

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 20 年 12 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 12 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
（ 輸出は次第に頭打ち ）	2
（ 生産は減少 ）	5
（ 設備投資は減少に転化 ）	6
（ 公共投資は低調、住宅投資は横ばい圏内で推移 ）	9
（ 雇用者所得は伸び悩み ）	10
（ 個人消費は次第に弱めの動き ）	11
（ 2 ） 物価	13
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 概況 ）	17
（ 米国は景気の下押し圧力が強まる ）	19
（ 欧州経済も停滞局面に ）	20
（ 中国経済は高成長を持続する一方、N I E s ・ A S E A N 4 経済は 増勢鈍化 ）	21
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	36

・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	38
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)	40
(金融政策運営)	41
(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表	41
(3) 各会合における検討・決定	
イ . 20 年 4 ~ 6 月の会合	
(景気は減速)	48
(世界的にインフレリスクは一段と上昇)	48
(わが国の消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)	48
(国際金融資本市場は依然として不安定)	49
(国内金融面は緩和的な環境を維持)	49
(金融市場調節方針の維持)	50
ロ . 7 月の会合	
(景気はさらに減速)	50
(消費者物価は一段と上昇)	51
(国内金融面は緩和的な状態を維持)	51
(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)	51
(「2つの柱」に基づく点検結果)	54
(金融市場調節方針の維持)	54
ハ . 8 月、9 月 16、17 日の会合	
(景気は停滞)	55
(国際商品市況下落の日本経済に与える影響)	55
(消費者物価の上昇率は徐々に低下していく見通し)	55
(国際金融市場は一段と不安定化)	56
(国内の企業金融は総じて緩和的な状態)	56
(「2つの柱」に基づく点検結果)	57

(金融市場調節方針の維持)	57
二 . 9月 18 日の会合	
(米ドル資金供給オペレーションの導入)	58
ホ . 9月 29 日の会合	
(米ドル資金供給オペレーションの増額等)	58
(4) 金融政策運営を巡る論点	
(エネルギー・原材料価格高について)	59
(適切な物価指標の選択について)	60
(国際金融資本市場の動揺について)	60
(金融政策運営に関する情報発信について)	61
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	63
4 . 日本銀行のバランスシートの動き	66
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 商工組合中央金庫の日本銀行に対する預け金の保有	68
(2) 米ドル資金供給オペレーションの導入	68
(3) 米ドル資金供給オペレーションの増額および実施期限延長等の ための措置	68
. 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	70
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	99
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	112
4 . 金融政策決定会合議事要旨	118
参考計表・資料一覧	199

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 20 年度上期の国内景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の頭打ちなどを背景に、次第に停滞色を強めた。

すなわち、輸出は、海外経済の減速に伴い、次第に頭打ちとなった。企業収益は交易条件の悪化などを背景に減少を続け、企業の業況感もさらに慎重化した。そうしたもとで、設備投資は減少に転じた。個人消費も、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品価格の上昇などから、次第に弱めの動きとなった。また、住宅投資は横ばい圏内で推移した。この間、公共投資は低調に推移した。このような内外需要のもと、生産は減少を続けた。

2. 物価面では、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、3 か月前比で上昇を続け、前年比では + 7 % 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、エネルギーや食料品の価格上昇などを反映し、2 % 台前半までプラス幅が拡大した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、米欧短期金融市場の需給逼迫の影響から、神経質な動きが引き続きみられ、特に 9 月入り後は、米欧の金融機関経営を巡る懸念の高まりを背景に、緊張感が高まった。もっとも、こうした動きは米欧市場に比べ引き続き小幅であり、無担保コールレート (オーバーナイト物) 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機動的に資金を供給し、レートの安定化を図った。また、9 月 18 日と 29 日には、海外の中央銀行とともに、短期金融市場におけ

る資金調達圧力の持続的な高まりに対処するための協調対応策を公表した。

長期金利は、6月中旬にかけて、市場参加者のインフレ見通しの上方修正などから上昇した後、景気の先行きや米欧の金融機関の経営状況に対する懸念を反映して、低下に転じた。

株価は、6月中旬に、1万4千円台（日経平均株価）まで上昇したが、9月には、米欧の金融機関の経営状況に対する懸念を背景に、17年6月以来となる1万1千円台前半まで下落した。

外国為替市場では、円の対ドル相場は減価傾向をたどり、8月中旬には110円台までいったん下落した。しかし、9月入り後は、米国における大手金融機関の破綻などをきっかけに円は反転し、一時103円台まで上昇した後、104～106円台で推移した。

4. 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）は、増加が続いた。また、CPの発行残高は前年を上回って推移した一方、社債の発行残高については前年割れとなった。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、総じて緩和的な水準で推移したが、中小企業では「厳しい」超に転じた。一方、民間企業の資金需要についてみると、企業の運転資金を中心に、緩やかに増加した。この間、企業の資金繰り判断は、全体としてみれば良好に推移したが、中小企業や一部業種で悪化した。

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）を前年比でみると、概ね前年並みで推移した。

マネーストック（M2）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. 20年度上期中には、金融政策決定会合を計9回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、4～6月の会合では、わが国の景気は「エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」と判断した。その後、エネルギー・原材料価格高を背景に設備投資や個人消費の伸びが鈍化したことなどを受け、7月会合では、「エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人

消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している」、また、8、9月の会合では、こうした状況に加え、海外経済が全体として減速するもとで輸出の増勢鈍化が明確化したことなどを背景に、「エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している」との判断を示した。

また、9月18日に開催した臨時の会合では、米ドル短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりに対処するための国際協調策の一環として、米ドル資金供給オペレーションの導入を決定した。その後、9月29日に開催した臨時の会合では、米ドルに係る流動性逼迫のわが国短期金融市場に及ぼす影響が一段と強まったことを踏まえ、米ドル資金供給体制を更に整備するための措置を決定した。

7. 前述のような金融経済情勢のもとで、金融政策運営の面では、4月から9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. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、112.5兆円(前年比+1.3%)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)

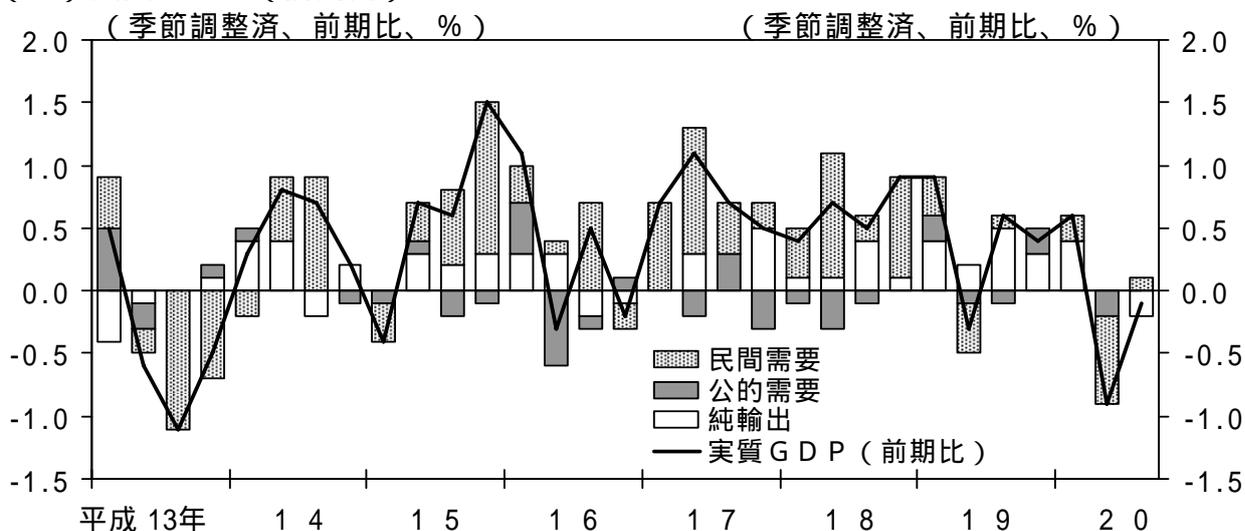
平成 20 年度上期の経済情勢をみると、国内景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の頭打ちなどを背景に、次第に停滞色を強めた。

輸出は、海外経済の減速に伴い、次第に頭打ちとなった。企業収益は交易条件の悪化などを背景に減少を続け、企業の業況感もさらに慎重化した。そうしたもとで、設備投資は減少に転じた。個人消費も、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品価格の上昇などから、次第に弱めの動きとなった。また、住宅投資は横ばい圏内で推移した。この間、公共投資は低調に推移した。このような内外需要のもと、生産は減少を続けた。

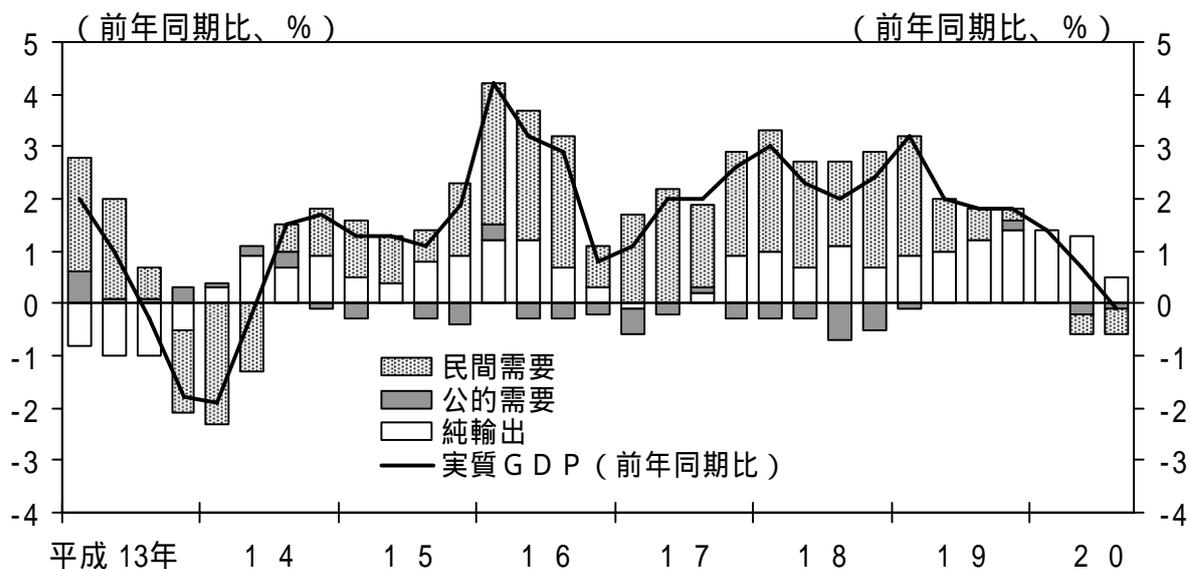
以上の経済情勢を実質 GDP でみると、前期比で 2 四半期連続のマイナスとなった(図表 1 (1))。前年比でも(図表 1 (2))、19 年度下期に比べはっきりと鈍化し、7 ~ 9 月にはゼロ%程度まで低下した。また、景気動向指数をみると、一致指数は(図表 1 (3))、緩やかな低下傾向をたどった。

(図表 1) 実質 GDP と景気動向指数の推移

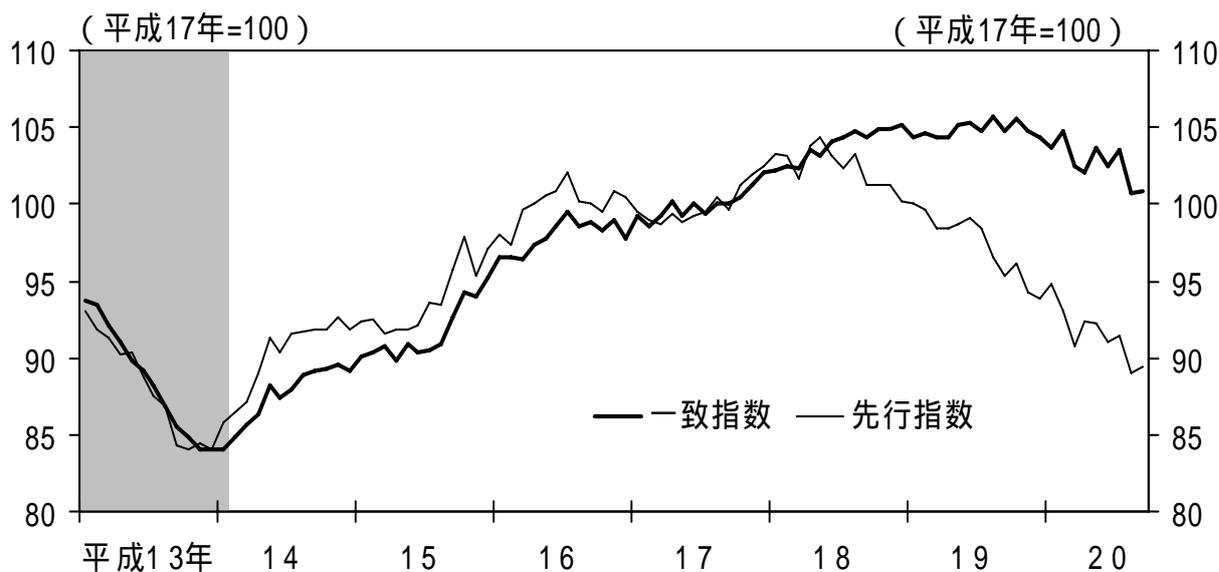
(1) 実質 GDP (前期比)



(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。

(輸出は次第に頭打ち)

実質輸出は(図表2(1))¹、米欧を中心に海外経済が全体として減速するもと

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。

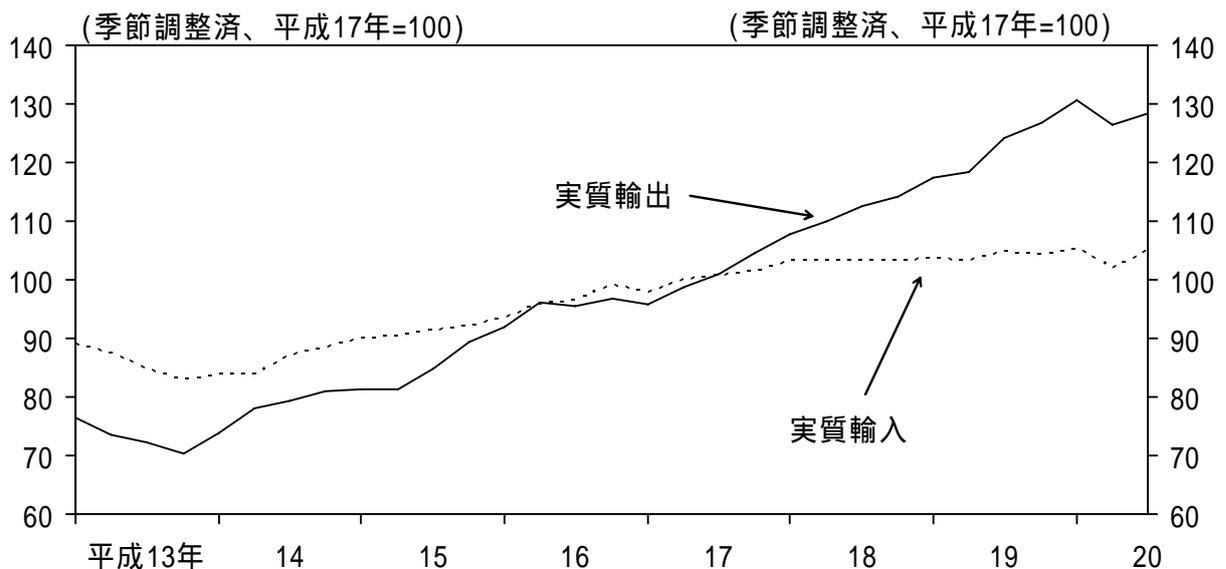
で、徐々に頭打ちとなった。実質輸入は、国内景気の停滞や輸入価格の上昇の影響などから、弱めの動きとなった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、頭打ちとなった（図表2(2)）。

実質輸出を地域別にみると（図表3(1)）、米国向けは、景気が停滞を続ける中で、自動車販売が大きく落ち込んだことを主因に、減少幅が拡大した。EU向けは、振れを均してみると増勢がはっきりと鈍化した。東アジア向けは、中国向けを含め、全般に増勢が鈍化した。その他地域（中東、中南米、ロシアなど）向けの輸出は、増加基調を続けたが、19年度に比べると伸び率が幾分低下した。実質輸出を財別にみると（図表3(2)）、情報関連は増加を続けた。一方、自動車関連は、米国向けの落ち込みを主因に、頭打ちとなった。資本財・部品や中間財も、増勢が鈍化した。消費財（デジタル家電等）については、4～6月に増加したあと、7～9月は、北京オリンピック需要の一服などもあり減少した。

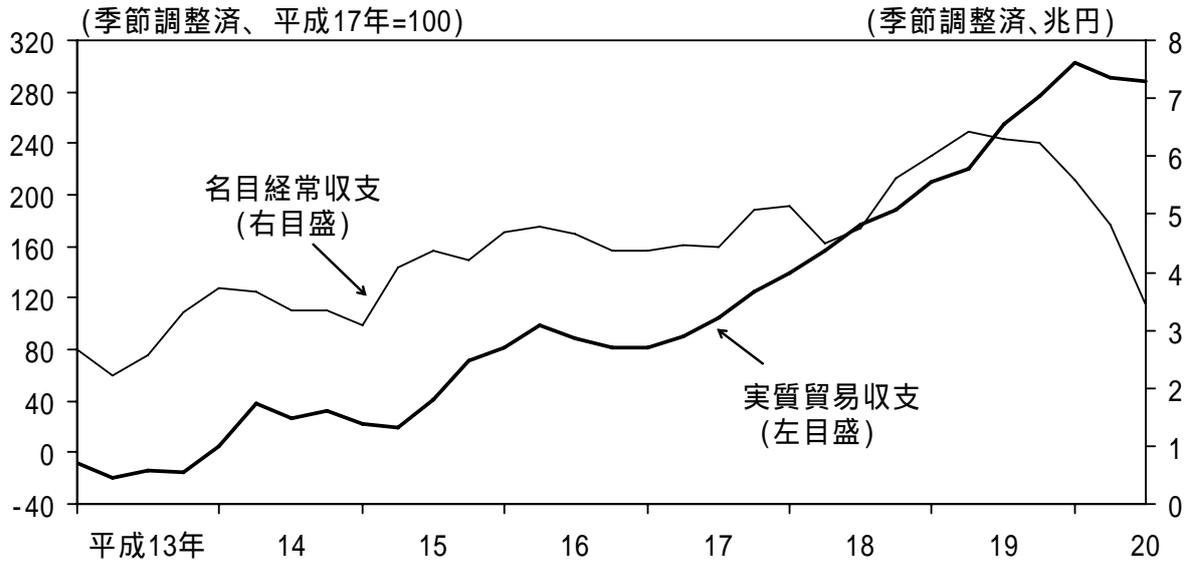
実質輸入を財別にみると、情報関連は、4～6月に減少したあと、7～9月は再び増加した。一方、資本財・部品（除く航空機）は、4～6月まで増加を続けたあと、7～9月は減少に転じた。素原料や中間財は、企業が輸入原材料節減の動きを進める中、生産抑制の影響も加わって、弱めの動きとなった。食料品や消費財も、輸入価格の上昇や個人消費の弱さなどを背景に、減少傾向をたどった。

（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) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済、前期比、%)

	平成19年 第3四半期	平成20年			
		4	1	2	3
米国 <20.1>	4.4	-1.3	-0.2	-6.9	-4.0
E U <14.8>	5.2	2.6	4.2	-7.4	2.1
東アジア <46.0>	4.4	2.9	4.9	-2.4	1.8
中国 <15.3>	6.6	2.0	5.1	1.7	0.9
N I E s <22.4>	3.1	2.0	5.3	-5.9	3.1
A S E A N 4 <8.3>	4.0	6.4	3.6	-0.7	0.2
その他 <19.1>	5.5	9.2	4.8	-0.1	4.1
実質輸出計	5.1	1.9	3.2	-3.3	1.7

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

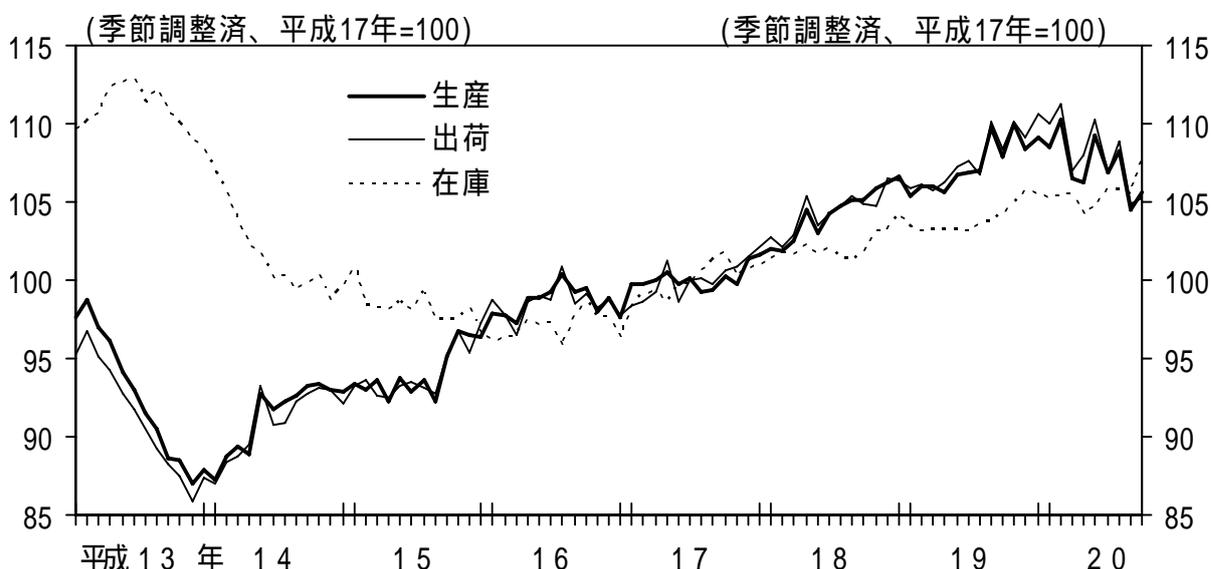
	平成19年 第3四半期	平成20年			
		4	1	2	3
中間財 <18.4>	4.8	1.6	2.1	-6.0	2.1
自動車関連 <24.1>	5.9	6.6	3.1	-4.8	0.0
消費財 <4.5>	3.4	-0.2	4.3	3.1	-1.1
情報関連 <11.0>	4.2	2.5	-1.3	4.4	2.4
資本財・部品 <28.4>	3.2	2.8	4.3	-2.0	1.7
実質輸出計	5.1	1.9	3.2	-3.3	1.7

(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。N I E sは、韓国、台湾、香港、シンガポール。A S E A N 4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

(生産は減少)

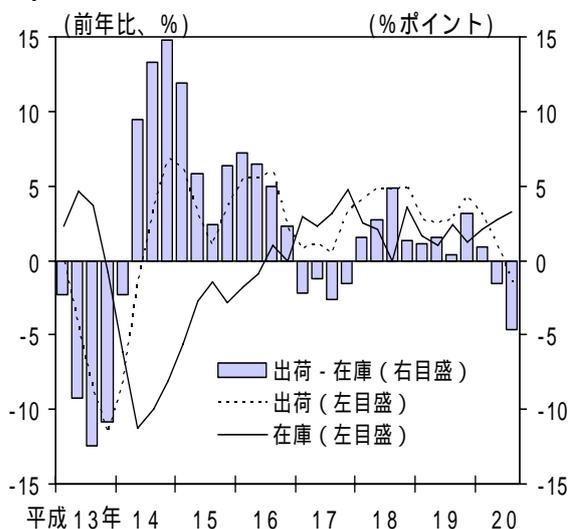
鋳工業生産は(図表4) 年初以降3四半期連続で減少した。業種別にみると、輸送機械や情報通信機械(携帯電話等)、電子部品・デバイス、一般機械などを中心に、多くの業種で減少した。出荷も、3四半期連続で減少した。こうした中、在庫については(図表5) 生産財(電子部品・デバイス、化学など)が積み上がりに転じ、資本財(除く輸送機械)で在庫調整圧力が高まったことから、全体でも、出荷とのバランスが悪化した。

(図表4) 鋳工業生産・出荷・在庫

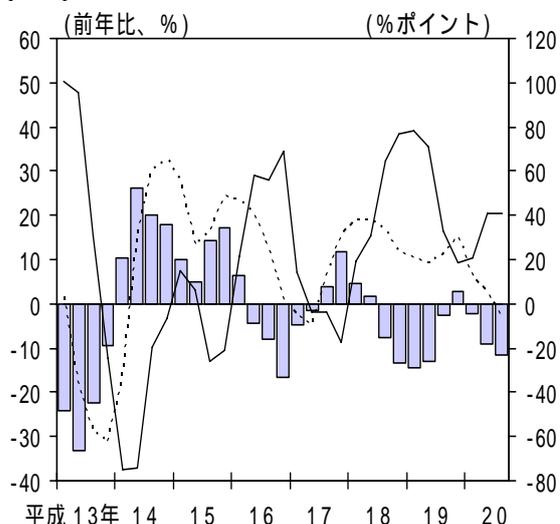


(図表5) 出荷・在庫バランス

(1) 鋳工業全体

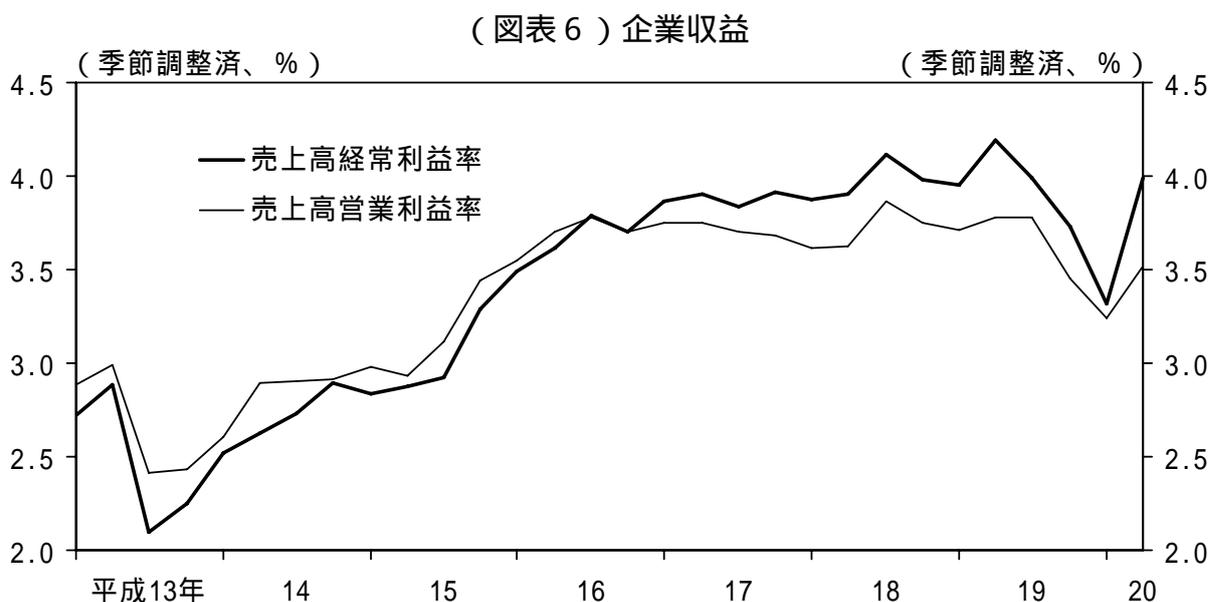


(2) 電子部品・デバイス



(設備投資は減少に転化)

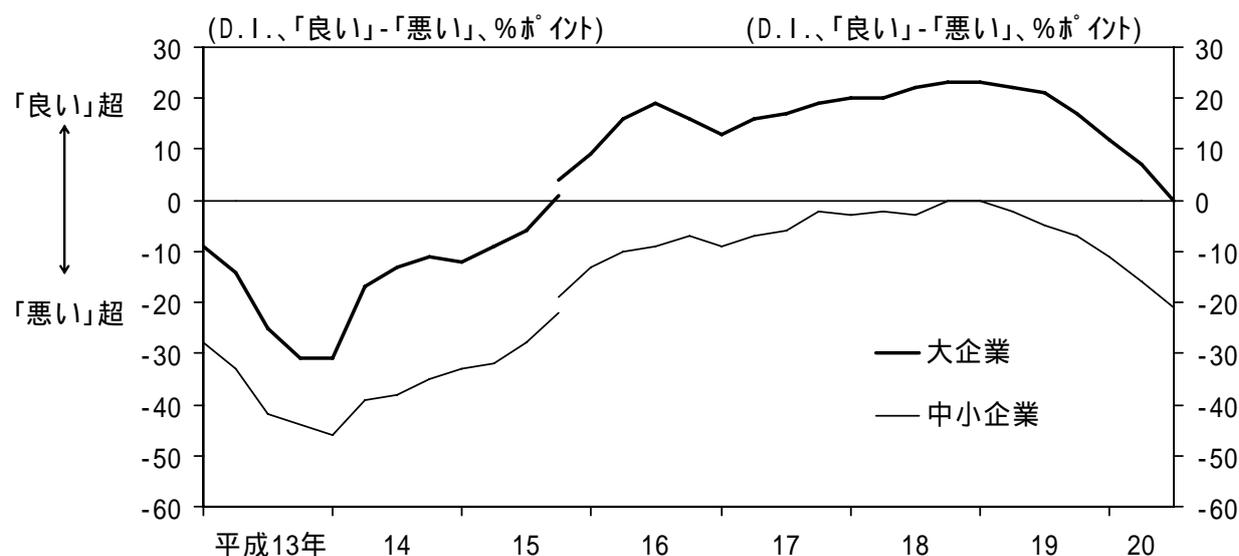
企業収益は、交易条件の悪化などを背景に、減少を続けた。売上高経常利益率は(図表6) 振れの大きい動きとなったが²、基調としては、エネルギー・原材料価格高が下押し要因となり、低下傾向をたどった。こうしたもとで、企業の業況感は(図表7) 中小企業で悪化傾向が続いたほか、大企業でもD I水準がゼロまで低下するなど、さらに慎重化した。



(注) 法人企業統計季報の計数。金融業、保険業を除く計数。

² この理由としては、為替相場の影響等により営業外収益・費用が大きく変動したこと、4～6月から法人企業統計の非製造業の計数に「金融機関を子会社とする純粋持ち株会社」が含まれることとなり統計に非連続が生じたこと、などがある。

(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、設備投資は減少に転じた。GDPベースの実質設備投資は(図表8(1))、4~6月に続き、7~9月もはっきりと減少した。法人企業統計の名目設備投資は(図表8(2))、4~6月以降、ファイナンス・リースに関する会計基準変更の影響からリース業が大幅に落ち込んだこともあって³、はっきりと減少した。設備投資の同時指標である資本財総供給も(図表8(3))⁴、減少が続いた。設備投資の先行指標をみると(図表8(4))、機械受注は4~6月にかけて高水準横ばい圏内で推移したが、その後減少に転じた。建築着工床面積は、改正建築基準法施行前よりも幾分低い水準で、概ね横ばいの動きとなった⁵。

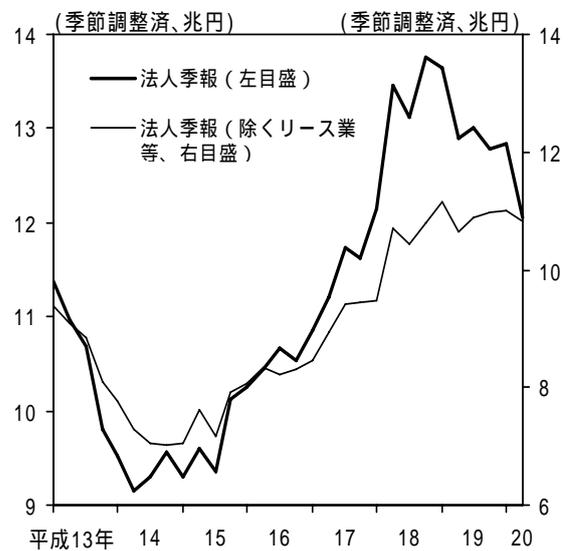
³ ファイナンス・リース物件は、従来は貸し手側(リース業者)で固定資産(設備投資)として計上され、借り手側(一般企業)ではオフバランス処理されることが多かった。これが、20年4月1日以降開始される事業年度から適用される新しいリース会計基準により、貸し手側では流動資産として、借り手側で固定資産として計上されることとなった。設備投資をどちらでカウントするかの違いであるため、原則として、設備投資の集計値に影響は出ないはずであるが、借り手が中小企業の場合などには借り手側では会計処理を変更しなくてよいとの例外規定があることなどから、全体ではリース業側のマイナス効果が残る。なお、GDPベースの設備投資は、この影響を取り除くような方法で推計が行われている。

⁴ 資本財総供給は、資本財の国内向け出荷に資本財の輸入を加えることにより、算出されたものである。

⁵ 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、同年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。

(図表 8) 設備投資

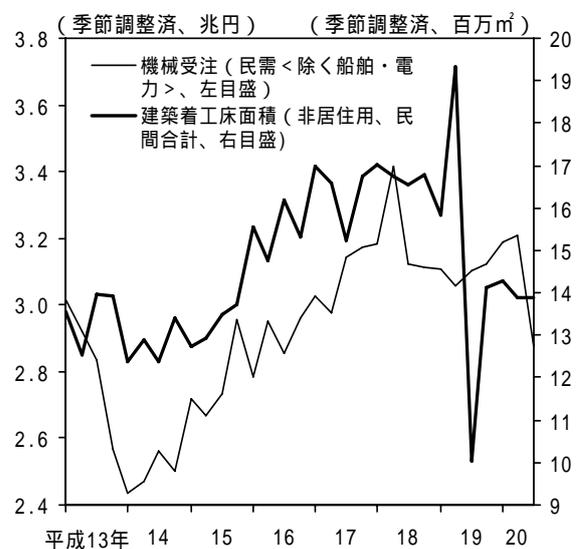
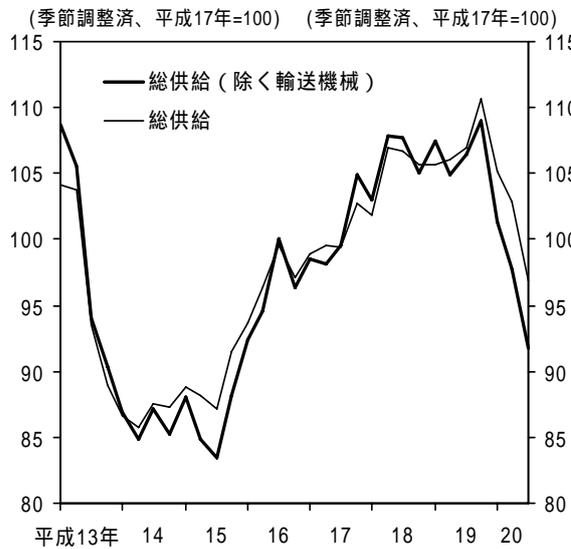
(1) 設備投資 (実質、GDPベース) (2) 設備投資 (名目、法人季報ベース)



(3) 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 1) 法人季報ベースの名目設備投資は、金融業、保険業を除く計数。除くリース業等の系列は、16年第2四半期以降はリース業、その他の物品賃貸業、広告・その他の事業サービス業を、16年第1四半期以前は事業所サービス業を除いて作成した。

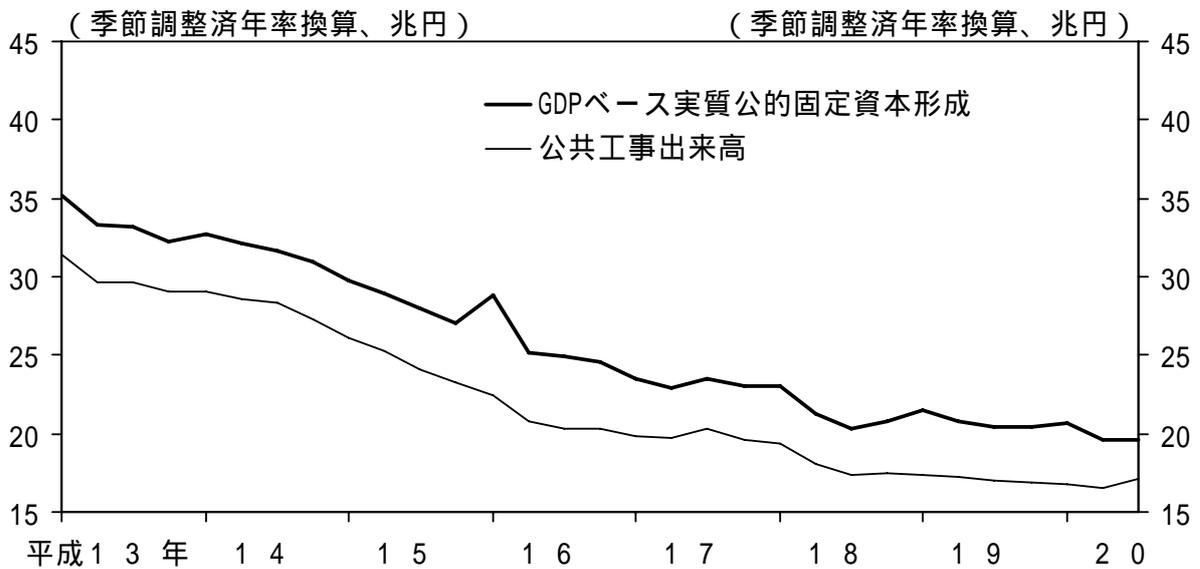
(注 2) 資本財総供給については脚注4を参照。

(公共投資は低調、住宅投資は横ばい圏内で推移)

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(図表9(2))、改正建築基準法施行前に比べて幾分低い水準で、概ね横ばいで推移した。

(図表9) 公共投資・住宅投資

(1) 公共投資



(2) 新設住宅着工戸数

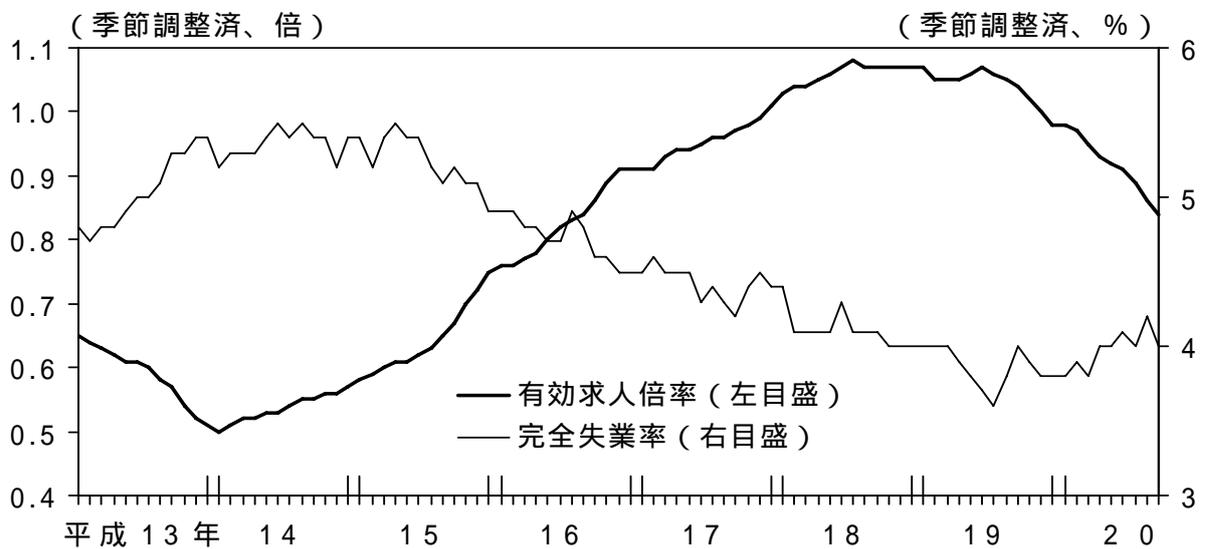


(雇用者所得は伸び悩み)

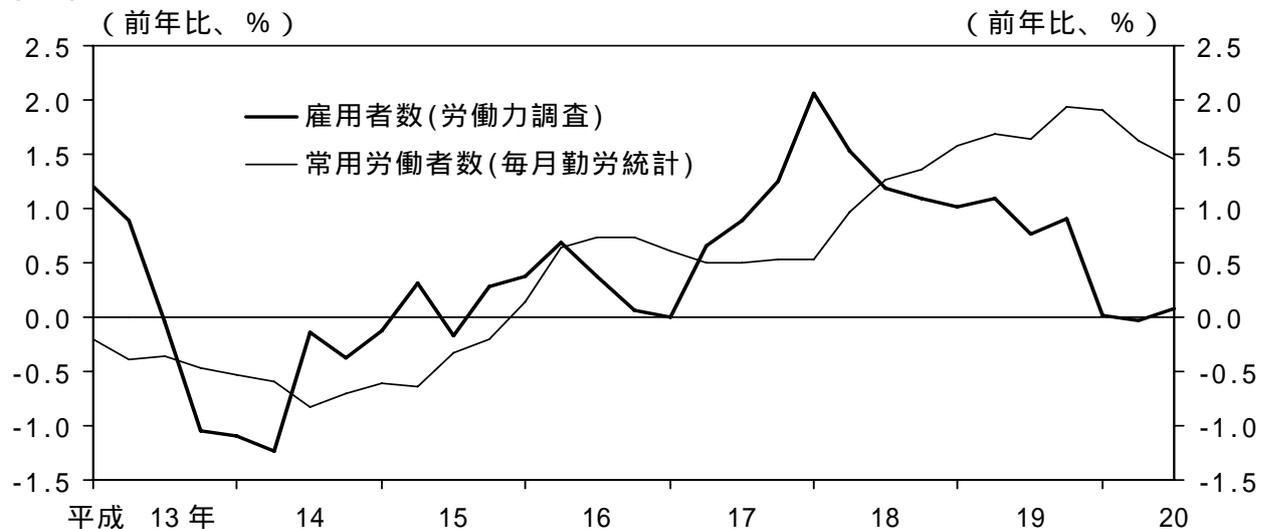
労働需給面の動きをみると、景気が停滞するもとの、需給は幾分緩和した。有効求人倍率は低下が続き、完全失業率は緩やかな上昇傾向をたどった(図表 10(1))。雇用面では、労働力調査の雇用者数が前年並みで推移し、毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は伸び率が低下した(図表 10(2))。賃金面では、年初以降前年比プラスで推移したが、企業収益の減少を背景に、プラス幅は次第に縮小した。これらの結果、雇用者所得は(図表 11)、伸び悩み傾向で推移した。

(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率

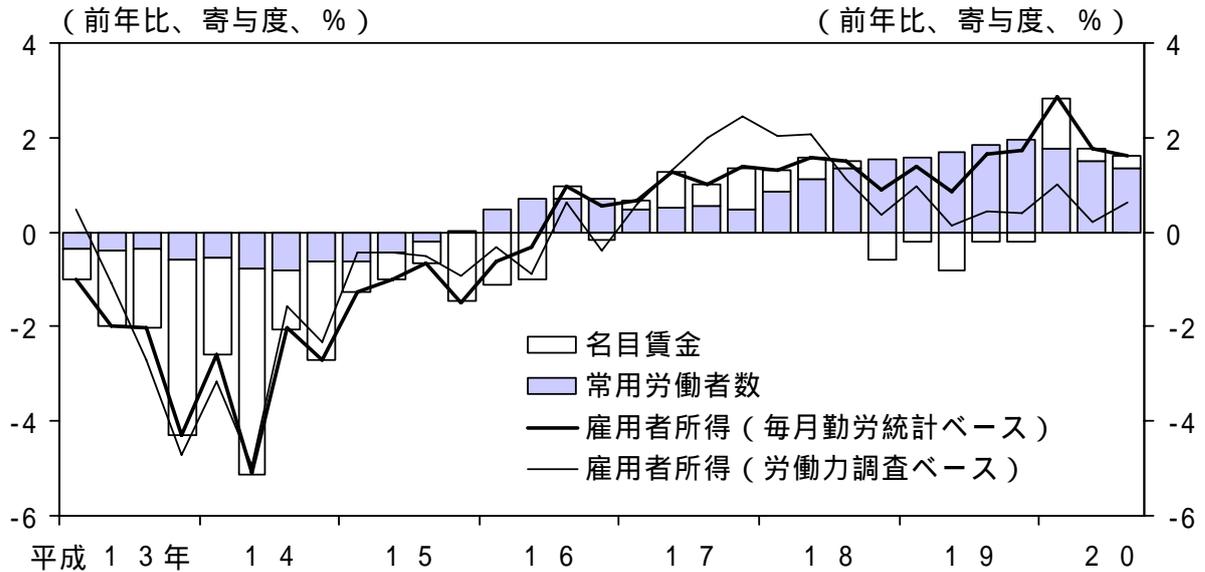


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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1) 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。

(注2) 雇用者所得(毎月勤労統計ベース)は、常用労働者数(毎月勤労統計)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。雇用者所得(労働力調査ベース)は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

(個人消費は次第に弱めの動き)

以上のような雇用・所得環境のもとで、エネルギー・食料品価格の上昇率が高まったことなどから、個人消費は次第に弱めの動きとなった。GDPベースの実質個人消費は(図表12(1))、4～6月に大きめの減少となったあと、7～9月はその反動もあって増加した。小売や旅行、外食など各種財・サービスの売上指標を合成した「販売統計合成指数」を店舗調整後でみると(図表12(2))⁶、4～6月以降、弱めに推移した。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))⁷、総じて横ばい圏内での動きとなった。

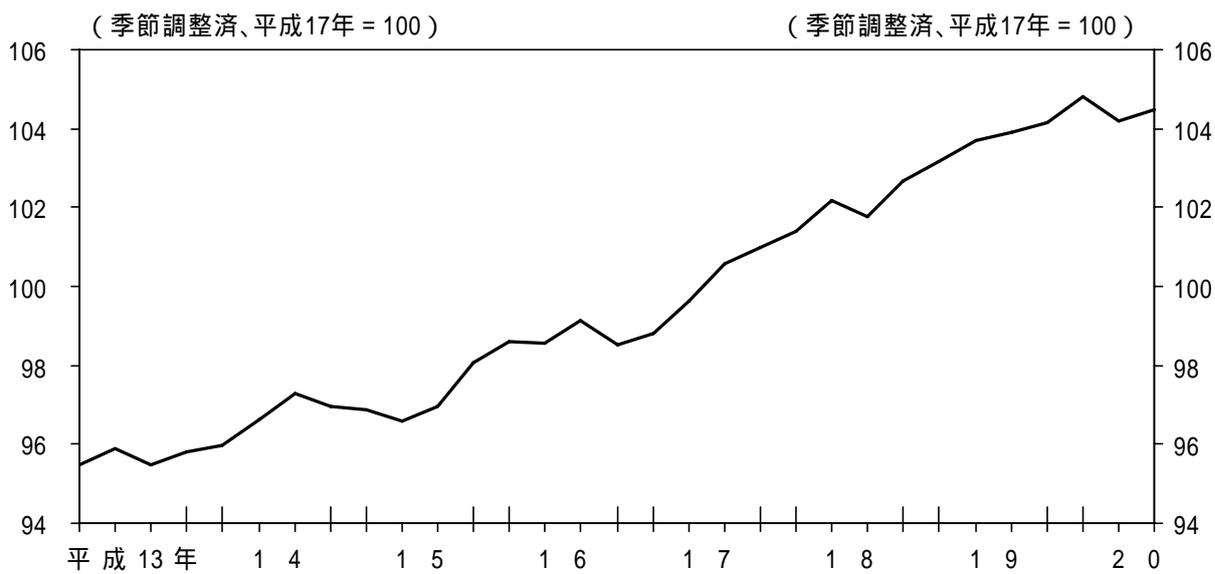
⁶ 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したものである。なお、「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である(店舗調整前の指数にはコンビニエンスストア売上高を含めている)。「店舗調整後」は、店舗増減の影響を排除したものであり、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで売上高の変動を捉える指数である。

⁷ 消費財総供給は、消費財の国内向け出荷に消費財の輸入を加えることにより、算出されたものである。

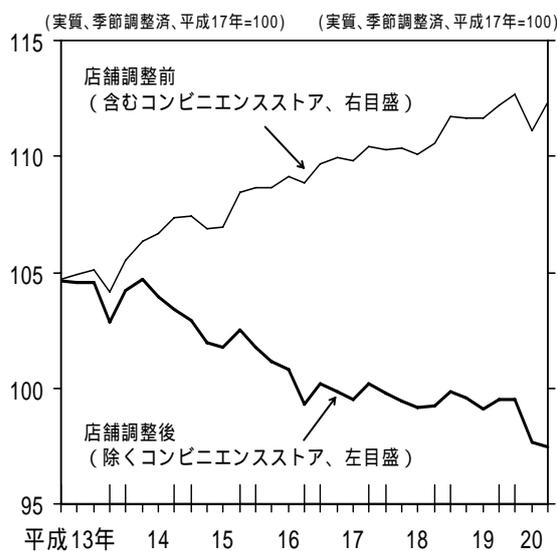
消費者コンフィデンスは(図表 13) エネルギー・食料品価格の上昇などを背景に、さらに慎重化し、様々な指標を総合的にみると、前回ボトム並みの水準まで悪化した。

(図表 12) 個人消費

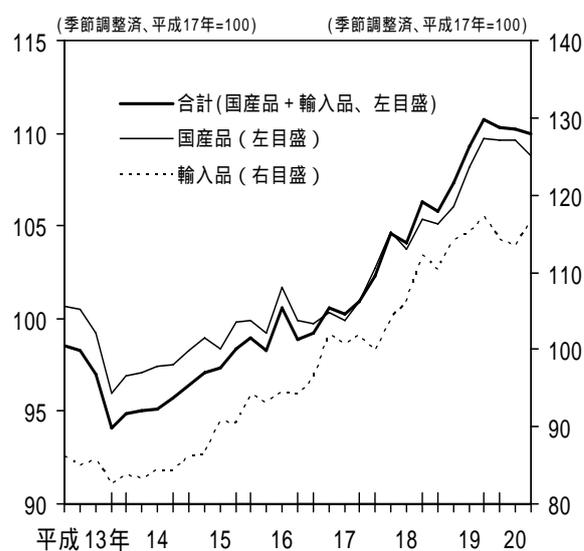
(1) 個人消費 (実質、GDP ベース)



(2) 販売統計合成指数

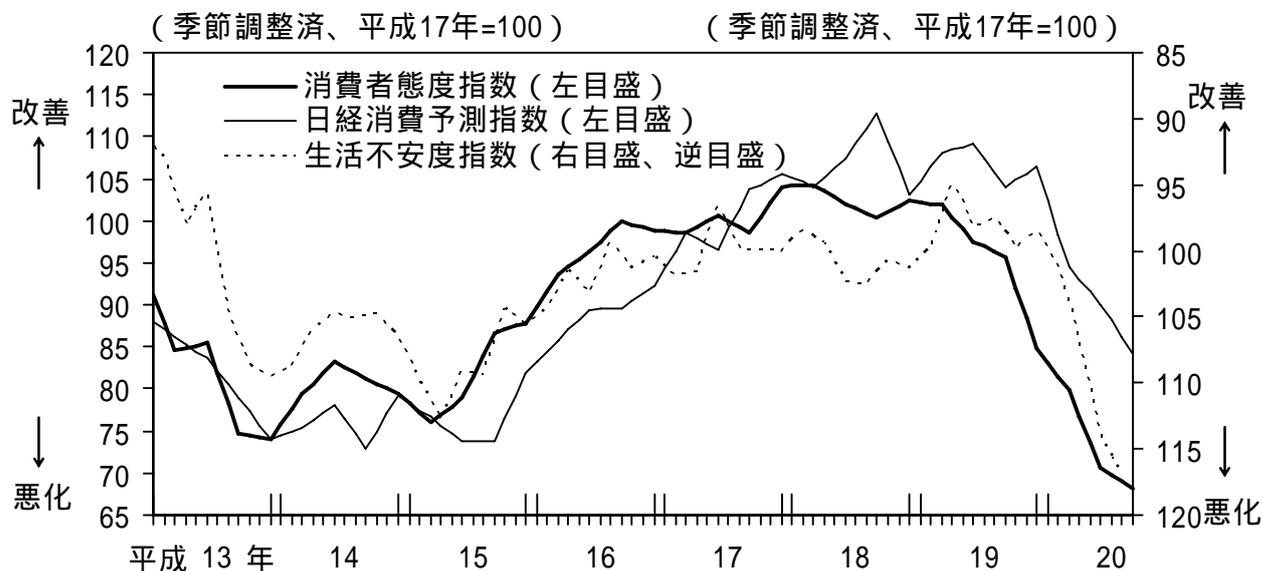


(3) 消費財総供給



(注) 販売統計合成指数については脚注 6 を参照。消費財総供給については脚注 7 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

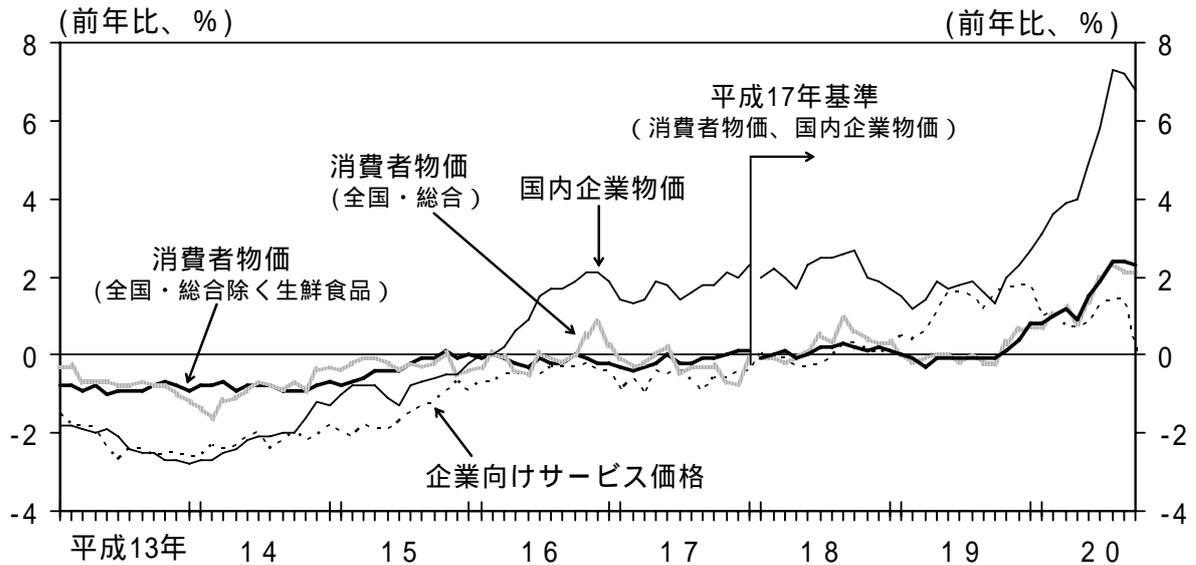
物価の動向をみると(図表 14)、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、3か月前比で上昇を続け、前年比では+7%台まで上昇率を高めた⁸。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は⁹、エネルギーや食料品の価格上昇などを反映し、2%台前半までプラス幅が拡大した¹⁰。

⁸ 国内企業物価の前年比は、20年7月に+7.3%まで上昇したが、これは昭和56年1月(+8.1%)以来の大きな上昇率である。

⁹ 「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。

¹⁰ 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、20年7月と8月に+2.4%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、4年6月(+2.5%)以来の大きな上昇率である。

(図表 14) 物価

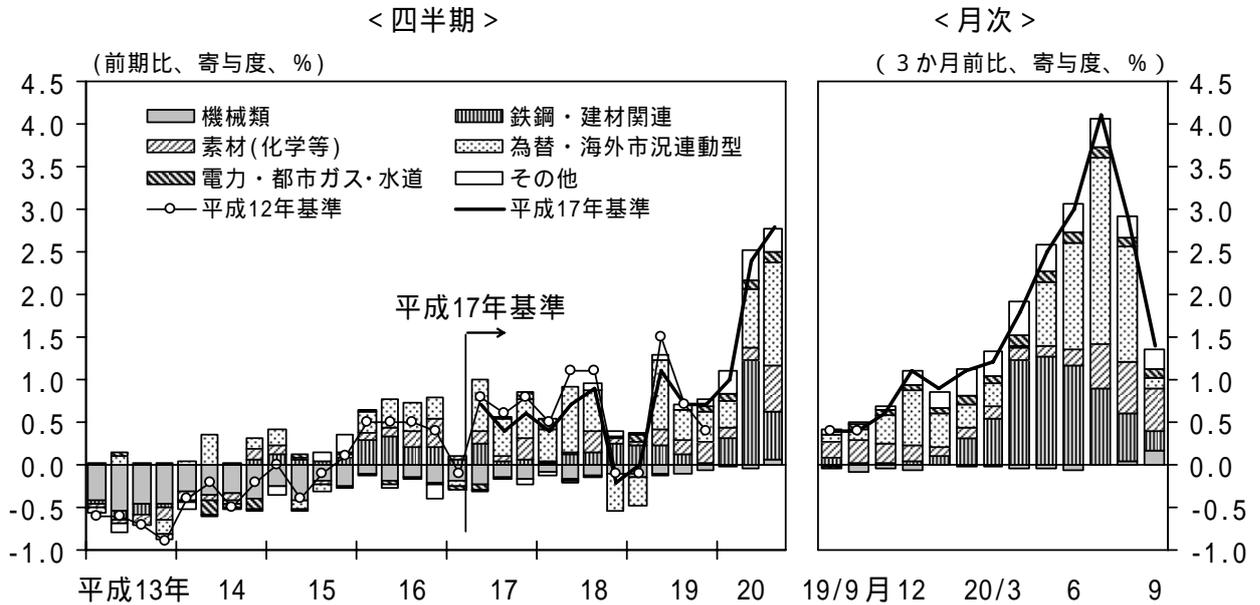


国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表 15)ほとんどの項目が上昇し、とりわけ「為替・海外市況連動型(石油・石炭製品、非鉄)」や「鉄鋼・建材関連」の上昇が目立った。また、「電力・都市ガス・水道」や「素材(化学等)」、「その他(加工食品等)」も、燃料・原材料高を転嫁する動きから、上昇を続けた。ただし、国際商品市況が7月以降反落したことなどを反映し、「為替・海外市況連動型」を中心に、8月以降は3か月前比のプラス幅がはっきりと縮小した。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表 16)石油製品や食料工業製品(ともに図中「財」に区分) 外食(図中「一般サービス」に区分) 電気・ガス代(図中「公共料金」に区分)を中心に、プラス幅が拡大した。ただし、それらを除くベース(除く食料およびエネルギー)でみると、国内経済の需給バランスが幾分緩和方向に振れるもとで(図表 17)僅かな上昇にとどまった。

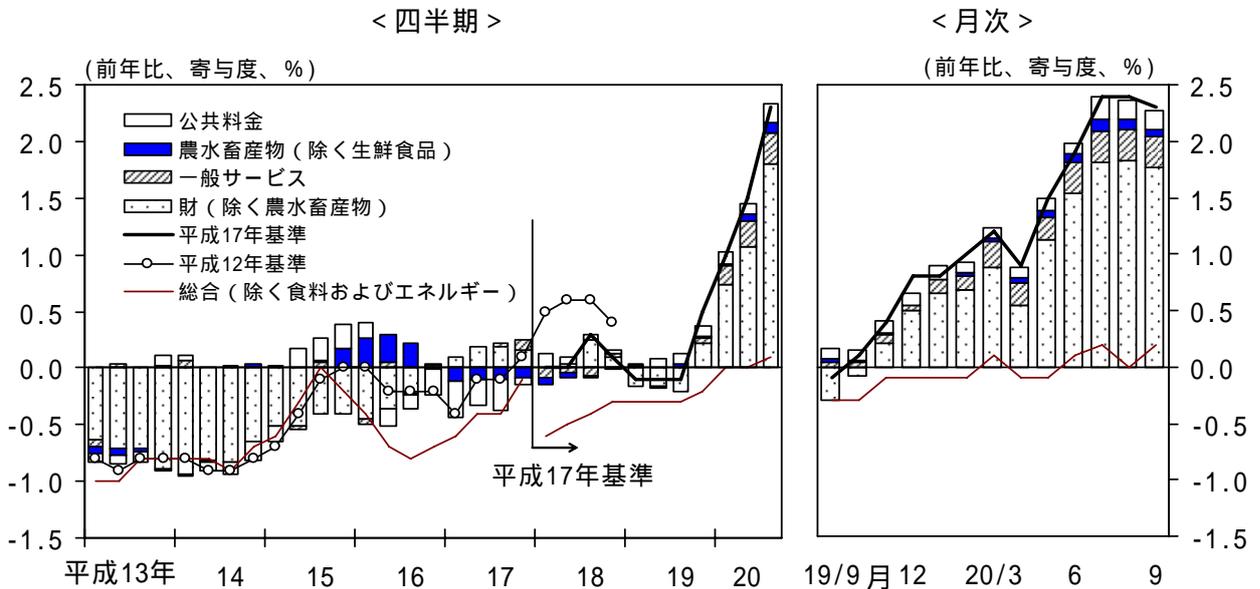
地価を都道府県地価でみると(図表 18)三大都市圏では、住宅地、商業地ともに、上昇幅が大きく縮小したほか、地方圏における下落幅の縮小もほぼ一服した。このため、全国平均では、住宅地で下落幅が幾分拡大し、商業地は再び下落に転じた。

(図表 15) 国内企業物価



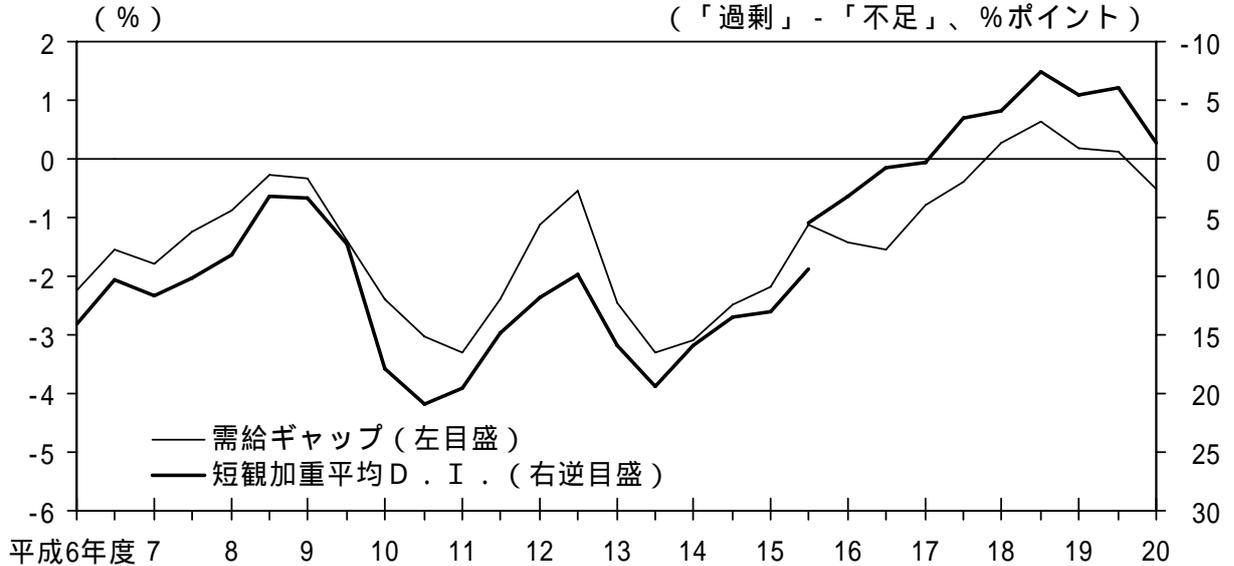
(注1) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、情報通信機器、電子部品・デバイス、一般機器、輸送用機器、精密機器。
 (注2) 平成12年基準の19年第4四半期は10月の値。

(図表 16) 消費者物価 (除く生鮮食品)



(注1) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは公共料金に含まれた。
 (注2) 「食料」は「酒類」を除いたもの。「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

(図表 17) 生産要素の稼働状況

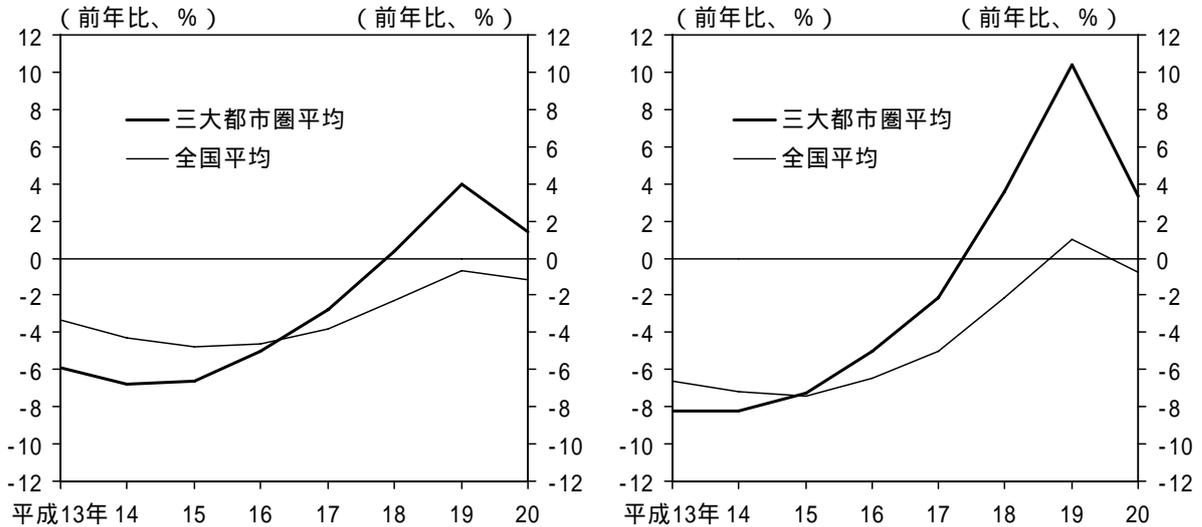


(注) 短観加重平均D.I.は、短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率で加重平均したもの。需給ギャップは、日本銀行調査統計局による試算。需給ギャップの推計には様々な推計誤差が含まれるため、十分な幅を持って評価する必要がある。なお、20年度上期の需給ギャップは20年第2四半期の値。

(図表 18) 都道府県地価調査

(1) 住宅地

(2) 商業地



(注) 都道府県地価調査は、7月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外金融経済

(概況)

20年度上期の海外経済については、次第に減速傾向が強まった(図表19)。地域別にみると、米国では、住宅市場の大幅な調整が続き、金融機関の与信姿勢が一段と厳格化する中で、景気は停滞局面に入り、その後下押し圧力がさらに強まった。欧州では、ユーロエリア経済が減速傾向を次第に強め停滞局面に入ったほか、英国経済も住宅市場の大幅な調整などから次第に減速し停滞局面に入った。東アジアでは、中国経済が幾分減速しつつも高成長を続けた一方で、NIEs・ASEAN4の景気は、総じて増勢が鈍化した。

(図表19) 海外経済の実質GDP成長率

(欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		18年	19年	19年 第2四半期	3	4	20年 1	2	3
米 国		2.8	2.0	4.8	4.8	0.2	0.9	2.8	0.3
欧 州	ユーロエリア	3.0	2.6	1.9	2.2	1.4	2.7	0.7	0.8
	ドイ ツ	3.2	2.6	1.4	2.4	1.4	5.7	1.7	2.1
	英 国	2.8	3.0	3.0	3.1	2.0	1.1	0.0	2.0
東 ア ジ ア	中 国	11.6	11.9	12.6	11.5	11.3	10.6	10.1	9.0
	NIEsおよび ASEAN4	5.5	5.8	5.8	6.2	6.2	6.2	5.0	

(注) NIEsおよびASEAN4¹¹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。

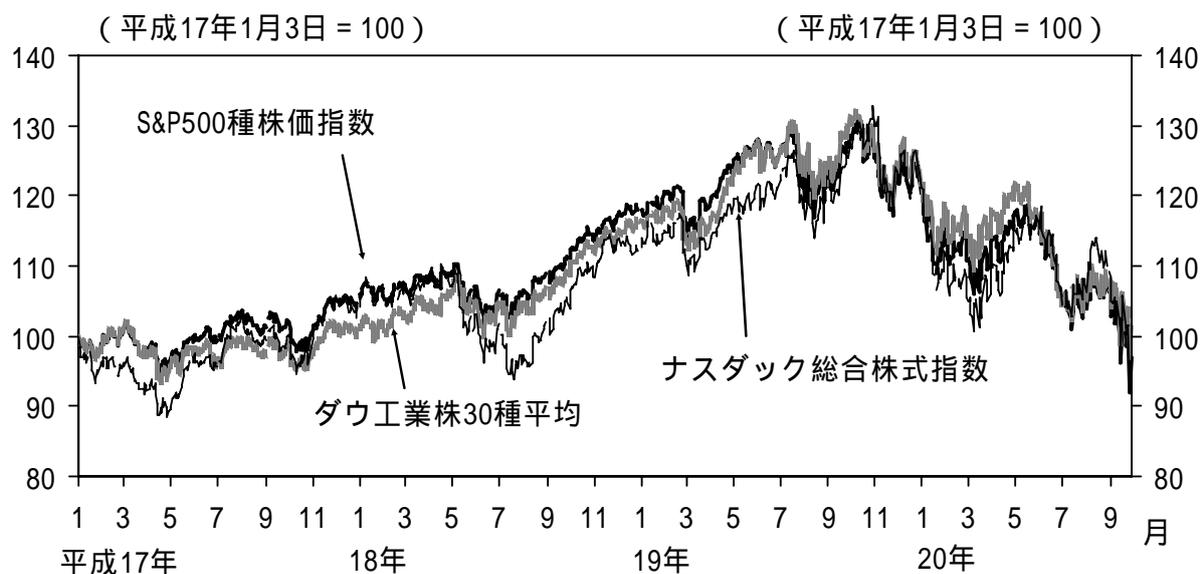
国際金融資本市場は、不安定な状況が続いた(図表20)。特に、9月には、米欧で、金融機関の経営破綻等が相次いだことから、緊張が強い状態となった。こうしたもとで、9月に入り各国の短期金融市場では、ドル資金を中心に調達圧力が高まったため、各国の中央銀行は協調してドル資金を供給するスキームを導入、拡充するなどの措置を取った。

¹¹ 図表3の注を参照。

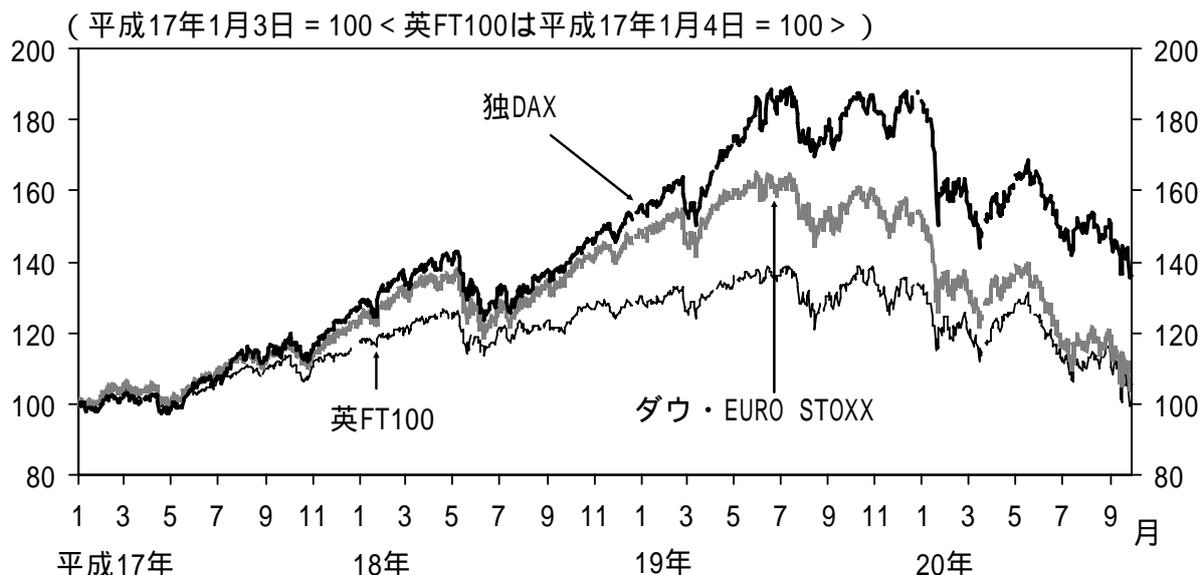
この間、米国と欧州の株価は大きく下落した。また、米国と欧州の長期金利は、夏場にかけてインフレ懸念の強まりなどから上昇したが、その後は、景気悪化や米欧金融機関の経営状況に対する懸念から低下した。エマージング諸国・地域の金融市場では、世界景気の先行きへの懸念などを受けて株価が下落したほか、対米国債スプレッド¹²は総じて拡大した。

(図表 20) 欧米の株価と長期金利

(1) 米国の株価

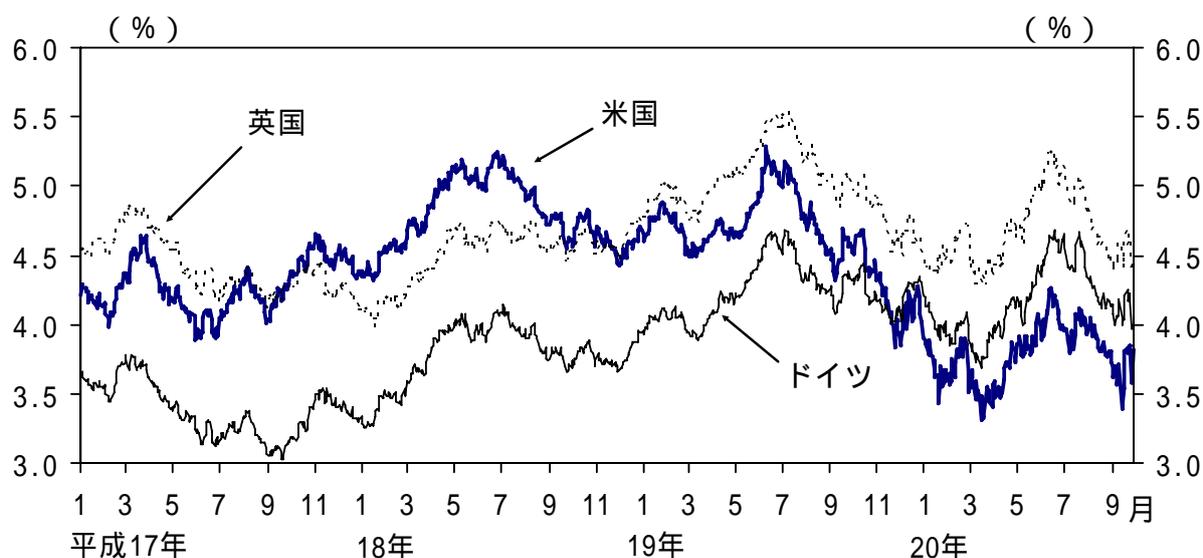


(2) 欧州の株価



¹² これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

(3) 欧米の長期金利(国債10年物)



(米国は景気の下押し圧力が強まる)

米国は、景気の停滞局面に入り、その後下押し圧力がさらに強まった。住宅投資は大幅な減少を続けたほか、設備投資も減速傾向を強めた。個人消費は、所得減税による一時的な押し上げ効果がみられたものの、基調としては横ばい圏内の動きを続けた後、減少に転じた。この間、企業の生産活動は減少基調をたどり、雇用者数も減少を続けた。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・食料品価格の上昇を受け、+5%台と高水準まで拡大した。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は、+2%台半ばとなった。

株価をみると(図表20(1))、5月までは、金融システムを巡る不安の後退から上昇する局面もみられたが、7月中旬にかけては、原油価格の急騰などを背景とするインフレ懸念の増大に加えて、雇用者数が減少を続けるなど景気悪化懸念も高まったことから下落した。その後は、一時的に反発する局面もみられたが、9月中旬以降、大手金融機関の破綻などを受けて、金融機関の経営状況に対する懸念が増大したことから、一段と下落した。

長期金利(国債10年物利回り)の動きをみると(図表20(3))、6月中旬にかけ

て、インフレ懸念の高まりなどから上昇した。その後は、原油価格の急騰が一服したことに加え、景気悪化や金融機関の経営状況に対する懸念の高まりを受けて低下した。

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について、4月の定例会合で、昨年9月以降7回連続の利下げとなる0.25%の引き下げを決定したのち、2.00%で据え置いた。また、5月と7月に入札型ターム物貸出制度の増額、欧州中央銀行・スイス国民銀行との間の為替スワップ協定の限度額引き上げと期間延長、ターム物債券貸出制度における適格担保の対象拡大、プライマリー・ディーラー貸出制度の期間延長など、既に導入していた流動性供給策を拡充した。9月には、米国大手投資銀行の破綻をきっかけに国際金融資本市場の不安定さが増したことから、金融調節による資金供給を積極的に行ったほか、大手保険会社への緊急融資や、マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド¹³への流動性支援を発表した。また、米ドル資金の調達環境が世界的に顕著に悪化したことから、日本銀行を含む9中央銀行¹⁴との間で為替スワップ協定の新規締結や増額を行い、協調してドル資金の供給を行った。

(欧州経済も停滞局面に)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリア経済は、次第に減速傾向が強まり、停滞局面に入った。すなわち、設備投資の増勢は鈍化し、住宅投資も減少傾向をたどった。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、減少に転じた。輸出も、米国向けなどの減少を受けて、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拡大し、6月および7月には+4%台に達した。金融政策面では、欧州中央銀行は、7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%引き上げ、4.25%とした。

¹³ 米国で昭和46年に創設された、短期の公社債を中心に運用するオープンエンド型の投資信託。

¹⁴ 9月18日には、欧州中央銀行とスイス国民銀行は為替スワップ取極の引出限度額を増額したほか、日本銀行、カナダ銀行、イングランド銀行が新規にスワップ協定を締結した。その後、24日には、デンマーク国民銀行、ノルウェー銀行、オーストラリア準備銀行、スウェーデン中央銀行が新規に協定を締結したほか、26日には欧州中央銀行とスイス国民銀行が引出限度額を増額した。また、29日に公表された更なる協調対応策では、上記9行の引出限度額が増額された。この結果、9月末時点での、協調対応策に伴う為替スワップ協定の総額は6,200億ドルとなった(日本銀行の対応についての詳細は、2.(1)短期金融市場を参照)。

英国経済は、住宅市場の大幅な調整やエネルギー・食料品価格高の影響から、次第に減速し、停滞局面に入った。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し、7月には+4%台半ばまで達した。金融政策面では、イングランド銀行は、4月に政策金利を0.25%引き下げ、5.00%とした。また、4月に特別流動性支援策として、金融機関が保有するモーゲージ関連の証券化商品等を英国債とスワップする新たなスキームを導入した。

この間、ユーロエリアおよび英国の株価は（図表20(2)）景気減速に対する懸念が高まったことなどをを受けて下落し、9月中旬以降、欧州でも金融機関経営を巡る懸念が強まる中で、下落幅を拡大した。また、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)）基本的に米国金利に連れて推移した。

（中国経済は高成長を持続する一方、NIEs・ASEAN4経済は増勢鈍化）

NIEs・ASEAN4では、輸出の減速が続く中、内需が堅調を維持したため、夏場にかけて緩やかな景気拡大が続いた。しかし、その後は、多くの国・地域で、内需にも個人消費を中心に減速感が表れ、景気の前勢は鈍化した。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・食料品価格の上昇を受けて拡大し、高い伸び率となった。

中国経済は、幾分減速しつつも、内外需ともに高い成長を続けた。輸出は、米国向けなどで減速したが、全体としては高めの伸びが続いた。固定資産投資や個人消費は、引き続き高い伸びとなった。一方、生産については、一部業種における減産の動きも映じて、幾分減速した。物価面では、前年における食料品価格高騰の影響が剥落したことから、消費者物価の前年比上昇率は縮小傾向をたどった。

金融政策面では、インフレ率の拡大を背景に、多くの国・地域で引き締めが実施された。韓国銀行は、8月に約1年ぶりに、政策金利を0.25%引き上げて5.25%としたほか、タイ銀行も、二度に亘って政策金利を計0.5%引き上げて3.75%とした。また、フィリピン中央銀行は、三度に亘って政策金利を計1.0%引き上げて6.0%としたほか、インドネシア銀行も、五度に亘って政策金利を計1.25%引き上

げて9.25%とした。台湾中央銀行は、6月に、政策金利を0.125%引き上げたが、その後9月には、景気減速リスクの高まりなどから、政策金利を0.125%引き下げ3.5%とした。中国人民銀行も、過剰流動性への懸念などから、三度に亘って預金準備率を計2.0%引き上げた後、7月に政府がマクロ経済政策の過熱抑制スタンスを幾分弱めたことを受けて、9月には、中小金融機関の預金準備率を1.0%引き下げて16.5%としたほか、民間金融機関の貸出に適用される基準金利を引き下げた。

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 や中国の株価は、世界景気の先行きへの懸念が高まったことなどから、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

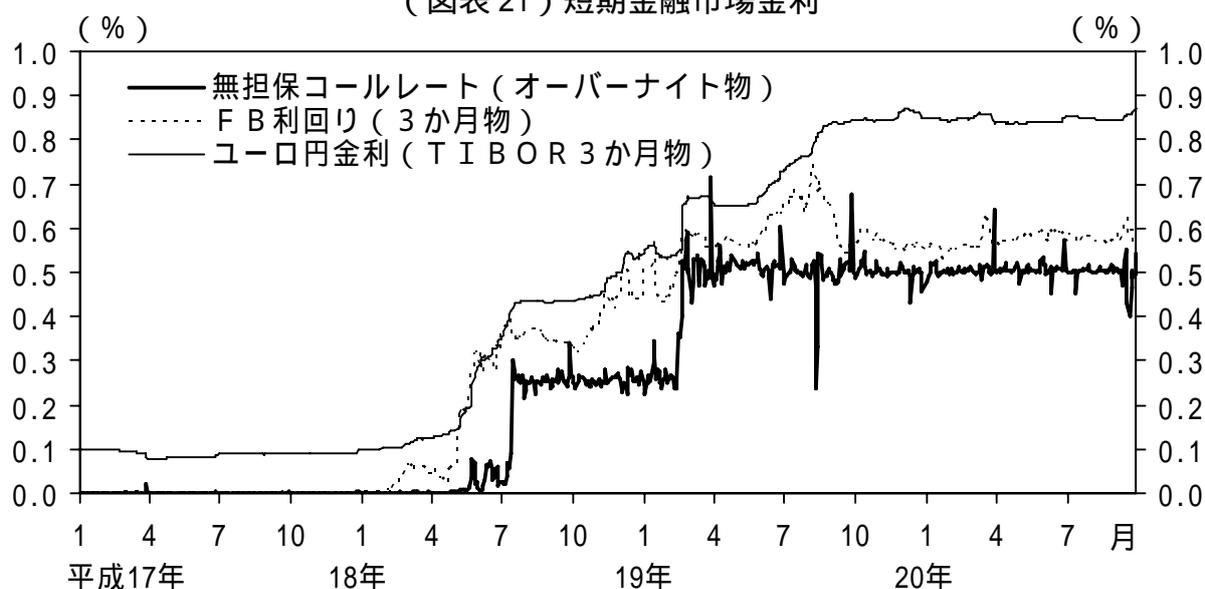
平成20年度上期のわが国の短期金融市場は、前述した米欧短期金融市場の需給逼迫の影響から、神経質な動きが引き続きみられ、特に9月入り後は緊張感が高まった(図表21)。すなわち、ユーロ円金利(TIBOR3か月物)は、昨年夏以降の高止まった状態が続いたほか、9月入り後、米欧の金融機関経営を巡る懸念が高まると、レポや為替スワップ取引を中心に、流動性が低下し、9月末を控えていたこともあって、金利に上昇圧力が加わった。もっとも、こうした動きは、米欧市場に比べ引き続き小幅であり、ターム物金利をみても¹⁵、FB(政府短期証券)利回りは、総じて横ばい圏内の動きとなった。また、翌日物金利については、無担保コールレート(オーバーナイト物)が¹⁶、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機動的に資金を供給し、レートの安定化を図った。また、9月18日と29日には、海外の中央銀行とともに、短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりに対処するための協調対応策を公表し、9月24日には、1回目の米ドル資金供給オペレーションをオファーした(参考1、参考2)。

¹⁵ 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。

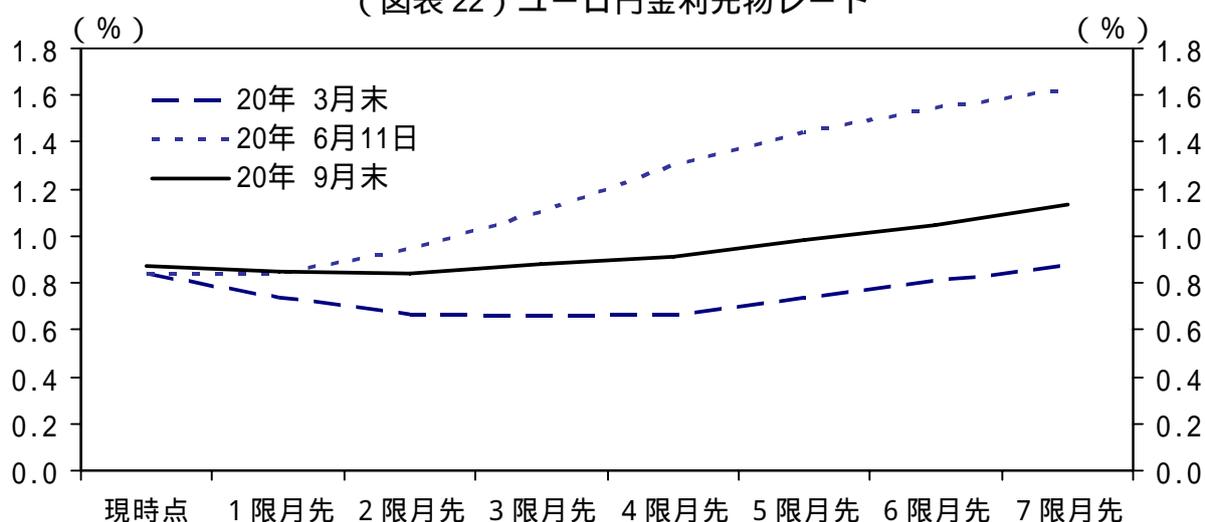
¹⁶ 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

(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、政策金利見通しの変化などを反映して、比較的振れの大きい展開となった。6月中旬にかけて、金融システムを巡る不安が一時的に後退し、米欧においてインフレ懸念が強まった局面では、わが国においても先行きの金利上昇を織り込んだ順イールドの形状となったが、その後、景気下振れ懸念が高まるにつれ、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9月末時点(実線)における1限月先(20年12月央)のユーロ円金利の市場予想値が0.84%、2限月先(21年3月央)が0.84%、3限月先(21年6月央)が0.88%であったことを表している。

(参考1)

2008年9月18日

日本銀行

短期金融市場における調達圧力の高まりへの協調対応策

本日、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、日本銀行およびスイス国民銀行は、米ドル短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりに対処するための協調策を公表した。これらの措置は、各国中央銀行が過去数日間に行った措置とあいまって、国際金融資本市場の流動性の状況の改善に資することを目的としている。中央銀行は、引き続き緊密に協力し、現在の資金調達圧力に対処するため、適切な措置を講じていく。

日本銀行の措置

日本銀行は、本日、臨時金融政策決定会合を開催し、米国連邦準備制度と協力して、わが国における金融市場参加者への米ドル資金供給を行うため、米国連邦準備制度との総額600億ドルの米ドル・スワップ取極の締結を承認するとともに、これを原資とした米ドル資金供給オペレーションの導入を決定した。日本銀行は、今後、市場の状況に応じて、適切にドル資金の供給を行う方針である。

日本銀行としては、今後とも、適切な金融市場調節の実施を通じて、金融市場の安定確保に努めていく方針である。

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	http://www.bankofcanada.ca
イングランド銀行	http://www.bankofengland.co.uk
欧州中央銀行	http://www.ecb.int
米国連邦準備制度	http://www.federalreserve.gov
スイス国民銀行	http://www.snb.ch

以上

(参考2)

2008年9月29日

日本銀行

短期金融市場における調達圧力の高まりへの更なる協調対応策

本日、10か国の中央銀行は、短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりに対処するため、米ドルの流動性供給能力を大幅に拡充するための更なる協調策を公表した。各国中央銀行は、引き続き密接に協調し、資金調達圧力に対処するために、必要に応じて適切な手段を講じる用意がある。

日本銀行の措置

日本銀行は、本日、臨時金融政策決定会合を開催し、米ドルに係る流動性逼迫のわが国短期金融市場に及ぼす影響が一段と強まっていることを踏まえ、米ドル資金供給体制をさらに整備するための措置をとることを決定した。具体的には、米国連邦準備制度との米ドル・スワップ取極の引出限度額を600億ドルから1,200億ドルへ増額すると共に、米ドル資金供給オペレーションの期限を延長し、来年4月末までとすることを決定した。また、同オペレーションの対象先を拡充することとした。日本銀行としては、今後とも海外中央銀行と緊密に協力しつつ、適切な金融市場調節の実施を通じて、金融市場の安定確保に努めていく方針である。

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。

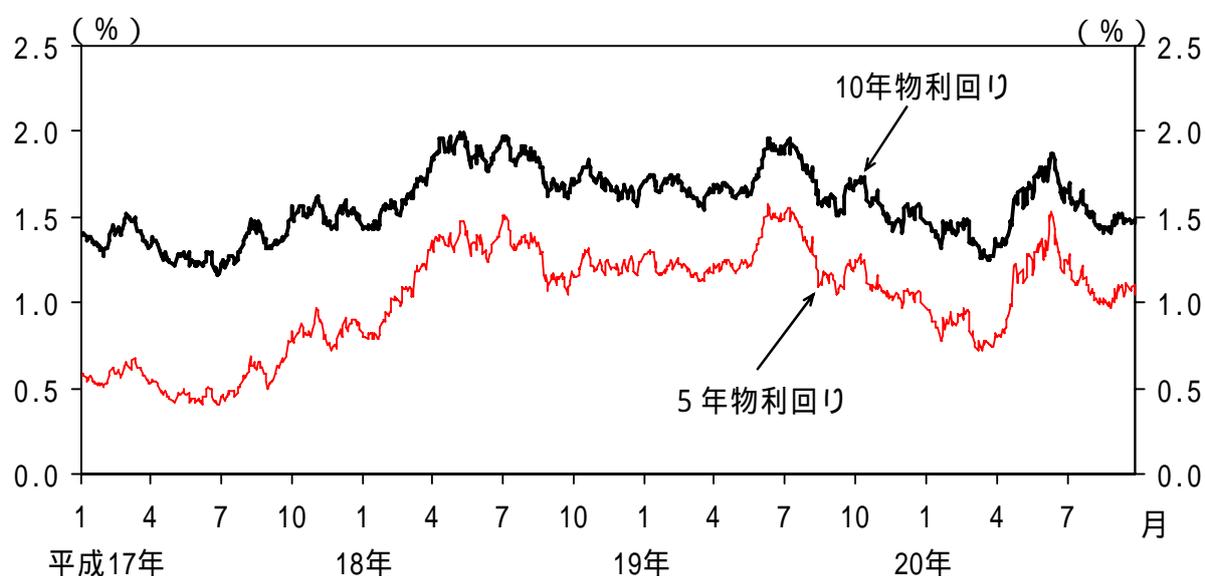
カナダ銀行	http://www.bankofcanada.ca
イングランド銀行	http://www.bankofengland.co.uk
デンマーク国民銀行	http://nationalbanken.dk
欧州中央銀行	http://www.ecb.int
米国連邦準備制度	http://www.federalreserve.gov
ノルウェー銀行	http://www.norges-bank.no
オーストラリア準備銀行	http://rba.gov.au
スウェーデン中央銀行	http://www.riksbank.se
スイス国民銀行	http://www.snb.ch

以上

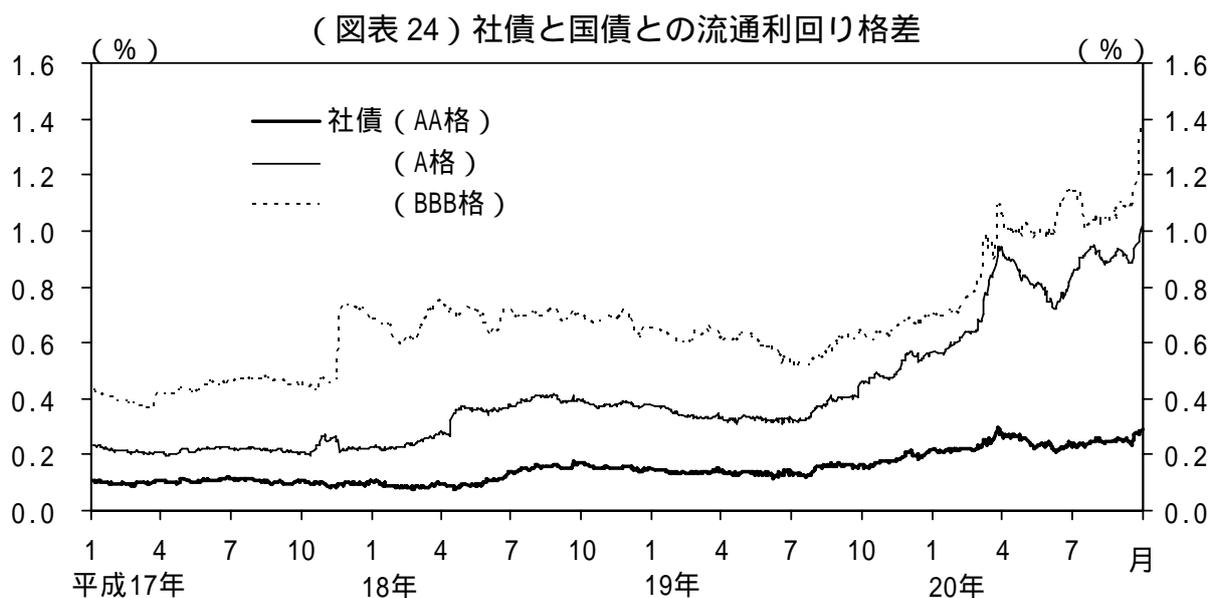
(2) 債券市場

20年度上期の債券市場の動向をみると(図表23)市場流動性が低下した状況のもと、長期国債(10年債)の流通利回りは、米欧の市場動向に連れつつ、不安定な展開が続いた。6月中旬にかけての局面では、市場参加者のインフレ見通しの上方修正などから、流通利回りは上昇傾向をたどり、19年8月以来の水準となる1.8%台に達した。その後、景気の先行きや米欧の金融機関の経営状況に対する懸念を反映して、低下に転じたが、9月入り後は、債券価格に対する高値警戒感などから幾分反発した。

(図表23) 長期国債流通利回り



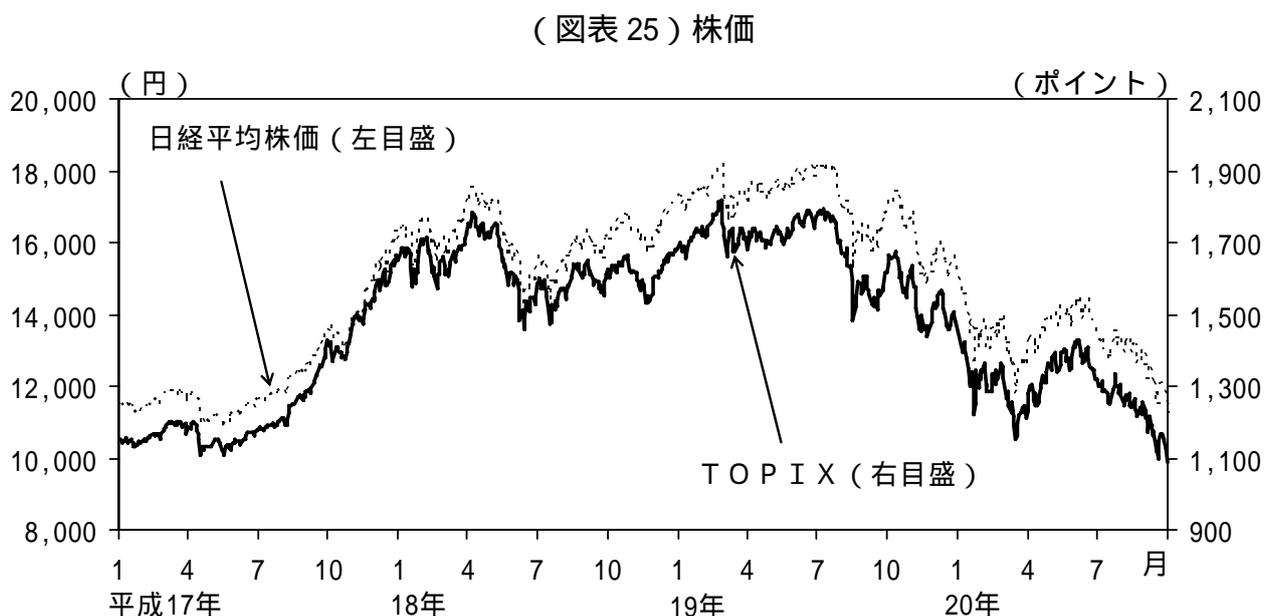
この間、社債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)については(図表24)投資家の銘柄選別が強まる中、低格付銘柄や一部業種において拡大する動きがみられた。もっとも、米欧市場と比べると、わが国では、利回り格差の拡大幅は総じて限定的なものにとどまった。



(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

(3) 株式市場

20年度上期の株式市場の動向をみると(図表25)、株価は、不安定な米欧株価に連れる展開が続いた。日経平均株価は、米国の金融システムを巡る不安が一時的に後退したことなどから、6月中旬に、1万4千円台まで上昇したが、9月には、米欧の金融機関の経営状況に対する懸念を背景に、17年6月以来となる1万1千円台前半まで下落した。



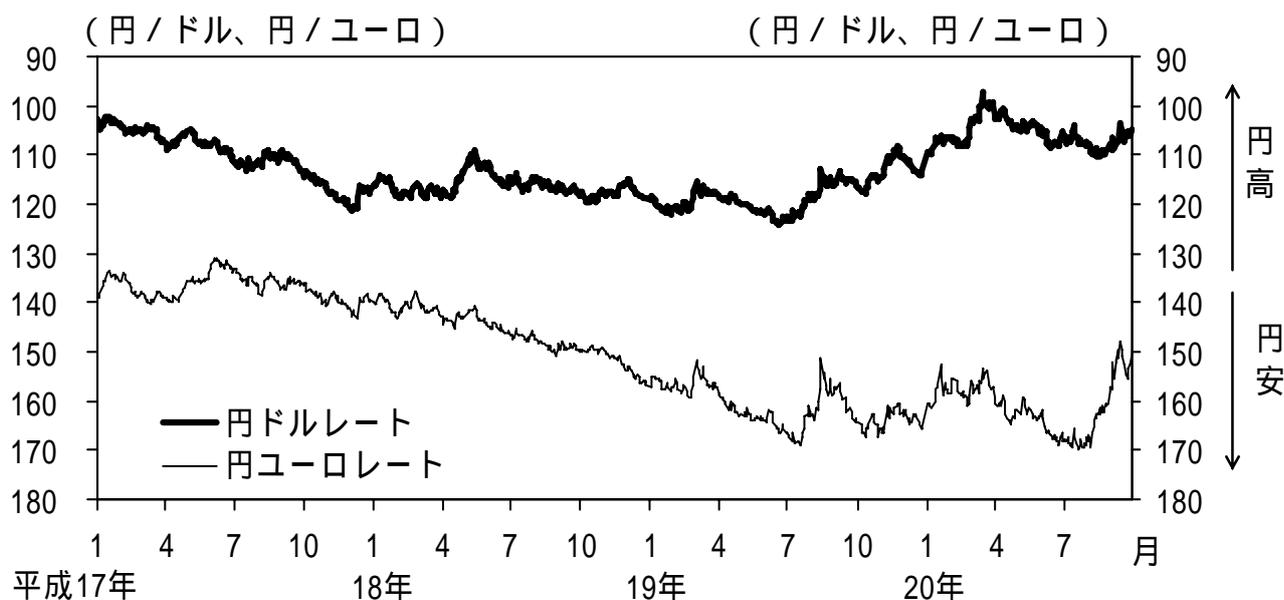
(4) 外国為替市場

20年度上期の外国為替市場の動向をみると(図表26)、円の対ドル相場は減価傾向をたどり、8月中旬には110円台までいったん下落した。しかし、9月入り後は、米国における大手金融機関の破綻などをきっかけに円は反転し、一時103円台まで上昇した後、104~106円台で推移した。

この間、円の対ユーロ相場は、6月にかけて169円台まで下落したが、ユーロ圏の景気下振れや欧州系金融機関の経営状況に対する懸念が高まる中、反転し、9月には150円前後まで急上昇した。

こうした円相場の動きを実質実効ベースでみると、4月以降、円安傾向をたどったあと、9月は円高方向に反発した(図表27)¹⁷。

(図表26) 円ドル、円ユーロレート



¹⁷ 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



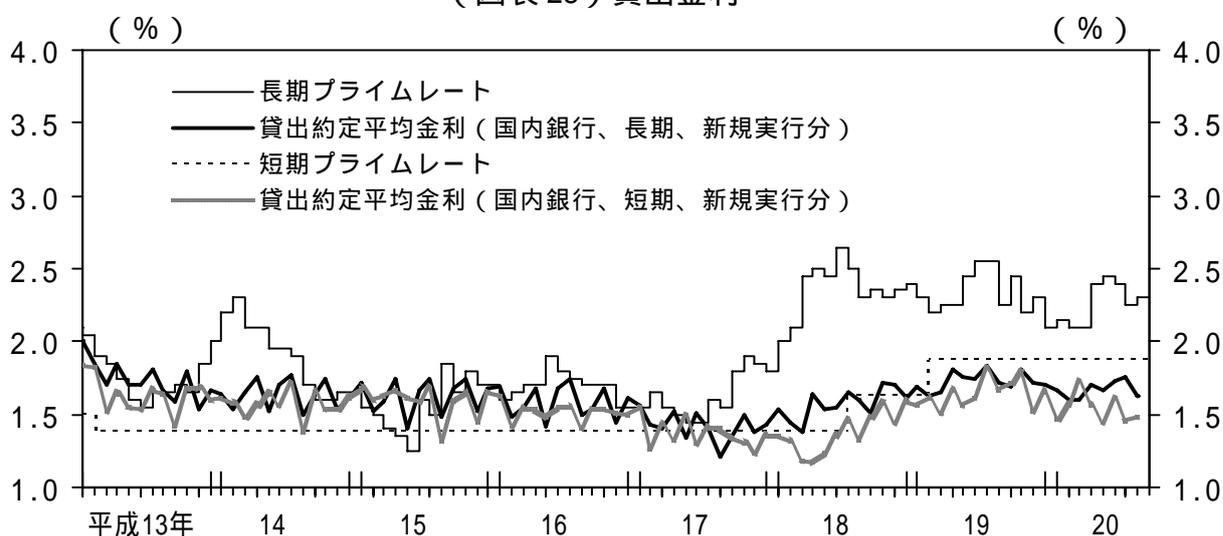
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利

20年度上期の貸出金利の動きをみると(図表28)、短期プライムレート(都市銀行)¹⁸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0.20%ポイントの小幅上昇となった。

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。

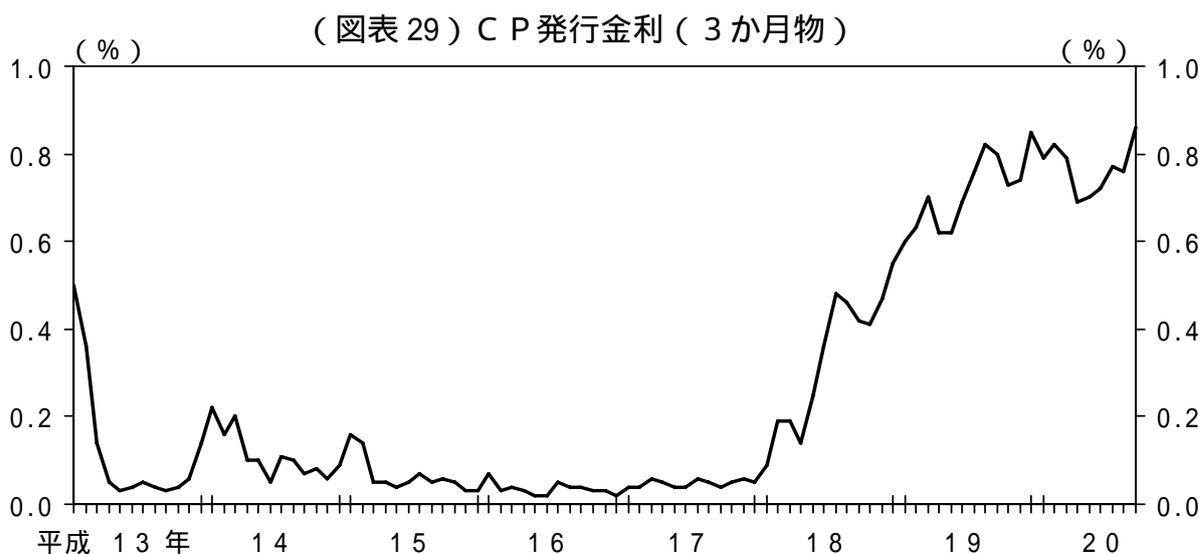
(図表28) 貸出金利



(注) 貸出約定平均金利は、8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、横ばい圏内で推移した。社債の発行金利も、期間を通してみれば、概ね横ばいの動きとなった。ただし、国際金融資本市場の緊張が高まった9月中旬以降は、CP・社債の信用スプレッドが拡大した。

¹⁸ 正確には、最も多くの都市銀行が採用した金利。



(注) A - 1 格相当以上の格付け取得先の新発利回り。主要発行引受先平均。

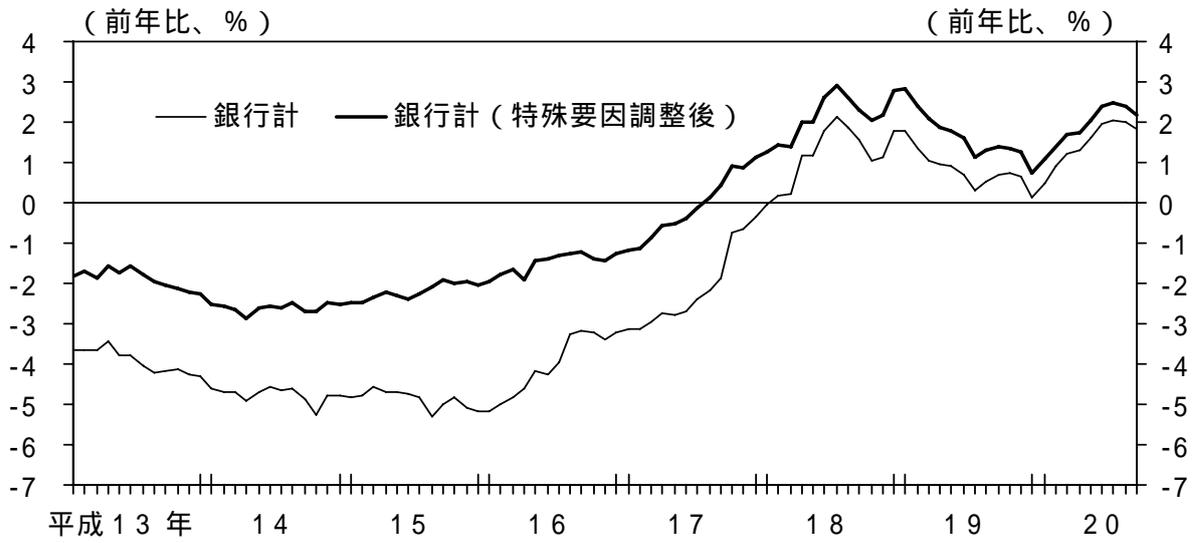
(6) 企業金融

20年度上期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高(特殊要因調整後¹⁹)は(図表30)、増加が続いた。また、CPの発行残高は(図表31)、前年を上回って推移した。ただし、社債の発行残高²⁰については、10年前の大量起債分が償還を迎えたうえ、下位格付先の起債が抑制されていたことから、前年割れとなった。

¹⁹ 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。

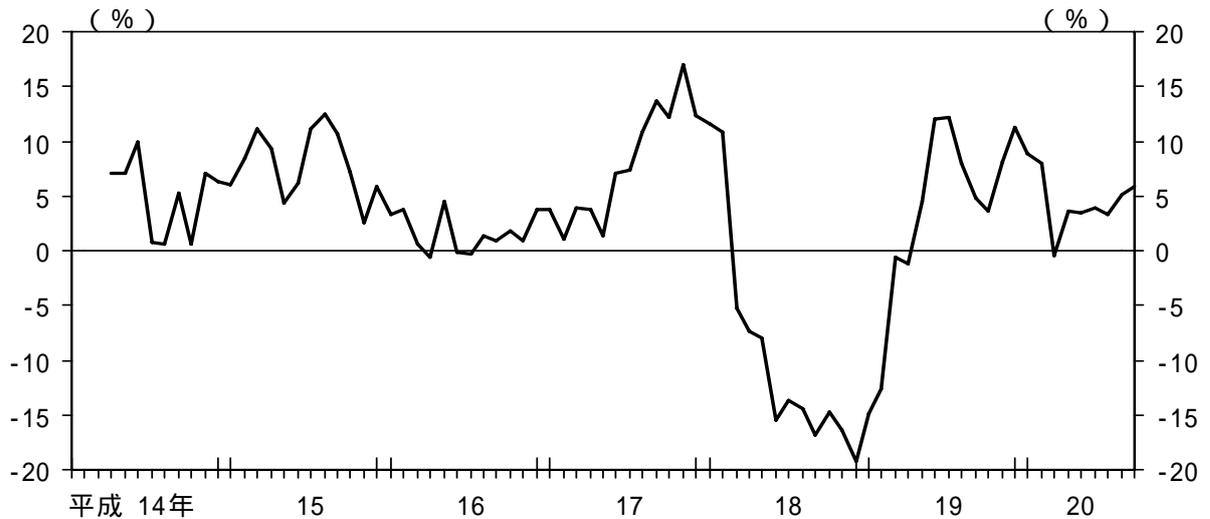
²⁰ 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門(居住者)が発行した普通社債の残高。証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 30) 民間銀行貸出



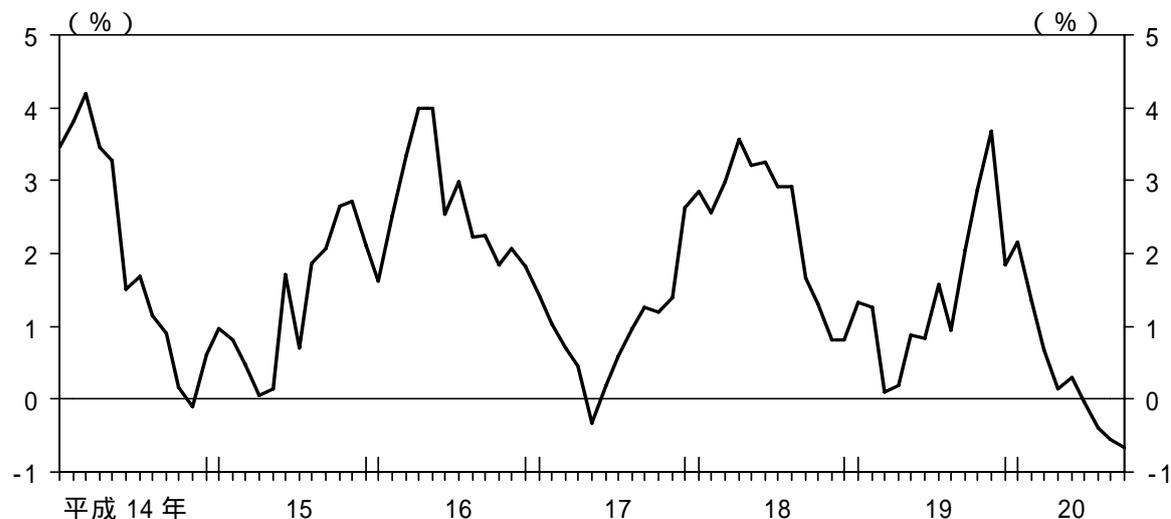
(図表 31) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (末残前年比)



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

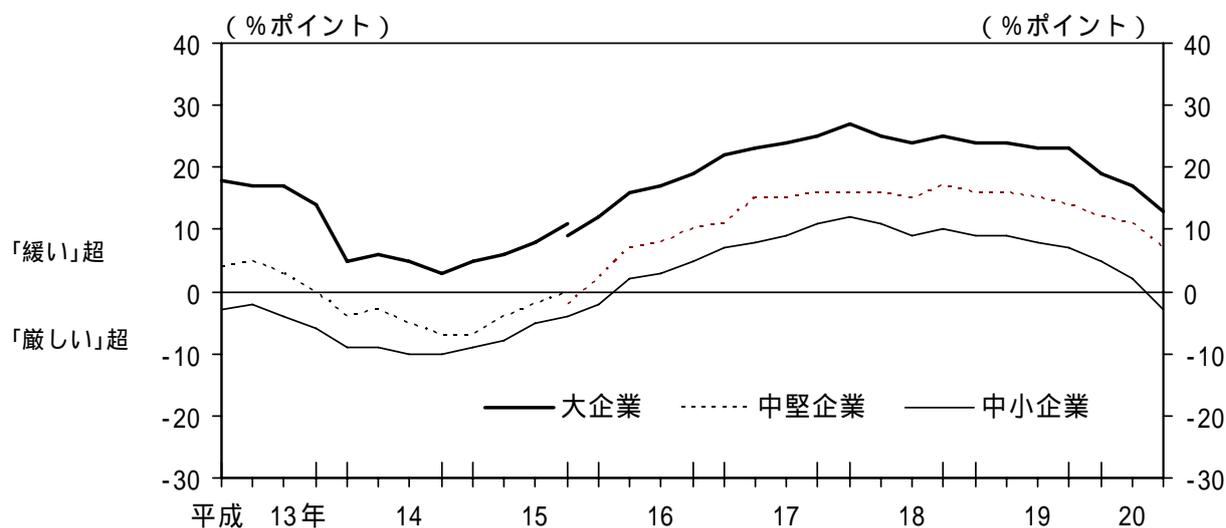
(2) 社債発行残高 (末残前年比)



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)、総じて緩和的な水準で推移したが、中小企業では「厳しい」超に転じた。

(図表 32) 金融機関の貸出態度判断 D . I . (短観)

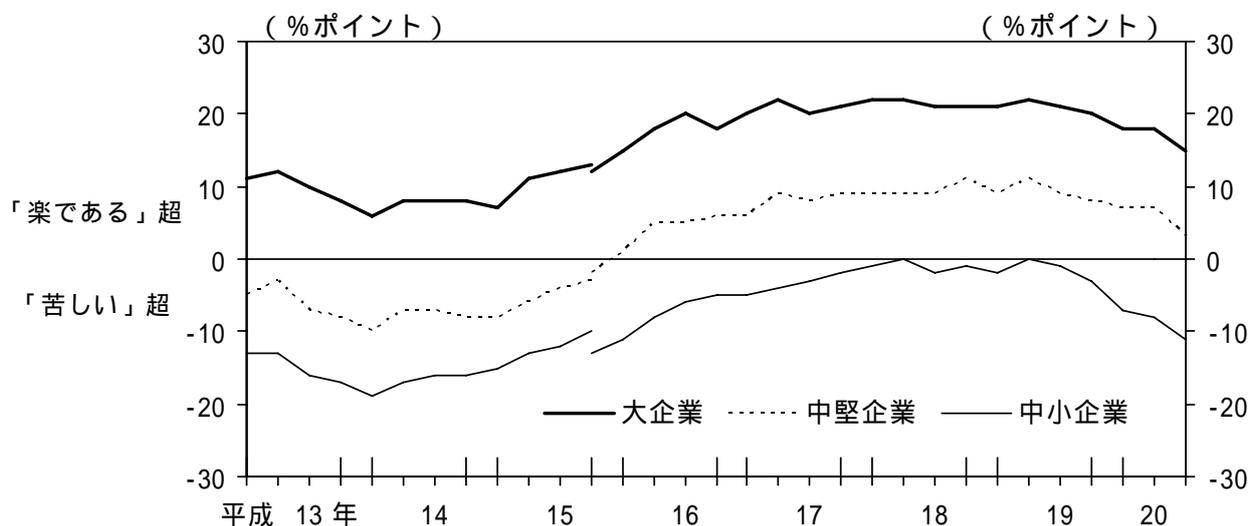


(注) 全産業ベース。短観については、16 年 3 月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続 (段差) が生じている (図表 33 も同様)。

一方、民間企業の資金需要についてみると、企業の運転資金を中心に、緩やか

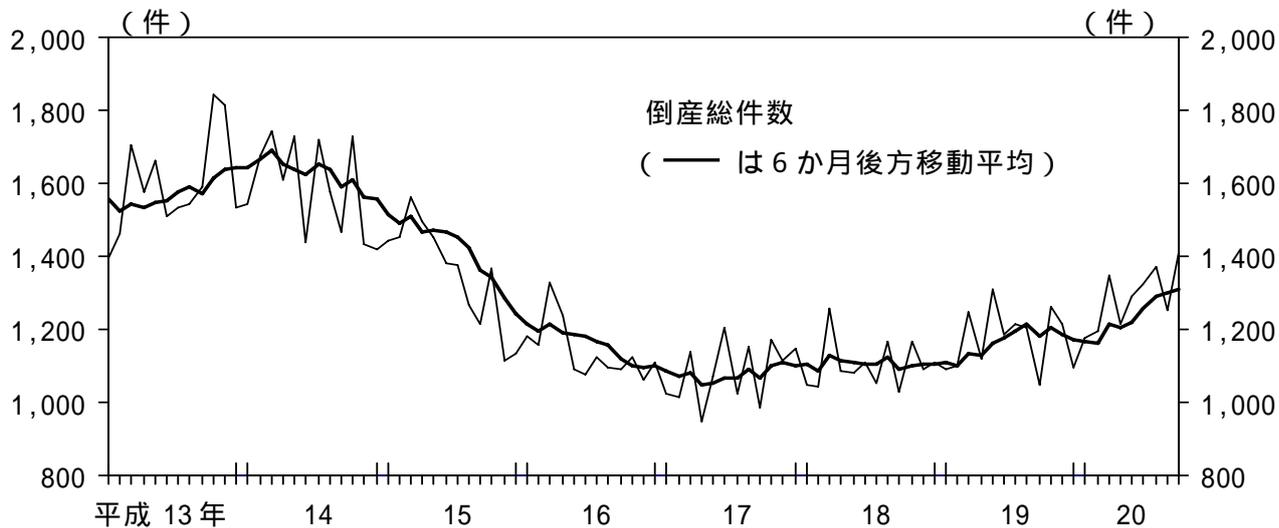
に増加した。この間、企業の資金繰り判断は（図表 33）、全体としてみれば良好に推移したが、中小企業や一部業種で悪化した。

（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）、20 年度上期中は、総じて前年を上回る水準で推移した。

（図表 34）企業倒産

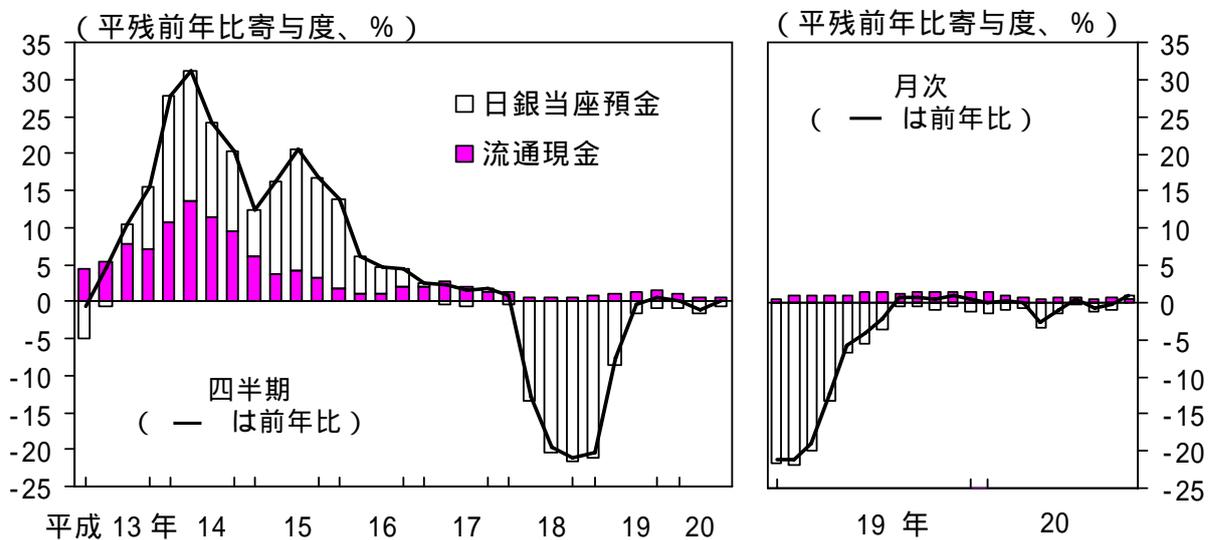


(7) 量的金融指標

20 年度上期のマネタリーベース(流通現金 + 日本銀行当座預金)は(図表 35)、概ね前年並みで推移した。

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 % 弱の増加を続けた。この間、日銀当座預金の残高は、8 月までは前年水準を下回って推移したが、国際金融資本市場の緊張が高まった 9 月は、日本銀行が潤沢な資金供給を行ったことを背景に、前年水準を上回った。

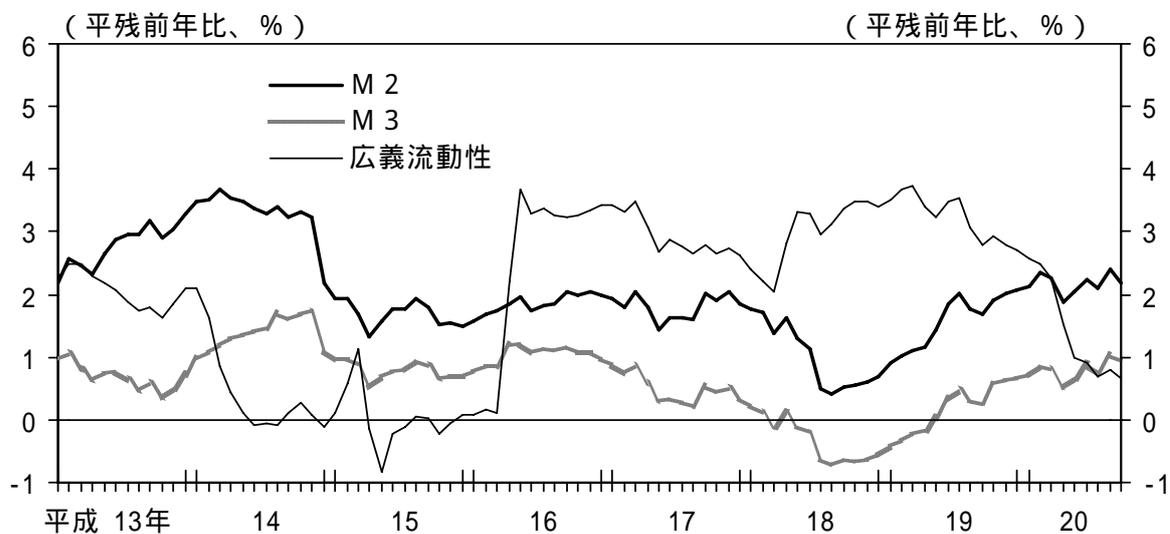
(図表 35) マネタリーベース



マネースtock (M 2) 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 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 の伸びを下回って推移した。

(図表 36) マネーストック



(注 1) M 2 = 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 (C D)。ゆうちょ銀行等は含まない。M 3 はゆうちょ銀行等を含む。

(注 2) 広義流動性 = M 3 + 金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債・F B + 外債 + 銀行発行普通社債 + 金融機関発行 C P。

(注 3) 16 年 3 月以前の M 2、M 3、広義流動性は、マネーサプライ統計の「M 2 + C D」、「M 3 + C D - 金銭信託」、「広義流動性 - 債券現先・現金担保付債券貸借」から作成。

・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 20 年 4 月から 20 年 9 月までの間、計 9 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した²¹。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長 白川方明（総裁、4月8、9日会合には副総裁として出席）
西村清彦（副総裁）²²
須田美矢子（審議委員）
水野温氏（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）。

²¹ このうち、9月18日および9月29日に行われた会合は、臨時の金融政策決定会合として行われた。

²² 9月18日の会合は欠席。

(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
20 年 4 月 9 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。	全員一致	0.75%
4 月 30 日		全員一致	
5 月 20 日		全員一致	
6 月 13 日		全員一致	
7 月 15 日		全員一致	
8 月 19 日		全員一致	
9 月 17 日		全員一致	
9 月 18 日		全員一致	
9 月 29 日		全員一致	

以下では、20 年度上期中の金融政策運営に関して、 会合における検討・決定、
金融市場調節の実施状況と調節手段の動向、 日本銀行のバランスシートの動
き、 金融政策手段に係る事項の決定・変更、 について述べる。

2．金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、政策委員会は、平成20年4月から6月の会合では、わが国の景気について、「エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」と判断したうえで、先行きについては「当面減速が続くものの、その後緩やかな成長経路をたどる」とした²³。7月会合では、エネルギー・原材料価格高を背景に設備投資や個人消費の伸びが鈍化したことなどを受け、「エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している」としたうえで、先行きは「当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していく」と予想した。また、8、9月の会合では、こうした状況に加え、海外経済が全体として減速するもとで輸出の増勢鈍化が明確化したことなどを背景に、「エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している」と判断し、先行きは「当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況が落ち着き、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していく」と予想した(図表38)。

国内企業物価については、4月から7月の会合では、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面は上昇を続ける可能性が高いと判断した。その後、原油などの国際商品市況が反落したことを受けて、9月会合では、足もと上昇テンポが幾分鈍化し、先行きも当面上昇テンポが鈍化すると判断した。消費者物価(除く生鮮食品)については、石油製品や食料品の価格上昇などから、夏場にかけて前年比上昇率が高まった。先行きについて、7月の会合では、当面、現状程度ないしそれを幾分上回るプラス幅で推移すると評価した。その後、8月会合では、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくとの認識を示した。また、9月会合では、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していく、との判断を示した。

²³ 20年4月から6月の会合では、金融経済月報における「基本的見解」の総括判断において、7月から9月の会合では決定会合後の公表文において、それぞれ経済情勢についての判断が示された。

(図表 38) 政策委員会の経済情勢についての判断

20年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。
4月	わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している。
5月	わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している。
6月	わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している。
7月	わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している。
8月	わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している。
9月	わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している。

(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、4月から9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

4月30日の会合では、20年度から21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、21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、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している。前回(19年10月)の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した見通しと比べると、住宅投資や設備投資は下振れた一方、輸出が上振れたため、19年度の成長率は、見通しに概ね沿って、潜在成長率並みとなったとみられる²⁴。

²⁴ 潜在GDPの成長率は、15~16年度の1%程度から緩やかに上昇し、最近では1%台半

先行き 20 年度から 21 年度を展望すると、概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高い。すなわち、20 年度前半は、住宅投資が次第に回復に向かうものの、米国を中心とした海外経済の減速やエネルギー・原材料価格高の影響などから、景気は減速を続けるとみられる。その後は、海外経済が次第に減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れてくるとみられるため、成長率は徐々に高まっていく可能性が高いと考えられる。その結果、20 年度の成長率は前回見通し対比で下振れ、1 % 台半ば程度になるとみられる。また、21 年度の成長率は 1 % 台後半程度になると考えられる。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景気の下振れリスクがある。

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、海外経済は、減速はするものの、新興国を中心に成長を続け、そのもとで輸出は引き続き増加する可能性が高い。第 2 に、企業部門は、設備・在庫・雇用などの面で調整圧力を抱えていない。こうしたもとで、設備投資は、中長期的な需要を見据えた投資が続くことから、大企業を中心に引き続き増加するとみられる。もっとも、原材料価格高等を背景に企業にとって厳しい収益環境が続くことや、資本ストック循環という観点からみると、これまで数年にわたって設備投資が高い伸びを続けてきたことから、伸び率は緩やかなものとなるとみられる。第 3 に、家計部門では、雇用者所得が緩やかに増加するもとで、個人消費は底堅く推移するとみられる。企業の人手不足感は強く、雇用者数は増加を続けると考えられる。賃金についても、労働需給がタイトな状況が長期化することから、じわじわと上昇圧力が加わっていくとみられる。もっとも、中小企業を中心に収益が伸び悩むもとで、人件費抑制姿勢は根強く続き、賃金の伸び率は緩やかなものにとどまると予想される。第 4 に、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。短期金利は、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて、引き続き極めて低い水準で推移している。国際金融資本市場の動揺が続いているが、欧米に比べ、信用スプレッドの上昇は総じて小幅であり、金融機関への影響も限定的である。こうしたもとで、金融機関の貸出姿勢は総じて緩和的である。ただし、中小零細企業や非製造業の一部で金融緩和の程度は幾分後退しており、この状態は当面持続する可能性が高い。

ばないし後半で推移しているとみられる。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境について、まず、労働や設備といった資源の稼働状況をみると、現在、過去の平均的な水準からみて需給がほぼバランスしている状態にある。先行きについても、成長率が概ね潜在成長率並みで推移するも、資源の稼働状況は横ばい圏内の動きとなると考えられ、マクロの需給ギャップも概ね現状程度の水準で推移すると予想される。ユニット・レーバー・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マイナス幅は縮小していくとみられる。民間経済主体のインフレ予想は、各種サーベイ調査では、購入頻度の高い品目の価格が上昇していることや上昇品目の数が増えていることに伴い上振れており、先行きにかけて物価が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年度の国内企業物価指数は、国際商品市況の上昇を背景に、前回見通し対比上振れ、元年度以来の上昇率となった。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、上昇を続けるとみられる²⁵。その結果、20年度の上昇率は、前回見通し対比で上振れるとみられる。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、19年度は、石油製品や食料品の価格が上昇していることから、前回見通し対比で幾分上振れた。先行きは、需給ギャップが概ね横ばい圏内で推移する中、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇テンポを反映して、20年度央までは1%台前半で推移し、その後はやや低下するとみられる。その結果、20年度は前回見通し対比で上振れて1%程度、21年度も1%程度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、海外経済や国際金融資本市場の動向、エネルギー・原材料価格の動向、企業の成長期待の動向、緩和的な金融環境が続くも、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、経済活動水準の変動についてこうした上振れ・下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる点が指摘されたほか、物価に固有のリスク要因として、家計のインフレ予想や企業の価格設定行動、原油をはじめとする一次産品の価格動向、が指摘された。

²⁵ 今回から、国内企業物価の見通しは17年基準に基づく。

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²⁶。

第1の柱、すなわち先行き21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、当面減速するが、見通し期間全体では、概ね潜在成長率並みで推移するとみられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、均してみれば1%程度で推移する可能性が高い。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に概ね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、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景気の下振れリスクに最も注意する必要がある。ただし、企業部門や金融システムの頑健性が高くなっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクは小さくなっていると考えられる。物価面においては、エネルギー・原材料価格のさらなる上昇や、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化により、物価が上振れるリスクがあるが、「中長期的な物価安定の理解」から大きく乖離する可能性は小さい。長期的には、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など、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクは、引き続き存在し、特に上記のような下振れリスクが薄れる場合には、その重要性は増すと考えられる。

金融政策運営については、これまで、(1)短期金利は、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて、極めて低い水準にあり、日本経済が物価安定のも

²⁶ 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」について、原則としてほぼ1年毎に点検することとしている。今回、前回の点検から1年が経過したため、点検を実施した。「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、1%程度となっている。

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。実際の政策運営においては、昨年2月に政策金利水準を0.5%に引き上げ、その後は、これを維持した。これは、蓋然性の高い見通しとしては、物価安定のもとでの持続的な成長という見通しが維持されたが、そのペースは、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たことや、リスクの面でも、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、下振れリスクが高まったことなどを考慮したものである。こうした経済の減速や下振れリスクの高まりを背景に、金融市場における先行きの利上げ見通しは後退し、対応する期間の金利は低下している。

現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない。この先、下振れリスクが薄れ、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける見通しの蓋然性が高まるのか、あるいは、下振れリスクが顕現化する蓋然性が高まるのか、よく見極めていく必要がある。日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく方針である。

金融政策が効果を発揮する上で金融市場の安定性を維持することが必要である。金融市場の安定の面では、日本銀行は、十分な流動性供給体制を有しており、市場機能の維持に努めている。昨年夏以降、米欧金融市場の動揺が続く中で、金融市場調節を通じて、適切な流動性の供給を行ってきた。その結果、短期金融市場は落ち着いた動きを続けている。今後とも、市場動向を注意深くモニターし、適切な金融市場調節を行うことで、市場の安定に努めていく所存である。

「展望レポート」に参考計表として掲載される、20年度、21年度についての「政策委員の大勢見通し」、「リスク・バランス・チャート」は、以下のとおりとなった²⁷。

²⁷ 経済・物価を取り巻く不確実性が従来以上に高いことを踏まえて、20年4月の展望レポートでは、政策委員の見通しに加えて、各政策委員が、見通しが上振れまたは下振れる可能性について想定した確率分布を集計したもの（以下、「リスク・バランス・チャート」）を公表することとした。

政策委員の大勢見通し（20年4月時点）²⁸

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)
20年度	+1.4~+1.6 <+1.5>	+2.4~+2.8 <+2.5>	+0.9~+1.1 <+1.1>
21年度	+1.6~+1.8 <+1.7>	+1.3~+1.8 <+1.5>	+0.8~+1.0 <+1.0>

(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。

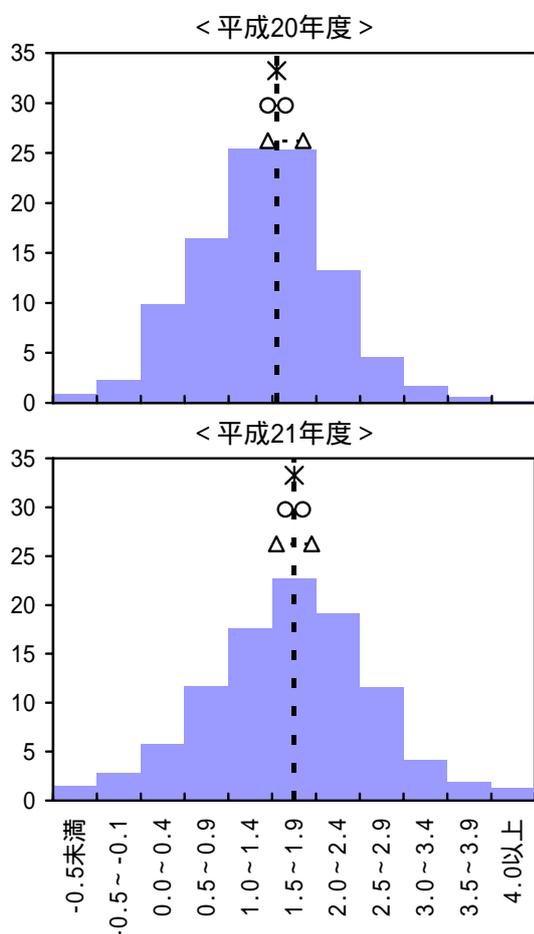
²⁸ 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は以下のとおりである。

対前年度比、%。

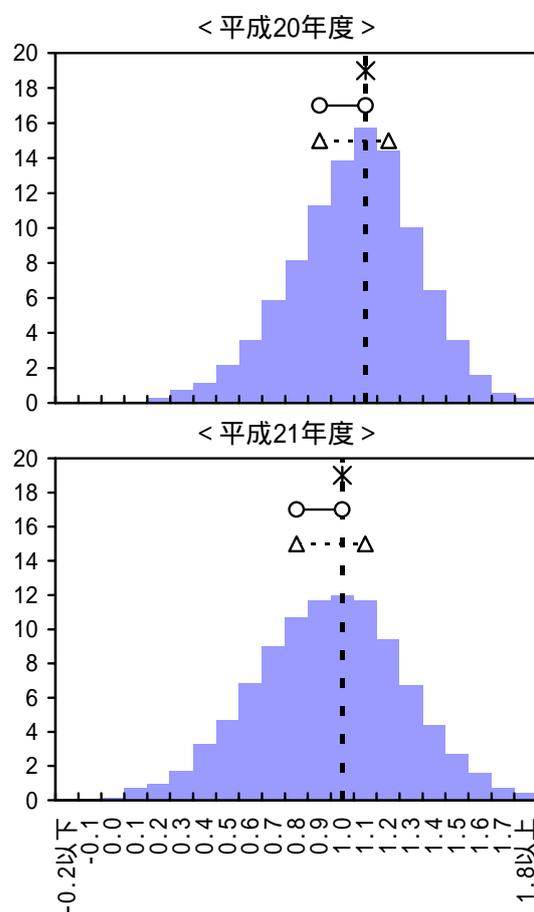
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
20年度	+1.4~+1.8	+2.3~+2.9	+0.9~+1.2
21年度	+1.5~+1.9	+1.3~+1.9	+0.8~+1.1

リスク・バランス・チャート（20年4月時点）

（1）実質GDP



（2）消費者物価指数（除く生鮮食品）



- （注）1. 縦軸は確率（％）を、横軸は各指標の値（前年比、％）を示す。
 2. *および縦の点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、 Δ で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、 \circ で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

以上のような内容を含む、「展望レポート」の「基本的見解」が全員一致で決定され、4月30日に公表された（背景説明を含む全文は5月1日に公表）。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。

(3) 各会合における検討・決定

イ . 20 年 4 ~ 6 月の会合

(景気は減速)

経済情勢について、委員は、わが国経済は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している、先行きは、当面減速が続くものの、その後、緩やかな成長経路を辿ると予想される、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。

(世界的にインフレリスクは一段と上昇)

グローバルな物価環境について、委員は、原油など国際商品市況は高水準にあり、世界的にインフレリスクが高まっているとの見方で一致した。この点について、6月会合では、以下のような議論が行われた。すなわち、複数の委員は、グローバルな物価上昇に対して、金利の上昇が追いついていない可能性を指摘した。何人かの委員は、新興国におけるエネルギーや穀物の価格に関する補助金等の措置が、市場メカニズムを歪めているとの見方を示した。また、何人かの委員は、エネルギー・原材料価格高が各国において二次的な物価上昇につながるかどうかは、賃金の動向が重要なポイントとなると指摘したうえで、ユーロエリアや新興国における賃金上昇圧力の高まりを注視していきたいと述べた。

(わが国の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)の前年比について、委員は、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するも、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラス基調を続けていくとの見方で一致した。

もっとも、複数の委員は、わが国においては、賃金が目立って上昇しておらず、これまでのところ、石油製品や食料品の価格上昇が二次的な物価上昇に結びつく動きはみられていないと述べた。一方、何人かの委員は、身の回り品の値上げが続いていることから、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動への影響を注意してみていく必要があると述べた。この点、6月会合では、何人かの委員から、消費者が価格上昇に慣れてきていることなどを背景に、コスト高を価格に転嫁する企業の姿勢が徐々に強まっているとの認識が示された。

(国際金融資本市場は依然として不安定)

国際金融市場の現状について、多くの委員は、米欧金融機関の損失拡大などを背景に、3月中旬にかけて緊張が高まったと指摘した。その後の動きについて、委員は、米国連邦準備制度による新たな貸出制度の導入、各国中銀の積極的な資金供給などの政策対応、米欧金融機関の資本増強策などを受けて、金融市場の緊張は幾分緩和したものの、依然として不安定な状況にあるとの認識で一致した。

このように不安定な国際金融市場の状況が実体経済に及ぼす影響について、委員は、米国では、金融市場・資産価格・実体経済の負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、不確実性が大きいとの認識で一致した。また、多くの委員は、米欧では、金融機関の融資スタンスの厳格化が進んでおり、実体経済面への影響を注視していく必要があると述べた。

(国内金融面は緩和的な環境を維持)

委員は、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、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。C P・社債市場は、下位格付け先では発行スプレッドが拡大しているが、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総じて緩和的な状態にある、との認識についても一致した。

(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、日本経済は、エネルギー・原材料価格高の影響から当面減速するが、その後は緩やかな成長経路を辿ると予想される、もっとも、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性など、ダウンサイド・リスクは引き続き大きい、こうしたもとで、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との見解で一致した。また、6月会合では、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含め、先行きの物価動向について、より注意深くみていく必要がある、という点についても認識が共有された。

先行きの金融政策の運営について、委員は、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて適切な政策を機動的に行うという、これまでの考え方を維持していくことが適当であるとの認識で一致した。

口. 7月の会合

(景気はさらに減速)

経済情勢について、委員は、わが国経済は、エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している、先行きは、当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される、との見方で一致した。

(消費者物価は一段と上昇)

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しており、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、石油製品や食料品の価格上昇などから、上昇率が高まっているとの見方で一致した。もっとも、多くの委員は、わが国においては、賃金が目立って上昇しておらず、石油製品や食料品の価格上昇が二次的な物価上昇に結びつく動きは、今のところみられていないと述べた。この間、ある委員は、消費者が価格上昇に慣れてきているほか、コスト高を価格に転嫁する企業の姿勢も徐々に強まってきており、二次的な物価上昇の兆しが出てこないかという点については、常に注意してみていく必要があると述べた。

(国内金融面は緩和的な状態を維持)

わが国の金融環境について、委員は、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドがなお高めの水準にあるが、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総じて緩和的な状態にあるとの見方で一致した。もっとも、委員は、6月短観などでは、企業の資金繰りは、全体としてみれば引き続き良好に推移しているが、中小企業等でやや悪化していると指摘した。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

7月会合では、4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、4月の展望レポート公表時に比べ、エネルギー・原材料価格が上振れており、これが景気と物価の両面に影響を与えているとの見方を共有した。委員は、成長率については、20年度を中心に幾分下振れる一方、物価は、国内企業物価、消費者物価(除く生鮮食品)ともに、20年度を中心に上振れるとの意見で一致した。

また、中間評価時に参考資料として公表される 20 年度、21 年度についての政策委員の見通し計数とリスク・バランス・チャートは以下のとおりとなった²⁹。

政策委員の大勢見通し（20 年 7 月時点）³⁰

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)
20 年度	+1.2 ~ +1.4 < +1.2 >	+4.7 ~ +5.0 < +4.8 >	+1.7 ~ +1.9 < +1.8 >
21 年度	+1.4 ~ +1.6 < +1.5 >	+1.8 ~ +2.0 < +1.8 >	+1.0 ~ +1.2 < +1.1 >

(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。

²⁹ 7 月会合では、展望レポートに加え、中間評価の際にも、政策委員の見通し計数やリスク・バランス・チャートを参考資料として公表することが決定された（詳細は、 . 2 . (4) 金融政策運営を巡る論点参照）。

³⁰ 「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。

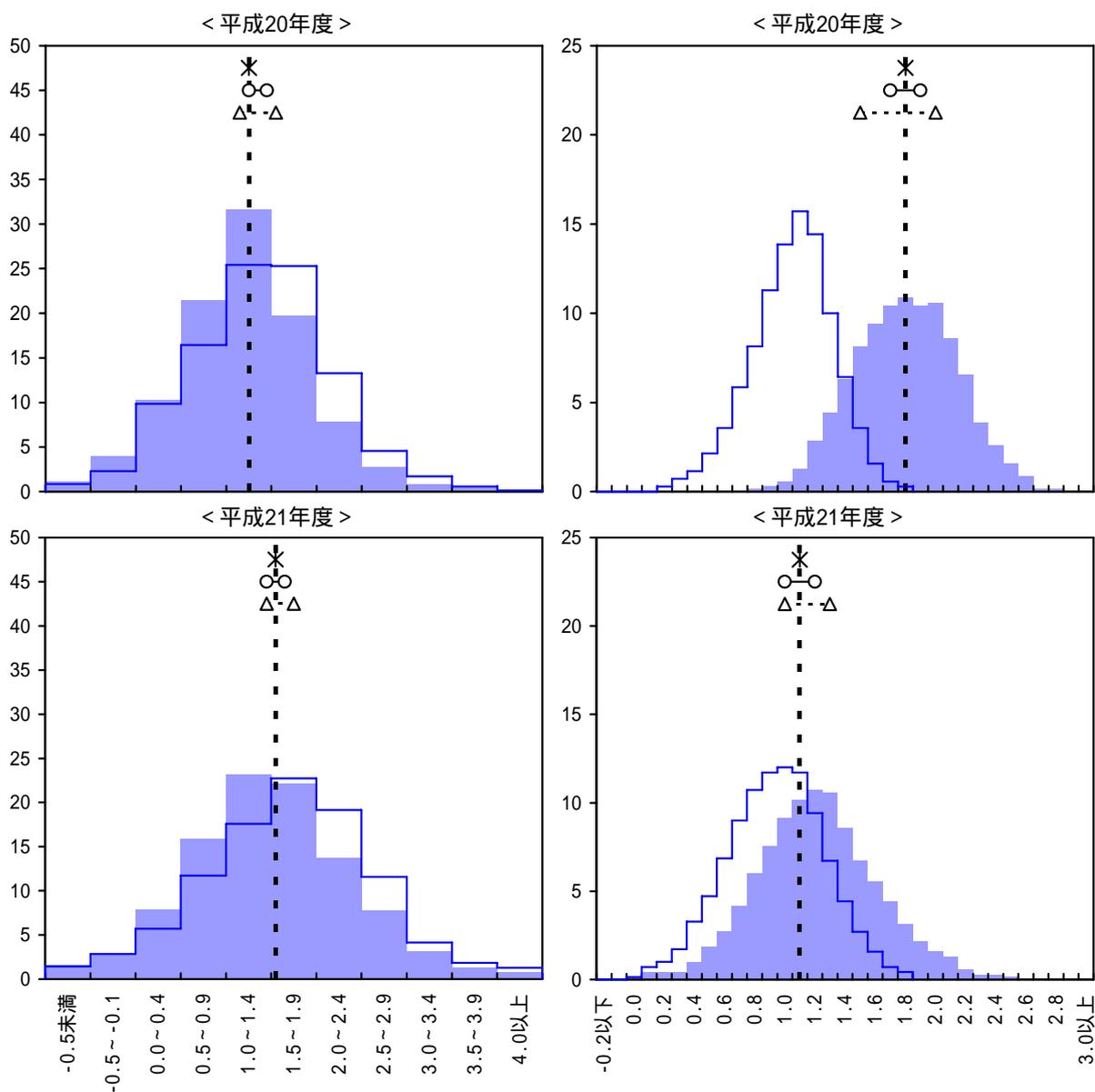
対前年度比、%。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
20 年度	+1.1 ~ +1.5	+4.6 ~ +5.2	+1.5 ~ +2.0
21 年度	+1.4 ~ +1.7	+1.7 ~ +2.4	+1.0 ~ +1.3

リスク・バランス・チャート（20年7月時点）

（1）実質GDP

（2）消費者物価指数（除く生鮮食品）



（注1）縦軸は確率（%）を、横軸は各指標の値（前年比、%）を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は4月時点の確率分布を表す。

（注2）*および縦の点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

（注3）リスク・バランス・チャートの作成手順については、本年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

(「2つの柱」に基づく点検結果³¹)

こうした議論を踏まえ、第1の柱、すなわち経済・物価情勢について最も蓋然性の高いと判断される見通しについて、委員は、物価安定のもとで持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いとの認識で一致した。

また、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて、实体经济面では、委員は、不安定な国際金融資本市場、世界経済の下振れリスク、国内民間需要が所得形成の弱まりから下振れるリスクなど、下振れリスクに注意する必要があるとの認識を共有した。物価面では、委員は、国際商品市況高を背景とした世界的なインフレ圧力の高止まり、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動が変化しわが国の物価が上振れる可能性、に注意が必要であるとの見方で一致した。この間、何人かの委員は、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まるため、こうしたリスクについては、常に念頭におく必要があると述べた。

(金融市場調節方針の維持)

以上のような点検を踏まえ、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切であるとの見解で一致した。

先行きの金融政策の運営について、委員は、金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて適切な政策を機動的に行うという、これまでの考え方を維持していくことが適切であるとの認識で一致した。

³¹ 7月会合では、毎回の決定会合後に、決定内容に加え、その背景となる経済・物価情勢の評価を2つの柱に基づいて整理して示すとともに、先行きの金融政策運営の考え方について公表することが決定された(詳細は、2.(4)金融政策運営を巡る論点参照)。

八．8月、9月16、17日の会合

（景気は停滞）

経済情勢について、委員は、わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している、先行きは、当面停滞を続ける可能性が高いものの、設備・雇用面での過剰を抱えている訳ではないため、大きく落ち込む可能性は低く、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される、との見方で一致した。

（国際商品市況下落の日本経済に与える影響）

9月会合では、原油など国際商品市況が下落したことを受けて、日本経済に与える影響について議論を行った。多くの委員は、現在の日本経済の停滞の大きな原因が輸入品価格の上昇に伴う交易条件悪化による所得の流出にあると指摘した上で、原油をはじめとする国際商品市況の反落は、交易条件の改善を通じて国内民間需要を支える方向に作用するとの認識を示した。ただし、このうちの複数の委員は、交易条件の改善を通じたプラスの影響が現れるまでにはある程度の時間を要する一方、国際商品市況反落の背景にある世界経済減速の影響などから、短期的には輸出減少などマイナスの影響の方が強く現れる可能性は意識しておく必要があるとの見方を示した。

（消費者物価の上昇率は徐々に低下していく見通し）

物価面について、8月会合では、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か月前比でみて大幅に上昇しているが、先行きは、伸びは鈍化していく可能性が高いとの見方で一致した。また、9月会合では、国際商品市況の反落から、3か月前比でみた上昇テンポが幾分鈍化している点が指摘された。

消費者物価指数（除く生鮮食品）について、8月会合では、委員は、石油製品や食料品の価格上昇などを背景に上昇しており、先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくとの認識を共有した。その後の9月会合では、足

もとの前年比が+2%台半ばまで上昇したことを確認した上で、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していくとの認識を共有した。

多くの委員は、コスト転嫁の動きは続いているが、コスト転嫁分以上に物価は上昇していないほか、賃金も上昇していないなど、現時点では、引き続き二次的効果はみられていないとの認識を示した。もっとも、ある委員は、今回のエネルギー・原材料価格の上昇は、新興国を中心とする世界的な需要の増加によって、趨勢的に上昇していることに特徴があり、現在、二次的効果が発生していないからといって、今後、企業や家計のインフレ予想が変化し、二次的効果が発生するリスクへの注意を怠るべきではないと付け加えた。別の委員も、世界的な金融環境は緩和的であり、足もと原油価格が下落し、賃金・物価のスパイラル的な上昇がみられていないからといって、インフレリスクへの警戒を怠るべきではないと指摘した。

(国際金融市場は一段と不安定化)

9月会合では、国際金融市場の現状について、米国金融機関を巡る情勢を背景に、委員は、不安定さを増しているとの見方で一致した。多くの委員は、米欧金融機関の経営を巡る懸念は、GSE二社の救済策発表後に一旦落ち着く兆しをみせたが、米国大手投資銀行の破綻等を受けて再び高まっているとの認識を示した。何人かの委員は、これまで米欧金融機関は計上する損失に対応させるかたちで資本増強を進めてきたが、今後資本の調達が困難になる可能性に注意が必要であると述べた。

こうした国際金融市場の動向を背景に、多くの委員は、米国経済について、国際金融市場の動向が与える実体経済へのマイナスの影響が強まってくるリスクに注意が必要であり、金融と経済との負の相乗作用がいつどのように収束に向かうのか、引き続き不確実性が大きいとの認識を示した。

(国内の企業金融は総じて緩和的な状態)

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和的な状態にあるとの認識を共有した。ただし、複数の委員は、建設・不動産業では倒産が増加し、これらの業種では起債環境が悪化していると指摘した。ある委員は、中小企業について、金

融機関の融資態度も含め、企業金融を巡る環境の厳しさが増しており、今後の企業金融を巡る環境には注意が必要であると述べた。また、9月会合では、ある委員は、今回の米国大手投資銀行の破綻とそれに伴う国際金融市場の動揺が、今後わが国の金融機関の貸出姿勢にどう影響するか注視する必要があると述べた。

（「2つの柱」に基づく点検結果）

こうした議論を受けて、第1の柱について、委員は、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高い、との認識で一致した。

また、第2の柱について、実体経済面では、委員は、不安定な国際金融資本市場、世界経済の下振れリスク、国内民間需要が所得形成の弱まりから下振れるリスク、を指摘した上で、景気が下振れるリスクには注意が必要であるとの認識を共有した。物価面では、委員は、世界的なインフレ圧力の高止まり、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動が変化し、わが国の物価が上振れる可能性、に注意が必要であるとの見方で一致した。また、多くの委員は、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まるとの認識を示した。

（金融市場調節方針の維持）

以上のような点検を踏まえ、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切であるとの見解で一致した。

先行きの金融政策の運営について、委員は、金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて適切な政策を機動的に行うという、これまでの考え方を維持していくことが適切であるとの認識で一致した。また、9月会合では、足もとの米国金融機関を巡る情勢とその影響を踏まえ、円滑な資金決済と金融市場の安定確保に努めることが一層重要な局面になっているとの認識を共有した。この

点に関連して、ある委員は、現在のような局面では、適切な金融調節の実施を通じて金融市場の安定を確保することが、中央銀行としてなしうる最も重要な貢献であるとの認識を示した。

ニ．9月18日の会合

9月18日の会合は、米国の大手投資銀行の破綻を契機に、金融機関の米ドル資金調達が困難となっていること、先進国の中央銀行が米ドル資金供給のため協調した行動を取る方針にあること、を踏まえ、日本銀行としても米ドル資金供給オペレーションの導入を検討するために臨時に開催された。

（米ドル資金供給オペレーションの導入）

委員は、最近の国際金融資本市場の動向について検討を行い、米ドル資金の流動性逼迫が顕著になっている状況を確認した。その上で、平成21年1月30日までの時限措置として米ドル資金供給オペレーションを導入するという執行部提案に関し検討を加えた結果、こうした措置を取ることが適当との見解で一致した。複数の委員は、本件を対外説明する上で、今回の措置が本邦金融機関の米ドル資金繰りの支援を直接意図したものではないことを十分に説明することが必要、と述べた。

ホ．9月29日の会合

9月29日の会合は、9月18日の協調行動後も米ドルの短期金融市場では資金調達圧力が高い状況が続き、ターム物を中心に調達金利が一段と上昇し、流動性が大きく低下した状態にあること、先進国の中央銀行が米ドル資金供給能力の拡充に向け、さらなる協調行動を取る方針であること、を受けて、日本銀行としても米ドル資金供給オペレーションの増額等を実施することを検討するために臨時に開催された。

（米ドル資金供給オペレーションの増額等）

委員は、最近の国際金融資本市場の動向について検討を行い、東京市場を含め、各国で短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりがみられており、

ターム物を中心に米ドルの流動性が大きく低下している状況を確認した。その上で、委員は、スワップ取極の引出限度額の引上げ幅、米ドル資金供給オペレーションの実施期限の延長幅、オペ対象先の拡大範囲等について検討を行い、緊急の対応として、各国と協調し、執行部提案（引出限度額を1,200億ドルに増額、オペ実施期限を21年4月30日まで延長、等）の措置を取ることが適当との見解で一致した³²。さらに、多くの委員は、こうした流動性供給の拡大だけでは問題は解決せず、金融機関の資本不足への対応が必要であるとの認識を示し、こうした認識を関係国の中央銀行や金融当局と十分共有することが必要であると指摘した。

（４）金融政策運営を巡る論点

20年度上期の各会合では、金融政策運営やそれを巡る環境について、いくつかの論点が議論された。その中で主なものを挙げると、以下のとおりである。

（エネルギー・原材料価格高について）

エネルギー・原材料価格高の背景について、何人かの委員は、新興国の高成長というファンダメンタルズがあり、日本経済にとっては、輸出増加という需要ショックと輸入品価格の上昇という供給ショックの両方をもたらしていると述べた。これらの委員は、こうした需要ショックと供給ショックが、マクロ的な需給バランス全体にどのような影響を与えていくのかについて丹念にみていく必要があると述べた。

また、政策対応について、複数の委員は、国際商品市況高騰の影響の表れ方はそれぞれの国の状況に応じて異なっており、したがって金融政策の方向性にも違いが生じうると述べた。わが国経済について、何人かの委員は、国際商品市況が高騰を続ける中で、景気については下振れ方向、物価については上振れ方向で、それぞれリスクが高まっているとの見方を示した。複数の委員は、需要が旺盛で

³² その後、10月14日には臨時の会合が開催され、米ドル資金供給オペレーションについて、国際金融市場の緊張が一段と高まりをみせていること、10月13日の共同声明で、米欧の4中央銀行が、「固定金利を提示して、適格担保の範囲内で、供給総額に制限を設けずにドル供給を行う方式」を導入し、日本銀行も同様の措置の導入に向けて検討を行うと発表したことを受けて、同方式の導入を決定した。このほか、同日の会合では、国債レポ市場における流動性改善のための措置、CP現先オペの積極的活用など市場を通じた企業金融の円滑化のための措置、年末越え資金の積極的な供給、を決定した。

賃金上昇圧力が強い国と異なり、わが国の現在の局面においては物価面のリスクよりも景気の下振れリスクを重視すべきであると述べた。もっとも、何人かの委員は、過去の石油危機時における世界的な高インフレの原因について、需給ギャップの見誤り、インフレ許容的な金融政策運営などが指摘されており、こうした教訓を常に念頭におく必要があるとの見方を示した。

(適切な物価指標の選択について)

上記の物価情勢を巡る検討に関連して、金融政策を運営していく上でどの物価指標をみていくことが適切かについて、意見交換が行われた。とくに、5月会合では、この点について集中的に議論された。

すなわち、ある委員は、持続的なエネルギー・原材料価格の上昇が生じている現状では、それらを除いた米国式のコア消費者物価指数が物価の実勢を表していない可能性に十分留意する必要があると述べた。また、ヘッドライン消費者物価の中長期的なトレンドを把握する上でどのような指標が有効かという観点が必要というある委員の指摘を受けて、別の委員は、そうした観点からは、生鮮食品を除く消費者物価指数や刈り込み平均指数が有益であると述べた。さらに、ある委員は、現在のように川上から川下に価格転嫁が進んでいく状況では、企業物価指数も引き続き重要な指標であると述べた。これらの議論を経て、委員は、様々な物価指標を丹念に点検しつつ、消費者物価のトレンドを把握することを通じて、中長期的にみて物価安定のもとでの持続的成長を目指すことが適切であるとの見方で一致した。

(国際金融資本市場の動揺について)

19年度下期の会合に引き続き、国際金融資本市場の動揺に関して、継続的に議論が行われた。

まず、4月30日の会合では、複数の委員が、3月の米国大手投資銀行の救済措置の後、市場の緊張は幾分緩和したものの、問題の根本にある原資産の価格下落が続いているほか、金融機関の損失拡大や資本不足への懸念は払拭されていないとの認識を示した。その後の会合では、委員は、米欧金融機関の損失拡大懸念に

加え、世界経済の先行きへの懸念の高まりが不安定な市場動向の背景にあるとの見方を強めた。

すなわち、何人かの委員は、米国では金融環境のタイト化と実体経済の悪化という、金融と経済の負の相乗作用が働いていると指摘した。委員は、米国における住宅市場の調整や金融資本市場の動揺がより深く長くなる場合には、それが他地域に影響を及ぼすことによって、世界経済全体も下振れるリスクがあるとの認識を共有した。さらに、米国大手投資銀行の破綻直後に開催された9月会合では、多くの委員は、不安定さを増している国際金融資本市場の動向が与える実体経済へのマイナスの影響が強まってくるリスクに注意が必要であり、金融と経済との負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、引き続き不確実性が大きいとの認識を示した。

（金融政策運営に関する情報発信について）

4月30日の「展望レポート」では、政策委員が想定しているリスクの分布を示すリスク・バランス・チャートが導入された。この点、複数の委員は、不確実性の高い状況下では、リスク・バランス・チャートは有益なコミュニケーション・ツールになり、金融政策の透明性向上に資するとの見方を示した。その後、5月の会合では、多くの委員は、リスク・バランス・チャートについて、先行きの上振れ・下振れのリスクについて視覚的に表現しており、市場との対話の有効なツールとなっていると述べた。また、複数の委員は、世界的にも中銀のコミュニケーションは常に見直されており、有効なツールについて常に検討していくことが必要であるとの認識を示した。

こうした議論を踏まえ、7月の会合では、委員は情報発信のあり方について包括的な議論を行った。その際、委員は、18年3月の「金融政策運営の枠組み」に沿って、適時かつ丁寧に説明する体制を充実させるための方策を考えていくべきであるとの認識を共有し、具体的な方策を検討した。第一に、委員は、毎回の決定会合後に、「2つの柱」に基づく点検結果を公表すれば、より情勢変化に即した金融政策運営の説明が可能になるとの意見で一致した。第二に、委員は、金融政策の効果の波及には長く可変的なタイムラグがあることを踏まえると、展望レポートの見通し期間を延長し、平均して2年程度先までの見通しとリスク・バランス・チャートを示すことが適当と述べた。第三に、委員は、中間評価の際にも、

見通し計数やリスク・バランス・チャートを公表することは、情勢変化をより適時に、かつ分かりやすく説明するために有用との認識を共有した。第四に、委員は、議事要旨を早期に公表することが望ましく、今後は、次回会合で承認の上、公表することが適当であるとの意見で一致した³³。

委員は、こうした方策について、金融政策の有効性を高めるという観点からも、また、アカウンタビリティを高めるという観点からも、適切なものであるとの認識を共有した。また、多くの委員は、見通し計数やリスク・バランス・チャートはあくまで、文章による経済・物価情勢メカニズムの説明に対する補完的な参考であり、その点について市場関係者等に理解してもらう必要があると述べた。

³³ 詳細は、 . 1 . 金融政策運営に関する決定事項等を参照。

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）で決定し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20年度上期中は、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については、不安定な国際金融資本市場の影響などを受けて、金利上昇圧力がかかる局面もみられたが、機動的な資金供給に努め、レートの安定化を図った。特に、9月中旬以降は、国際金融市場におけるカウンターパーティ・リスクに対する警戒感の強まりを受けて、資金の取り手に応じたレート格差がみられる中で、即日スタートの資金供給オペを機動的に実施するなど、積極的な資金供給を行った。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、20年度上期を通じて、概ね0.5%前後で推移した（図表39）。

また、国際金融市場におけるドル需給の逼迫化に鑑み、9月18日の会合で導入が決定された米ドル資金供給オペレーションによるドル資金の供給を、9月24日に開始した。

（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）}
20年3月16日～4月15日	0.510
4月16日～5月15日	0.501
5月16日～6月15日	0.503
6月16日～7月15日	0.506
7月16日～8月15日	0.504
8月16日～9月15日	0.501
9月16日～10月15日	0.489

（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。

20 年度上期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項等³⁴は、次のとおりである。

7月会合では、10月1日に商工組合中央金庫が株式会社に転換することとなっていることを踏まえ、同金庫と預け金保有に関する契約を締結することを決定した。

9月18日の臨時会合では、最近における米ドル市場の流動性の状況が円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、時限的な措置として、米ドル資金供給オペレーションを導入することを決定した。

9月29日の臨時会合では、最近における米ドル市場の流動性の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、米ドル資金供給オペレーションの増額および実施期限の延長等を行うための措置を決定した。

³⁴ 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 < 米ドル資金供給オペは 100 億米ドル >)

	資金供給						資金吸収			その他	
	短期国債 買入 オペ	国債 買現先 オペ	CP等 買現先 オペ	共通担保 資金供給 オペ (本店)	共通担保 資金供給 オペ (全店)	補完貸付	短期国債 売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形売出 オペ	国債 補完供給	米ドル 資金供給 オペ
18年											
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	
4月末	7.8	6.3	0.3	19.3	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
5月末	8.9	4.4	0.0	19.9	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
6月末	9.0	5.0	0.3	15.2	6.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
7月末	8.8	3.6	0.0	20.8	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
8月末	9.0	3.4	0.0	21.8	9.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
9月末	10.1	8.4	0.3	17.8	7.9	1.4	0.0	0.0	0.1	0.0	3.0

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

(注2) 「米ドル資金供給オペ」は20年9月より開始。

4．日本銀行のバランスシートの動き

平成20年9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、112.5兆円（前年比+1.3%）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%

	19年9月末		20年3月末		20年9月末	
（資産）						
買現先勘定	3.3	(-53.9)	8.8	(94.6)	8.7	(2.6倍)
国債	72.8	(-9.9)	67.4	(-11.8)	65.6	(-9.9)
〔うち長期国債〕	49.1	(-8.5)	46.9	(-4.8)	42.3	(-13.9)
〔うち短期国債〕	23.7	(-12.8)	20.5	(-24.6)	23.3	(-1.6)
金銭の信託（信託財産株式）	1.6	(-14.6)	1.4	(-20.0)	1.3	(-20.1)
貸付金	26.5	(26.2)	29.2	(26.0)	27.1	(2.5)
〔うち共通担保資金供給オペ〕	26.5	(30.8)	29.1	(42.7)	25.7	(-2.8)
外国為替	5.6	(6.5)	5.2	(-3.5)	8.5	(53.3)
資産計	111.0	(-5.5)	113.4	(0.6)	112.5	(1.3)
（負債・純資産 ^{（注）} ）						
発行銀行券	75.6	(2.0)	76.5	(0.7)	75.5	(-0.2)
当座預金	11.9	(0.5)	14.2	(22.0)	13.3	(11.8)
その他預金	0.0	(3.1)	0.0	(-12.5)	3.2	(93.3倍)
政府預金	3.8	(-5.3)	3.5	(-36.6)	2.6	(-31.5)
売現先勘定	12.6	(-40.6)	12.1	(-6.4)	11.4	(-9.6)
売出手形	0.6	(皆増)	0.6	(皆増)	0.1	(-77.1)
負債・純資産 ^{（注）} 計	111.0	(-5.5)	113.4	(0.6)	112.5	(1.3)

（注）20年度上期から、従来の「資本の部」を「純資産の部」に変更。

以下では、20 年度上期中の日本銀行のバランスシートの動きについて概説する。

まず、20 年 9 月末の資産の内訳をみると、国債は、65.6 兆円（前年比 - 9.9%）となった。うち長期国債は、償還額および国債整理基金に対する売却額が買入額を上回ったことから、42.3 兆円（前年比 - 13.9%）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、8.7 兆円（前年比 2.6 倍）となった。貸付金は、27.1 兆円（前年比 + 2.5%）となった。また、外国為替は、米ドル資金供給オペレーションの導入を受け、8.5 兆円（前年比 + 53.3%）となった。

一方、負債をみると、20 年 9 月末の当座預金残高は、13.3 兆円（前年比 + 11.8%）となった。日本銀行券の発行残高は、75.5 兆円（前年比 - 0.2%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ 2.6 兆円（前年比 - 31.5%）および 11.4 兆円（前年比 - 9.6%）となった。また、その他預金は、米ドル資金供給オペレーションの導入を受け、3.2 兆円（19 年 9 月末の残高は 338 億円）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、19 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。

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更³⁵

(1) 商工組合中央金庫の日本銀行に対する預け金の保有

平成20年7月14、15日の金融政策決定会合において、10月1日に商工組合中央金庫が株式会社に転換することとなっていることを踏まえ、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、商工組合中央金庫との間で、商工組合中央金庫が日本銀行に対して一定額以上の預け金を保有する旨の契約を締結することを決定した。

(2) 米ドル資金供給オペレーションの導入

20年9月18日の臨時金融政策決定会合において、最近における米ドル市場の流動性の状況が円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、21年1月30日までの時限的な措置として、米ドル資金供給オペレーションを導入することとし、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」および「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を制定することを決定した。また、米ドル資金供給オペレーションを行うために必要な米ドル資金の調達のため、ニューヨーク連邦準備銀行との間で、有効期限を21年1月30日、引出限度額を600億ドルとする外国為替の売買（スワップ取引）に係る取極（以下「スワップ取極」という）を締結することを決定した。

(3) 米ドル資金供給オペレーションの増額および実施期限延長等のための措置

20年9月29日の臨時金融政策決定会合において、最近における米ドル市場の流動性の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」および「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を一部改正し、これらの有効期限を21年1月30日から21年4月30日まで延長するとともに、同オペレーションの対象先の範囲を拡充することを決定した。また、ニューヨーク連邦準備

³⁵ 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。

備銀行との間のスワップ取極について、有効期限を21年1月30日から21年4月30日まで延長するとともに、引出限度額を1,200億ドルに増額することを決定した。