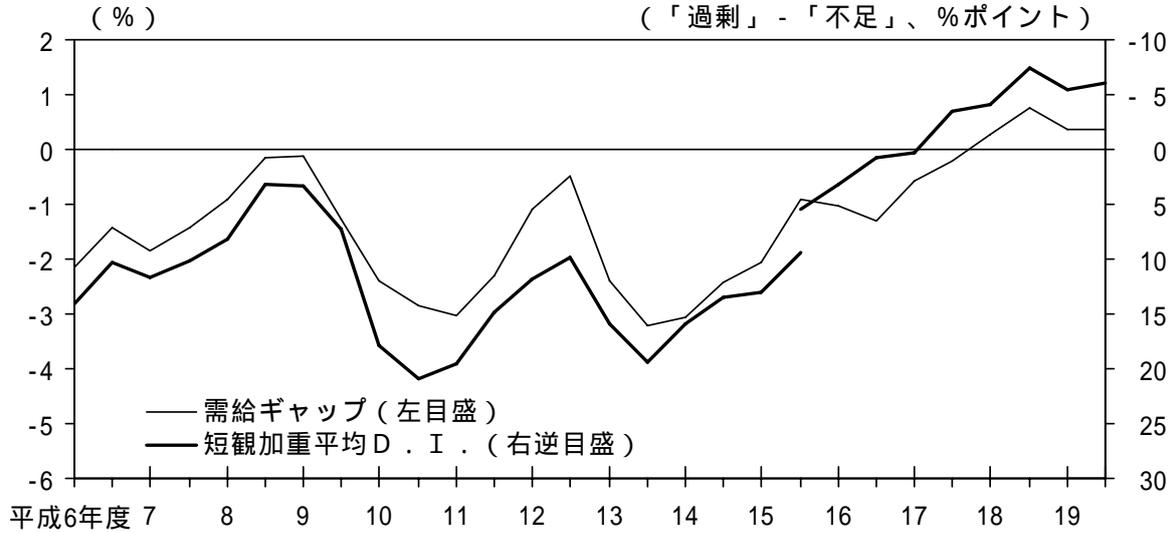
(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(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

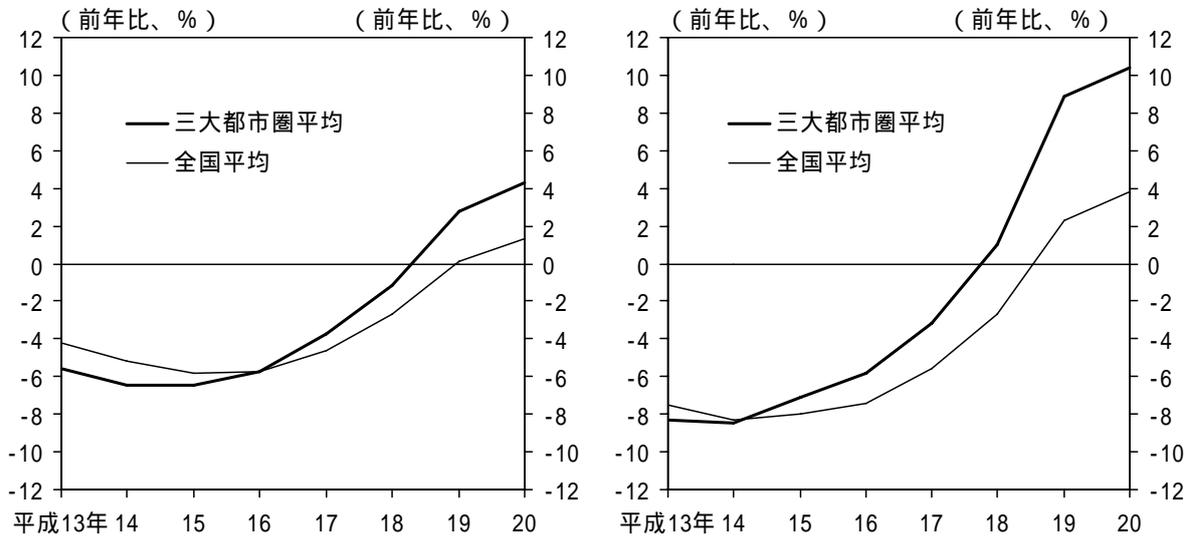


(注) 需給ギャップは、日本銀行調査統計局による試算。需給ギャップの推計には様々な推計誤差が含まれるため、十分な幅を持って評価する必要がある。短観加重平均D.I.は、短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率で加重平均したもの。なお、19年度下期の需給ギャップは19年第4四半期までのデータにより算出している。

(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 )

19年度下期の海外経済は、米国で景気の減速傾向が強まったが、全体としては拡大を続けた(図表19)。地域別にみると、米国では、住宅市場の調整が長引き、金融機関の与信姿勢が厳格化している中で、景気の減速傾向が強まった。欧州経済は、緩やかに減速しつつも、成長を続けた。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。

( 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、% )

		18年	19年	18年 第4四半期	19年 1	2	3	4	20年 1
米 国		2.9	2.2	2.1	0.6	3.8	4.9	0.6	0.6
欧 州	ユーロエリア	2.9	2.6	3.4	3.0	1.3	2.9	1.4	3.0
	ドイ ツ	3.1	2.6	4.0	2.6	0.7	2.7	1.1	6.3
	英 国	2.9	3.0	3.5	2.8	3.4	2.6	2.5	1.6
東 ア ジ ア	中 国	11.6	11.9	10.4	11.7	11.9	11.5	11.2	10.6
	NIEsおよび ASEAN4	5.5	5.8	5.0	5.0	5.7	6.2	6.2	

(注) NIEsおよびASEAN4<sup>8</sup>は、IMF公表のGDPウェイト(19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)、米欧市場を中心に、米国のサブプライム住宅ローン問題に端を発した広範な調整が続いた。こうした中、米国と欧州の株価は、金融機関の損失拡大や米国景気の悪化を巡る懸念が高まったことなどを受けて、大きく下落した。米国と欧州の長期金利は、「質への逃避」の動きなどから、大きく低下した。エマージング諸国・地域の金融市場では、米国景気の先行きに対する懸念などを受けて株価は下落したほか、対米国債スプレッド<sup>9</sup>は総じて

<sup>8</sup> 図表3の注を参照。

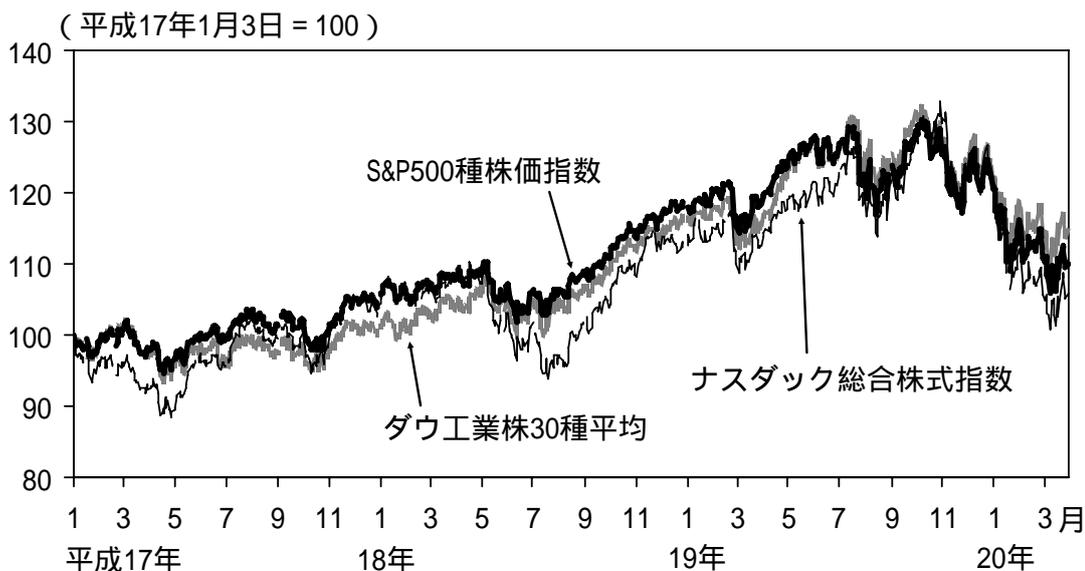
<sup>9</sup> これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

拡大した。

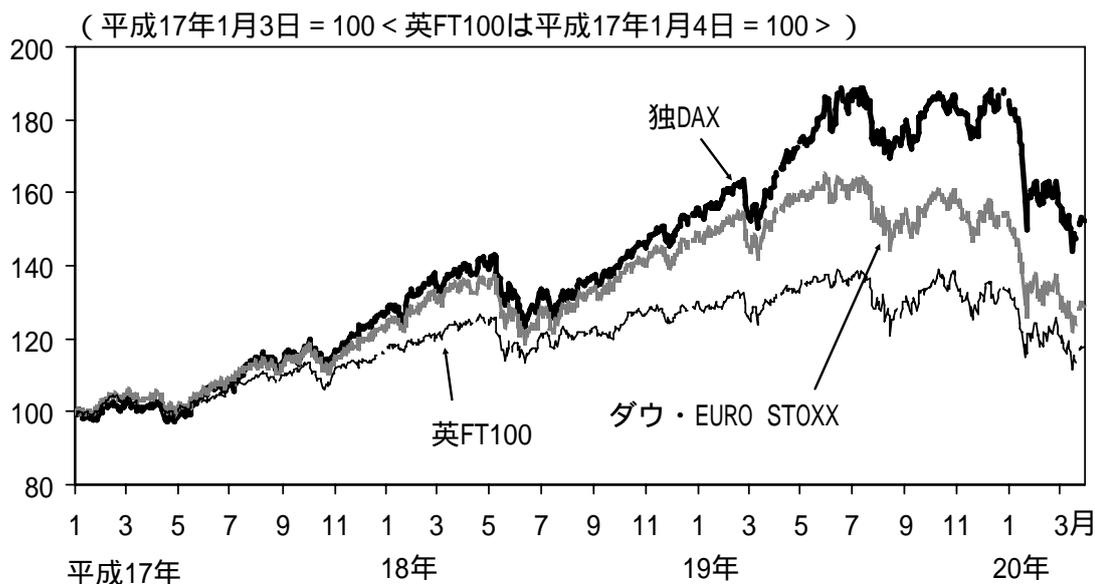
この間、12月および3月には、米欧の中央銀行5行（カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行）が共同で、短期金融市場における資金調達圧力の高まりに対処するための方策を公表した。

（図表 20）欧米の株価と長期金利

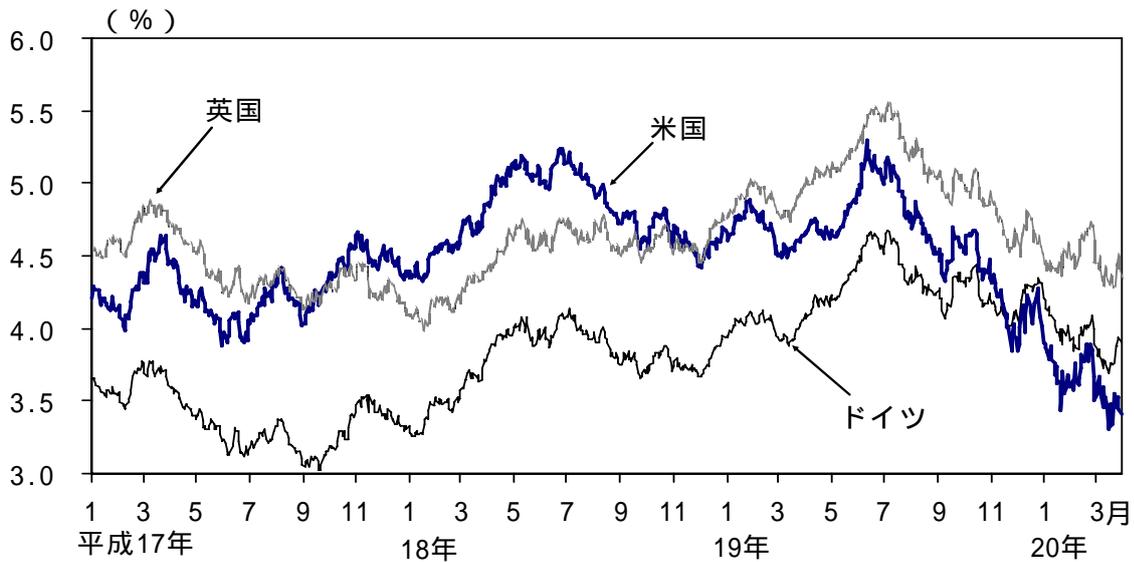
（ 1 ）米国の株価



（ 2 ）欧州の株価



( 3 ) 欧米の長期金利 ( 国債 10 年物 )



( 米国では景気の減速傾向が強まる )

米国では、景気の減速傾向が強まった。設備投資は、減速しつつも、緩やかな増加基調を維持した。一方、住宅投資は大幅な減少を続けた。個人消費は、引き続き増加したが、減速感を強めた。この間、企業の生産活動は鈍化したほか、雇用者数も増勢が鈍化した後、減少に転じた。対外バランス面をみると、財・サービス貿易収支は、高水準の赤字を続けた。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格の動きを主因に、高めの伸び率で推移した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比上昇率も、高めで推移した。

株価をみると ( 図表20(1) )、10月から11月下旬にかけては、低調な企業決算や金融機関の損失拡大を巡る懸念が高まったことを受けて下落した。その後、一時上昇する局面もみられたが、1月入り後は、米国景気の先行きに対する懸念が高まったことも加わり、さらに下落した。

長期金利 ( 国債10年物利回り ) の動きをみると ( 図表20(3) )、「質への逃避」の動きや大幅な利下げなどを背景に、3月末にかけて3%台半ばまで大きく低下した。

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、10月、12月、1月、3月の4回の定例会合と1月の緊急会合で、計2.50%引き下げ、2.25%とした。また、前述の米欧の中央銀行が共同で公表した、短期金融市場における調達圧力に対処する方策として、米国連邦準備制度は、12月に入札型ターム物貸出制度、3月にターム物債券貸出制度を導入したほか、12月に欧州中央銀行、スイス国民銀行との間で為替スワップ協定を締結し、3月にはその上限金額の引き上げを決定した。このほか、3月に、プライマリー・ディーラー向けの流動性供給手段としてプライマリー・ディーラー貸出制度を導入するなど、市場安定化のための施策を講じた。

( 欧州経済は緩やかに減速しつつも成長を持続 )

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアは、緩やかに減速しつつも、成長を続けた。すなわち、輸出は、米国などの減速を受けて、振れを伴いつつも、増勢が鈍化した。設備投資は増加傾向を維持したが、住宅投資は減速した。また、個人消費は、エネルギー・食料品価格の上昇や景気の先行き不透明感を受けて、減速した。この間、消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー・食料品価格の動きを主因に、11月以降+3%を上回る高めの伸び率で推移した。この間、金融政策面では、欧州中央銀行は、政策金利(主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利)を4.0%に据え置いた。また、前述の米欧の中央銀行が共同で公表した施策として、欧州中央銀行は、12月に米国連邦準備制度との間でスワップ協定を締結し、さらに3月には、スワップ協定の上限額引き上げを決定し、これを原資としたドル資金供給オペを実施した。

英国経済は、緩やかに減速しつつも、成長を続けた。こうした中、消費者物価の前年比上昇率は、+2%程度から+2%台半ばまで拡大した。金融政策面では、イングランド銀行は、12月、2月に政策金利を0.25%ずつ引き下げ、5.25%とした。この他、前述の米欧の中央銀行が共同で公表した施策として、イングランド銀行は、12月と3月に、ターム物ポンド資金供給オペの増額・担保範囲の拡大を実施した<sup>10</sup>。

この間、ユーロエリアおよび英国の株価は( 図表20(2) )、金融機関の損失拡大

---

<sup>10</sup> このほか、スイス国民銀行では、米国連邦準備制度との間でスワップ協定を締結し、それを原資にドル資金供給オペを行ったほか、カナダ銀行ではターム物カナダドルの資金供給オペを実施した。

や米国景気の先行きに対する懸念が高まったことなどから、米国株に連れて大きく下落した。

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)）、基本的には米国金利に連れて推移し、低下傾向をたどった。ただし、大幅な利下げが行われた米国に比べると、その低下幅は小幅にとどまった。

（東アジア経済は緩やかな景気拡大を継続）

N I E s ・ A S E A N 4 では、総じて緩やかな景気拡大が続いた。輸出および生産は、情報関連・非情報関連ともに、緩やかな増加を続けた。また、多くの国・地域において、良好な雇用情勢やなお緩和的な金融環境などを背景に、内需は総じて堅調な増加を続けた。この間、物価面をみると、消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー・食料品価格の動きを主因に、拡大傾向をたどった。

中国経済は、内外需ともに力強い成長を続けた。輸出が大幅な増加を続けたほか、固定資産投資も、中国当局による過熱抑制策の効果もあって一時減速する局面もみられたが、均してみれば引き続き高い伸びとなった。生産や個人消費も、堅調な増加を続けた。物価面では、食料品価格の上昇を主因に、消費者物価の前年比上昇率は拡大を続けた。

金融政策面では、台湾中央銀行は、商品市況の高騰によりインフレ圧力が高まったことなどを背景に、二度に亘って政策金利を計0.25%引き上げて3.5%とした。一方、足もとのインフレ率の安定などを背景に、フィリピン中央銀行は、四度に亘って政策金利を計1.0%引き下げて5.0%とし、インドネシア銀行は、政策金利を0.25%引き下げて8.0%とした。この間、中国人民銀行は、過剰流動性への懸念などから、五度に亘って預金準備率を引き上げたほか、12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、N I E s ・ A S E A N 4 の株価は、米国景気の先行きに対する懸念が高まったことなどを受けて下落した。一方、中国の株価は、当局が国内景気の過熱感を抑制する姿勢を示したことなどもあって、10月中旬以降は大幅に下落した。この間、N I E s ・ A S E A N 4 の対米国債スプレッドは、総じて拡大した。

## 2．金融面の動向

### (1) 短期金融市場

平成19年度下期のわが国の短期金融市場は、サブプライム住宅ローン問題を背景とした米欧短期金融市場の需給逼迫の影響から、ユーロ円金利（TIBOR3か月物）に上昇圧力がかかるなど、神経質な動きが一部にみられた（図表21）。もっとも、その変動は、欧米に比べ小幅であったほか、ターム物でも<sup>11</sup>、FB（政府短期証券）利回りは、総じて横ばい圏内の動きとなった。また、翌日物金利については、無担保コールレート（オーバーナイト物）が<sup>12</sup>、日本銀行の誘導目標である0.5%前後で概ね安定的に推移した。このように、米欧金融市場の混乱のわが国への波及は、全体としてみると、限定的なものにとどまった。

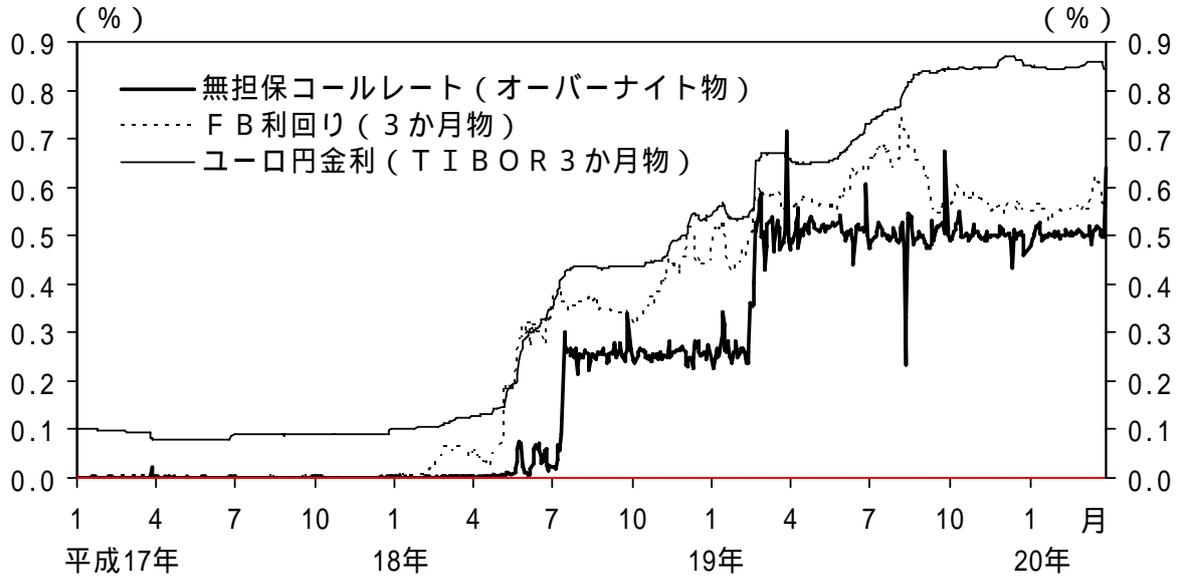
この間、日本銀行は、海外の中央銀行と緊密に連携しながら海外市場の動向を把握するとともに、わが国短期金融市場の動向を踏まえ、多様なオペレーション手段を活用して適切な資金供給に努め、レートの安定化を図った。また、前述のように、12月と3月には、米欧の中央銀行5行が、金融市場における調達圧力の高まりに対処するための方策を公表し、日本銀行は、これらの措置を歓迎する声明を発表した（参考1、参考2）。

---

<sup>11</sup> ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。ここでは、3か月物金利を中心に説明する。

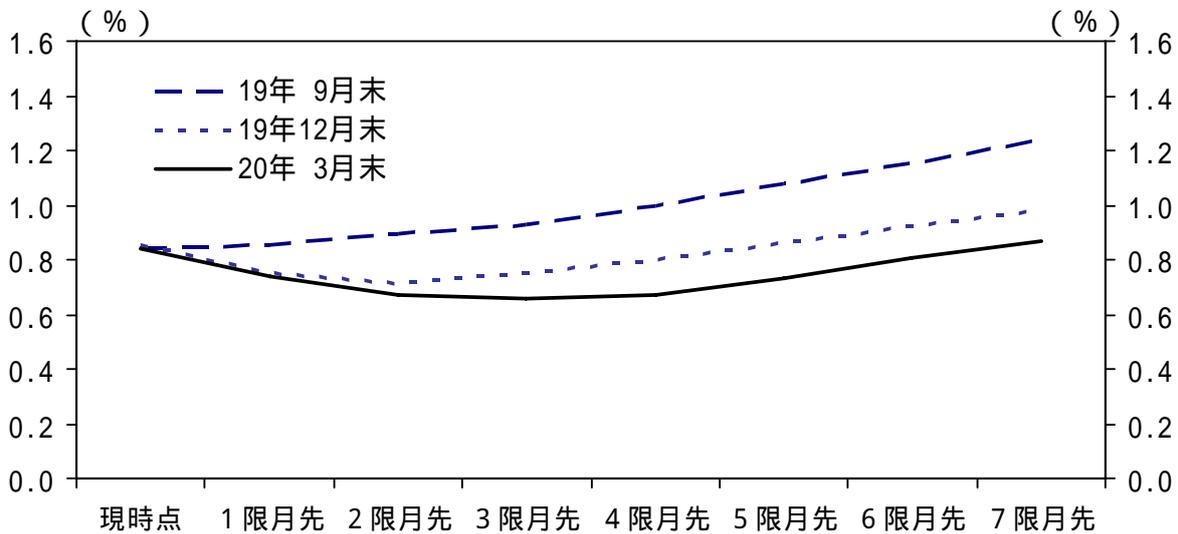
<sup>12</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

(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、利上げ観測の後退から、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、20年3月末時点(実線)における1限月先(20年6月央)のユーロ円金利の市場予想値が0.74%、2限月先(20年9月央)が0.67%、3限月先(20年12月央)が0.66%であったことを表している。

(参考1)

2007年12月12日

日本銀行

### 本日の5中央銀行の措置について

本日、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、連邦準備制度およびスイス国民銀行は、短期金融市場における調達圧力の増大に対処するための方策を公表した。

日本銀行は、これらの措置を歓迎し、国際金融市場の安定確保に貢献することを期待する。日本の短期金融市場は落ち着いているが、今後とも、年末越え資金の供給を含め適切な金融市場調節を通じて、市場の安定に努めていく所存である。

### 各国中央銀行の措置

各国中央銀行の措置については、下記ウェブサイト参照。

カナダ銀行	<a href="http://www.bankofcanada.ca">http://www.bankofcanada.ca</a>
イングランド銀行	<a href="http://www.bankofengland.co.uk">http://www.bankofengland.co.uk</a>
欧州中央銀行	<a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a>
連邦準備制度	<a href="http://www.federalreserve.gov">http://www.federalreserve.gov</a>
スイス国民銀行	<a href="http://www.snb.ch">http://www.snb.ch</a>

### その他の公表文

スウェーデン中央銀行	<a href="http://www.riksbank.se">http://www.riksbank.se</a>
------------	---

(参考2)

2008年3月11日

日本銀行

### 3月11日の5中央銀行の措置について

G10諸国の中央銀行は、昨年12月の協調行動の後も、金融市場における資金調達圧力に対し、密接に協調し常時連携を取りながら、対処してきた。足もと、いくつかの市場では、再び資金調達圧力が高まっている。われわれは、引き続き協調して、これらの調達圧力に対処するため、適切な措置を講じていく。

本日、こうした目的のもと、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、連邦準備制度およびスイス国民銀行は、諸措置を公表した。

日本銀行は、これらの措置を歓迎し、国際金融市場の安定確保に貢献することを期待する。日本の短期金融市場は、国際金融市場の動揺の中にあっても、なお比較的落ち着いている。日本銀行としては、今後とも、年度末越え資金の供給を含め適切な金融市場調節を通じて、市場の安定に努めていく所存である。

#### 各国中央銀行の措置

各国中央銀行の措置については、下記ウェブサイト参照。

カナダ銀行	<a href="http://www.bankofcanada.ca">http://www.bankofcanada.ca</a>
イングランド銀行	<a href="http://www.bankofengland.co.uk">http://www.bankofengland.co.uk</a>
欧州中央銀行	<a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a>
連邦準備制度	<a href="http://www.federalreserve.gov">http://www.federalreserve.gov</a>
スイス国民銀行	<a href="http://www.snb.ch">http://www.snb.ch</a>

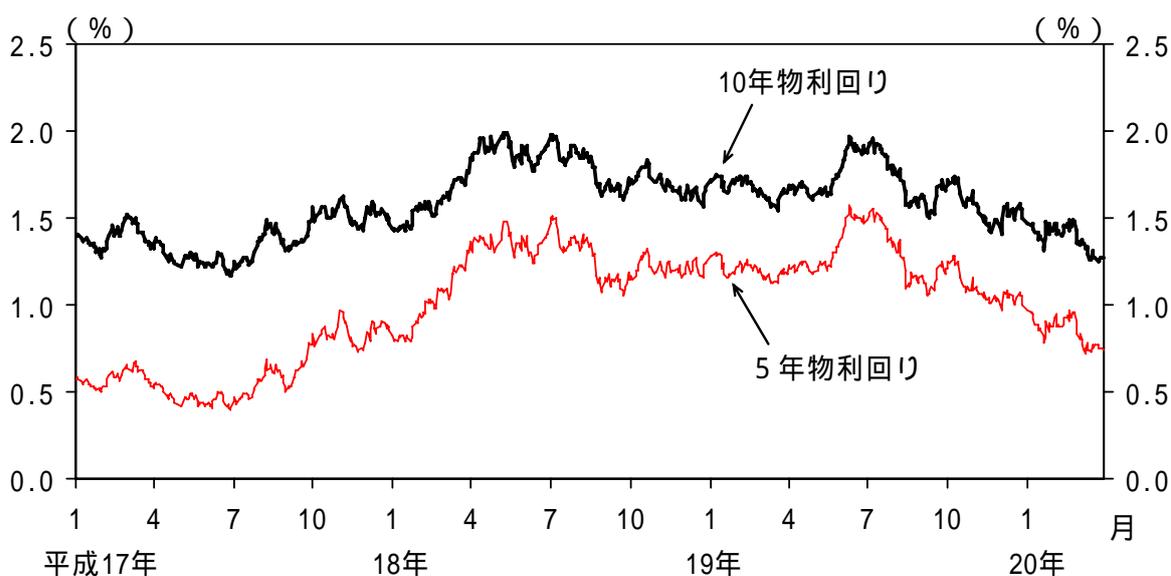
#### その他の公表文

スウェーデン中央銀行	<a href="http://www.riksbank.se">http://www.riksbank.se</a>
------------	---

## (2) 債券市場

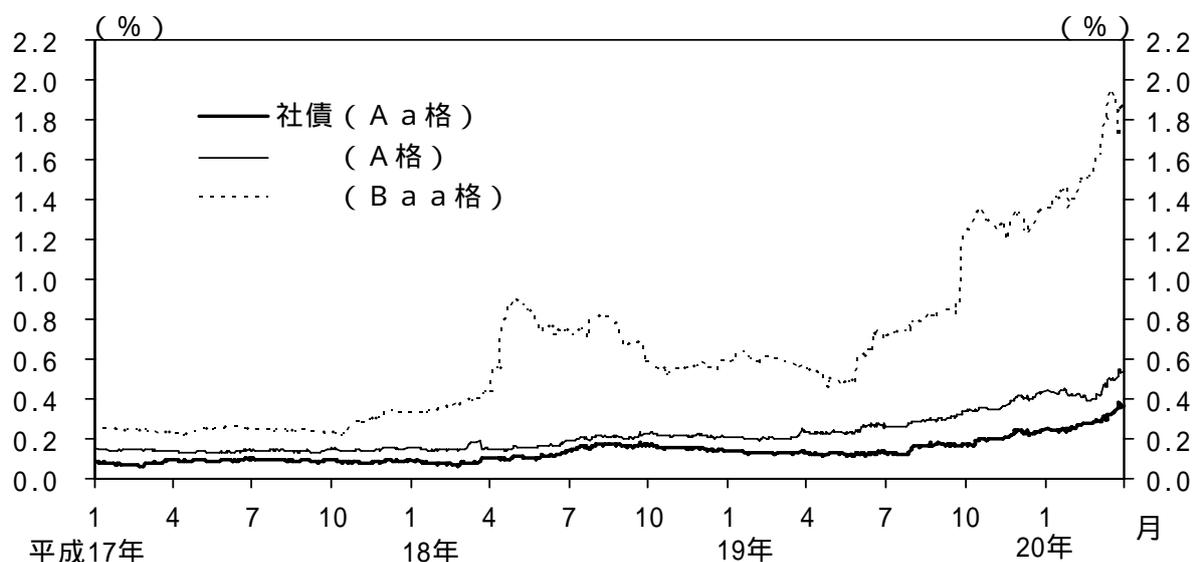
19年度下期の債券市場の動向をみると(図表23)、長期国債(10年債)の流通利回りは、米欧の長期金利の低下や景況感の慎重化などを背景に、低下傾向をたどり、3月中旬には、17年7月以来の水準となる1.2%台まで低下した。

(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)については(図表24)、低格付銘柄や一部業種において拡大する動きがみられた。もっとも、米欧市場と比べると、わが国では、利回り格差の拡大幅は総じて限定的なものにとどまった。

(図表 24) 社債と国債との流通利回り格差

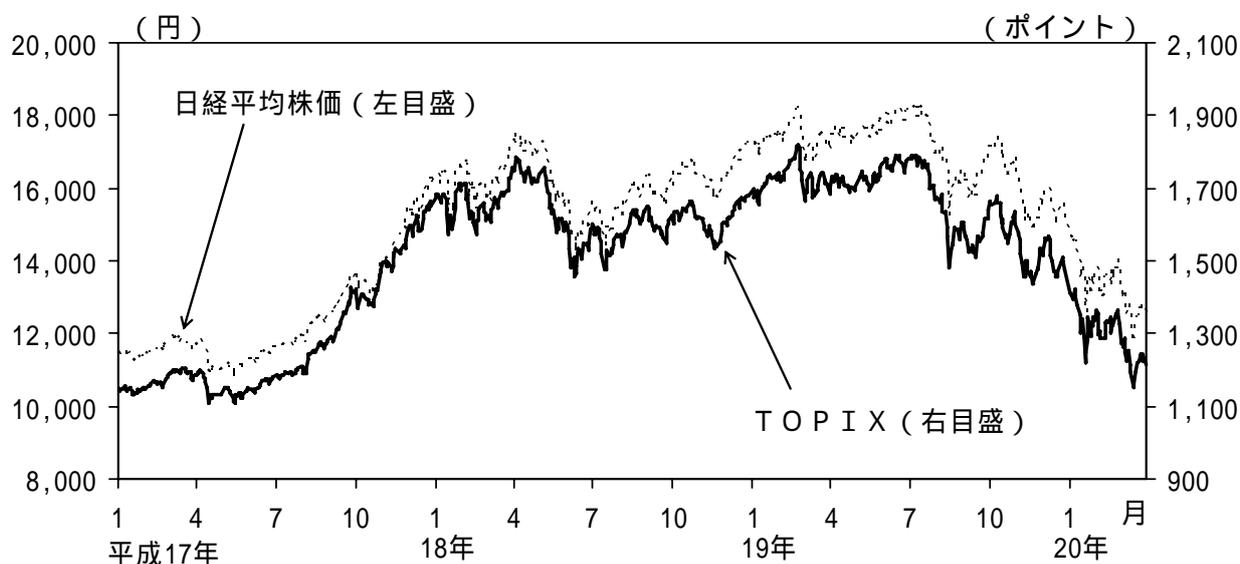


(注) 社債、国債とも残存年数 5 年。ただし、社債は残存年数 4 年以上 6 年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けはムーディーズによる。

### ( 3 ) 株式市場

19 年度下期の株式市場の動向をみると (図表 25)、株価は、世界的な株価下落や為替円高化などを背景に、大幅に下落した。日経平均株価は、振れの大きい相場展開をたどり、3 月中旬に、17 年 8 月以来となる 1 万 1 千円台まで下落した後、年度末にかけて 1 万 2 千円台で推移した。

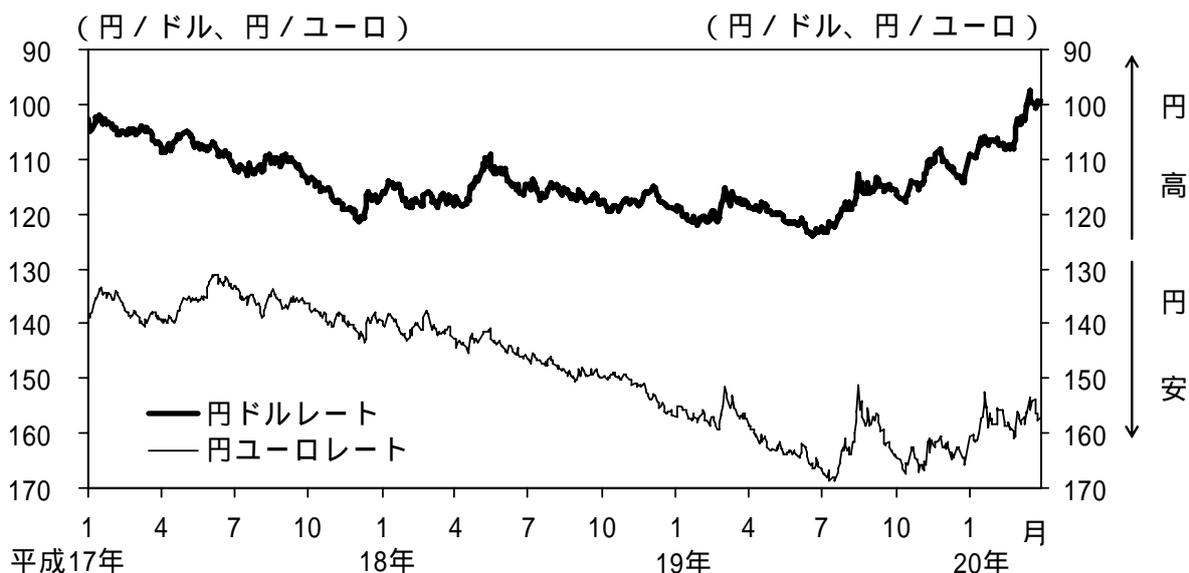
(図表 25) 株価



#### (4) 外国為替市場

19年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表26)、サブプライム住宅ローン問題に伴う米国経済の先行き不確実性の高まりなどから、ドルが主要通貨に対して減価する中で、円は振れを伴いつつも増価傾向をたどった。円の対米ドル相場は、2月下旬から3月中旬にかけて、一時、7年8月以来となる95円台まで上昇し、その後も、概ね100円前後の水準で推移した。円の対ユーロ相場も、3月中旬に151円台まで上昇した後、155円前後の水準で推移した。こうした円相場の動きを実質実効ベースでみると、ここ数年続いてきた円安傾向が、19年度半ばに反転し、円高方向で推移している(図表27)<sup>13</sup>。

(図表26) 円ドル、円ユーロレート



<sup>13</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、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 27) 円の実質実効為替レート



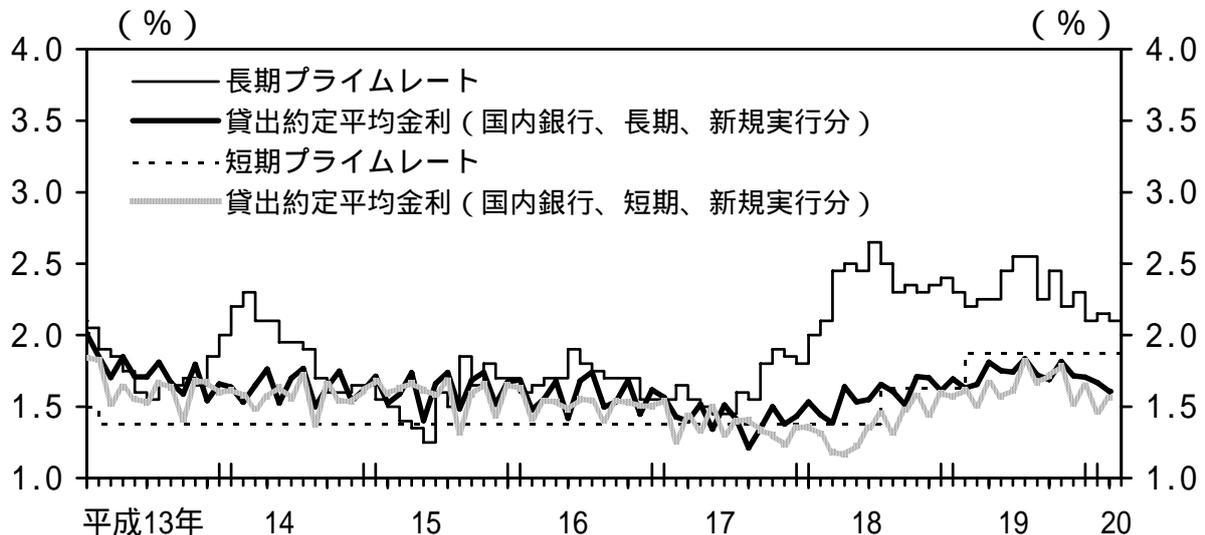
### (5) 貸出金利、CP・社債発行金利

19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)<sup>14</sup>は、当期中は1.875%の水準で推移した。長期プライムレートは、長期金利の動きを受けて、引き上げ、引き下げの双方がみられたが、期間を通してみれば0.15%ポイント低下した。

国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期・長期とも、振れを伴いつつも横ばい圏内の動きとなった。

また、銀行の預金金利も、横ばい圏内で推移した。

(図表28) 貸出金利

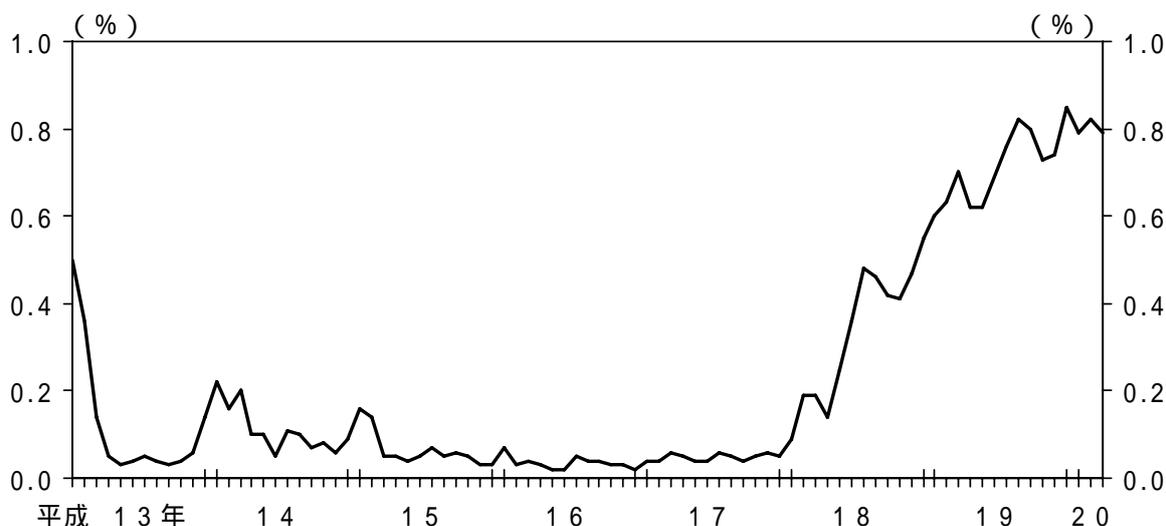


(注) 貸出約定平均金利は、2月までの計数。

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、期間を通してみれば、概ね横ばいの動きとなった。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。

<sup>14</sup> 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 )

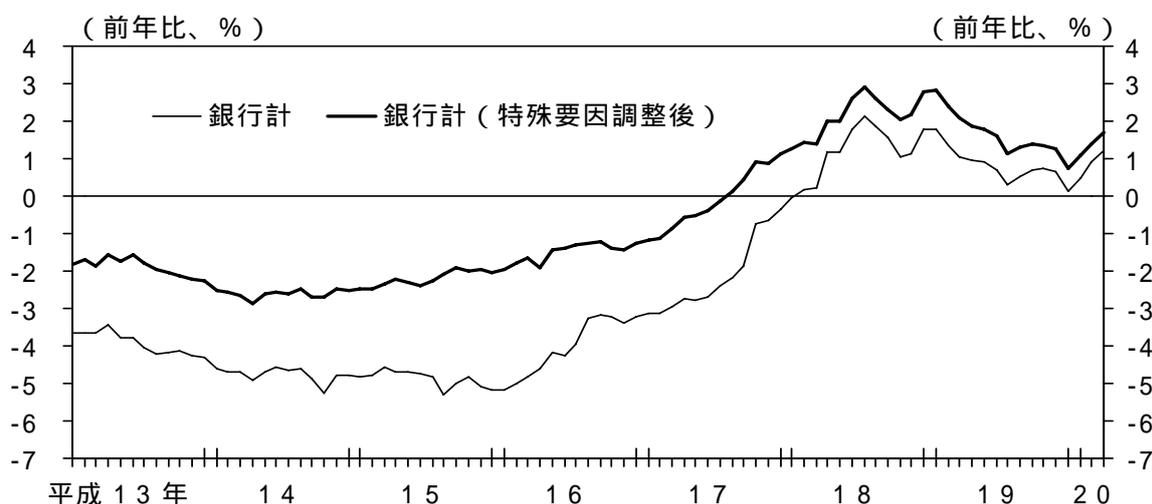


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

## ( 6 ) 企業金融

19 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 (特殊要因調整後<sup>15</sup>) は (図表 30)、増加が続いた。また、C P・社債の発行残高<sup>16</sup> は (図表 31)、昨年を上回って推移した。

(図表 30) 民間銀行貸出

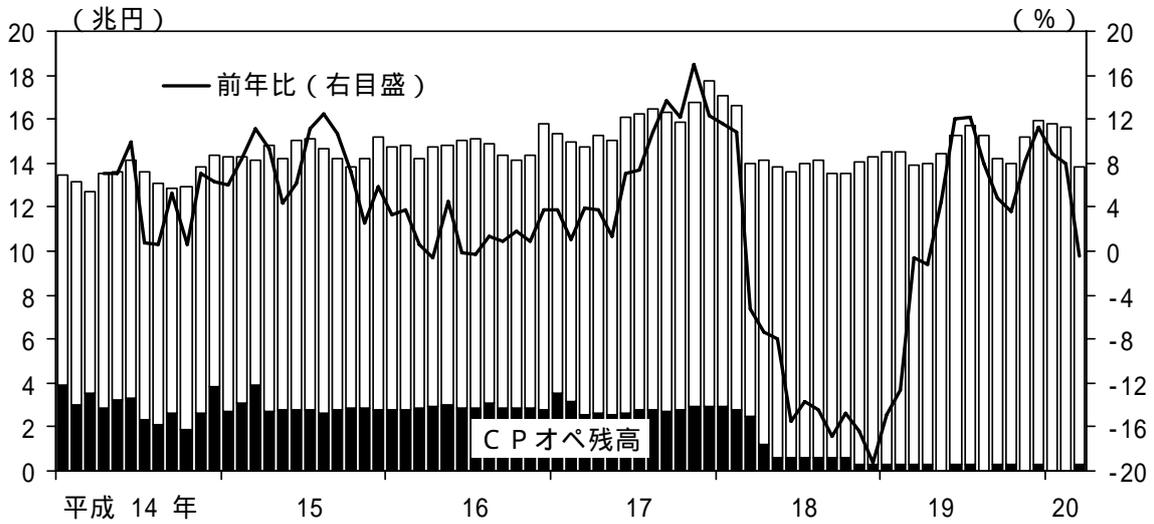


<sup>15</sup> 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

<sup>16</sup> 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門 (居住者) が発行した普通社債の残高。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。

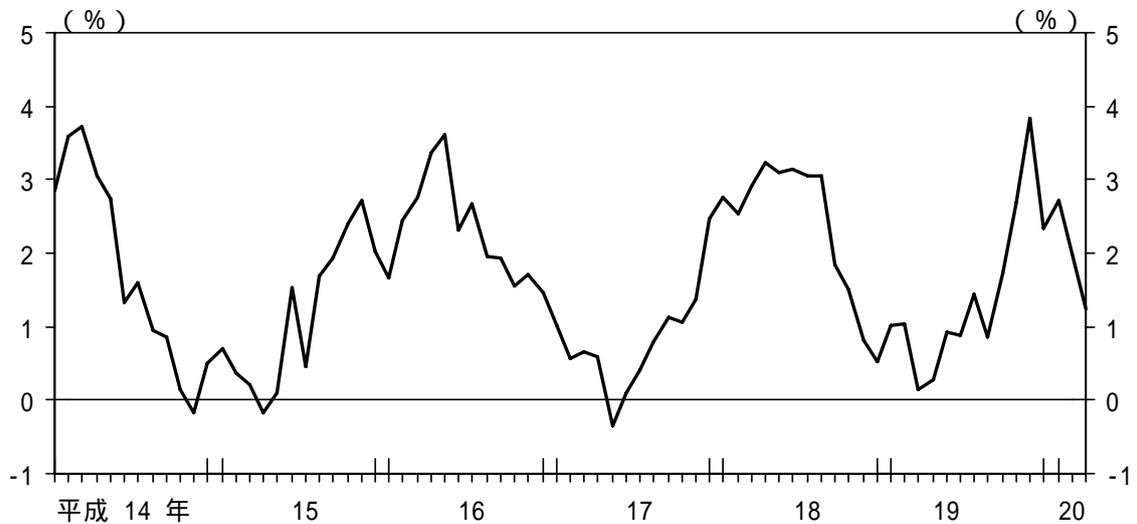
( 図表 31 ) 資本市場調達

( 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 )。

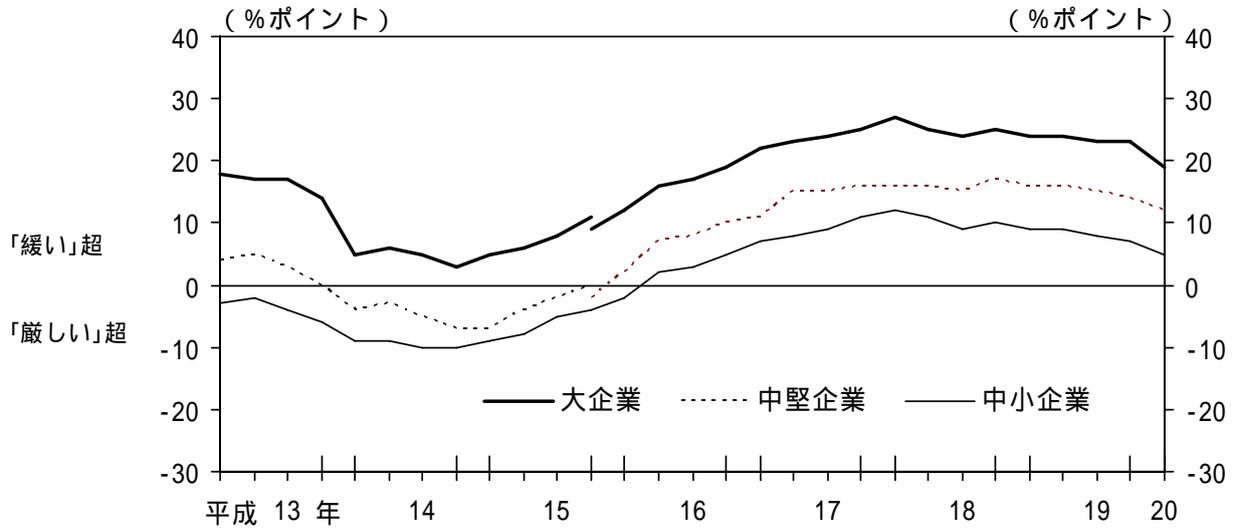
( 2 ) 社債発行残高 ( 末残前年比 )



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企業からみた金融機関の貸出態度でみると( 図表 32 )、総じて緩和的に推移した。

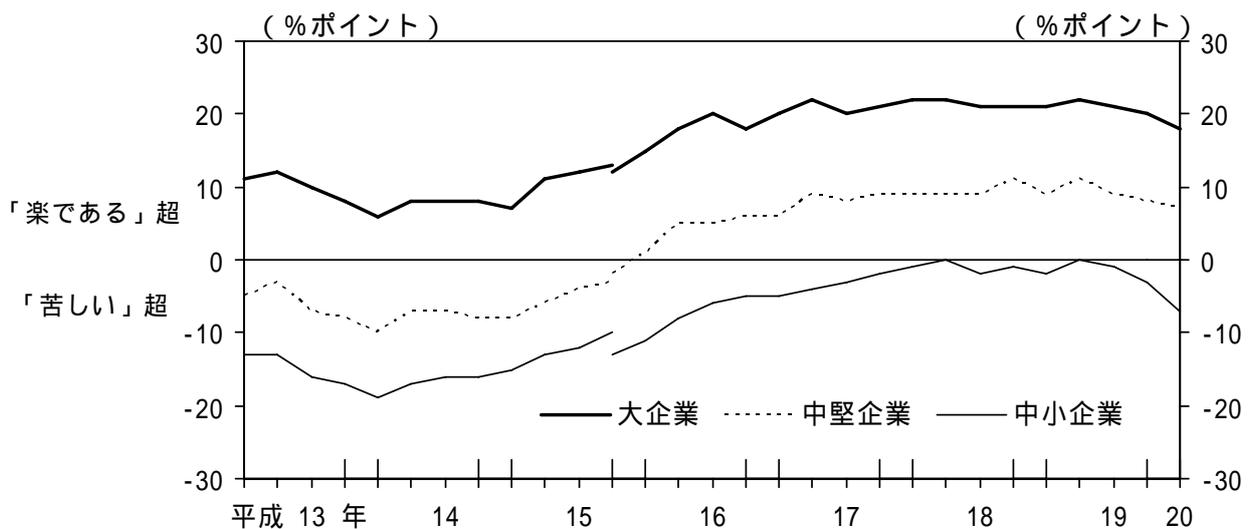
(図表 32) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



(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)。

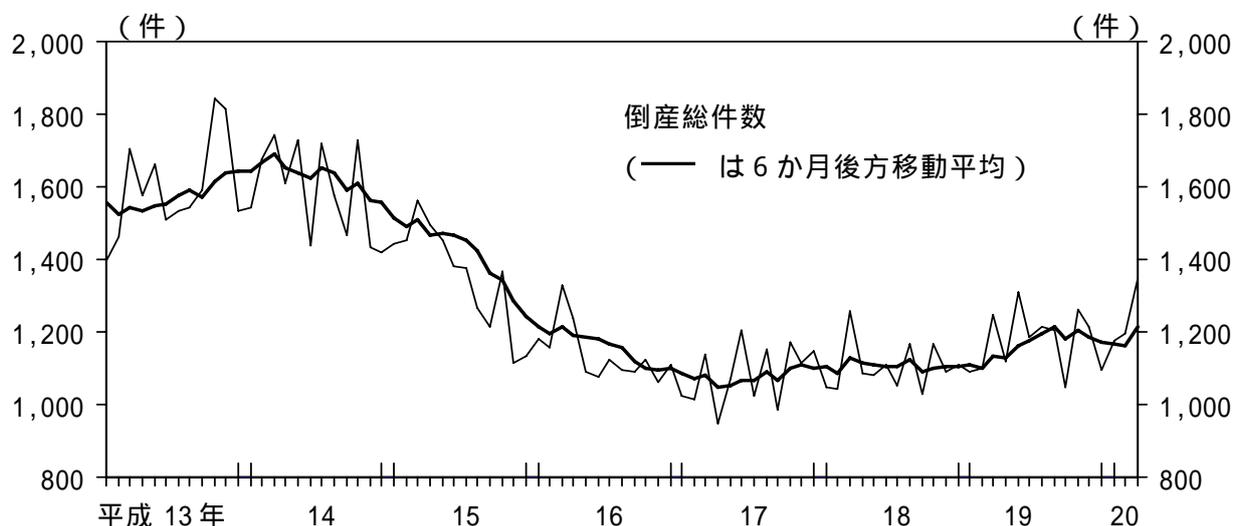
一方、民間企業の資金需要についてみると、潤沢なキャッシュフローを背景に外部資金需要がそれほど強くない中、横ばい圏内で推移した。この間、企業の資金繰り判断は(図表33)、中小企業ではやや悪化したが、全体としてみれば良好に推移した。

(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）、19 年度下期中は、総じて前年を幾分上回る水準で推移した。

（図表 34）企業倒産

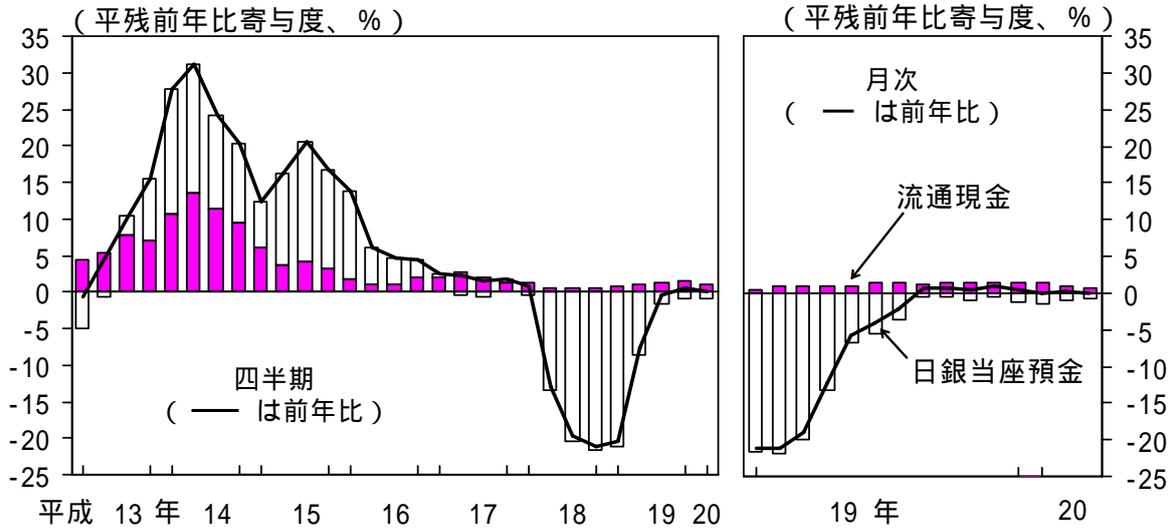


### （7）量的金融指標

19 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）、総じて前年比若干のプラスで推移した。

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 % 程度の増加を続けた。この間、日銀当座預金の残高は、前年水準を下回って推移した。

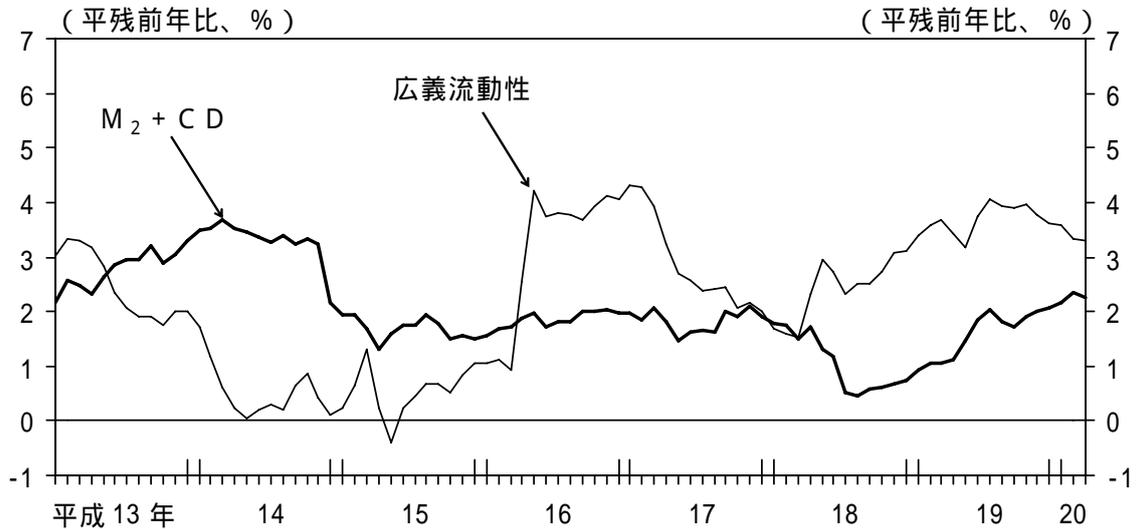
(図表 35) マネタリーベース



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 2% 程度の増加を続けた。

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・F B + 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 19 年 10 月から 20 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）
	水野温氏	（審議委員）
	西村清彦	（審議委員）
	野田忠男	（審議委員）
	中村清次	（審議委員）
	亀崎英敏	（審議委員）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

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
19年10月11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%
10月31日		賛成8 反対1	
11月13日		賛成8 反対1	
12月20日		全員一致	
20年1月22日		全員一致	
2月15日		全員一致	
3月7日		全員一致	

以下では、19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19年10月から11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、「緩やかに拡大している」との判断を示した。6月の改正建築基準法施行による影響から住宅投資が大幅に減少したことなどを受け、12月から20年2月の会合では、「住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している」とした。また、3月会合では、エネルギー・原材料価格高が企業収益や賃金に対する下押し圧力となっていることなどを踏まえ、「住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速しているが、基調としては緩やかに拡大している」との判断を示した(図表38)。

(図表38) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

19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、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している。
20年1月	わが国の景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している。
2月	わが国の景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している。
3月	わが国の景気は、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速しているが、基調として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、前述のような金融経済情勢のもとで、10月から3月までのすべての会合で、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%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)「経済・物価情勢の展望」の公表

10月31日の会合では、19年度から20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、20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。19年度前半の経済は、好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポが緩慢な状況が続いているが、全体としてみれば、前回(19年4月)の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した見通しに概ね沿って推移したとみられる。

先行き19年度後半から20年度を展望すると、海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けると予想される。住宅投資の振れが、19年度の成長率を幾分下押しする一方、20年度の成長率を幾分押し上げるとみられるが、成長率の水準は、均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。

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。米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引く一方、他の地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体としては、拡大を続ける可能性が高い。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く中で、設備投資は増加を続けると予想される。もっとも、これまで数年にわたって高い伸びが続いたことから、資本ストック循環の観点からみて、伸び

率は昨年度までよりは低いものになると考えられる。第3に、好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいくとみられる。雇用者数の増加が続く中で、雇用者所得は緩やかに増加し、株式配当の増加など様々なルートによる波及も続くと考えられる。賃金については、グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり、原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制姿勢が根強いことに加え、賃金水準の高い団塊世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化などもあって、やや弱めの動きとなっているが、労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、徐々に上昇圧力が高まっていくと考えられる。こうしたもとで、個人消費は緩やかな増加基調を辿る可能性が高い。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。サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的であり、金融機関は積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP、社債の発行環境も引き続き良好である。また、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、物価を巡る環境をみると、第1に、労働や設備といった資源の稼働状況は高まっており、今後もさらに高まっていくとみられる。マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる。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、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い。第3に、民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、引き続き先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく形となっている。

物価指数に即してみると、19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、前回の見通しに比べて上振れて推移している。先行きについては、原油などの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思われる<sup>17</sup>。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前回の見通しに概ね沿って、前年比ゼロ%近傍で推移している。規制緩和などを背景に厳しい競争環境にさらされて

---

<sup>17</sup> 10月展望レポートの国内企業物価の見通しは、12年基準の指数を用いている。日本銀行では、19年12月公表分から同指数を17年基準に切り替えた。17年基準指数の前年比は、12年基準指数に比べ、新旧指数の重複期間平均で、上昇率が0.7%ポイント低い。

いる消費者段階では、原材料高などの価格転嫁は企業間取引ほどには進んでいない。先行きについては、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、19年度はゼロ%程度、20年度はゼロ%台半ばの伸び率となると予想される。

こうした「経済・物価情勢の見通し」が上振れまた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、緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性、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、が指摘された。

金融政策の運営を巡っては、「中長期的な物価安定の理解」(金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率)を念頭においた上で、経済・物価情勢について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<sup>18</sup>。

第1の柱、すなわち先行き20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、上述した通り、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。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。

第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果が一段と強まる可能性がある。例えば、仮に低金利が経

<sup>18</sup> 19年4月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している。

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、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとで、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみることができる。また、前述のように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因があり、これらに変調が生じた場合には、わが国経済も影響を受けると考えられる。経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある。ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。

金融政策運営については、これまで、(1)金融環境は極めて緩和的であり、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、(2)引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた。現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行うことができ、経済・物価の見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクなどを、2つの「柱」に基づいて十分に点検しながら、ゆっくりと金利水準を引き上げてきた。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、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、19年度、20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<sup>19</sup>

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)
19年度	+1.7~+1.8 < +1.8 >	+1.9~+2.1 < +2.0 >	0.0~+0.1 < 0.0 >
20年度	+1.9~+2.3 < +2.1 >	+0.9~+1.2 < +1.0 >	+0.2~+0.4 < +0.4 >

(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、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3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、上振れまたは下振れする要因が顕在化していないか、といった観点からの検討が行われた。

<sup>19</sup> 「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)
19年度	+1.7~+2.0	+1.8~+2.2	0.0~+0.1
20年度	+1.9~+2.4	+0.8~+1.5	+0.2~+0.5

### (3) 各会合における検討・決定

#### イ. 19年10~11月の会合

##### (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、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で、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、10月の「地域経済報告」や支店長会議における報告では、景気回復の程度にばらつきはあるものの、概ねすべての地域で緩やかな拡大あるいは回復方向の動きとなっていることを確認できたと述べた。ただし、委員は、国際金融市場において、不安定な状態が続いているほか、米国経済の下振れリスクなど、世界経済についての不確実性があるため、国際金融市場や世界経済の動向を引き続き注視する必要があるとの認識を共有した。

##### (消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高の影響から、3か月前比でみて上昇しており、10月の会合では、目先は上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくと判断した。その後の11月会合では、当面は上昇を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、資源の稼働状況が高まることから、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。

10月の会合では、何人かの委員は、アンケート調査によれば、物価が上昇している、あるいは、先行き上昇すると考えている消費者の割合が増えていることを指摘した。複数の委員は、消費者の物価観に変化があるもとで、企業によるコスト高の吸収余力は限界に近づいており、この先、原材料価格等の動向次第では、物価上昇が予想を上回って進んでいく可能性もあると述べた。これに関連して、複数の委員から、最近の原油高、身の回り品の値上げなどを踏まえると、消費者物価の前年比は遠からずマイナスがとれてくるのではないかとの見方が示された。

その後の11月会合では、複数の委員は、企業がコストを販売価格に容易に転嫁できない状況が続いているが、企業によるコスト高の吸収余力は限界に近づいており、一部では原材料高の最終価格への転嫁がみられると指摘した。また、先行きについて、何人かの委員は、石油製品のプラス寄与が徐々に拡大するとみられ、原油価格次第では、年末にかけて前年比が小幅のプラスに転じるとみられるとの見方を示した。

(国際金融資本市場の変動とわが国への影響について)

国際金融資本市場の動向について、委員は、リスク再評価の過程での不安定な動きがなお続いているとの認識で一致した。米欧金融機関の決算との関連で、何人かの委員は、リプライシングの過程では、評価損に対する不確実性がまだ残っており、むしろ再び高まったようにもみえること、また、そうした不確実性が株式相場や証券化商品の価格付けに影響を及ぼしていることを指摘した。これに関連して、何人かの委員は、株価や為替相場が振れの大きい展開となっており、こうした市場動向が企業活動、消費者マインドなどに与える影響を注意してみている必要があると述べた。

委員は、こうしたサブプライム問題や不安定な国際金融市場にもかかわらず、わが国の金融環境については、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、引き続き緩和的な状態が維持されているという認識を共有した。

(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、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、という基本的な考え方を維持することが適当であることを確認した。

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、一人の委員は、無担保コールレートの誘導目標を、これまでの0.5%前後から、0.75%前後に引き上げることが適当であるとの見解を示した。これに対し、大方の委員は、「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」という現在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、今回の会合までに公表された経済指標については、わが国経済が、「展望レポート」の見通しに概ね沿って、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いとみられるが、国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクなど、世界経済についての不確実性があるため、今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況などを引き続き丹念に点検していく必要がある、との考え方を示した。

こうした議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針について、現在の金融市場調節方針を維持することを賛成8反対1で決定した。

#### □ . 12 ~ 20 年 2 月の会合

（景気は減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大）

経済情勢について、委員は、わが国経済は、住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、生産・所得・支出の好循環メカニズムは維持されており、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などに引き続き注意する必要がある、との見方で一致した。なお、何人かの委員は、1月会合で、支店長会議における報告も、地域差はあるが、総じて、前述の判断を裏付ける内容だったとコメントした。

（消費者物価は当面プラス基調で推移）

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に上昇を続けており、当面は上昇を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、当面、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス基調で推移するとの見方で一致した。また、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で、消費者物価はプラス基調を続けていくと予想されるとの認識を共有した。

12月会合で、複数の委員は、身の回り品の値上げが増えていることに加え、企業の価格設定スタンスにも徐々に変化がみられているとコメントした。また、複数の委員は、消費者は企業の値上げを徐々に受け入れ始めているようにみられ、消費者の物価観にも変化がうかがわれると指摘した。さらに、その後の2月会合では、複数の委員は、原材料価格の上昇が、川上部門から川下部門に徐々に転嫁される動きがみられているほか、サービス関連の値上げが行われつつあると述べた。

#### （国際金融市場と海外経済の動向）

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。ただし、委員は、国際金融市場が依然として不安定な状況にある中で、米国経済を中心にダウンサイド・リスクが高まっているとの認識を共有した。

国際金融市場の動向について、何人かの委員は、短期金融市場では12月の米欧5中銀の資金供給策実施の効果などから、ターム物金利にある程度の落ち着きがみられるようになったと指摘した。一方で、委員は、証券化商品市場の機能は引き続き低下しているとの見方を共有した。複数の委員は、社債スプレッドやCD Sプレミアムなどのクレジット・スプレッドが拡大しているほか、株価も、米欧金融機関の追加損失や米国の景気後退懸念の高まりなどを背景に、世界的に下落していると述べた。さらに、何人かの委員は、モノライン保証会社の格下げによって、その保証債券の信用力が低下し、金融機関収益、株価などに影響する可能性があるとして指摘した。多くの委員は、市場は米欧金融機関の追加損失に対する警戒感を緩めておらず、金融機関の資本政策の帰趨が注目されるとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、国際金融市場全体としては、不安定な状態が続いており、引き続き、米欧金融機関の決算や資本政策、米国のモノラインの格付動向に加え、それらが実体経済にどのような影響を及ぼすのかなども含め、今後の市場動向を引き続き注視していく必要があるとの認識を共有した。

(国内金融面は緩和的な環境を維持)

国内の金融面について、委員は、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を共有した。複数の委員は、国際金融市場の不安定性の国内金融環境への影響は、引き続き限定的だと述べた。また、複数の委員は、金融機関の貸出態度も引き続き緩和的な状況にあるとの認識を示した。ただし、2月会合で、何人かの委員は、中小企業では、業況感が悪化する中で、資金繰りが悪化しているほか、建設、不動産、流通等の一部の業種では貸出態度が慎重化するなど、企業金融がタイト化の方向にあり、その影響を注視する必要があると述べた。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

1月会合では、19年10月公表の「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見通し」について「中間評価」を行った。委員は、わが国の景気は、10月の「見通し」に比べて、これまでのところ、住宅投資の減少が長引いていることなどから、幾分下振れて推移しており、このため、19年度の成長率は潜在成長率をやや下回る水準になるとみられるとの評価で一致した。景気の先行きについては、生産・所得・支出の好循環メカニズムは基本的に維持されており、住宅投資が次第に回復に向かうことから、20年度の成長率は、「見通し」に概ね沿って、潜在成長率をやや上回る水準になると予想されるとの見方を共有した。その上で、委員は、こうした「見通し」については、引き続き、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などに注意する必要があるとの認識で一致した。

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、19年度、20年度ともに、「見通し」に比べて上振れるものと見込まれるとの見方で一致した。また、委員は、消費者物価は、石油製品や食料品価格が上昇していることから、19年度は「見通し」に比べて幾分上振れるとみられるとの見方を共有した。20年度については、石油製品や食料品価格の上昇の影響が残る一方、景気の一時的な減速の影響が現れることから、「見通し」に概ね沿って推移すると予想されるとの評価で一致した。

### ( 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、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、「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」という現在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で一致した。委員は、わが国経済は、足もと住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速しているとみられるが、わが国経済の成長メカニズムは基本的に維持されており、先行きは物価安定のもとでの緩やかな成長が続く可能性が高い、もっとも、国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、米国を中心に世界経済のダウンサイド・リスクが高まっている、国内面でも、中小企業の収益伸び悩みや賃金面の弱さ、消費者マインドの悪化など、生産・所得・支出の好循環メカニズムに悪影響を及ぼしうる要因がある、こうした中、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢をさらに見極めることが適切である、との見解で一致した。なお、12月会合では、11月まで現状維持に反対してきた委員は、建築基準法の改正をはじめとする制度変更や原材料高などによるマイナスの影響が当初の想定を上回っており、わが国経済の「好循環メカニズム」が機能し続けるかについて点検を行う必要が生じたため、今しばらく様子を見たいとして、現状維持に賛成した。

### 八．3月会合

#### ( 景気は減速しているが、基調としては緩やかに拡大 )

経済情勢について、委員は、わが国経済は、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料高の影響などから減速しているが、基調としては緩やかに拡大している、先行きについては、当面減速するものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが基本的に維持されており、その後緩やかな拡大を続けるとみられる、ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などに引き続き注意する必要がある、との見方で一致した。

(消費者物価は当面プラス基調で推移)

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に3か月前比でみて上昇を続けており、当面は上昇を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

消費者物価指数(除く生鮮食品)について、委員は、当面、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラス基調で推移するとの見方で一致した。また、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で、プラス基調を続けていくと予想されるとの認識を共有した。

(国内金融面は緩和的な環境を維持)

国内の金融面について、委員は、国際金融資本市場の動揺が続く中であっても、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。また、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としては良好な発行環境にあり、金融機関の貸出態度も引き続き緩和的な状況にあるとの認識についても一致した。ただし、複数の委員は、中小企業に関する資金繰りや貸出態度、低格付けの社債の発行環境がやや悪化している点には注意が必要である、と述べた。

(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、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、「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」という現在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で一致した。委員は、上記のような経済・物価情勢の見方のもとで、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢をさらに見極めることが適切である、との見解を共有した。

## 二．金融政策運営を巡る論点

### （国際金融資本市場の変動について）

19年度下期の会合では、サブプライム住宅ローン問題に端を発した国際金融市場の変動とその影響について、議論が行われた。

委員は、今般の金融市場の変動について、基本的に市場によるリスク再評価の過程であるが、金融機関の損失拡大や世界経済を巡る不確実性も意識される中で、調整が長期化し、かつ、深まっているとの認識で一致した。何人かの委員は、この問題は、商業用不動産関連の証券化商品や地方債など、次第に影響を及ぼす対象範囲を広げていると指摘した。ただし、委員は、国際金融市場の動揺が国内金融環境に与える影響は限定的であるとの見方を共有した。

委員は、こうした国際金融市場の不安定な状況による不確実性も含め、内外の金融経済動向を注意深く点検していくことが適切である、との見解を共有した。また、複数の委員は、内外の金融市場や金融機関の動向に注意しながら、年度末に向けて、引き続き肌目細かく、機動的な金融市場調節を実施する必要があると述べた。

### （エネルギー・原材料高について）

19年度下期の会合では、国際商品市況の高騰を背景としたエネルギー・原材料高を、経済・物価情勢の判断や金融政策運営上、どう位置付けるかについて、議論が行われた。

まず、国際商品市況上昇の背景について、何人かの委員は、現在の世界的な物価上昇圧力の高まりは、供給ショックという面もあるが、新興国の成長という需要要因も働いていることから、これらがそれぞれどの程度寄与していると判断するかが重要だとの認識を示した。複数の委員は、エネルギー・原材料高による交易条件の悪化が、収益の圧迫、賃金の下押しなどを通じて、わが国の所得形成力の低下をもたらしている、と指摘した。ある委員は、交易条件の悪化が、海外への所得流出を生じさせることは確かだが、一方で、海外への輸出が増加し、自国

の輸入が減ることにより、実質生産の増加につながる面があることも合わせて評価する必要があると述べた。

このほか、何人かの委員は、サーベイ調査では、民間経済主体のインフレ期待が変化しつつあるように窺え、こうした動きについて、今後十分注意を払っていくべきであると述べた。

こうした議論を踏まえて、委員は、原材料価格上昇がもたらすマクロ的インパクトについて、景気と物価の両面について、今後、一層注意深くみていく必要があるとの見方で一致した。

また、エネルギー・原材料高などを背景に、当面、実体経済は減速する一方、消費者物価は、上昇率を高めていくとみられることについて、金融政策運営の観点から、どのように考えていくかについて議論が行われた。多くの委員は、こうした動きが、やや長い目でみて、物価や実体経済の経路にどのような影響を及ぼしていくかについて注意深く見極めていくことが重要であると強調した。何人かの委員は、短期的な動きだけに囚われることなく、フォワード・ルッキングに経済・物価のパスを見通し、それを経済や物価のメカニズムに即して丁寧に情報発信することが重要だとコメントした。こうした点に関連して、ある委員は、原材料価格の転嫁や、サービス関連に値上げの動きがみられていることについて、このような動きが広がる場合には、想定以上にインフレ率が上振れるリスクに注意が必要であると述べた。

(不確実性が高まる中での先行きの金融政策運営の考え方)

19年度下期の会合では、経済の不確実性が高まる中での、先行きの金融政策運営の考え方についても、議論がなされた。

委員は、内外ともにリスク要因が増加している中で、2つの「柱」に沿って、フォワード・ルッキングに経済・物価の見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを点検し、金融政策運営方針を決定していくことが重要であるとの認識を再確認した。ある委員は、日本銀行の金融政策の枠組みは、不確実性が高い状況にあっても、多面的かつ整合的に情勢を分析し、それをフォワード・ルッキングな政策判断につなげることが可能な枠組みであると述べた。別の委員は、2つの「柱」に沿って、経済・物価の見通しとリスクを整理し、日本経済は、当面減速した後、

緩やかな成長パスに復帰するとの標準シナリオを変更する必要はない、リスクについては、米国経済の減速傾向の強まりや、中小企業の業況感や消費者マインドの悪化など内外におけるダウンサイド・リスクが高まっていると述べた。そのうえで、この委員は、金融政策運営の基本的な考え方を維持することが適当であるが、以前に比べ、より慎重な判断が必要になるとの見方を示した。こうした議論を踏まえ、ある委員は、見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを綿密に点検し、最も適切と考えられる政策を機動的に実施していくべきである、との見解を示した。

### 3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を操作目標とする金融市場調節方針のもとで、金融政策決定会合（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ている。

平成19年度下期中は、期中を通じて、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」とした。この間の金融市場調節の実施状況については、サブプライム住宅ローン問題を背景とした欧米短期金融市場の変動などを受けて、年末や年度末にかけてレート上昇圧力がかかる局面がみられたが、機動的な資金供給に努め、レートの安定化を図った。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、19年度下期を通じてみれば、期末日（3月31日）に0.641%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） <sup>（注）</sup>
19年9月16日～10月15日	0.528
10月16日～11月15日	0.500
11月16日～12月15日	0.497
12月16日～20年1月15日	0.491
1月16日～2月15日	0.500
2月16日～3月15日	0.503
3月16日～4月15日	0.510

（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。

この間、10月10、11日の会合では、適格担保の担保価格等について、新たに40年利付国債が発行されること等に対応するとともに、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所要の見直しを行うため、「適格担保取扱基本要領」の改正等を行った。

( 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
18年													
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
4月末	7.6	3.2	0.3			13.0	5.8		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5月末	6.3	2.8	0.0			15.5	6.4		0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
6月末	6.5	1.6	0.3			12.5	6.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
7月末	7.2	0.8	0.3			19.1	7.0		0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
8月末	8.4	2.4	0.0			18.4	8.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9月末	10.0	3.0	0.3			17.6	8.8		0.0	0.0	0.0	0.6	0.0
10月末	10.0	1.6	0.3			15.9	8.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11月末	9.7	2.2	0.0			17.7	9.6		0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
12月末	9.4	3.2	0.3			19.6	9.6		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
20年													
1月末	8.5	5.6	0.0			20.1	8.8		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2月末	8.4	3.8	0.0			23.9	9.6		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3月末	8.5	8.5	0.3			22.1	7.0		0.1	0.0	0.0	0.6	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20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、113.4兆円（前年比+0.6%）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、カッコ内は前年比%

	19年3月末		19年9月末		20年3月末	
（資産）						
買現先勘定	4.5	(-13.2)	3.3	(-53.9)	8.8	(94.6)
国債	76.4	(-18.0)	72.8	(-9.9)	67.4	(-11.8)
〔うち長期国債〕	49.2	(-18.6)	49.1	(-8.5)	46.9	(-4.8)
〔うち短期国債〕	27.2	(-17.1)	23.7	(-12.8)	20.5	(-24.6)
金銭の信託（信託財産株式）	1.8	(-10.7)	1.6	(-14.6)	1.4	(-20.0)
貸付金	23.2	(772.9倍)	26.5	(26.2)	29.2	(26.0)
〔うち共通担保資金供給オペ〕	20.4	(皆増)	26.5	(30.8)	29.1	(42.7)
資産計	112.7	(-22.2)	111.0	(-5.5)	113.4	(0.6)
（負債・資本）						
発行銀行券	75.9	(1.2)	75.6	(2.0)	76.5	(0.7)
当座預金	11.7	(-62.6)	11.9	(0.5)	14.2	(22.0)
政府預金	5.5	(-15.8)	3.8	(-5.3)	3.5	(-36.6)
売現先勘定	12.9	(-47.1)	12.6	(-40.6)	12.1	(-6.4)
売出手形	0.0	(皆減)	0.6	(皆増)	0.6	(皆増)
負債・資本計	112.7	(-22.2)	111.0	(-5.5)	113.4	(0.6)

以下では、19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、20年3月末の資産の内訳をみると、国債は、67.4兆円(前年比 - 11.8%)となった。うち長期国債は、46.9兆円(前年比 - 4.8%)となった。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、8.8兆円(前年比 + 94.6%)となった。また、貸付金は、共通担保資金供給オペによる資金供給の増加から、29.2兆円(前年比 + 26.0%)となった。

一方、負債をみると、20年3月末の当座預金残高は、14.2兆円(前年比 + 22.0%)となった。また、日本銀行券の発行残高は、76.5兆円(前年比 + 0.7%)となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ3.5兆円(前年比 - 36.6%)および12.1兆円(前年比 - 6.4%)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、18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。

## 5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>20</sup>

### ( 担保価格等の見直しの実施 )

平成19年10月10、11日の金融政策決定会合において、適格担保の担保価格等について、新たに40年利付国債が発行されること等に対応するとともに、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所要の見直しを行うため、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」および「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の一部改正を行った<sup>21</sup>。

---

<sup>20</sup> 決定の詳細は 2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

<sup>21</sup> 本件のうち、「適格担保取扱基本要領」の一部改正は、企業に対する証書貸付債権、交付税及び譲与税配布金特別会計に対する証書貸付債権、預金保険機構に対する政府保証付証書貸付債権および銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権に係る一部改正（20年1月24日から実施）を除き、19年10月25日から実施。「国債の条件付売買基本要領」の一部改正は、変動利付国債および物価連動国債に係る一部改正（20年3月25日から実施）を除き、19年10月25日から実施。「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」の一部改正は、19年10月25日から実施。