

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 21 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 21 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
（ 輸出は大幅に減少 ）	2
（ 生産の減少幅は大きく拡大 ）	5
（ 設備投資も大幅に減少 ）	6
（ 公共投資は低調、住宅投資は再び減少 ）	9
（ 雇用・所得環境は厳しさを増す ）	11
（ 個人消費は弱まる ）	13
（ 2 ） 物価	14
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 概況 ）	18
（ 米国経済は大幅に悪化 ）	20
（ 欧州経済も大幅に悪化 ）	22
（ N I E s ・ A S E A N 4 経済は大幅に悪化、中国経済も大幅に減速 ）	22
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	24
（ 2 ） 債券市場	28
（ 3 ） 株式市場	29
（ 4 ） 外国為替市場	30
（ 5 ） 貸出金利、C P ・ 社債発行金利	32
（ 6 ） 企業金融	33
（ 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	39
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)	42
(金融政策運営)	43
(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表	45
(3) 各会合における検討・決定	
イ . 20 年 10 月 6、7 日の会合	
(国際金融資本市場における緊張の高まりと海外経済の減速)	53
(わが国の景気は停滞している)	53
(消費者物価の前年比上昇率は + 2 % 台半ば)	53
(金融環境は総じて緩和的ながら、一部の先で資金繰りが悪化)	54
(金融市場調節方針の維持)	54
ロ . 10 月 14 日の会合	
(金融市場の安定確保のための金融調節面での対応策)	55
ハ . 10 月 31 日の会合	
(金融・実体経済の両面で海外経済は厳しさを増している)	55
(わが国の景気は停滞色が強まっている)	55
(消費者物価の上昇率は徐々に低下していく見通し)	56
(国際的な金融面での動揺がわが国金融資本市場に波及)	56
(金融市場調節方針の変更)	56
(補完当座預金制度の導入)	57
ニ . 11 月の会合	
(国際金融資本市場の緊張持続と海外経済への下押し圧力の強まり)	58
(わが国の景気は停滞色が強まっている)	58
(消費者物価の上昇率は低下していく見通し)	58
(金融面では緩和度合いが低下)	59
(金融市場調節方針の維持)	59

(企業金融円滑化のための措置)・・・・・・・・・・・・・・・・	60
ホ．12月2日の会合	
(企業金融円滑化のための金融調節面での対応)・・・・・・・・	60
ヘ．12月18、19日の会合	
(海外経済の減速が明確化)・・・・・・・・・・・・・・・・	61
(わが国の景気は悪化している)・・・・・・・・・・・・・・・・	61
(消費者物価の上昇率は更に低下していく見通し)・・・・・・・・	62
(金融環境は厳しい方向に急速に変化)・・・・・・・・・・・・・・・・	62
(金融市場調節方針の変更)・・・・・・・・・・・・・・・・	62
(企業金融の円滑化に向けた措置)・・・・・・・・・・・・・・・・	63
(長期国債の買入れに係る措置)・・・・・・・・・・・・・・・・	63
ト．21年1月の会合	
(海外経済は著しく減速)・・・・・・・・・・・・・・・・	64
(わが国の景気は大幅に悪化している)・・・・・・・・・・・・・・・・	64
(消費者物価の前年比はマイナスに転じていく見通し)・・・・・・・・	65
(金融環境は厳しさが増している)・・・・・・・・・・・・・・・・	65
(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)・・・・・・・・・・・・・・・・	65
(金融市場調節方針の維持)・・・・・・・・・・・・・・・・	68
(「企業金融に係る金融商品の買入れについて」の考え方を整理)・・・	68
(CPおよび社債の買入れ)・・・・・・・・・・・・・・・・	69
(不動産投資法人債の適格担保化等)・・・・・・・・・・・・・・・・	69
チ．2月の会合	
(海外経済は大幅に減速)・・・・・・・・・・・・・・・・	70
(わが国の景気は大幅に悪化している)・・・・・・・・・・・・・・・・	70
(消費者物価の前年比はマイナスに転じていく見通し)・・・・・・・・	71
(金融環境は厳しい状態が続いている)・・・・・・・・・・・・・・・・	71
(金融市場調節方針の維持)・・・・・・・・・・・・・・・・	71
(企業金融支援特別オペの強化・延長)・・・・・・・・・・・・・・・・	72
(社債の買入れ)・・・・・・・・・・・・・・・・	72

(各種時限措置の延長)	72
リ . 3月の会合	
(海外経済は悪化)	73
(わが国の景気は大幅に悪化している)	73
(消費者物価の前年比はマイナスとなっていく見通し)	74
(金融環境は厳しい状態が続いている)	74
(金融市場調節方針の維持)	74
(長期国債の買入れの増額)	75
(4) 金融政策運営を巡る論点	
(海外経済の現状と先行きについて)	75
(わが国経済の悪化の背景について)	76
(政策金利の水準と市場機能について)	77
(長めの金利への働きかけについて)	79
(企業金融に係る金融商品の買入れ等について)	80
(長期国債の買入れの増額と銀行券ルールについて)	81
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	83
4 . 日本銀行のバランスシートの動き	86
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 担保価格等の見直しの実施	88
(2) 国債現先オペの対象国債の追加等	88
(3) 資金供給円滑化のための補完当座預金制度の導入	88
(4) 社債および企業向け証書貸付債権の担保適格要件の緩和	89
(5) 企業金融支援特別オペの導入	89
(6) 株式会社日本政策投資銀行をオペ対象先とするための措置	90
(7) 米ドル資金供給オペの実施期限延長のための措置	90
(8) 長期国債の買入対象国債の追加および残存期間別買入れ等の実施	90
(9) 「国庫短期証券」の発行に伴う「短期国債売買基本要領」の一部改 正等	91
(10) C P 買入れの導入	91

(11) 不動産投資法人債等の適格担保化およびC P現先才ペ対象資産化	91
(12) 政府保証付短期債券の適格担保化およびC P現先才ペ対象資産化	92
(13) 国債補完供給の対象国債の追加	92
(14) 社債買入れの導入	92
(15) 米ドル資金供給才ペの実施期限延長等のための措置	93
. 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	94
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	146
3 . 金融政策決定会合議事要旨	247
参考計表・資料一覧	357

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 年度下期の国内景気は大幅に悪化した。

すなわち、輸出は、海外経済の悪化などを背景に、大幅に減少した。企業収益の減少幅は拡大し、企業の業況感も著しく悪化した。そうしたもとで、設備投資も大幅に減少した。また、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は弱まり、住宅投資も再び減少に転じた。この間、公共投資は、総じて低調に推移した。以上のような内外需要の動向や在庫調整圧力の高まりを背景に、生産の減少幅は大きく拡大した。

2. 物価面では、国内企業物価は、昨秋以降の国際商品市況の反落を主因に、3 か月前比で大幅な下落に転じ、前年比でも 1 ~ 3 月には約 5 年振りのマイナスに転じた。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、昨夏に + 2 % 台半ばまで上昇したあと、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きなどを反映して、1 ~ 3 月にはゼロ%程度まで低下した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場は、全体として緊張感の強い状態が続いた。こうした中、日本銀行は、多様なオペレーション手段を活用して適切な資金供給を実施し、金融市場の安定確保に努めた。また、企業金融の円滑化を支援するため、コマーシャル・ペーパー（C P）の買入れ等の措置も実施した。これらの施策の効果もあって、年明け以降、ターム物金利やC Pの発行金利が低下するなど、短期金融市場は幾分落ち着きを取り戻した。このほか、日本銀行は、米ドル短期金融市場における資金需要に対応するため、昨年 9 月に開始した米ドル資金供給オペによるドル資金の供給を継続した。

長期金利は、世界的な景況感の悪化などを反映して、年末にかけて低下基調を辿り、その後は1.3%前後で推移した。

株価は、景況感の悪化や円高進行などを背景に、10月にかけて急落した。その後も不安定な相場展開を辿り、3月上旬には7千円台前半（日経平均株価）まで下落したが、年度末にかけて8千円台まで反発した。

外国為替市場では、円の対ドル相場は、米国の景気悪化懸念が高まる中、12月には87円台まで上昇した。年度末にかけては、わが国の景気的大幅な悪化や貿易赤字の拡大などを背景に、円安方向に転じ、95～99円台で推移した。

4. 企業の資金調達をみると、CP・社債の発行残高は、国際金融資本市場における緊張の高まりを背景に金融機関や投資家の引受けスタンスが大幅に後退する中、前年を大きく下回って推移した後、年末以降、幾分回復した。民間銀行の貸出残高（特殊要因調整後）の前年比伸び率は、20年度上期に比べて高い水準で推移した。

この間、民間企業の資金需要は、手許流動性を積み増す動きに加え、キャッシュ・フローの減少を補填する必要から、増加した。一方、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、中小企業で「厳しい」超幅が拡大したほか、大企業、中堅企業でも「厳しい」超に転じた。こうしたもとで、企業の資金繰り判断は、大企業でも「苦しい」超に転化するなど、大幅に悪化した。

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）は、前年比伸び率が上昇した。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年度下期中には、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、10月6、7日の会合において、「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞している」と判断した。その後、10月31日と11月の会合では、輸出

が減少に転じてきたことなどを受け、わが国の景気について「停滞色が強まっている」と判断し、12月18、19日の会合では、内需の弱まりや、金融環境が全体として厳しい方向に急速に変化していることなどを背景に、「わが国の景気は悪化しており、当面、厳しさを増す可能性が高い」とした。更に、1月の会合では、輸出および生産が大幅に減少していることを踏まえ、「わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い」との判断を示し、その後、3月までの会合において、同様の判断を継続した。

7. 金融政策運営の面では、政策委員会は、10月6、7日の会合において、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」とする金融市場調節方針を決定した。その後、10月31日の会合では、誘導目標を「0.3%前後」に引き下げた。さらに、12月18、19日の会合では、誘導目標を「0.1%前後」に引き下げ、以後の会合では、こうした金融市場調節方針を維持することとした。このほか、政策委員会は、20年度下期中の会合において、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援のため、米ドル資金供給オペにおける固定金利・金額無制限方式の導入、長期国債買入れの増額、企業金融支援特別オペの導入・強化、CP・社債の買入れの導入、といった様々な措置に関する検討・決定を行った。

（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、123.9兆円（前年比+9.2%）となった。

I . 経済及び金融の情勢

1 . 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

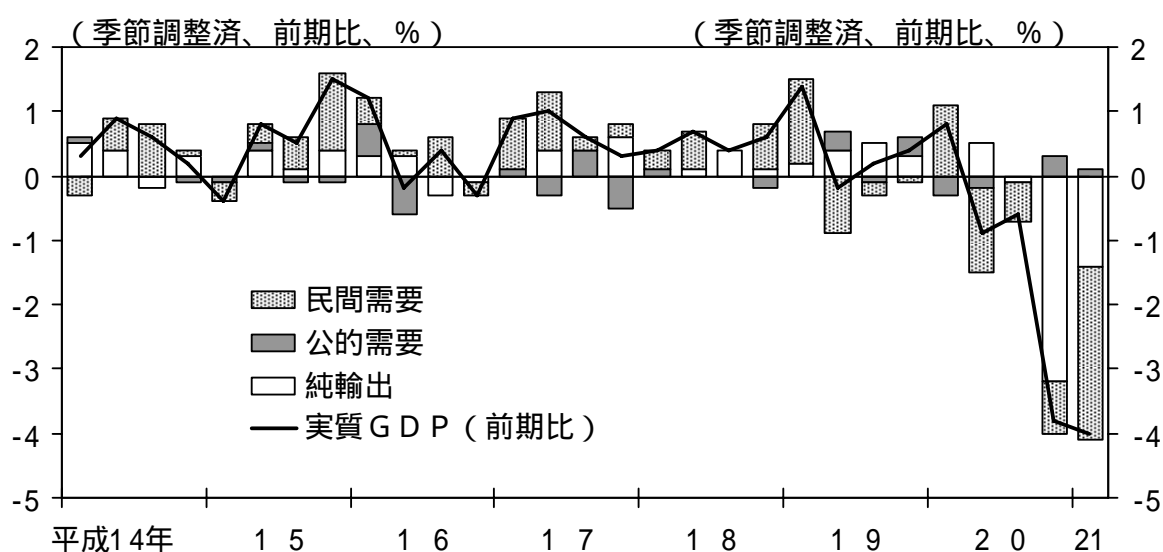
平成 20 年度下期の経済情勢をみると、国内景気は大幅に悪化した。

輸出は、海外経済の悪化などを背景に、大幅に減少した。企業収益の減少幅は拡大し、企業の業況感も著しく悪化した。そうしたもとで、設備投資も大幅に減少した。また、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は弱まり、住宅投資も再び減少に転じた。この間、公共投資は、総じて低調に推移した。以上のような内外需要の動向や在庫調整圧力の高まりを背景に、生産の減少幅は大きく拡大した。

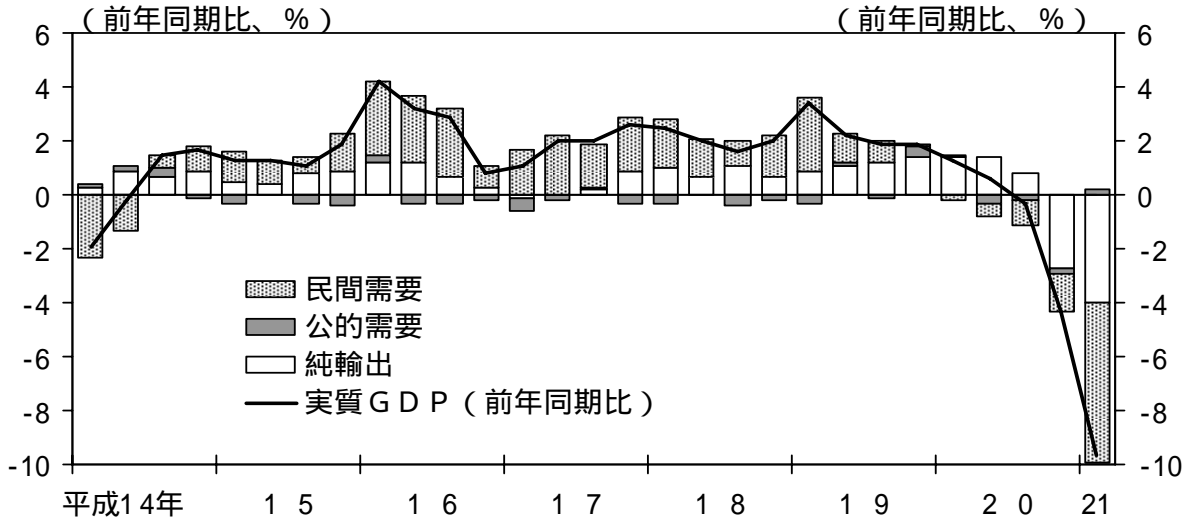
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比でみると、10～12 月、1～3 月ともに大幅に減少した（図表 1 (1)）。前年比でも（図表 1 (2)）、1～3 月には - 1 割程度的大幅な減少となった。また、景気動向指数は（図表 1 (3)）、先行指数、一致指数とも大幅に低下した。

(図表 1) 実質 GDP と景気動向指数の推移

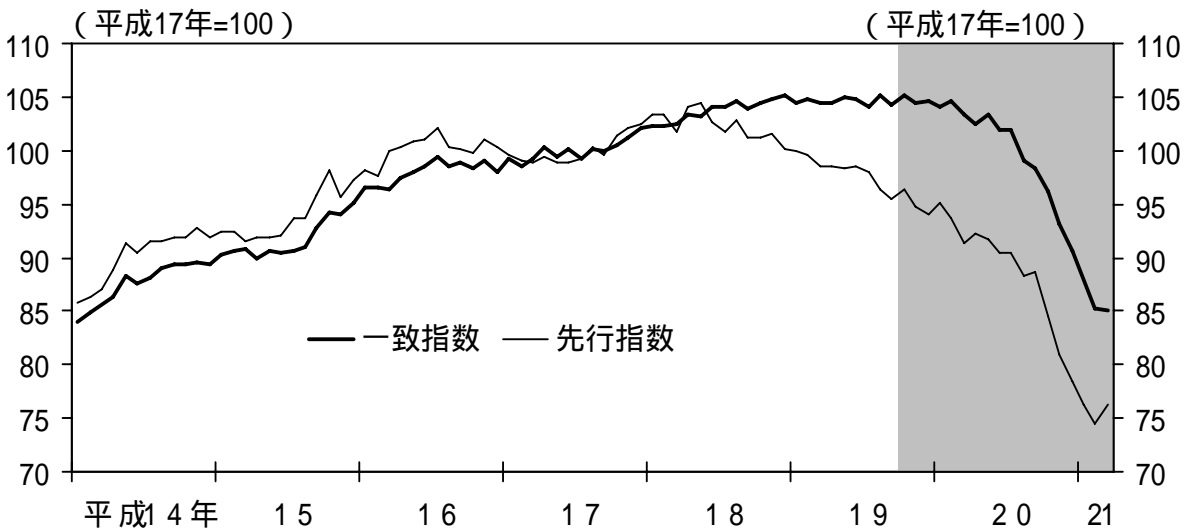
(1) 実質 GDP (前期比)



(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。

(輸出は大幅に減少)

実質輸出は (図表 2 (1)) ¹、20 年度上期に頭打ちとなったあと、下期は、海外経済が全体として悪化するもとの、現地在庫の圧縮の影響も加わり、大幅に減少した。実質輸入も減少に転じたが、輸出に比べると減少幅は小さかった。この結

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。

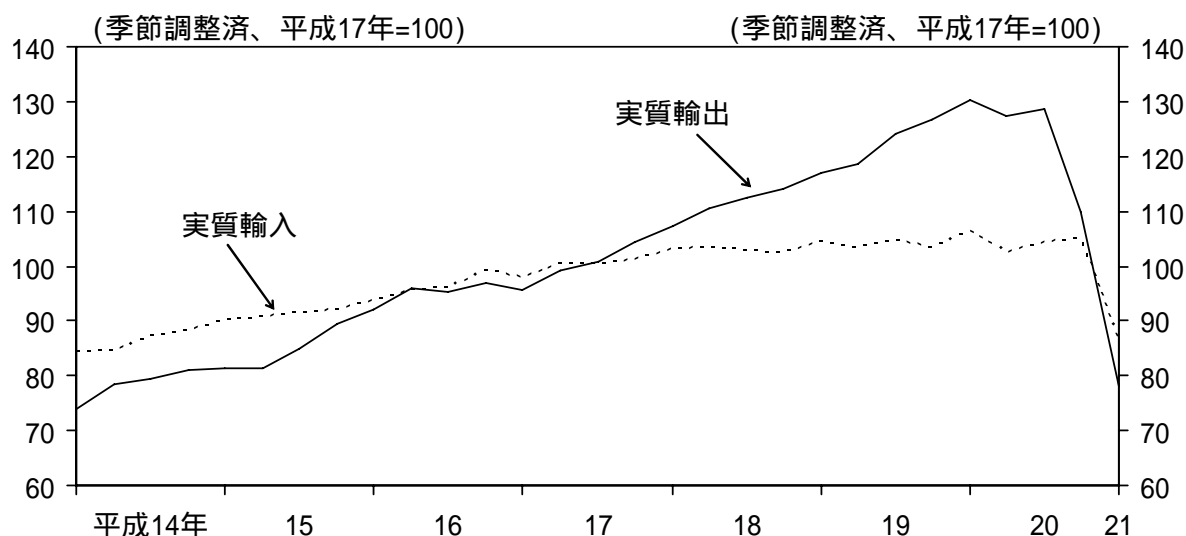
果、実質貿易収支でみた純輸出は、大幅に減少した（図表2(2)）。

実質輸出を地域別にみると（図表3(1)）、ほとんどの国・地域向けが大幅に減少した。米国向けは、20年度上期からはっきりと減少していたが、10～12月以降は、自動車関連を中心に、減少幅がさらに拡大した。EU向けや東アジア向けは、上期に増勢が鈍化したあと、10～12月以降は大幅に減少した。その他地域（中東、中南米、ロシアなど）向けは、7～9月まで堅調に増加していたが、10～12月以降は大幅な減少に転じた。実質輸出を財別にみても（図表3(2)）、ほとんどの財が大幅に減少した。とくに自動車関連は減少幅が大きく、米国向けの落ち込みに加え、EUやその他地域向けなども大幅に減少した。

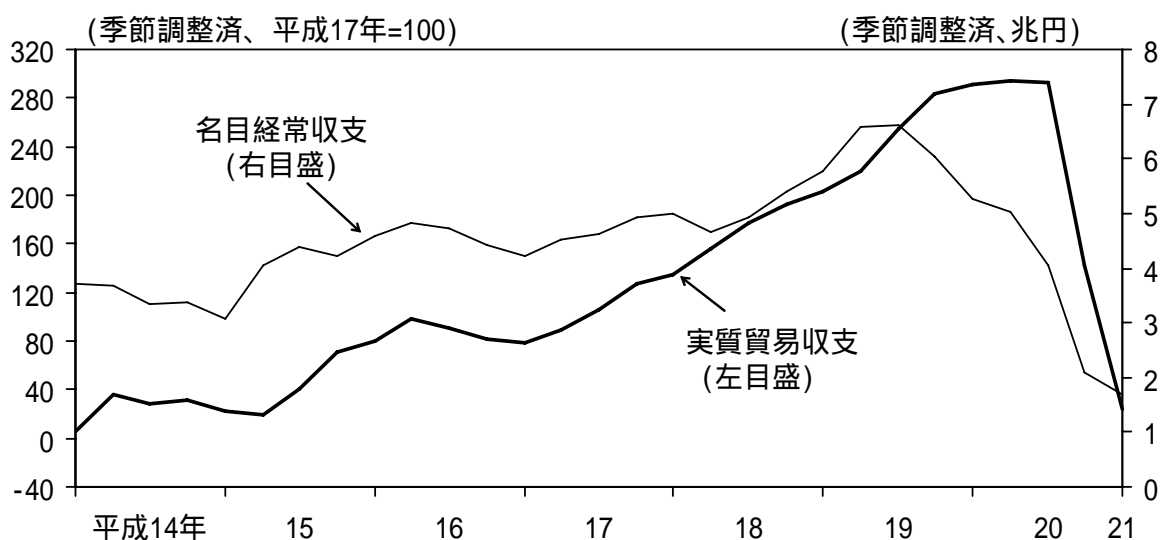
実質輸入を財別にみると、資本財・部品や情報関連、消費財については、10～12月に減少に転じたあと、1～3月は減少幅が拡大した。素原料や中間財は、10～12月まで増加したが、1～3月は大幅な減少に転じた。一方、食料品については、国内消費の落ち込みが相対的に小さかったことや、円高が押し上げに働いたことなどを背景に、10～12月に大幅に増加したあと、1～3月も小幅の減少にとどまった。

（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20年 第1四半期	2	3	4	平成21年 1
米国	<17.5>	0.9	-7.2	-4.9	-9.0	-35.7
EU	<14.1>	7.6	-7.8	-2.8	-17.2	-27.0
東アジア	<46.8>	5.3	-2.5	-0.4	-15.6	-22.2
中国	<16.0>	6.6	-0.0	-1.3	-14.8	-17.1
NIEs	<22.1>	4.7	-4.8	0.8	-18.4	-22.4
ASEAN4	<8.8>	4.4	-1.1	-1.5	-9.9	-30.7
その他	<21.5>	5.7	-0.9	1.9	-7.9	-30.6
実質輸出計		2.7	-2.2	1.0	-14.6	-28.8

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

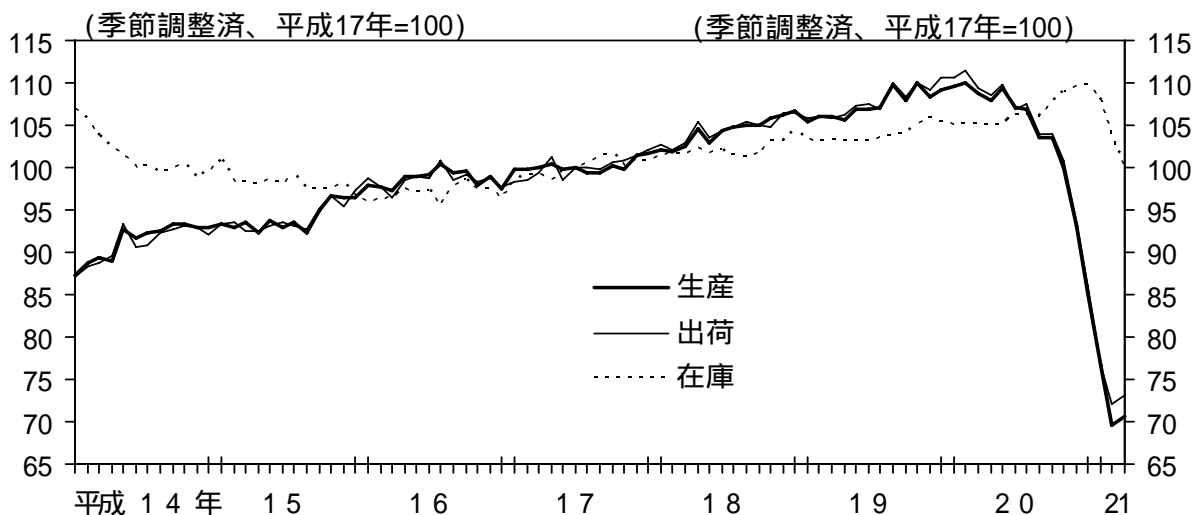
		平成20年 第1四半期	2	3	4	平成21年 1
中間財	<18.9>	1.6	-4.4	0.8	-8.2	-16.5
自動車関連	<23.8>	1.7	-3.7	-1.4	-14.5	-50.5
消費財	<4.1>	4.9	0.9	-4.4	-12.1	-26.9
情報関連	<10.2>	1.2	2.7	-0.3	-20.8	-26.0
資本財・部品	<28.3>	4.6	-0.7	-1.0	-9.9	-26.4
実質輸出計		2.7	-2.2	1.0	-14.6	-28.8

(注) < >内は、20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。

(生産の減少幅は大きく拡大)

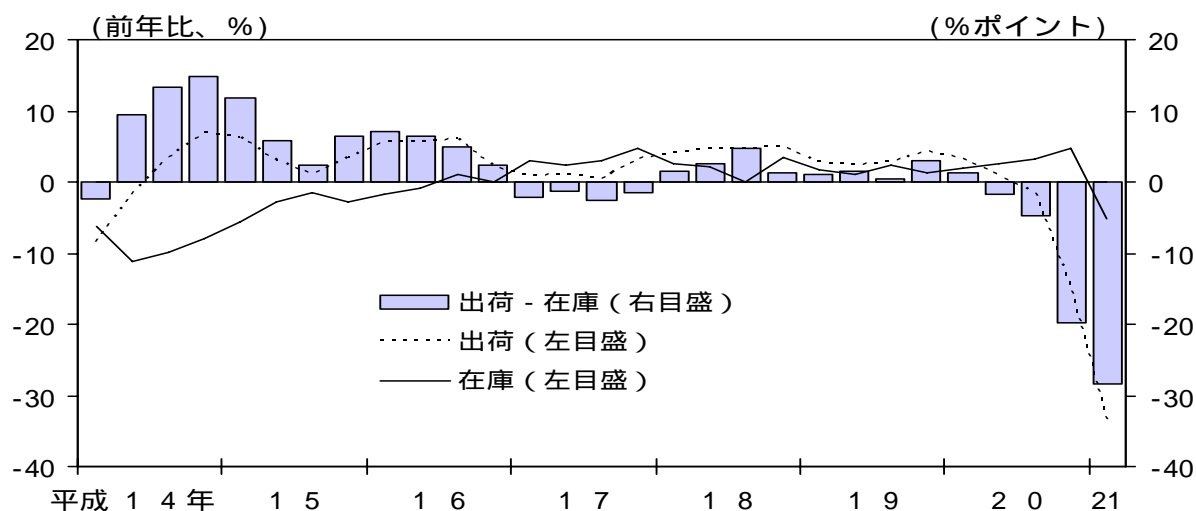
鋳工業生産は(図表4) 20年初から緩やかに減少していたが、輸出の大幅減少や後述の国内民間需要の弱まりを背景に、10~12月に前期比-11.3%の大幅減少となった。1~3月は、在庫調整圧力の高まりもあって、-22.1%と減少幅がさらに拡大した²。業種別にみると、ほとんどの業種が減少し、とりわけ輸送機械(自動車等)、電子部品・デバイス、一般機械の落ち込みが大きくなった。出荷も、10~12月に大幅減少となったあと、1~3月は減少幅が拡大した。こうした中、在庫については(図表5) 出荷の減少幅が拡大するもとで、両者のバランスは幅広い業種で悪化し、生産に強い下押し圧力を加えた。

(図表4) 鋳工業生産・出荷・在庫



² 四半期ベースでみると、現在公表されている接続指数でさかのぼれる昭和28年以降で最大のマイナス幅は、これまでは昭和50年1~3月の-6.7%であった。

(図表 5) 出荷・在庫バランス

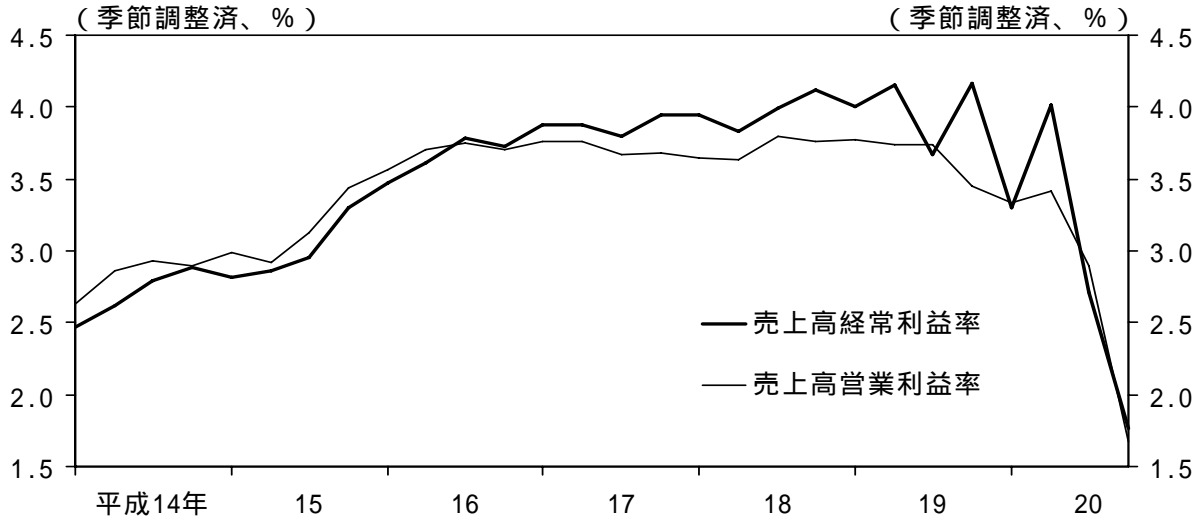


(設備投資も大幅に減少)

企業収益は、輸出や生産が大幅に減少するもとで、製造業を中心に、減少幅が拡大した。売上高経常利益率をみると(図表 6) 昨年夏にかけて大きく上昇したエネルギー・原材料価格は秋以降下落に転じたものの、それを上回って数量が落ち込んだことから、大幅に低下した。こうしたもとで、企業の業況感については(図表 7) 中小企業で「悪い」超幅が拡大を続け、大企業でも大幅な「悪い」超に転じるなど、著しく悪化した³。

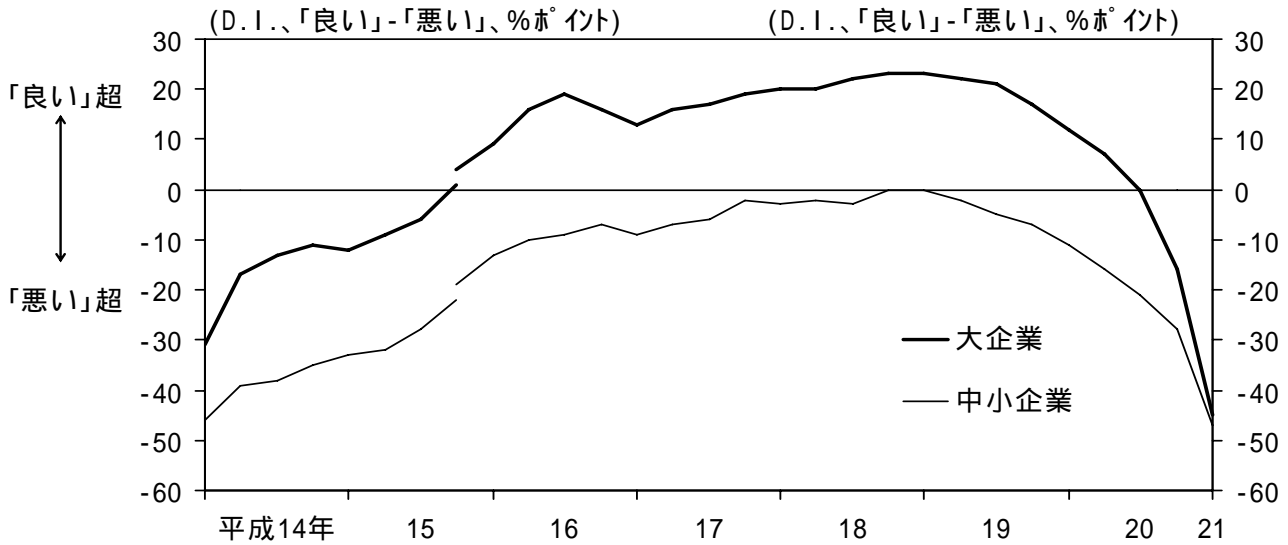
³ 3月短観における「悪い」超の拡大幅は、製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず、統計作成開始以来の最大となった。

(図表 6) 企業収益



(注) 法人企業統計季報の計数。金融業、保険業を除く計数。

(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。

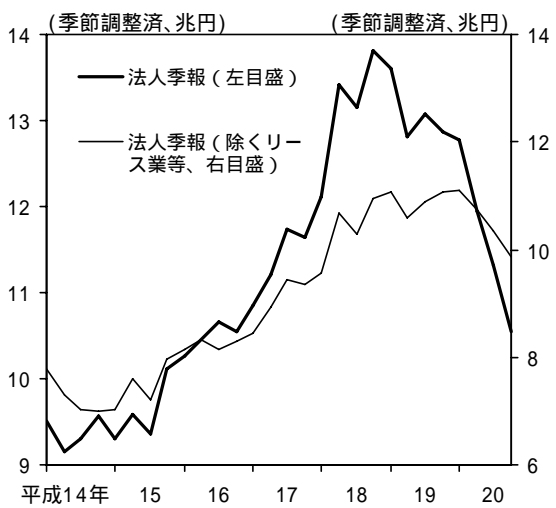
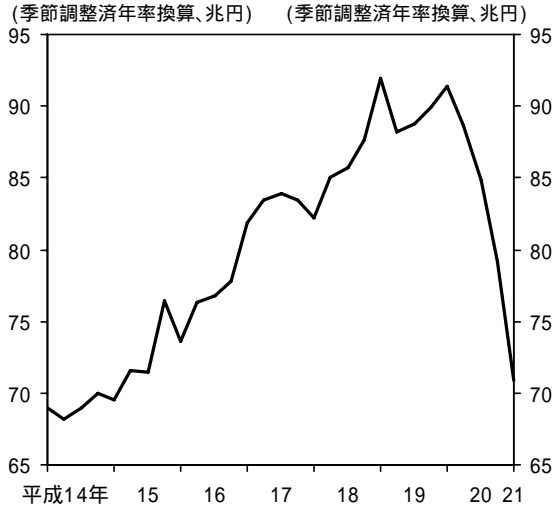
こうしたもとで、設備投資は大幅に減少した。GDPベースの実質設備投資は（図表8(1)）、20年4～6月から4四半期連続で減少し、しかも減少幅が拡大を続けた。法人企業統計の名目設備投資も（図表8(2)）、19年10～12月以降減少を続けた。設備投資の同時指標である資本財総供給も（図表8(3)）⁴、20年1～3月から5四半期連続で減少し、減少幅も拡大した。設備投資の先行指標をみると（図表8(4)）、機械受注は、7～9月から3四半期連続で大幅に減少した。建築着工床面積は、均してみると、弱含みで推移した⁵。

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 なお、統計上の「着工」に計上されても実際の工事は進められないケースが、景気後退期には増加する傾向がある。

(図表 8) 設備投資

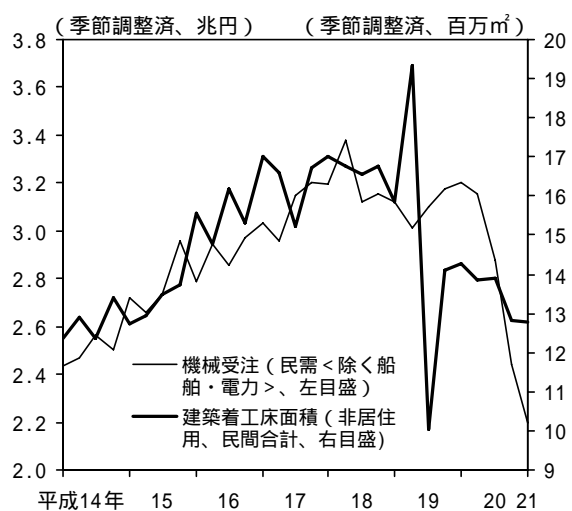
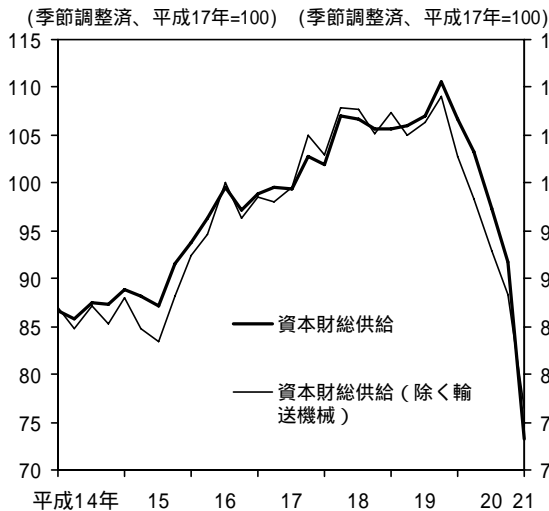
(1) 設備投資 (実質、GDPベース) (2) 設備投資 (名目、法人季報ベース)



(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。

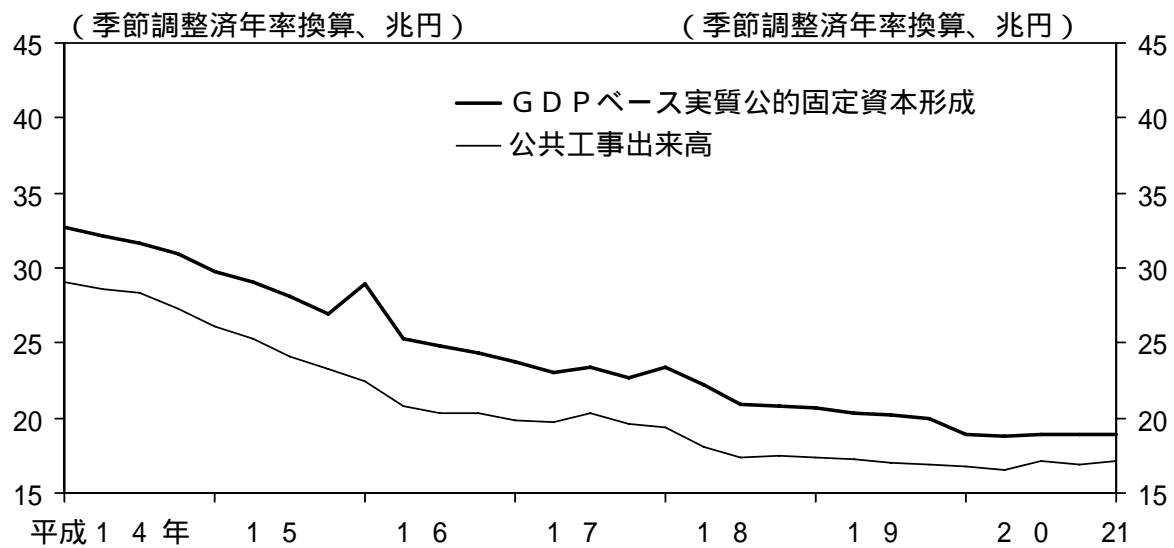
(公共投資は低調、住宅投資は再び減少)

公共投資は(図表 9 (1))、国・地方の厳しい財政状況を背景に、総じて低調に推移した。ただし、年度末にかけて、平成 20 年度補正予算の執行の影響が出始め

た。また、住宅投資は再び減少に転じた。これを新設住宅着工戸数でみると（図表9（2））、改正建築基準法施行の影響が薄れた20年初頃から横ばい圏内で推移していたが、雇用・所得環境や企業の資金調達環境が厳しさを増したことから、水準を大きく切り下げた。

（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

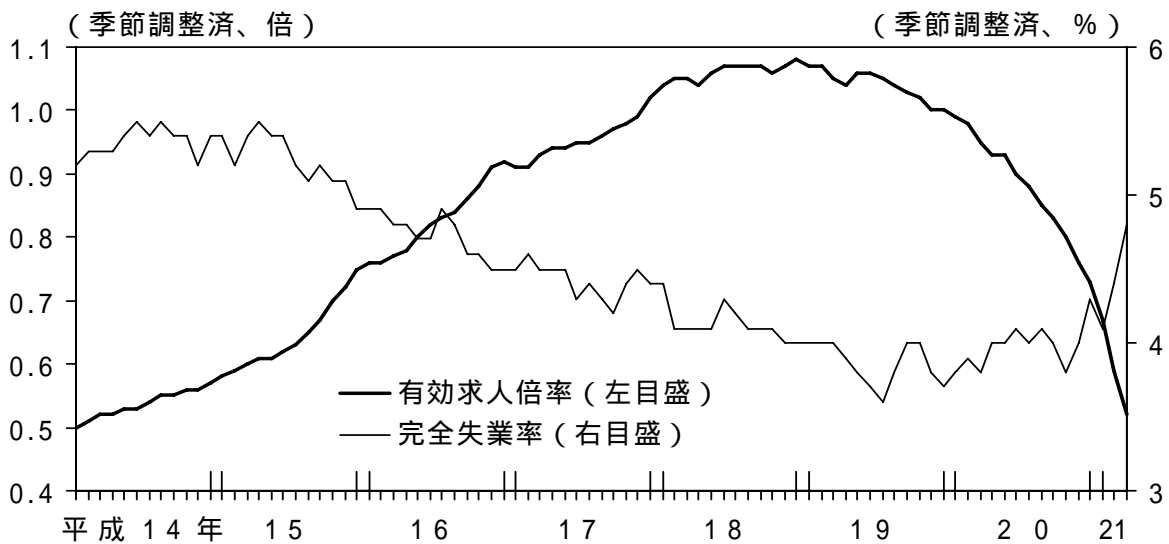


(雇用・所得環境は厳しさを増す)

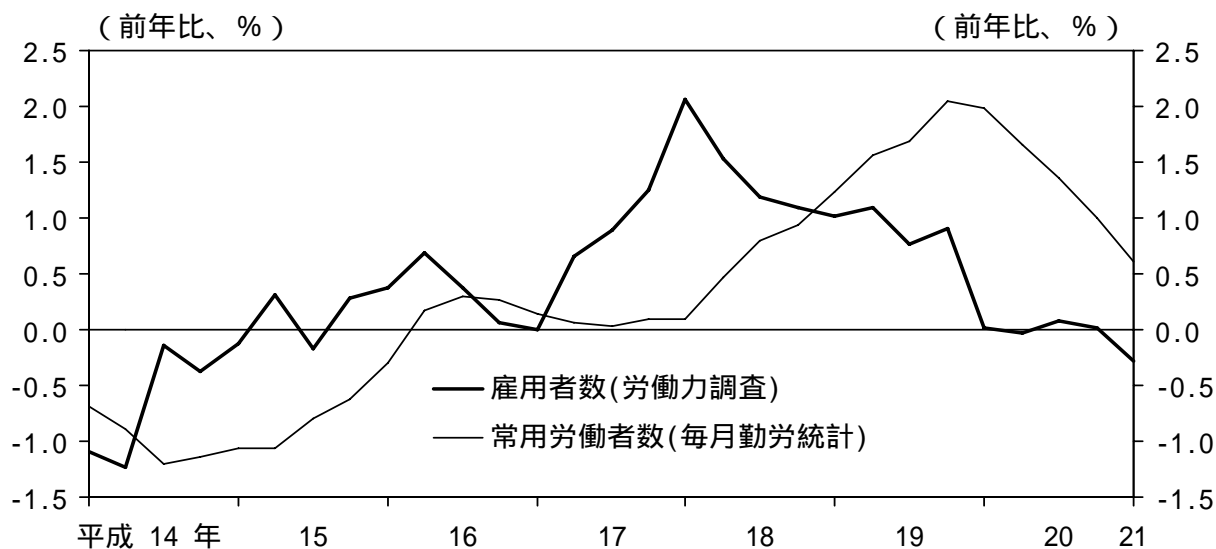
労働需給面の動きをみると、景気が大幅に悪化するもとで、はっきりとした需給緩和が続いた。所定外労働時間は、製造業を中心に、大幅に減少した。有効求人倍率は低下を続け、低下幅も拡大した。完全失業率は上昇傾向をたどった(図表 10(1))。雇用面では、労働力調査の雇用者数の前年比は、10~12月は前年並みで推移したが、1~3月は小幅なマイナスとなった。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は伸び率の鈍化傾向が続いた(図表 10(2))。賃金面では、企業収益が減少を続けるもとで、前年比のマイナス幅が拡大した。これらの結果、雇用者所得の前年比もはっきりとマイナスになった(図表 11)。

(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率

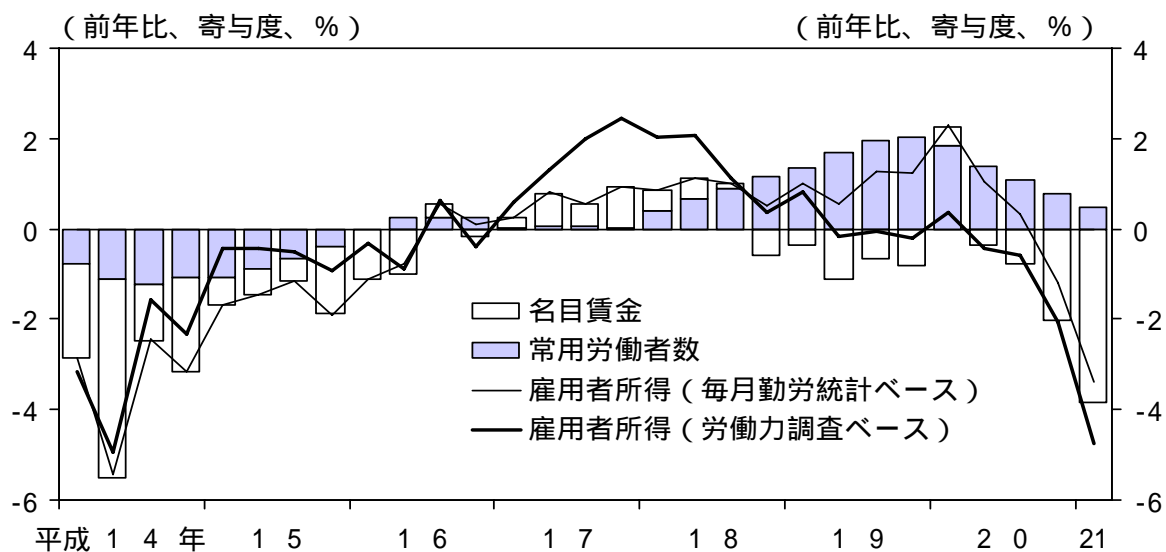


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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。

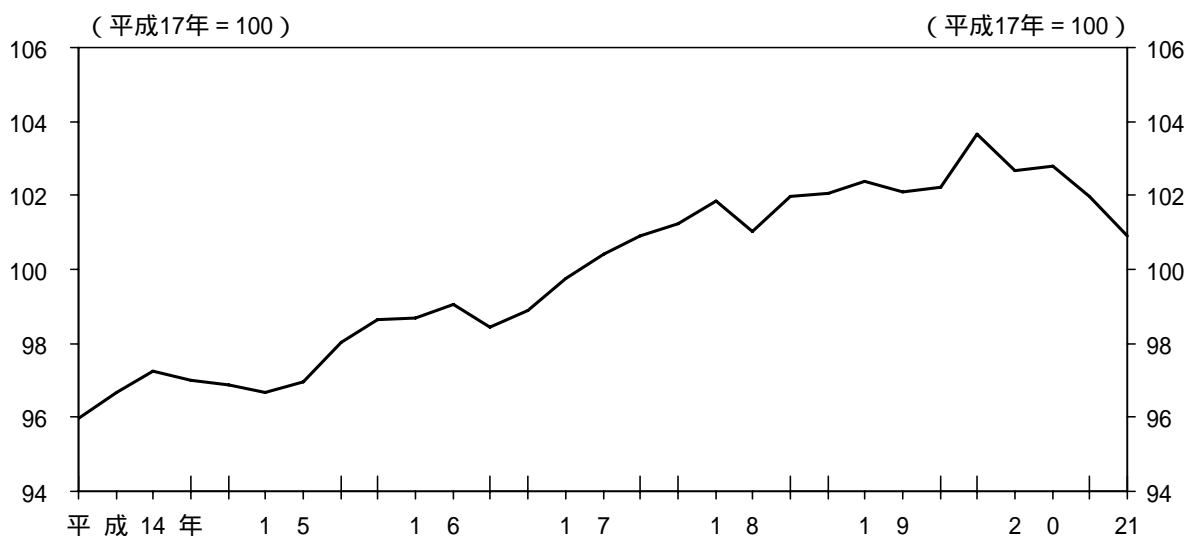
(個人消費は弱まる)

以上のように雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は弱まった。GDPベースの実質個人消費をみると(図表12(1))、20年度上期に頭打ちとなったあと、10~12月以降は減少した。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、昨秋以降、はっきりと弱まった。消費財の動きを生産者段階で包括的に捉えた「消費財総供給」も(図表12(3))⁷、耐久消費財(自動車)の減少や流通在庫圧縮の動きなどから、大幅に減少した。

消費者コンフィデンス関連指標は(図表13) 株価の下落や雇用不安の高まりなどを背景に、前回ボトムを下回る極めて低い水準まで悪化した。ただし、年度末にかけて、各種の需要喚起策などから、幾分持ち直した。

(図表12) 個人消費

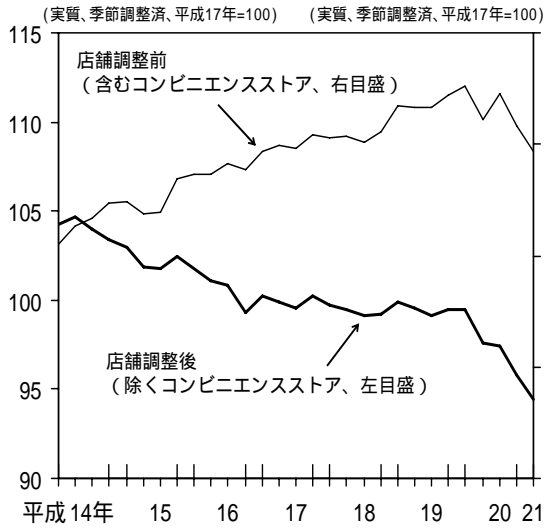
(1) 個人消費(実質、GDPベース)



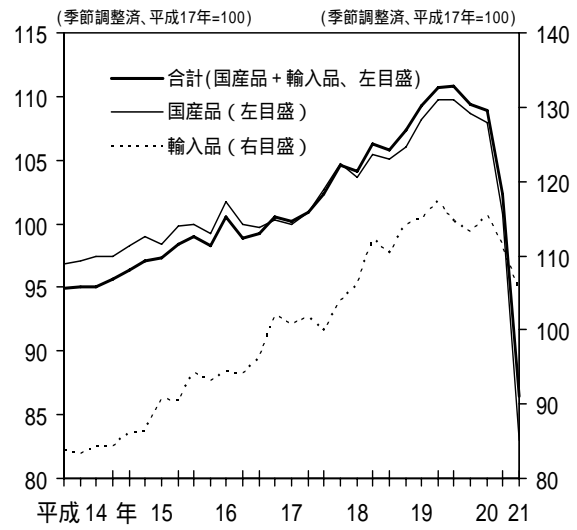
⁶ 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したものである。なお、「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である(店舗調整前の指数にはコンビニエンスストア売上高を含めている)。「店舗調整後」は、店舗増減の影響を排除したものであり、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで売上高の変動を捉える指数である。

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。

(2) 販売統計合成指数

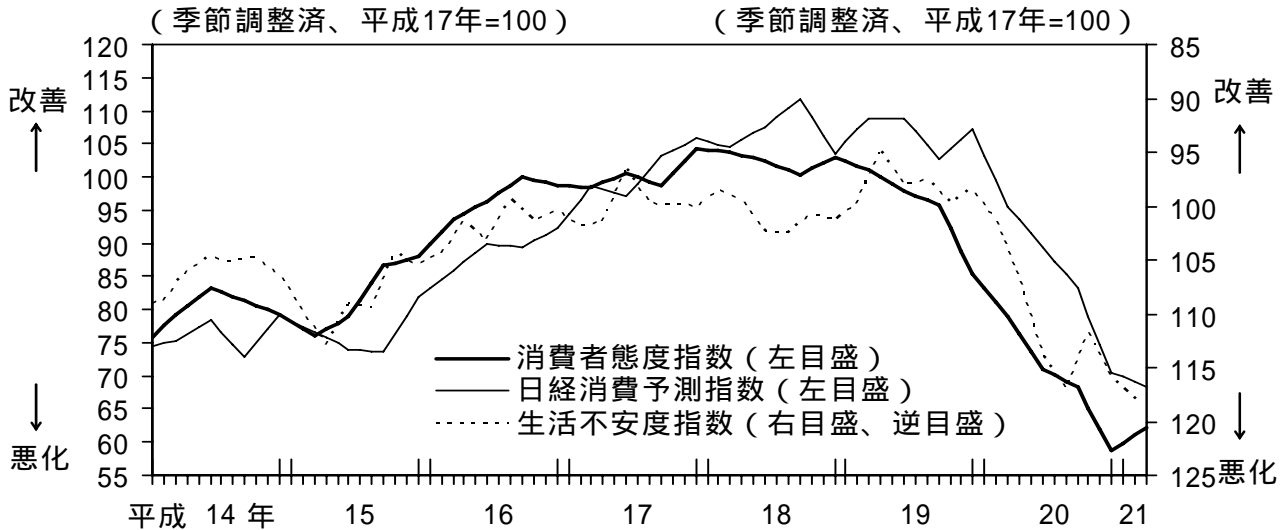


(3) 消費財総供給



(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



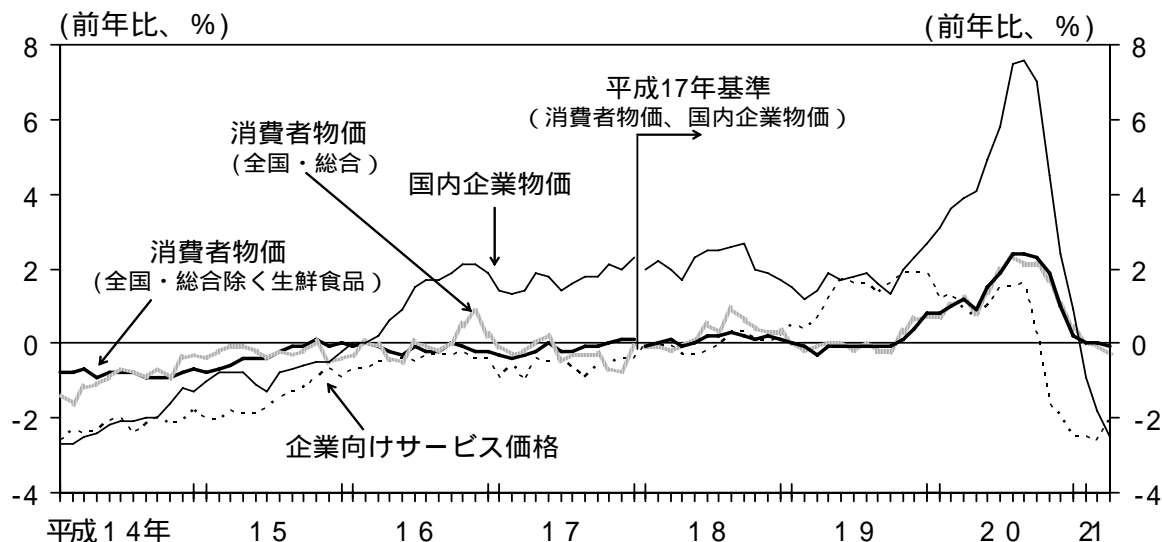
(注) 消費者態度指数(調査客体:全国一般5,000世帯弱)日経消費予測指数(同:首都圏600人)生活不安定指数(同:全国1,200人)は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(2) 物価

物価の動向をみると(図表14)、国内企業物価は、昨秋以降の国際商品市況の下落を主因に、3か月前比で大幅な下落に転じ、前年比でも1~3月には約5年振

りのマイナスに転じた。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は⁸、昨夏に+2%台半ばまで上昇したあと、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きなどを反映して、1～3月にはゼロ%程度まで低下した。

（図表 14）物価



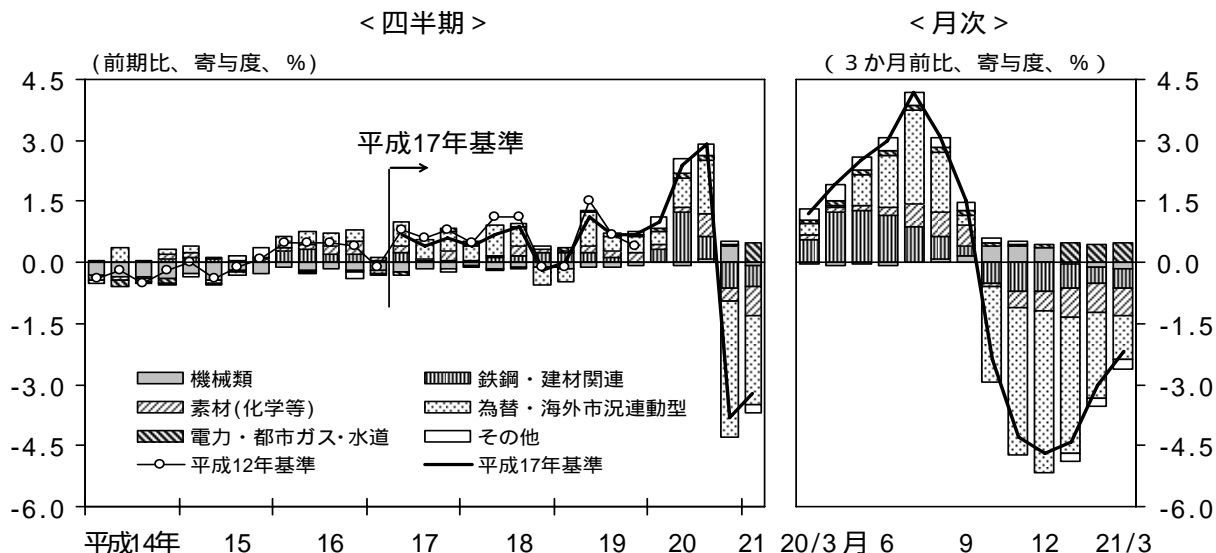
国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表 15)ほとんどの項目が下落に転じ、とりわけ「為替・海外市況連動型(石油・石炭製品、非鉄)」の下落が目立った。また、「鉄鋼・建材関連」や「素材(化学等)」も、下落に転じた。ただし、国際商品市況が昨夏をピークに大幅に下落したあと、年末頃から横ばい圏内で推移したことなどを反映し、年度末にかけては、これら項目のマイナス幅が総じて縮小した。一方、「電力・都市ガス・水道」は、既往の燃料高を受けた電力料金の引き上げ等から、大幅なプラスとなった。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表 16)石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着き(ともに図中「財」に区分)燃油サーチャージ引き下げによる外国パック旅行のプラス幅縮小や家賃の下落(ともに図中「一般サービス」に区分)などを反映して、ゼロ%程度まで低下した。ただし、公共料金は、電気・都市ガス代の引き上げから、プラス幅が拡大した。この間、消費者物価の前年比を食料およびエネルギーを除くベースでみると、国内経済の需給バランスの悪化な

⁸ 「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。

どを背景に（図表 17）、若干のマイナスに転じた。

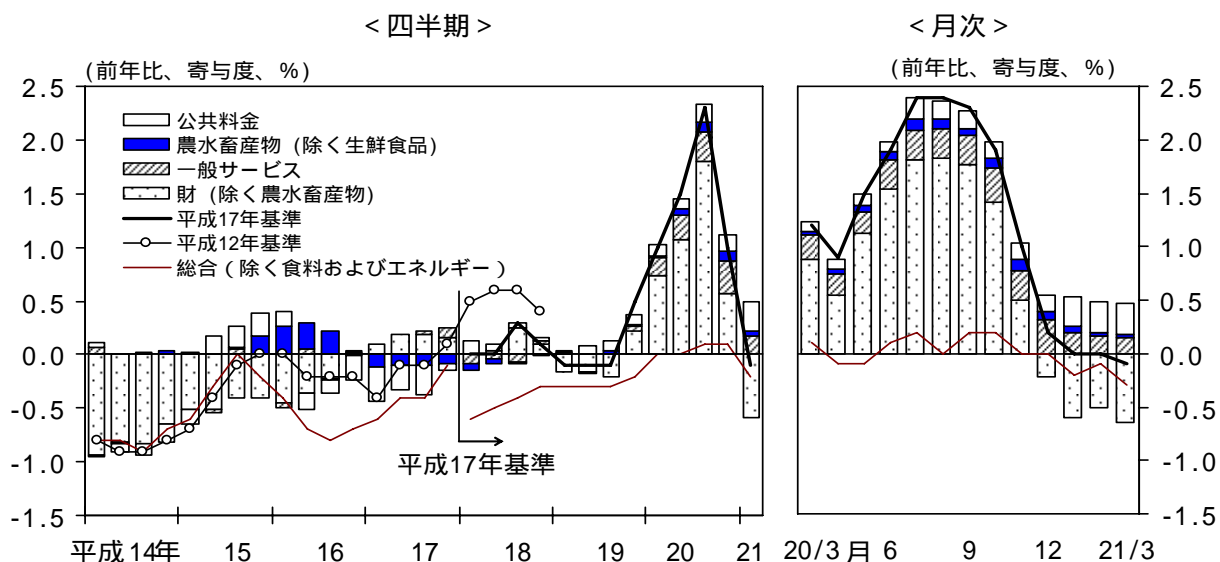
（図表 15）国内企業物価



（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。

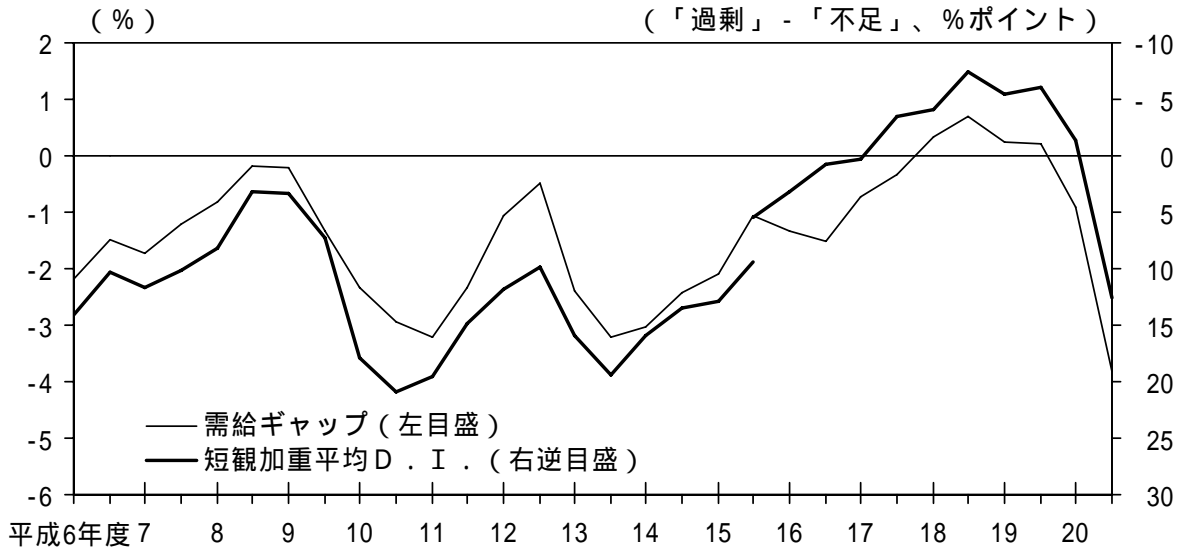
（図表 16）消費者物価（除く生鮮食品）



（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めた。

（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

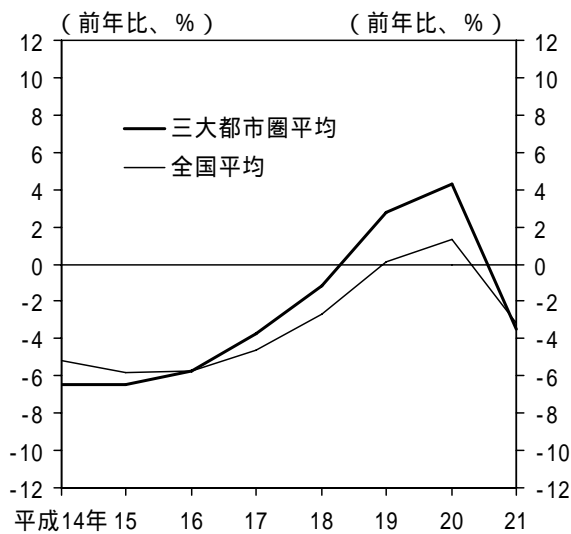


(注) 短観加重平均D・Iは、短観の生産・営業用設備判断D・Iと雇用人員判断D・Iを資本・労働分配率で加重平均したもの。需給ギャップは、日本銀行調査統計局による試算。需給ギャップの推計には様々な推計誤差が含まれるため、十分な幅を持って評価する必要がある。なお、20年度下期の需給ギャップは20年第4四半期の値。

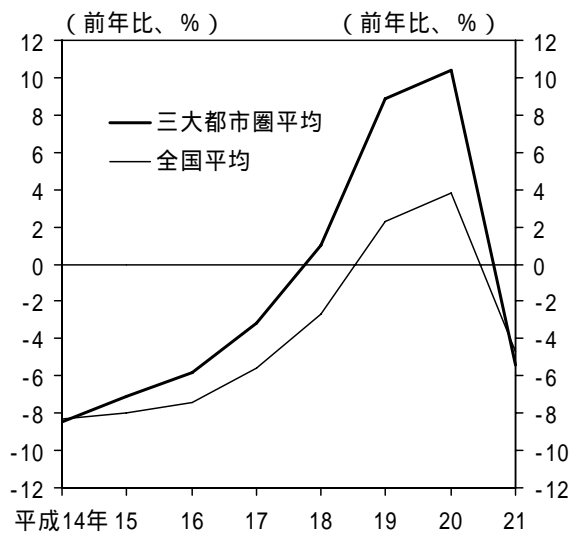
地価を公示地価で見ると(図表 18) 住宅地、商業地ともに、三大都市圏で下落に転じたほか、地方圏で下落幅が拡大した。このため、全国平均では、住宅地、商業地ともに、再び下落に転じた。

(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)

20年度下期の海外経済は、米欧の金融危機の影響が新興国・資源国にも波及する中で、世界的に金融と実体経済の負の相乗作用が強まったことなどから、全体として悪化した(図表19)。地域別にみると、米国経済は、住宅市場の大幅な調整が続き、企業や家計の資金調達環境が厳しさを増す中で、大幅に悪化した。欧州では、ユーロエリア経済が輸出の急減などから、英国経済が住宅市場の大幅な調整などから、いずれも大幅に悪化した。東アジアでは、NIEs・ASEAN4の経済が、輸出の急減が内需に波及するかたちで大幅に悪化した。中国経済は、内需が高い伸びを示したものの、輸出の減少などから大幅に減速した。

(図表19) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		19年	20年	19年 第4四半期	20年 1	2	3	4	21年 1
米 国		2.0	1.1	-0.2	0.9	2.8	-0.5	-6.3	-6.1
欧 州	ユーロエリア	2.7	0.8	1.8	2.6	-1.0	-1.0	-6.2	-9.8
	ドイ ツ	2.5	1.3	1.4	6.2	-2.0	-2.1	-8.6	-14.4
	英 国	3.0	0.7	3.6	1.2	-0.1	-2.8	-6.1	-7.4
東 ア ジ ア	中 国	13.0	9.0	12.0	10.6	10.1	9.0	6.8	6.1
	NIEsおよび ASEAN4	5.9	3.0	6.1	6.1	5.0	3.2	-1.8	

(注) NIEsおよびASEAN4⁹は、IMF公表のGDPウェイト(20年、購買力平価基準)を用いて算出。

国際金融資本市場は、緊張の強い状況が続いた。9月のリーマン・ブラザーズ破綻を端緒に短期金融市場における緊張が高まった。各種の信用スプレッドも10月から12月にかけて大幅に拡大したのち、高い水準が続いた。こうしたもとで、

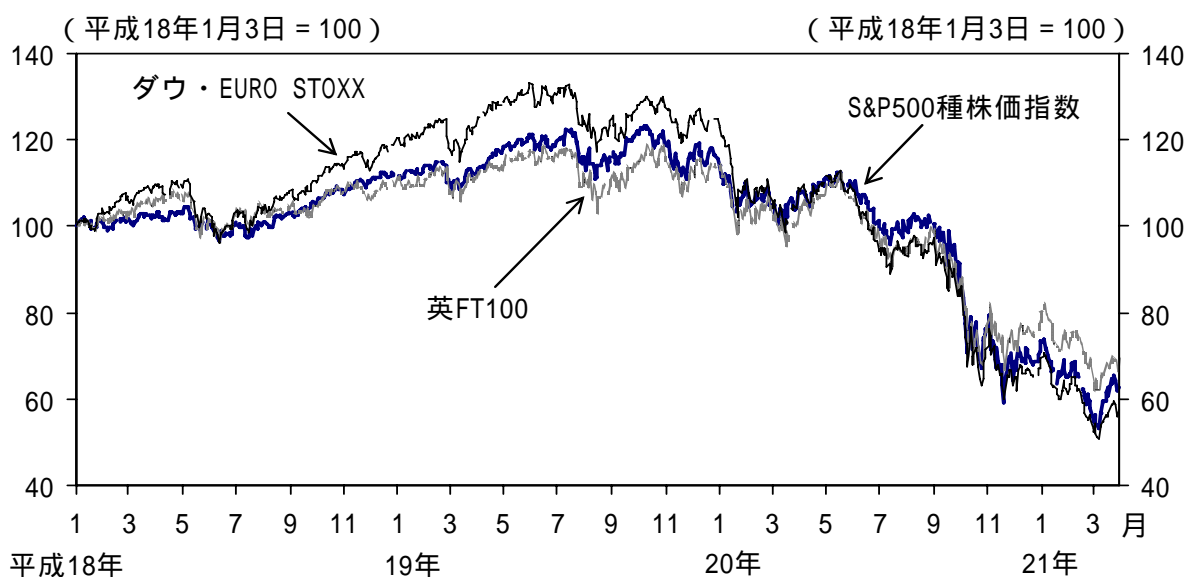
⁹ 図表3の注を参照。

主要国の中央銀行は、政策金利を極めて低い水準にまで引き下げたほか、民間クレジット資産や国債の買入措置などを実施した。

この間、米国と欧州の株価は、金融機関経営を巡る不安の強まりや景気悪化懸念の高まりなどから大きく下落した（図表20(1)）。また、米国と欧州の長期金利は、景気刺激策の実施などに伴う国債増発懸念から幾分上昇する局面もあったものの、総じてみれば、景気悪化懸念などから大幅に低下した（図表20(2)）。エマージング諸国・地域の金融市場では、世界景気の悪化などから株価が総じて下落したほか、対米国債スプレッド¹⁰は、リーマン・ブラザーズの破綻などを受けて投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどから拡大した。

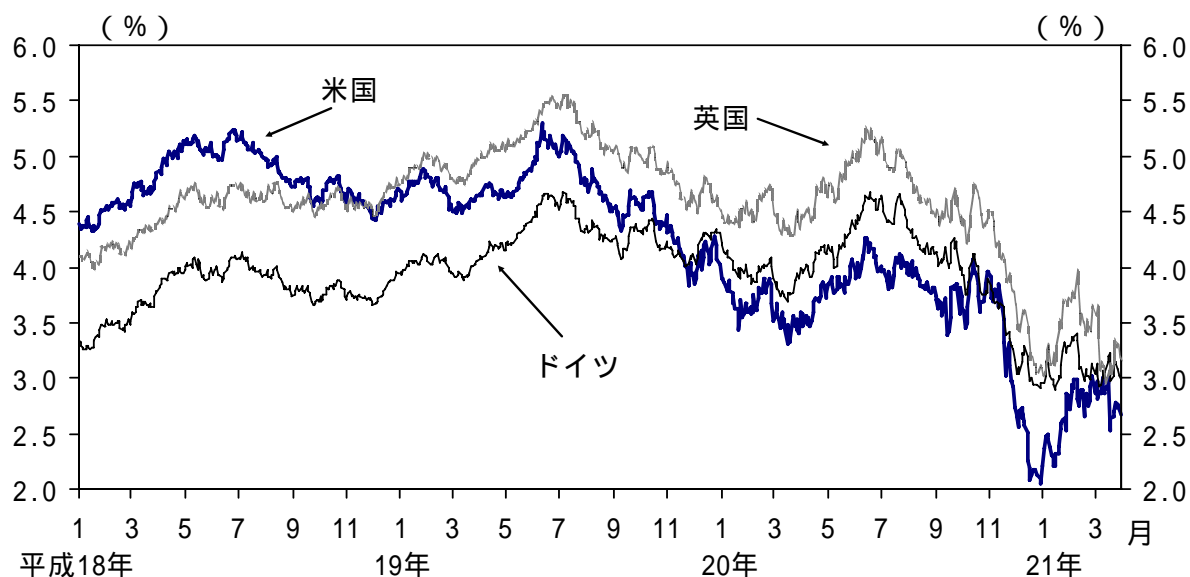
（図表 20）米欧の株価と長期金利

（ 1 ）米欧の株価



¹⁰ 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。

(2) 米欧の長期金利 (国債 10 年物)



(米国経済は大幅に悪化)

米国経済は、大幅に悪化した。住宅市場の大幅な調整が続いたほか、資金調達環境の厳しさや、景気の先行きに関する高い不確実性が、企業や家計の支出行動を慎重化させた。こうしたことから、設備投資が大幅な減少に転じ、個人消費は減少傾向を辿った。この間、生産は減少し、雇用者数も大幅な減少を続けた。対外バランス面をみると、財・サービス貿易収支の赤字は、一頃に比べ減少した。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格の下落や食料品価格の上昇一服を受け、3月には - 0 % 台半ばまで低下した。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低下し、年末以降 + 1 % 台後半となった。

株価をみると (図表20(1))、金融機関経営を巡る不安の強まり、総じて弱い経済指標を受けた景気悪化懸念、自動車業界への政府支援を巡る先行き不透明感などから11月中旬にかけて大幅に下落した。年明けから3月上旬にかけては、景気後退が長期化するとの見方や企業業績がさらに悪化するとの懸念などから一段と下落したが、その後、新政権による景気刺激策や金融システム安定化策への期待から幾分上昇した。

長期金利 (国債10年物利回り) の動きをみると (図表20(2))、株価下落や景気悪化懸念などから、年末にかけて大幅に低下した。年明け後は、景気刺激策や金

融システム安定化策の発表に伴い国債増発懸念が高まったことなどから幾分上昇した。

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月の緊急会合¹¹と定例会合において、それぞれ0.50%ずつ引き下げ、1.00%とした。さらに12月の定例会合では、誘導目標水準を0.00～0.25%の範囲としたうえで、当面の間、フェデラル・ファンド・レートを例外的に低い水準に維持する可能性が高い旨を表明した。また、この間、企業等の資金調達環境を改善するため、コマーシャル・ペーパー（CP）などの民間クレジット市場に対して直接資金を供給する措置を講じたほか、長期国債などの長めの債券の買入れも開始した（図表21）。このほか、経営内容が悪化した個別金融機関の支援策の一環として、流動性供給ファシリティの提供等を実施した。

（図表21）米国連邦準備制度による金融政策面での主な措置¹²

20年10月6日	入札型ターム物貸出制度の増額および準備預金への付利開始
10月7日	企業等からのCP買入れファシリティの創設
10月21日	マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド ¹³ からのCP等買入れファシリティの創設
11月25日	エージェンシー債およびエージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の買入れ 中小企業向けローン等の証券化商品を担保とするノンリコース貸出制度の導入（政府が信用補完を実施）
21年2月10日	上記ノンリコース貸出制度の規模を拡大し、担保範囲も商業用不動産担保ローン等の証券化商品にまで拡大する方針を発表
3月18日	長期国債の買入れ

（注）日付は各種施策の発表日。

¹¹ 10月8日に、米国連邦準備制度、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、スウェーデン中央銀行、スイス国民銀行は、政策金利の引き下げを発表した。日本銀行は、これらの措置に対して強い支持を表明した。

¹² この他、米ドル短期金融市場における流動性向上のため、10月13日に、イングランド銀行、欧州中央銀行、スイス国民銀行は、米ドル資金供給オペレーションに関し、「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」を導入することを発表した。日本銀行も、同日、同方式の導入に向けて検討を行うことを表明し、翌14日に導入を決定した。また、米国連邦準備制度は、10月28、29日に、ニュージーランド、ブラジル、メキシコ、韓国、シンガポールの各中央銀行とスワップ協定を締結した。この結果、米ドル資金供給オペレーションに関連して米国連邦準備制度とスワップ協定を締結した中央銀行は14先となった。

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。

なお、財政面からは、2月に、減税やインフラ投資等を盛り込んだ7,872億ドル（約72兆円）規模の景気刺激策の実施が決定された。

（欧州経済も大幅に悪化）

欧州経済情勢をみると、ユーロエリア経済は、大幅に悪化した。すなわち、域外経済の悪化を受け輸出が急減したほか、内需は、設備投資、個人消費、住宅投資とも減少した。この間、消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格の下落や食料品価格の上昇一服から低下し、3月には+0%台半ばとなった。金融政策面では、欧州中央銀行は、10月以降、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）を計2.75%引き下げ、1.50%としたほか、10月には、政策金利により、適格担保の範囲内で金額に制限を設けずに資金を供給するオペレーションを導入し、短期金融市場に積極的に流動性を供給した¹⁴。

英国経済も、住宅市場の大幅な調整や個人消費の減少などから、大幅に悪化した。この間、企業や家計の資金調達環境は厳しい状態が続いた。消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格の下落や付加価値税率の引き下げを主因に低下し、3月には+2%台後半となった。金融政策面では、イングランド銀行は、10月以降、政策金利を計4.50%引き下げ、0.50%とした。また、2月以降、企業金融環境の改善を目的として、CPや社債等の民間企業債務の買入れを開始した。さらに、3月には、長期国債の買入れを開始し、資産買入れによりマネーや信用の供与の拡大を目指す方針を発表した。

この間、ユーロエリアおよび英国の株価は（図表20(1)）、景気悪化懸念などから大幅に下落した。特に、年明け後は、金融機関経営を巡る懸念が一段と高まったこともあって、下落幅が拡大した。また、ユーロエリアおよび英国の長期金利（ドイツ国債・英国債10年物利回り）をみると（図表20(2)）、米国債金利に連れて年末にかけて低下したのち、年明け後は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移した。

（NIEs・ASEAN4経済は大幅に悪化、中国経済も大幅に減速）

NIEs・ASEAN4の経済は、大幅に悪化した。特に、NIEs経済の悪

¹⁴ この他、欧州中央銀行は、10月には、スイス国民銀行、ハンガリー中央銀行、デンマーク国民銀行との間で、11月には、ポーランド中央銀行との間でそれぞれ通貨スワップ協定を締結した。

化が目立った。輸出が急減する中で、設備投資が大幅に減少したほか、個人消費も減少した。物価面をみると、消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格の下落や食料品価格の上昇一服を受け、低下傾向を辿った。

中国経済も、大幅に減速した。内需は高い伸びを続けたものの、輸出が減少した。生産は、輸出の減少を受けた減産の動きなどから、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剥落やエネルギー価格の下落などから、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿り、2月以降、マイナスとなった。

金融政策面では、景気の悪化・減速を背景に、多くの国・地域で大幅な金融緩和が実施された。20年度下期中に、韓国銀行は計3.25%、台湾中央銀行は計2.25%、タイ銀行は計2.25%、インドネシア中央銀行は計1.50%、マレーシア中央銀行は計1.50%、フィリピン中央銀行は計1.25%、それぞれ政策金利を引き下げた。また、中国人民銀行も、預金準備率を計2.00%引き下げたほか、民間金融機関の預金・貸出に適用される基準金利をそれぞれ4度に亘って引き下げた。

また、多くの国・地域において、追加的な財政刺激策が発表された。特に中国では、低価格住宅の建設促進、公共インフラ投資拡大などを盛り込んだ総額4兆元（約57兆円）規模の大型景気刺激策が11月に発表された。

東アジア地域の金融市場をみると、NIEs・ASEAN4の株価は、世界景気の悪化などから大幅に下落した。こうした中、中国の株価は、11月初旬にかけて下落した後、大型景気刺激策の発表などを受けて上昇し、3月末には昨年9月末を上回る水準にまで回復した。この間、NIEs・ASEAN4の対米国債スプレッドは、リーマン・ブラザーズ破綻を契機とした投資家のリスク回避姿勢の強まりなどから10月に一旦急拡大し、その後、幾分縮小した。

2．金融面の動向

(1) 短期金融市場

平成20年度下期のわが国の短期金融市場は、全体として緊張感の強い状態が続いた(図表22)。もっとも、年明け後は、ターム物金利やコマーシャル・ペーパー(CP)の発行金利が低下するなど、幾分落ち着きを取り戻した。また、米欧市場に比べれば、総じて安定的に推移した。

まず、翌日物金利についてみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は¹⁵、下期中を通じて概ね日本銀行の誘導目標に沿って推移した。ただし、10月初にかけては、対外国金融機関を中心にカウンターパーティ・リスクへの警戒感が高まったことから、外国金融機関と本邦金融機関の調達レートが二極化する局面がみられた。また、ターム物金利については¹⁶、流動性に対する予備的需要の増加も加わって、年末にかけて、全般に上昇圧力が加わった。ユーロ円金利(TIBOR3か月物)には、長短クレジット市場の機能低下を背景に、企業が銀行借入れに対する依存度を高めた結果、邦銀の短期金融市場への資金放出余力が低下したことも、金利上昇圧力として作用した。また、国庫短期証券利回りは¹⁷、レポ市場の機能低下に伴うファンディング負担増のほか、期越え資金を確保するための換金売り等に伴う需給悪化懸念もあって、市場が予想する政策金利見通しに比べて高めの水準で推移した。

こうした緊張感の高まりに対して、日本銀行は、政策金利を引き下げるとともに、長期国債の買入れの増額を含む金融調節面での対応を相次いで打ち出したほか、多様なオペレーション手段を活用して適切な資金供給を実施し、金融市場の安定確保に努めた。また、企業金融の円滑化を支援するため、CP・社債の買入れを開始したほか、企業金融支援特別オペレーションの導入・強化等の措置も実施した。こうした施策の効果もあって、年明け以降、ユーロ円金利やCPの発行金利は低下した。このほか、米ドル短期金融市場における資金需要に対応するた

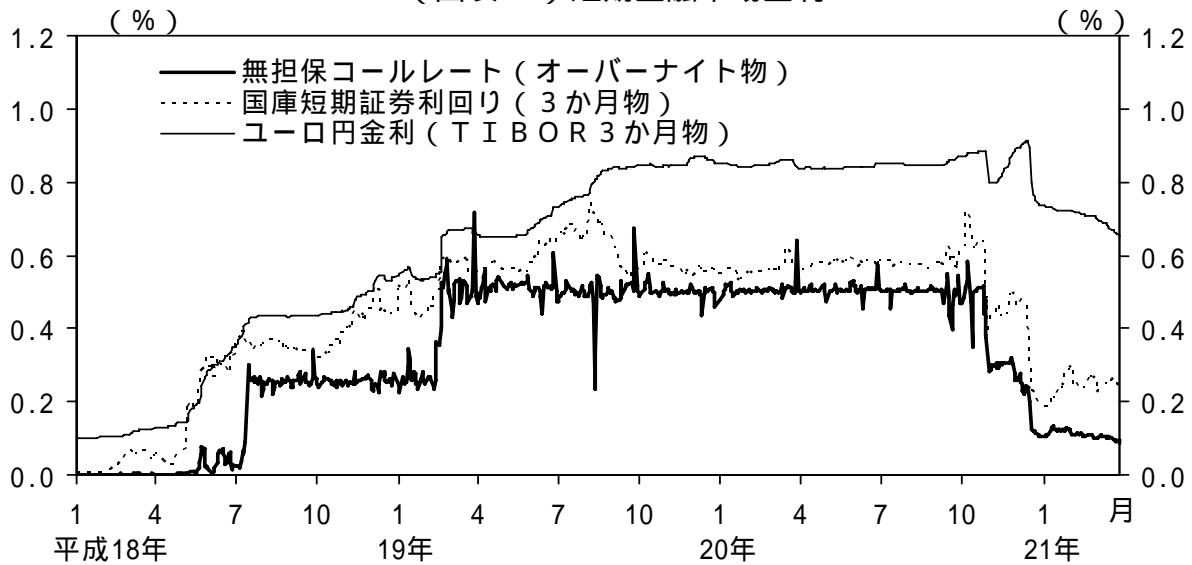
¹⁵ 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

¹⁶ 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。

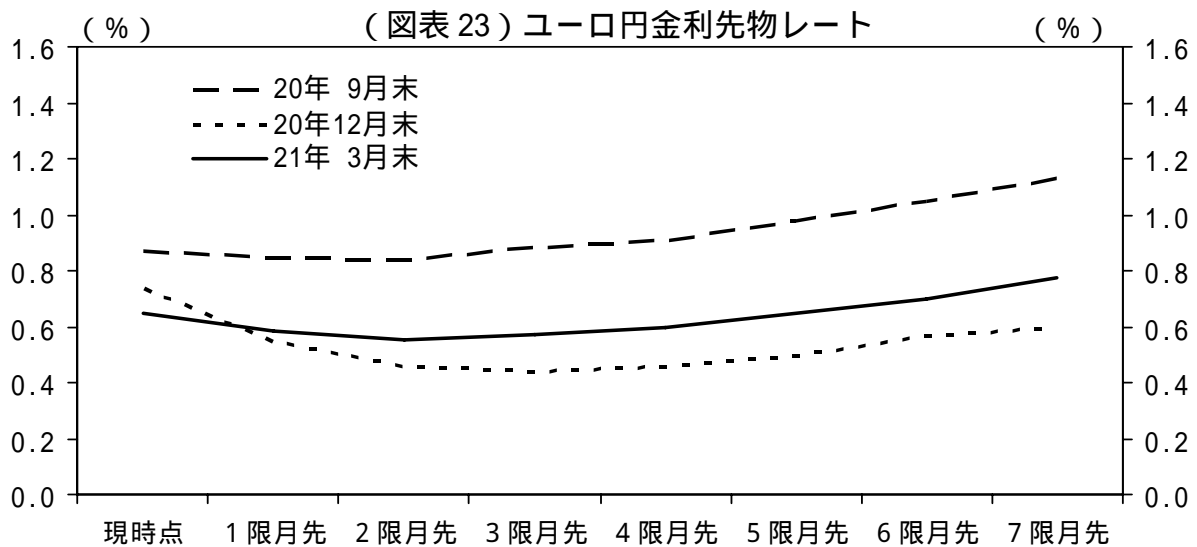
¹⁷ 政府短期証券と割引短期国債は、2月に国庫短期証券として統合された。ここでは、統合以前の期間についても、国庫短期証券という名称を用いる。

め、昨年9月に開始し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継続した。なお、本措置に関しては、中央銀行間の協調策(10月13日公表。参考)に基づき、10月14日、他の中央銀行と同様、「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」を導入することを決定した。

(図表 22) 短期金融市場金利



短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表 23) ユーロ円金利先物レートは、政策金利の引き下げの影響などから、年末にかけて全般に下方シフトした。



(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、21年3月末時点 (実線) における1限月先 (21年6月央) のユーロ円金利の市場予想値が0.58%、2限月先 (21年9月央) が0.55%、3限月先 (21年12月央) が0.57%であったことを表している。

(参考)

2008年10月13日

日本銀行

米ドル短期金融市場における流動性向上のための更なる対策

金融機関の流動性と資金調達の円滑化に広範に資する観点から、本日、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、スイス国民銀行は、米ドル短期金融市場の流動性向上のための更なる対策を、協調して公表することとした。

イングランド銀行、欧州中央銀行、スイス国民銀行は、固定レートで入札額全額を供給する米ドル資金供給オペレーション（7日物、28日物、84日物）を実施する予定である。各オペレーションが行われる前に、固定レートが提示され、そのレートで資金供給が行われる。これらの米ドル資金供給オペレーションに応札する金融機関は、当該中央銀行に差し入れている適格担保の範囲内で、希望する金額の米ドル資金を調達することができる。これに伴い必要となる米ドル資金需要に対して十分な対応を図るため、米国連邦準備制度とイングランド銀行、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間の米ドル・スワップ取極の金額は増額される予定である。日本銀行も、同様の措置の導入に向けて検討を行うこととした。

中央銀行は、引き続き協力し、短期金融市場に十分な流動性を供給するために万全の措置を講じていく方針である。

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。

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

(2) 債券市場

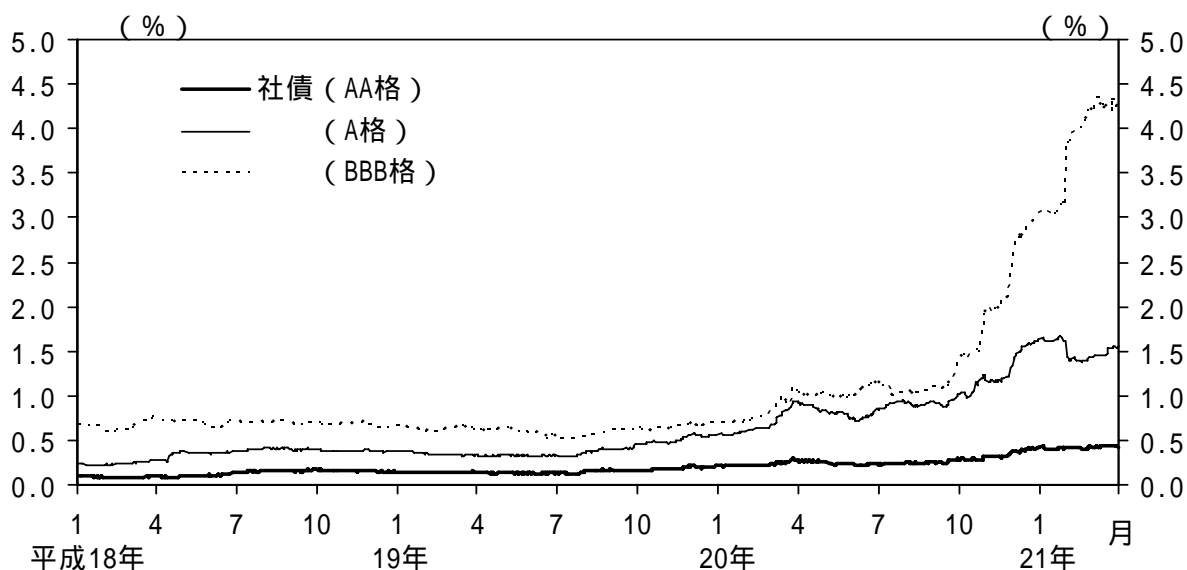
20年度下期の債券市場の動向をみると(図表24)上期まで金利上昇要因として寄与していた市場参加者のインフレ見通しが下方修正される中、世界的な景況感の悪化を反映して、長期国債(10年債)の流通利回りは年末にかけて低下基調を辿った。もっとも、わが国では、金利水準が既に低位にあり、金利低下余地が限られていたことなどから、金利の低下幅は米欧市場と比べると小幅にとどまった。年度末にかけては、1.3%前後で推移した。

(図表24) 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25)株価下落などを背景に投資家のリスク許容度が低下する中、発行体の財務内容が急速に悪化し、一部で公募社債のデフォルトが生じたことなどから、低格付銘柄や特定業種を中心に拡大傾向が続いた。

(図表 25) 社債と国債との流通利回り格差

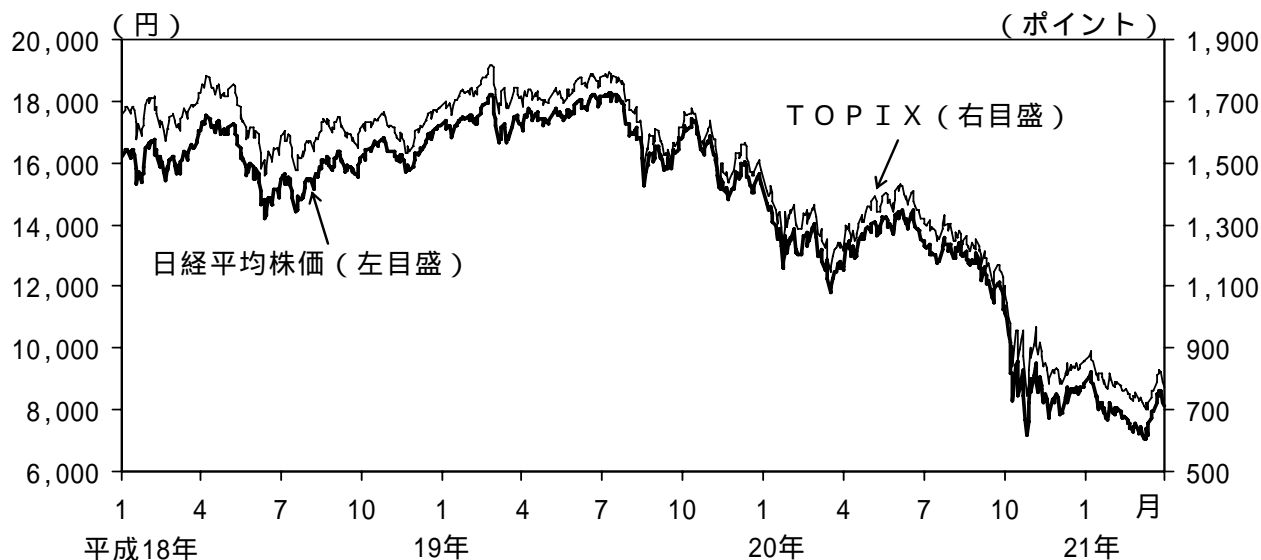


(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

(3) 株式市場

20年度下期の株式市場の動向をみると(図表26) 株価は、内外における急速な景況感の悪化や円高進行などを背景に、10月にかけて急落し、その後も、不安定な相場展開をたどった。日経平均株価は、実体経済や企業業績見通しの悪化が続く中、3月上旬にバブル後最安値を更新する7千円台前半まで下落したが、年度末にかけては8千円台まで反発した。

(図表 26) 株価



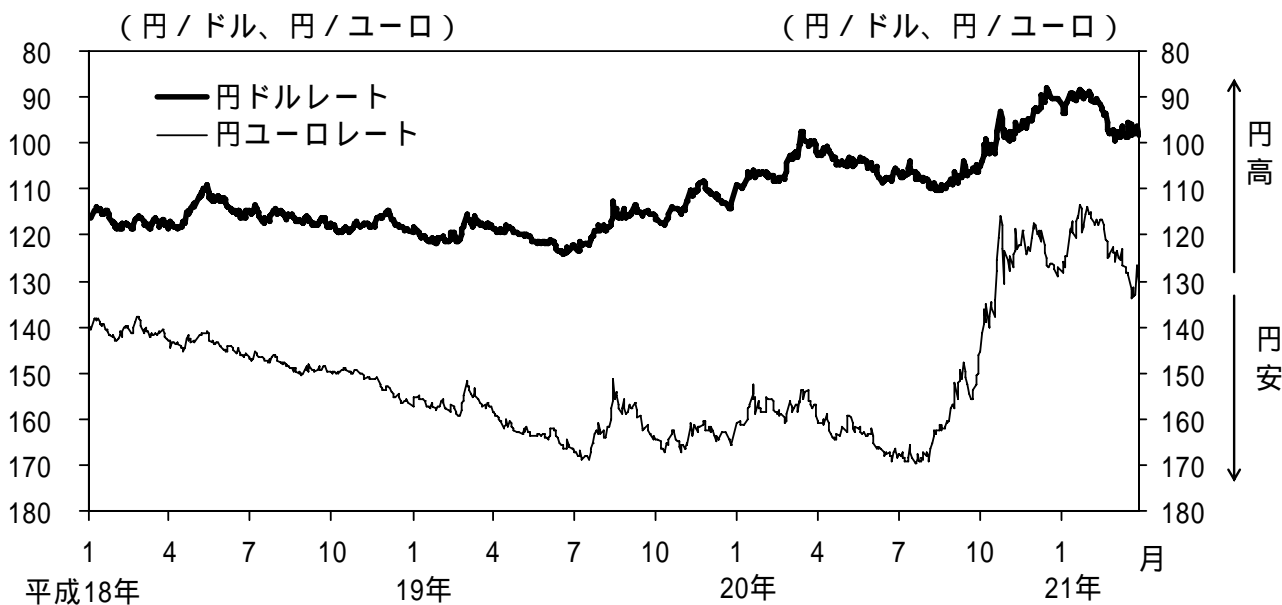
(4) 外国為替市場

20年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表27)、円の対ドル相場は、米国の景気悪化懸念が高まる中、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりや内外金利差の縮小などの影響も加わって、12月には87円台まで上昇した。しかし、年度末にかけては、わが国の景気の大規模な悪化や貿易赤字の拡大などを背景に、円安方向に転じ、95~99円台で推移した。

この間、円の対ユーロ相場も、1月下旬にかけて113円台まで上昇したが、その後、130円前後まで反落した。

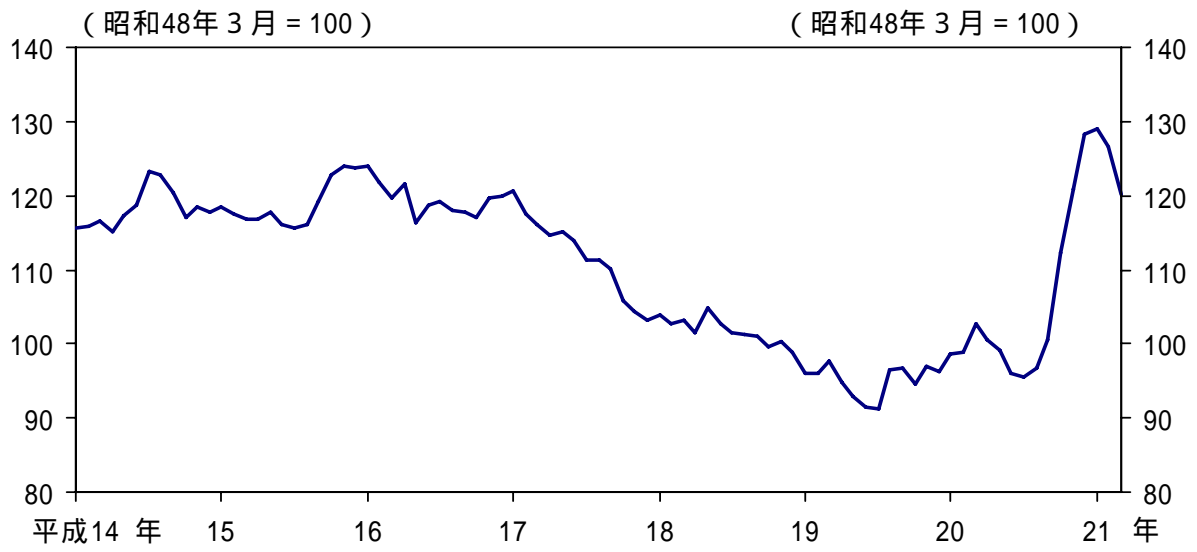
こうした円相場の動きを実質実効ベースでみると¹⁸、1月にかけて急速な円高が進んだ後、年度末にかけては幾分円安方向で推移した(図表28)。

(図表27) 円ドル、円ユーロレート



¹⁸ 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 28) 円の実質実効為替レート

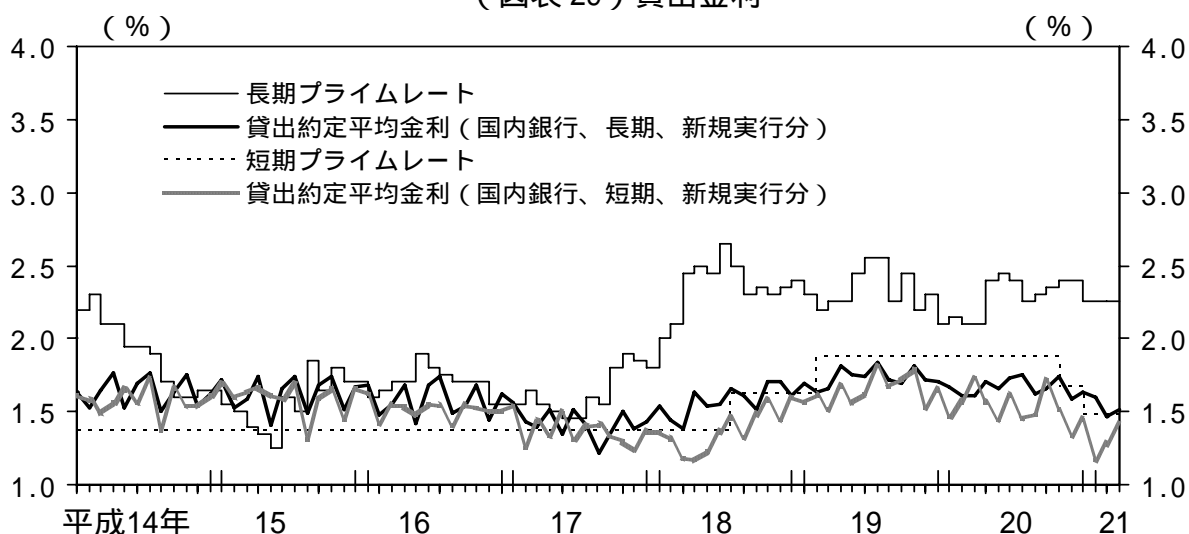


(5) 貸出金利、C P・社債発行金利

20年度下期の貸出金利の動きをみると(図表29)、短期プライムレート¹⁹は、政策金利の2度の引き下げを受けて、当期中は1.875%から1.475%に低下した。

国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、こうした短期プライムレートの引き下げもあって、前期と比べ低下した。また、銀行の預金金利も低下した。

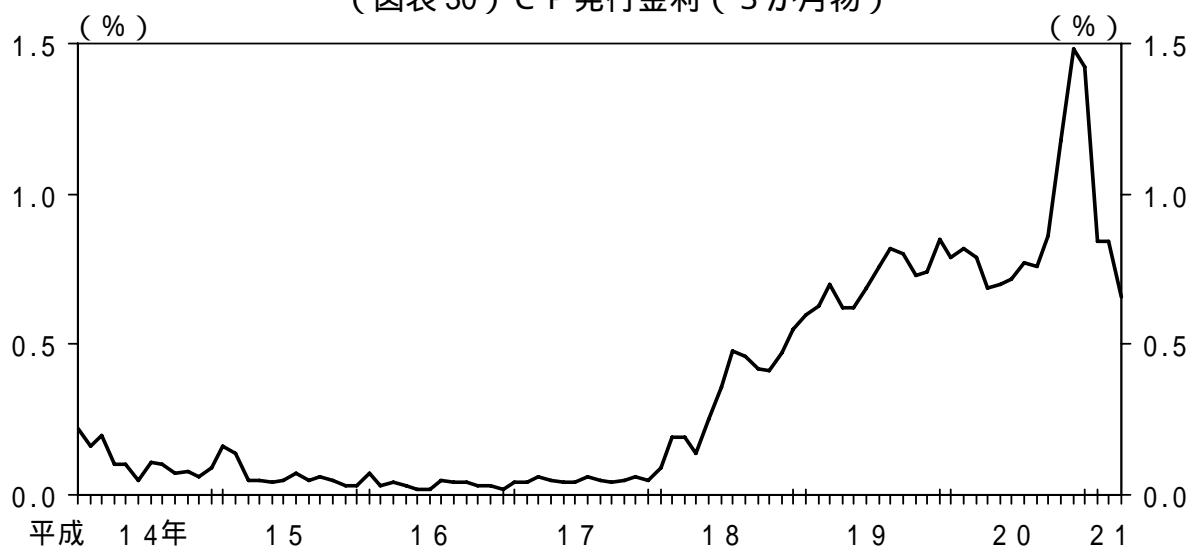
(図表29) 貸出金利



企業の短期の資金調達手段であるC Pの発行金利は(図表30)、国際金融資本市場における緊張の高まりの影響もあって、昨年秋から年末にかけて高騰したが、各種の政策対応を受けて1月に低下し、その後は横ばい圏内で推移した。短国利回りに対するC Pの発行スプレッドは、下位格付先では、年明け以降も昨年10~11月頃の水準で高止まりしたが、上位格付先の一部には発行スプレッドがマイナスとなる先もみられた。社債の発行金利は、信用スプレッドが拡大を続けたことから、上昇傾向を続けた。

¹⁹ 都市銀行6行(みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな)が短期プライムレートとして自主的に決定した金利のうち、最も多くの数の銀行が採用した金利。

(図表 30) C P 発行金利 (3 か月物)



(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 年度下期の企業の資金調達をみると、国際金融資本市場における緊張の高まりを背景に、金融機関や投資家の引受けスタンスが大幅に後退したことから、C P の発行残高は前年を大きく下回ったほか (図表 31)、社債の発行残高²⁰も対前年比減少幅を拡大させた。年末以降、C P ・社債の発行は幾分回復したが、下位格付先では、C P 発行残高が引き続き前年割れとなっているうえ、社債発行を見送る動きが続くなど、発行環境の厳しい状態が続いた。こうしたもとで、民間銀行の貸出残高 (特殊要因調整後²¹) の前年比伸び率は (図表 32)、C P ・社債発行からの振り替わりや、先行き不透明感の高まりから手許流動性を厚めにもつ動きが広がったことなどから、20 年度上期に比べて高い水準で推移した。

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。

²¹ 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。

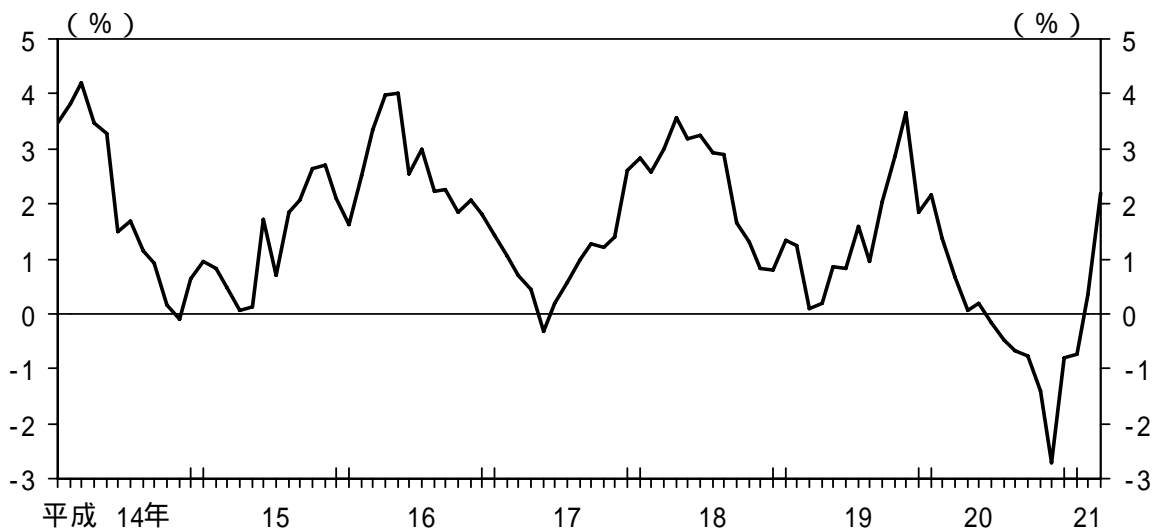
(図表 31) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (末残前年比)

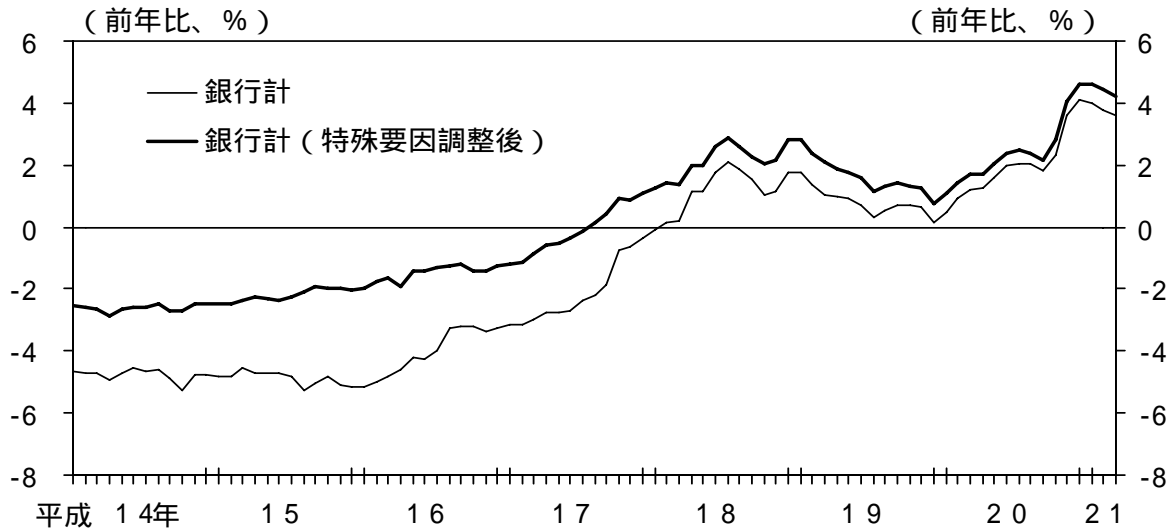


(注) 短期社債 (電子 C P) の残高 (銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C P は含む)。なお、20 年 3 月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

(2) 社債発行残高 (末残前年比)

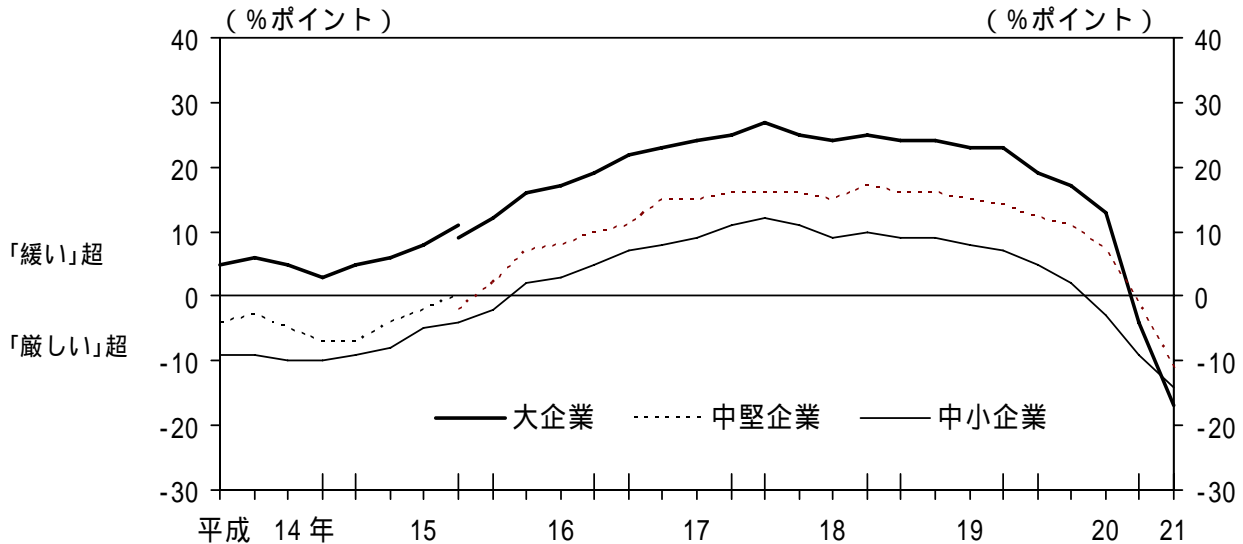


(図表 32) 民間銀行貸出



資金需要面をみると、手許流動性を積み増す動きに加え、キャッシュ・フローの減少を補填する必要から、民間企業の外部資金需要は増加した。一方、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 33)、中小企業で「厳しい」超幅が拡大したほか、大企業、中堅企業でも「厳しい」超に転じた。

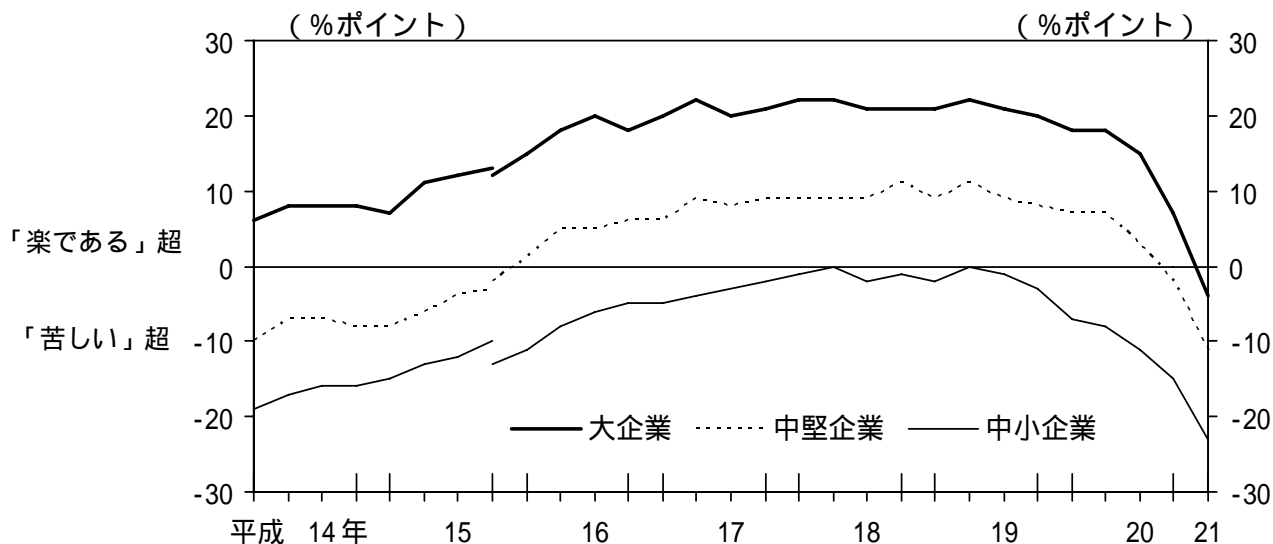
(図表 33) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



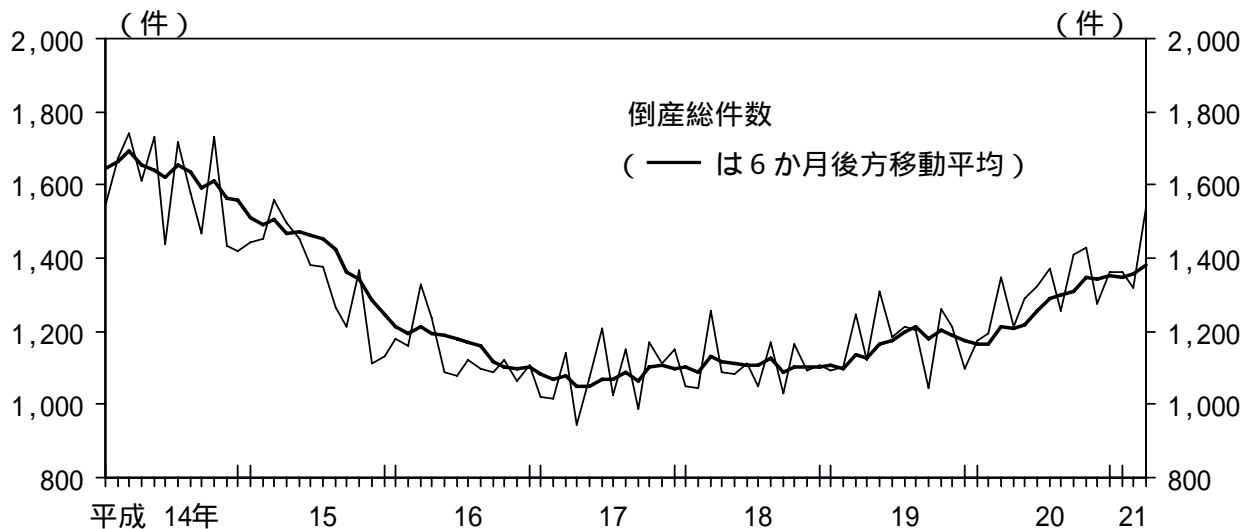
(注) 全産業ベース。短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている(図表 34 も同様)。

こうしたもとで、企業の資金繰り判断は（図表 34）、大企業でも「苦しい」超に転化するなど、大幅に悪化した。また、企業倒産件数は（図表 35）、前年水準を上回って推移した。

（図表 34）企業の資金繰り判断D.I.（短観）



（図表 35）企業倒産

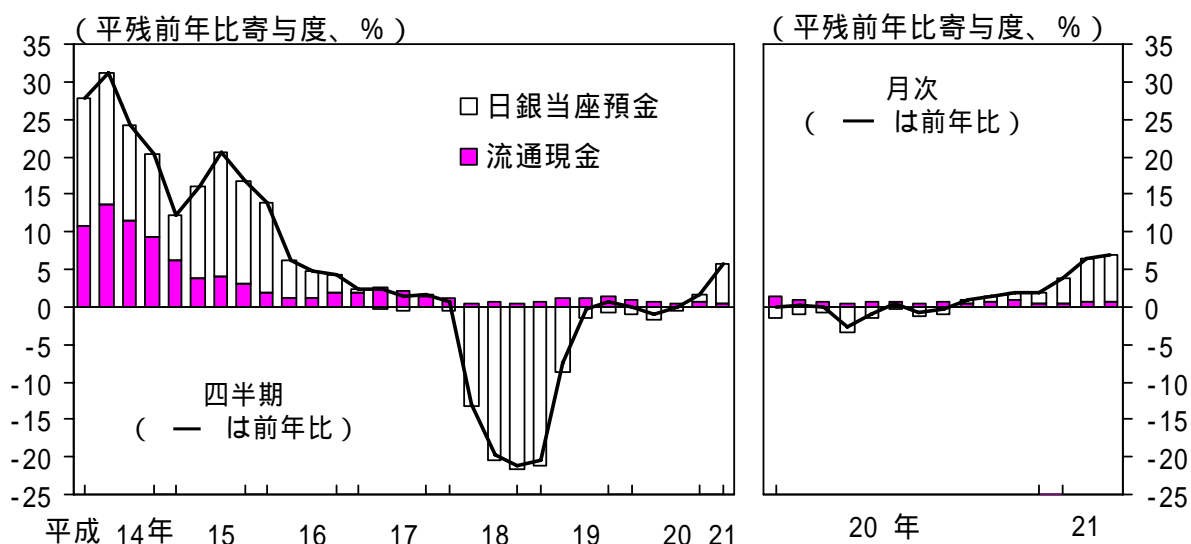


（ 7 ）量的金融指標

20年度下期のマネタリーベース（流通現金 + 日本銀行当座預金）は（図表 36）、前年比伸び率が上昇した。

内訳をみると、日銀当座預金の残高は、日本銀行による潤沢な資金供給を背景に、前年比伸び率が大きく上昇した。この間、銀行券発行残高は、前年比1%弱の増加を続けた。

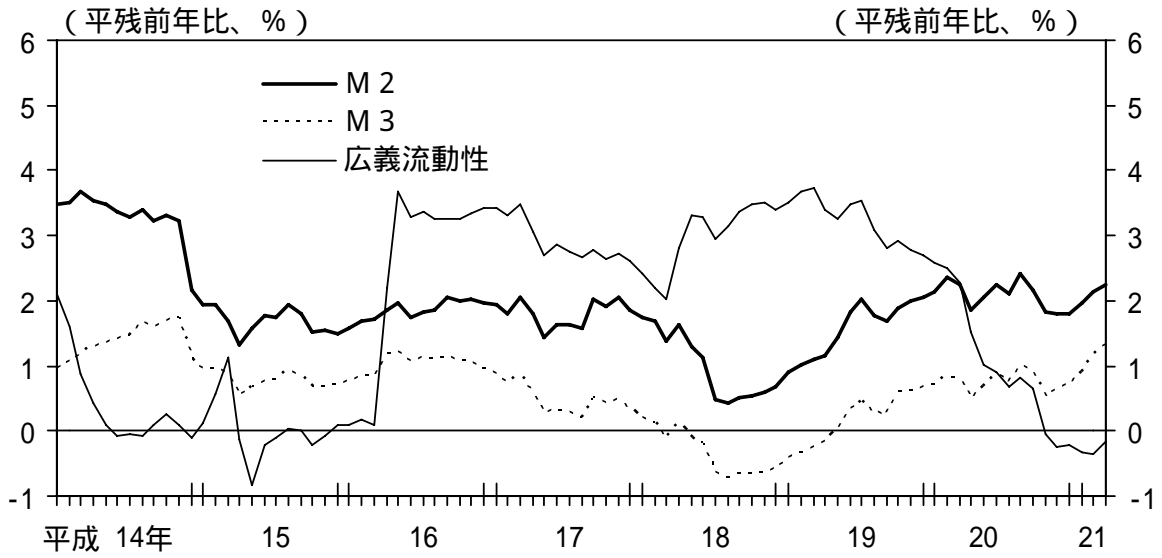
(図表 36) マネタリベース



マネーストック (M2) の動向をみると (図表 37)、前年比伸び率は2%程度の増加を続けた。

一方、M2よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性は、前年を下回って推移した。

(図表 37) 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 + 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 10 月から 21 年 3 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²²。

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）
	山口廣秀	（副総裁、10 月 31 日の会合から出席）
	西村清彦	（副総裁）
	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。

²² このうち、10 月 14 日および 12 月 2 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。

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 38）。

（図表38）金融市場調節方針

	金融市場調節方針	採決の状況	基準割引率・ 基準貸付利率	補完当座預金 制度の適用利率
20年10月7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%	
10月14日		全員一致		
10月31日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.3%前後で推移するよう促す。	賛成4 反対4 ²³	0.5%	0.1%
11月21日		全員一致		
12月2日		全員一致		
12月19日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。	賛成7 反対1	0.3%	
21年1月22日		全員一致		
2月19日		全員一致		
3月18日		全員一致		

（注）補完当座預金制度は、10月31日の会合で21年3月積み期までの時限措置として導入。その後、21年2月の会合で21年9月積み期まで延長することとした。

²³ 可否同数のため議長が決した。

また、20年度下期の金融政策運営に関するその他の決定事項等は、以下のとおりである（図表39）。

（図表39）金融政策運営に関するその他の決定事項等

20年10月7日	・適格担保の担保価格等の見直しの実施
10月14日	・国債現先オペの対象国債の追加 ・資産担保CP（ABCP）の適格要件の緩和 ・米ドル資金供給オペにおける固定金利・金額無制限方式の導入
10月31日	・補完当座預金制度の導入
12月2日	・社債および企業向け証書貸付債権の担保適格要件の緩和 ・「民間企業債務を活用した新たなオペレーション」（企業金融支援特別オペレーション）の導入
12月19日	・「企業金融支援特別オペレーション基本要領」の制定等 ・株式会社日本政策投資銀行のCP現先オペ等への参加を可能とする措置の実施 ・長期国債買入れの増額、買入対象国債の追加および残存期間別買入れ方式の導入 ・CP買入れの導入 ・米ドル資金供給オペの実施期限の延長
21年1月22日	・企業金融に係る金融商品の買入れについての基本的な考え方の整理 ・「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」の制定等 ・「国債売買基本要領」の一部改正 ・不動産投資法人債等の適格担保化およびCP現先オペ対象資産化 ・「国庫短期証券」の発行に伴う「短期国債売買基本要領」の一部改正等
2月19日	・社債買入れの導入および「社債買入基本要領」の制定等 ・企業金融支援特別オペの強化・延長 ・各種時限措置（米ドル資金供給オペ、資産担保CPの適格要件緩和、社債および企業向け証書貸付債権の担保適格要件緩和、補完当座預金制度およびCP買入れ）の実施期限の延長 ・政府保証付短期債券の適格担保化およびCP現先オペ対象資産化 ・国債補完供給の対象国債の追加
3月18日	・長期国債買入れの増額

以下では、20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 20 年 10 月 6、7 日の会合において、「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するも、こうした状態が続く可能性が高い」と判断した。その後、10 月 31 日と 11 月の会合では、輸出が減少に転じてきたことを受け、わが国の景気について「停滞色が強まっている」と判断し、当面、こうした状態が続く可能性が高いとした。更に、12 月 18、19 日の会合では、輸出の減少に加え、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で内需が弱まったことや、金融環境が全体として厳しい方向に急速に変化していることを背景に、「わが国の景気は悪化しており、当面、厳しさを増す可能性が高い」とした。更に、1 月の会合では、輸出および生産が大幅に減少していることを踏まえ、「わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い」との判断を示し、その後、3 月までの会合において、同様の判断を継続した（図表 40）。

20 年度下期中の消費者物価（除く生鮮食品）については、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、前年比 + 2 % 前後から次第にプラス幅を縮小し、3 月の会合時点における足もとの前年比はゼロ % まで低下した。また、先行きについて、1 月の会合では、こうした要因に需給バランス悪化の影響も加わることから、春頃にかけて物価上昇率はマイナスになっていくとの認識を示し、以後の会合でも、同様の判断を継続した。

(図表 40) 政策委員会の経済情勢についての判断

20年 9月17日	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。
10月 7日	わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い。
10月31日	わが国経済は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから、停滞色が強まっている。日本経済は、当面、停滞色の強い状態が続くものと見込まれる。
11月21日	わが国の景気は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の減少などから停滞色が強まっており、当面、こうした状態が続く可能性が高い。
12月19日	わが国の景気は悪化しており、当面、厳しさを増す可能性が高い。
21年 1月22日	わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い。
2月 19日	わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い。
3月 18日	わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い。

(金融政策運営)

金融政策運営の面では、10月6、7日の会合において、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」とする金融市場調節方針を決定した。その後、10月31日の会合では、前述のような金融経済情勢を踏まえ、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.3%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、政策金利を引き下げた。更に、12月18、19日の会合では、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、0.1%前後で推移するよう促す」とし、政策金利の一段の引き下げを決定し、以後の会合では、同方針を維持することとした。

このほか、政策委員会は、20年度下期中の会合において、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援のため、以下の措置に関する検討・決定を行った。

10月14日に臨時に開催した会合では、金融市場の安定確保のための金融調節面での対応策として、国債レポ市場における流動性改善のための措置（国債現先

オペの対象国債の追加等) 市場を通じた企業金融の円滑化のための措置(CP現先オペの積極的活用、ABC Pの適格要件の緩和) 年末越え資金の積極的な供給、米ドル資金供給オペの拡充、を実施することとし、そのために必要となる事項を決定した。

10月31日の会合では、金融市場の安定を確保する観点から、年末、年度末に向け、積極的な資金供給を一層円滑に行い得るよう、補完当座預金制度を導入することを決定した。

11月の会合では、企業金融の円滑化に資する観点から、当面、CP現先オペを一層活用していくこととした。また、民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について速やかに検討を行い、その結果を決定会合に報告するよう、議長より執行部に対し、指示がなされた。

12月2日に臨時に開催した会合では、上記指示に基づく執行部報告を踏まえ、社債および企業向け証書貸付債権の担保適格要件の緩和、民間企業債務を活用した新たなオペレーション(企業金融支援特別オペレーション)の導入、について決定した。

12月18、19日の会合では、政策金利の引き下げに併せ、極めて低い政策金利の効果が、金融市場や企業金融に十分浸透していくよう、金融調節手段に係る追加措置を行うことが必要との判断を行った。具体的には、長期国債の買入れに係る措置(長期国債買入れの増額<年2.4兆円の増額>、買入対象国債の追加、残存期間別買入れの実施) 企業金融の円滑化に向けた措置(「企業金融支援特別オペレーション基本要領」の制定、CP買入れを含めた企業金融面での追加措置の導入・検討、CP現先オペ等の対象先への日本政策投資銀行の追加)を実施することとし、そのために必要となる事項を決定した。なお、CPの買入れとともに、企業金融に係るその他の金融商品についても対応を検討することとし、それらの検討結果をできるだけ速やかに決定会合に報告するよう、議長より執行部に対し、指示がなされた。

1月の会合では、上記指示に基づく執行部報告を踏まえ、企業金融に係る金融商品の買入れを行うことについての基本的な考え方を整理し、CP買入れの具体

的な方法のほか、社債買入れに関する検討を行うことなどを決定した。また、不動産投資法人債等の適格担保化・CP現先オペ対象資産化について決定した。

2月の会合では、企業金融の支援と金融市場の安定を図る観点から、企業金融支援特別オペの強化・延長、社債の買入れ、前年秋以降導入した金融調節上の各種時限措置の延長、政府保証付短期債券の適格担保化・CP現先オペ対象資産化、国債補完供給の対象国債の追加、といった措置を講じることとした。

3月の会合では、金融市場の安定を確保するため、年度明け後も引き続き、積極的な資金供給を行っていくことが重要であるとの判断を行った。こうした観点から、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な金融調節を行っていくため、長期国債の買入れを年4.8兆円増額することとした。

(2)「経済・物価情勢の展望」の公表

10月31日の会合では、20年度から22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、22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、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから、停滞色が強まっている。20年度前半の経済は、7月の中間評価時点と比べると、海外経済の下振れや交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下を背景に、輸出、国内民間需要ともに下振れて推移したとみられる。

先行き20年度後半から22年度を展望すると、21年度半ば頃までは、停滞色が強い状態が続くと見込まれる。すなわち、既往の交易条件悪化の影響などから、国内民間需要は弱めに推移する可能性が高い。輸出についても、海外経済の減速や為替円高を背景に、弱めの動きとなるとみられる。その後、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、その時期は21年度半ば以降となる可能性が高い。

20年度、21年度の成長率は、年度平均でみると、それぞれ0%程度、0%台半ばで推移した後、22年度の成長率は潜在成長率並みになると考えられる²⁴。

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

■ 海外経済

海外経済は、当面、減速が続くとみられる。米国では、住宅価格の大幅な下落が続いており、金融機関の貸出姿勢も厳格化している。このため、政策金利は低水準であるにもかかわらず、金融環境はタイト化しており、民間需要に対して下押し圧力がかかっている。このように、米国では、金融・実体経済の負の相乗作用が生じており、当面、成長率は低い水準に止まると見込まれる。欧州経済も、既往のエネルギー・原材料価格高による域内民間需要の弱まりに加え、輸出環境の悪化や金融環境のタイト化の影響などから減速が続くほか、アジアにおける新興国でも輸出環境の悪化などから成長率はやや鈍化すると考えられる。

先行きは、米欧の金融危機やその影響が、どのように収束するかに大きく依存し、特に米国経済の動向が重要である。米国経済については、住宅市場における調整が進展し、金融システム面での対策の効果が現れるにつれて、次第に持続可能な成長経路に復していく姿が見込まれるが、その時期は見通し期間の後半になると想定している。これに伴い、海外経済全体の成長率の回復が明確化してくるのは、21年度半ば以降になると考えられる。

■ 企業部門

企業部門では、既往の原材料価格高に加え、海外経済減速や円高の影響などから、当面、厳しい収益環境が続くものと考えられる。設備投資は、グローバル需要の拡大が中長期的に持続するという期待が維持されれば、企業の設備過剰感が強くない状態が続き、省エネ・省資源化対応などの投資も見込まれることから、大きく落ち込む可能性は低いが、しばらくの間は弱めの動きが続く可能性が高い。先行きは、原材料価格高の影響が一巡し、海外経済が減速局面を脱するにつれて、収益環境が改善していくのに伴い、設備投資の

²⁴ 潜在成長率は、1%台半ばないし後半とみられる。

伸びも徐々に回復していくと見込まれる。

■ 家計部門

個人消費は、エネルギーや食料品の価格上昇や、雇用・所得環境の悪化により、当面、伸び悩む可能性が高い。先行き、エネルギーや食料品価格の上昇テンポが鈍化し、雇用・所得環境が改善するにつれて、次第に個人消費の伸びも回復していく姿が想定される。

■ 金融環境

現在の低い金利水準は、緩和的な金融環境を通じて民間需要を下支えするとみられる。すなわち、現在、実質短期金利は、潜在成長率と比較しても、引き続き低い水準で推移している。中長期金利は、市場参加者の景気見通しなどを反映して低下してきた。金融環境の評価に当たっては、信用スプレッドやアベイラビリティ（資金量の面での制約）の動向も重要である。わが国の金融資本市場は、欧米に比べると、市場流動性の面での問題は小さく、金融資本市場における信用スプレッドの水準も総じて低い。しかし、短期金融市場では神経質な展開が続いているほか、株価が大幅に下落するなど、国際的な金融面での動揺の影響が、わが国の金融資本市場にも波及してきている。金融機関の融資姿勢やCP・社債市場における投資家の投資姿勢など、企業の資金調達環境の面でも、企業収益の減少や金融機関の信用コストの増加を反映して、見通し期間の半ば頃までは、厳しさが増していく可能性が高い。

以上の経済の見通しのもとで、物価を巡る環境についてみると、まず、労働や設備といった資源の稼働状況については、現在、過去の平均ないしそれを若干下回る水準にある。先行きは、当面、成長率が潜在成長率を下回るため、需給バランスは緩和の方向で推移するとみられる。その後、景気が停滞局面を脱するにつれて、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定される。この間、ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、弱めの動きが続く可能性が高い。購入頻度の高い品目の価格が上昇していることなどから、民間経済主体の短期的なインフレ予想は、足もとでは、高めの水準となっていると考えられる。もっとも、長期金利の動向等からみて、中期的なインフレ予想は落ち着きを維持しているとみられ、輸入物価上

昇の転嫁分を超えるような物価上昇という二次的効果は生じていない。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、原油などの商品市況や為替相場にも大きく左右されるが、国際商品市況が再び騰勢を強めない限り、落ち着いた動きとなっていく可能性が高い。消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、中期的なインフレ予想が安定的に推移するとみられる中、需給ギャップや賃金が弱めの動きを続けるほか、エネルギーや食料品価格の落ち着きを反映して、徐々に低下していくと考えられる。その結果、年度平均で見ると、20年度は1%台半ば、21年度は0%前後、22年度は0%台前半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、米欧の金融危機の帰趨とその影響、新興国・資源国の動向、エネルギー・原材料価格の動向、企業の成長期待の動向、金融環境の動向が指摘された。また、物価については、経済活動水準の変動についてこうした上振れ・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、輸入物価の動向、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)を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、これに基づいて先行きの金融政策運営の考え方を以下のように整理した²⁵。

第1の柱、すなわち先行き22年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は、21年度半ば以降、潜在成長率に向かって成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、当面は、停滞色が強い状態が続くと見込まれる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、当面は、2%台半ばの水準から徐々に低下し、21年度に0%前後となった後、22年度には0%台前半になるとみられる。このように、わが国経済は、やや長い目で見れば、物価

²⁵ 20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、1%程度となっている。

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判断される。ただし、こうした見通しは、世界経済の見通しに大きく依存する。世界経済や国際金融資本市場の状況を踏まえると、世界経済全体の調整が進捗し、日本経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられるほか、見通しに関する不確実性が高まっている点には十分留意する必要がある。

次に、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を点検する。前述の通り、国際金融資本市場・米欧金融システムや海外経済を巡る不確実性など、景気の下振れリスクが高まっていることに注意する必要がある。また、金融機関の貸出態度が厳しさを増す場合には、わが国においても、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性があることについては留意する必要がある。物価面では、エネルギー・原材料価格の更なる上昇や、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には注意する必要がある。ただし、物価の上振れリスクは、以前と比べると小さくなっていると考えられる。一方、景気の下振れリスクが顕現化した場合や国際商品市況が更に下落した場合には、物価上昇率が想定以上に低下する可能性もある。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目で見れば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく姿が想定されるものの、こうした見通しに対する不確実性は高まっており、実体経済の下振れリスクも大きくなっている。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、適切に金融政策を運営していく方針である。特に、当面は、米欧金融システムや国際金融資本市場の動向とその影響を中心に、経済の下振れリスクに注意を払う必要がある。金融資本市場の緊張が高まる局面において、中央銀行としてなし得る重要な貢献は、流動性供給を通じた金融市場の安定維持である。低金利による金融緩和効果を最大限に発揮するためにも、金融市場の安定は重要な条件となる。日本銀行は、今後とも、各国中央銀行と緊密な連絡をとりつつ、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、金融市場の安定確保に万全を期していく。

「展望レポート」に参考計表として掲載される、20～22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。

政策委員の大勢見通し（20年10月時点）²⁶

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	+0.1～+0.2 < +0.1 >	+4.3～+4.8 < +4.6 >	+1.5～+1.6 < +1.6 >
21年度	+0.3～+0.7 < +0.6 >	-1.4～-0.4 < -0.8 >	-0.2～+0.2 < 0.0 >
22年度	+1.5～+1.9 < +1.7 >	-0.3～+0.5 < +0.3 >	+0.1～+0.5 < +0.3 >

(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。

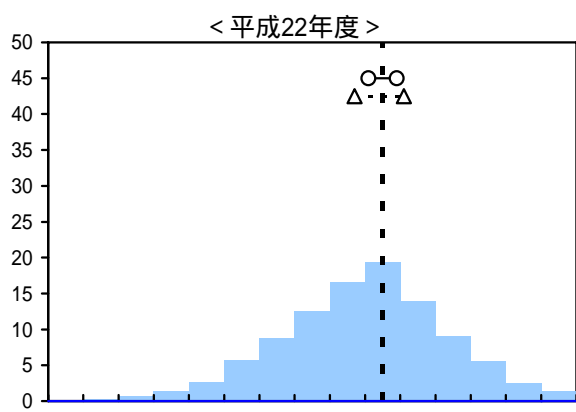
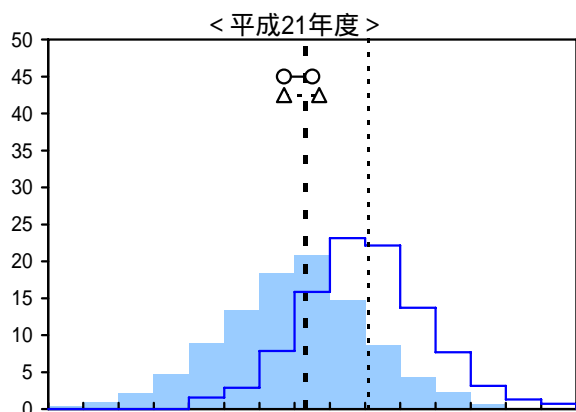
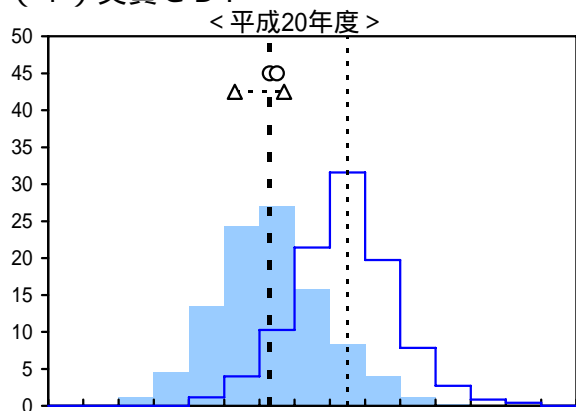
²⁶ 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

対前年度比、%。

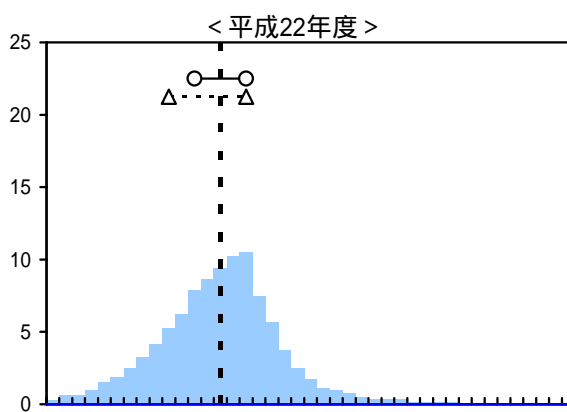
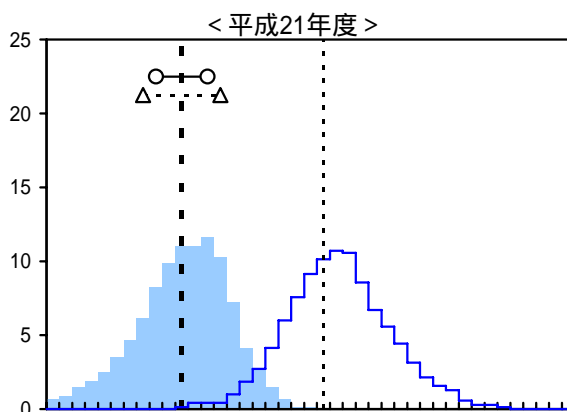
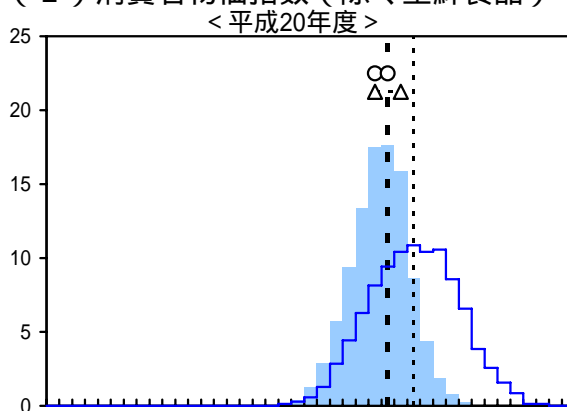
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
20年度	-0.4～+0.3	+4.0～+4.8	+1.5～+1.7
21年度	+0.3～+0.8	-1.5～-0.2	-0.3～+0.3
22年度	+1.3～+2.0	-0.3～+0.6	-0.1～+0.5

リスク・バランス・チャート（20年10月時点）

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



-2.5未満
-2.5~-2.1
-2.0~-1.6
-1.5~-1.1
-1.0~-0.6
-0.5~-0.1
0.0~0.4
0.5~0.9
1.0~1.4
1.5~1.9
2.0~2.4
2.5~2.9
3.0~3.4
3.5~3.9
4.0以上

-1.0以下
-0.8
-0.6
-0.4
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2
1.4
1.6
1.8
2.0
2.2
2.4
2.6
2.8
3.0以上

- (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7月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、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) 縦の細点線は、7月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、平成20年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

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4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 10 月 6、7 日の会合

(国際金融資本市場における緊張の高まりと海外経済の減速)

国際金融資本市場の現状について、委員は、米欧の金融機関の破綻などを背景に緊張が高まっているとの見方で一致した。多くの委員は、世界的にドル市場では、極端に流動性が乏しくなっており、市場機能は著しく低下していると述べた。

また、委員は、海外経済は減速しているとの認識を共有するとともに、国際金融資本市場の緊張が高まる中で、米欧では金融面から実体経済への下押し圧力が強まっており、景気の下振れリスクが高まっているとの見解を共有した。

(わが国の景気は停滞している)

わが国の経済情勢について、委員は、景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとの、こうした状態が続く可能性が高い、先行きについては、やや長い目でみれば、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、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の姿が想定されるものの、こうした見通しを巡る不確実性は増大している、との見方で一致した。

(消費者物価の前年比上昇率は + 2 % 台半ば)

消費者物価 (除く生鮮食品) について、委員は、エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に前年比 + 2 % 台半ばとなっており、先行きは、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認識を共有した。

(金融環境は総じて緩和的ながら、一部の先で資金繰りが悪化)

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和的な状態が続いているが、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化している先がみられるとの認識を共有した。複数の委員は、日本のクレジット市場は、米欧に比べ落ち着いているものの、信用スプレッドの拡大や起債の延期など、国際金融市場の緊張の高まりが国内にも影響を及ぼしていると述べた。また、何人かの委員は、建設・不動産業や中小企業に対する金融機関の貸出態度が慎重化しており、注意してみていく必要があるとの認識を示した。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%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。

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、それらに応じて機動的に金融政策運営を行う、という考え方を維持することが適当であるとの認識で一致した。その上で、国際金融市場の動向を注視しつつ、引き続き、金融市場の安定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。ある委員は、潤沢な流動性供給という観点から、金融調節手段の拡充に向けて検討する必要があるとの見方を示した。

ロ. 10月14日の会合

10月14日の会合は、国際金融資本市場の緊張が一段と高まりをみせていること、G7においてアクションプランが採択され、各国が相次いで公的資金注入などの対応を打ち出していること、こうした中、前日の中央銀行の共同声明において、米欧の4中央銀行が、固定金利を提示して、担保の範囲内で金融機関の希望額全額に応じる米ドル資金供給オペを導入し、日本銀行も同様の措置の導入を検討することを発表したこと、を受けて、金融調節面での改善措置を検討するために臨時に開催された。

(金融市場の安定確保のための金融調節面での対応策)

委員は、まず、最近の金融市場の動向について検討を行い、国債レポ市場やC P市場における流動性、年末越えの資金調達、米ドル短期金融市場における流動性に、それぞれ問題が生じている状況を確認し、中央銀行として、これらの問題に適切に対応することが必要との見解で一致した。その上で、国債現先オペの対象拡大、資産担保C Pの担保適格要件および現先オペ適格要件の緩和、固定金利を提示して、担保の範囲内で供給総額に制限を設けない方式の米ドル資金供給オペの導入、の各々についての執行部提案に関し、その効果と留意点を検討した結果、こうした金融調節面での対応策を講じることが適当との見解で一致した。

八 . 10月31日の会合

(金融・実体経済の両面で海外経済は厳しさを増している)

海外経済について、委員は、米欧の金融危機に端を発する調整が、金融・実体経済の両面で、ここにきて一層厳しさを増しているとの認識を共有した。

国際金融資本市場について、委員は、短期金融市場には一部改善傾向がみられるが、全体としてなおストレスの強い状況が続いているとの見方で一致した。また、何人かの委員は、先進国の金融市場における混乱が新興国など世界中に波及していると指摘した。

(わが国の景気は停滞色が強まっている)

わが国の経済情勢について、委員は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから、停滞色が強まっているとの見方で一致した。

また、先行き見通しについて、委員は、21年度半ば頃まで停滞色が強い状態が続くと見込まれる、その後、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、成長率が徐々に高まっていく姿が想定される

が、その時期は21年度半ば以降となる可能性が高い、との見方を共有した。

(消費者物価の上昇率は徐々に低下していく見通し)

消費者物価(除く生鮮食品)について、委員は、なお高めの前年比上昇率が続いているものの、先行きは、エネルギーや食料品の価格の落ち着きを反映して、上昇率が徐々に低下していくとの認識を共有した。

(国際的な金融面での動揺がわが国金融資本市場に波及)

わが国の金融環境について、委員は、わが国の金融資本市場は、米欧に比べると、市場流動性の面での問題は小さく、金融資本市場における信用スプレッドの水準も総じて低い、しかし、短期金融市場では神経質な展開が続いているほか、株価が大幅に下落するなど、国際的な金融面での動揺の影響がここにきてわが国の金融資本市場にも波及してきている、との認識を共有した。複数の委員は、CPの発行スプレッドが大きく拡大し、社債市場では起債の中止や先送りの動きが続くなど、国際金融市場の動揺を受けて投資家のリスク回避姿勢が目立ってきており、今後の動向を注視する必要があると指摘した。

(金融市場調節方針の変更)

次回会合までの金融市場調節方針について、ある委員は、現在の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)の誘導目標を引き下げることが適当であるとの見方を示した。これらの委員は、わが国経済は、当面、停滞色の強い状態が続くと見込まれること、先行きのリスクをみると、景気の下振れリスクが高まっていること、を指摘し、政策金利を引き下げて緩和的な金融環境の確保を図ることが適当であると述べた。

政策金利の引き下げ幅について、委員は、引き下げ後の金利水準とスプレッドの両面において、短期金融市場の機能維持に十分配慮する必要がある、補完貸付と補完当座預金制度の適用金利も含めて総合的に検討することが適当である、との認識を共有した。何人かの委員は、これまで政策変更を0.25%刻みで実施す

ることが多かった点が市場等で強く意識されていることなどから、0.25%の政策金利の引き下げが適当であるとの認識を示した。これに対し、何人かの委員は、0.2%の引き下げとし、市場機能に配慮しているという姿勢を明確に示すことが適当であるとの認識を示した。

こうした議論を踏まえ、3名の委員から、次回会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す」との議案が提出された。また、議長から、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.3%前後で推移するよう促す」との議案が提出された。まず、3名の委員による議案が採決に付され、採決の結果、反対多数で否決された。その後、議長案が採決に付され、採決の結果、賛成4反対4と可否同数となったため、日本銀行法第18条第2項の規定に基づき、議長が可決と決した。

(補完当座預金制度の導入)

委員は、金融市場の安定を確保する観点から、年末、年度末に向けて積極的な資金供給を一層円滑に行うため、補完当座預金制度を導入することが適当であるとの認識を共有した。

その上で、補完貸付の適用金利(基準貸付利率)と補完当座預金制度の適用利率については、政策金利とのスプレッドはどの程度が適切かという観点から議論が行われた。多くの委員は、スプレッドが広い場合には金利のコントロールが難しくなる一方、狭い場合には金融機関が資金を市場に放出せず市場取引が不活発になるなど市場機能が阻害される、という点を踏まえて検討することが大切であるとの認識を示した。この点について、何人かの委員は、スプレッドを上下0.2%とすることが適当であるとの見解を示した。議長からは、委員の見解を取りまとめるかたちで、補完貸付の適用金利を0.5%とし、補完当座預金制度の適用利率と政策金利のスプレッドを0.2%とする議案が提出され、採決の結果、全員一致で議決された。

二．11月の会合

（国際金融資本市場の緊張持続と海外経済への下押し圧力の強まり）

国際金融資本市場の現状について、委員は、各国政府・中央銀行の対策を受けて、短期金融市場では、幾分改善がみられるが、全体として引き続きストレスの強い状態が続いているとの見方で一致した。

海外経済について、委員は、国際金融資本市場の緊張が引き続き高い中で、米欧では金融面から実体経済への下押し圧力が強まっており、景気の下振れリスクは高いとの見解を共有した。先行きについても、委員は、金融と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、引き続き不確実性が高いとの認識を共有した。

（わが国の景気は停滞色が強まっている）

わが国の経済情勢について、委員は、景気は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の減少などから、停滞色が強まっており、当面、こうした状態が続く可能性が高い、先行きについては、やや長い目でみれば、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判断される、ただし、こうした見通しに関する不確実性は高く、世界経済の減速や国際金融資本市場の動揺を踏まえると、回復への条件が整うには、相応の時間を要する、との見方で一致した。

（消費者物価の上昇率は低下していく見通し）

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に前年比＋2%台半ばとなっているが、先行きは、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、前年比上昇率が低下していくとの認識を共有した。

(金融面では緩和度合いが低下)

わが国の金融環境について、委員は、中小・零細企業で資金繰りが悪化しているほか、大企業においても市場での資金調達環境が悪化している先が増えるなど、全体として緩和度合いが低下しているとの認識で一致した。委員は、国際金融資本市場の混乱や世界経済の減速の影響が、様々なルートを通じて、国内の金融環境にも大きく影響してきており、わが国においても、金融と実体経済の負の連鎖を意識する必要がある局面に差し掛かりつつあるとの認識を共有した。

委員は、CP・社債市場において、信用スプレッドが拡大しているほか、起債見送りの動きが広がるなど、市場での資金調達環境は悪化しているとの認識で一致した。もっとも、何人かの委員は、マクロで見ると、CP・社債による調達額の減少は、銀行貸出でカバーされており、個別企業ごとのばらつきはあるものの、11年のような大規模な信用収縮が起こってはいないと述べた。

多くの委員は、中小・零細企業では、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えており、中小企業向けの貸出残高は前年比減少幅を拡大していると述べたほか、何人かの委員は、株価の下落や倒産の増加によって一部の金融機関は資本制約を意識せざるを得ない状況になってきており、リスク・テイク姿勢の変化に十分注意する必要があると述べた。

これらの議論を経て、委員は、わが国の金融環境は、依然として米欧ほどは厳しくはないが、このところ緩和度合いは低下しており、実体経済面への影響が懸念される状況になりつつあるとの見解で一致した。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.3%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。多くの委員は、現時点では、前回決定会合で行った政策金利の引き下げや新たに導入した補完当座預金制度の効果を見極める段階にあると述べた。

(企業金融円滑化のための措置)

委員は、国際金融資本市場の混乱やわが国経済の停滞色の強まりを背景に、国内の金融環境は、緩和度合いが低下しており、資金需要が高まる年末、年度末に向けて企業金融円滑化のために、具体的な対応策をとる必要があるとの見解で一致した。その上で、委員は、C P 市場の流動性改善のため、当面、C P 現先オペを一層活用していくとの認識を共有した。また、委員は、これ以外に、企業金融円滑化に資するという観点から、民間企業債務の適格担保としての取扱いや、民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について、具体的な施策を検討する必要があるとの認識で一致し、これらの施策について、速やかに検討し、その結果を金融政策決定会合に報告するよう、議長より執行部に対し指示がなされた。

ホ . 12 月 2 日の会合

12 月 2 日の会合は、11 月の会合において議長より執行部に検討の指示がなされた、民間企業債務の適格担保としての取扱いや、民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について、執行部から検討結果の報告を受けるために、臨時に開催された。

(企業金融円滑化のための金融調節面での対応)

委員は、まず、最近の金融市場の動向について検討を行った。委員は、わが国の金融市場は、これまでの日本銀行による金融調節面での対応の効果もあって、欧米に比べれば相対的に安定を維持しているが、国際金融市場における緊張の高まりの影響が及んでおり、金融緩和の度合いは低下している、との見解で一致した。

その上で、年末・年度末に向けた企業金融の円滑化に資する観点から、21 年 4 月までの時限措置として、社債と企業向け証書貸付債権の適格要件のうち、格付に係る要件を「A 格相当以上」から「B B B 格相当以上」に緩和すること、21 年 1 月中の実施に向けて、「共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で、金額に制限を設けずに、無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利で、年度末越え資金を供給するオペレーション」を導入することが適

当であるとの見解で一致した。

へ．12月18、19日の会合

（海外経済の減速が明確化）

海外の金融経済情勢について、委員は、米欧の金融危機が新興国にも波及する中で、世界的に金融と実体経済の負の相乗作用が生じており、海外経済の減速が明確化しているとの認識を共有した。先行きについても、金融と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、引き続き不確実性が高いとの認識を共有した。

（わが国の景気は悪化している）

わが国の経済情勢について、委員は、海外経済の減速による輸出の減少や内需の弱まり、金融環境の急速な悪化方向への変化などから、わが国の景気は悪化しており、当面厳しさを増す可能性が高い、との認識を共有した。わが国の経済情勢が、このところ急速に変化している背景について、多くの委員は、輸出の減少を起点に、生産・所得・支出の減少がみられていること、金融と実体経済の負の相乗作用が生じ始めていること、企業の業況感や消費者マインドの急速な悪化が実体経済の下押しに作用していること、を指摘した。

先行きについて、多くの委員は、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく、との見通しに関する不確実性は高まっており、世界経済の減速や国際金融資本市場の動揺を踏まえると、わが国経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられる、との認識を示した。何人かの委員は、わが国経済は、21年度まで2年連続してマイナス成長になる可能性が高いと述べた。また、複数の委員は、わが国でも金融と実体経済の負の相乗作用が強まるリスクを注視する必要があると述べた。

(消費者物価の上昇率は更に低下していく見通し)

委員は、消費者物価(除く生鮮食品)は石油製品価格の下落を主因にプラス幅が縮小し始めており、先行きは、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、更に低下していくとの認識を共有した。多くの委員は、エネルギー・原材料価格が下落しているほか、GDPギャップの拡大が予想されることから、来年度は消費者物価の前年比がマイナスになる蓋然性が高いと述べた。

(金融環境は厳しい方向に急速に変化)

わが国の金融環境について、委員は、全体として、厳しい方向に急速に変化しているとの見方で一致した。複数の委員は、信用スプレッドの上昇によって、CP・社債の発行金利が上昇しているほか、銀行の貸出金利も幾分上昇している可能性があり、このところ、企業の資金調達コストは強含んでいると述べた。

企業の資金調達環境について、何人かの委員は、CP・社債の発行減少が続いているほか、企業からみた金融機関の貸出態度は、12月短観で、大企業まで「厳しい」超となるなど、アベイラビリティの面で厳しさを増しているとの認識を示した。また、複数の委員は、CP・社債の発行環境が悪化する中で、金融機関は大企業向け与信を増加させており、金融機関の資本制約のもとで中小企業金融を巡る環境が悪化していると述べた。こうした議論を経て、委員は、企業の資金調達環境は一段と厳しさを増しており、低金利の効果が、实体经济に浸透しにくくなっているとの認識を共有した。

(金融市場調節方針の変更)

次回会合までの金融調節方針について、ある委員は、現在の政策金利の水準は既に極めて緩和的であり、0.1%への利下げは、景気刺激策としての効果が限定的である一方、市場機能が大きく損なわれるリスクが高いことから、現在の水準を維持すべきとの意見を表明した。

これに対し、多くの委員は、現在は景気情勢が急速に悪化している緊急事態であり、可能な対応は早急に実施する必要があるとし、0.1%への利下げを主張した。

なお、何人かの委員は、企業金融円滑化措置とセットで政策金利を引き下げれば、金利引き下げの効果が实体经济に波及しやすくなり、効果が見込まれると述べた。また、複数の委員は、現在、急速に悪化している企業や消費者のコンフィデンスにも好影響が期待されると付け加えた。

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、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」に変更することが賛成多数（賛成7反対1）で議決された。

次に、補完貸付の適用金利（基準貸付利率）について、多くの委員は、政策金利の引き下げに合わせて、0.3%に引き下げることが適当と述べた。また、補完当座預金制度の適用利率については、何人かの委員が、現在の0.1%を維持すべきと述べた一方、ある委員は、0%に引き下げべきとの意見を述べた。議長からは、委員の見解を取りまとめるかたちで、補完貸付の適用金利を0.3%とし、補完当座預金制度の適用利率を0.1%とする議案が提出された。採決の結果、前者は全員一致で、後者は賛成多数（賛成7反対1）で、それぞれ議決された。

（企業金融の円滑化に向けた措置）

委員は、現在の情勢を踏まえると、年度末に向けて企業金融が一段と逼迫する可能性があることから、一段と踏み込んだ企業金融円滑化措置が必要との認識を共有した。その上で、委員は、CPの買入れを時限的に実施する必要があるとの見方で一致した。また、委員は、信用リスクをとる政策について、どの範囲でどの程度の期間行うことが必要かつ適当か、また、中央銀行の財務の健全性と通貨に対する信認を確保するために、政府との関係も含めどのような対応が必要か、といった点から検討する必要があるとの見解で一致した。

（長期国債の買入れに係る措置）

委員は、現在、銀行券の発行残高が高水準で推移している一方で、本行が保有している長期国債は、国債買入れにおいて残存期間が短い国債の割合が上昇していることなどから減少しており、短期の資金供給オペの負担が高まっているという認識を共有した。その上で、委員は、円滑な金融調節を実施していくには、長

めの資金供給となる長期国債の買入れを増額し、短期の資金供給オペの負担を軽減することが必要との見方を共有した。具体的には、銀行券と長期国債の保有残高の関係などを踏まえ、月 1.2 兆円から 1.4 兆円まで増額することが適当との意見で一致した。また、委員は、市場規模の拡大にあわせて、30 年債、変動利付国債、物価連動国債を追加することが適当との認識を共有した。更に、委員は、買入国債の残存期間が極端に短期化あるいは長期化することを避けるために、残存期間別の買入れを行う必要があるとの見方で一致した。

ト . 21 年 1 月の会合

(海外経済は著しく減速)

海外の金融経済情勢について、委員は、国際金融資本市場の強い緊張状態が続く中、海外経済は著しく減速しているとの認識を共有した。こうした海外経済の大幅な減速に関し、何人かの委員は、欧米の金融危機が新興国にも波及し、グローバルな規模で金融と実体経済の負の相乗作用が一段と強まっていること、世界的な貿易額の落ち込みに表れているように、内需の減速から輸入が減少し、これが相手国の輸出減少をもたらすというかたちで、地域間の負の連鎖も生じていること、を指摘した。

(わが国の景気は大幅に悪化している)

わが国の経済情勢について、委員は、海外経済の減速に伴う輸出の大幅な減少や、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中での内需の弱まりに加え、金融環境も厳しさを増していることから、わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高いとの認識を共有した。

先行きについて、多くの委員は、わが国経済が持ち直すためには、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱することが前提となり、その時期は 21 年度後半以降になるとの見方を示した。

(消費者物価の前年比はマイナスに転じていく見通し)

委員は、消費者物価(除く生鮮食品)は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きから足もと前年比プラス幅が縮小しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わり、春頃にかけてマイナスに転じていくとの認識を共有した。

(金融環境は厳しさが増している)

わが国の金融環境について、委員は、全体として厳しさが増しているとの認識を共有した。複数の委員は、政策金利の引き下げを含む各種の政策対応により、銀行貸出金利や、高格付け物を中心とするC P金利が、このところ幾分低下していると述べた。もっとも、何人かの委員は、ターム物の銀行間金利が高止まりを続けているほか、C P・社債の信用スプレッドが、全体として拡大した状態が続いているなど、政策金利の引き下げの効果が必ずしも十分に浸透していない部分があると述べた。

企業の資金調達環境について、何人かの委員は、投資家の厳しい選別姿勢のもとで、C P・社債の発行残高は前年水準を下回っているほか、資金繰りや金融機関の貸出姿勢が厳しいとする企業も増えており、アベイラビリティの面で厳しい状態が続いていると述べた。また、多くの委員は、昨年秋以降の生産・販売の大幅な減少により、企業の営業キャッシュ・フローが急速に減少していることなどを考えると、今後、企業金融を巡る環境には一層の注意が必要との認識を示した。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

1月の会合では、昨年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、わが国の経済は、10月の展望レポートで示した見通しと比べ、成長率、物価とも下振れるとの認識で一致した。成長率について、大方の委員は、20年度、21年度ともマイナス成長となり、22年度には、1%台に回復するとの見方を示した。また、物価について、大方の委員は、国内企業物価、消費者物価(除く生鮮食品)ともに21年度はマイナスとなり、22年度にかけて下落幅が縮小していくとの見方を示した。こうした議論を経

て、委員は、見通し期間の後半には、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられるものの、今後の見通しを巡る不確実性は引き続き高いとの認識を共有した。

リスク要因について、委員は、実体経済面では、10月の展望レポートで示した世界的な金融情勢・海外経済の動向に加え、企業の中長期的な成長期待の低下、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性を意識する必要があるとの見方で一致した。物価面では、多くの委員が、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れる可能性を新たなリスク要因として注視していく必要があると述べた。

また、中間評価時に参考資料として公表した22年度まで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。

政策委員の大勢見通し（21年1月時点）²⁷

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	-2.0～-1.7 < -1.8 >	+3.0～+3.2 < +3.1 >	+1.1～+1.2 < +1.2 >
21年度	-2.5～-1.9 < -2.0 >	-7.0～-6.0 < -6.4 >	-1.2～-0.9 < -1.1 >
22年度	+1.3～+1.8 < +1.5 >	-1.5～-0.8 < -0.9 >	-0.6～0.0 < -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。

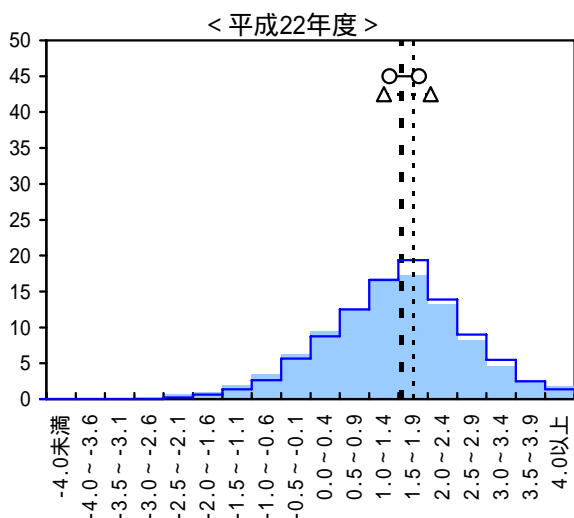
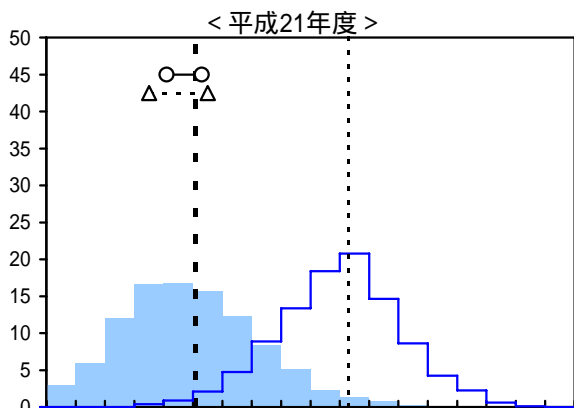
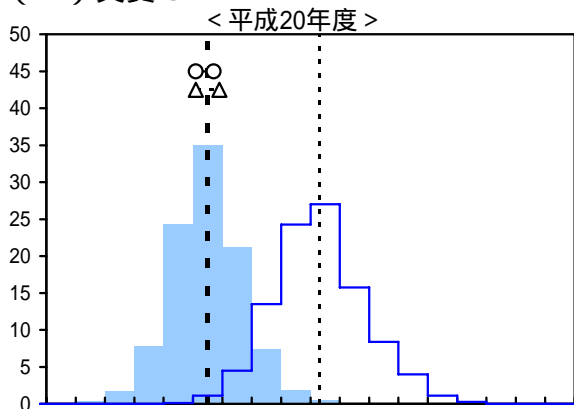
²⁷ 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

対前年度比、%。

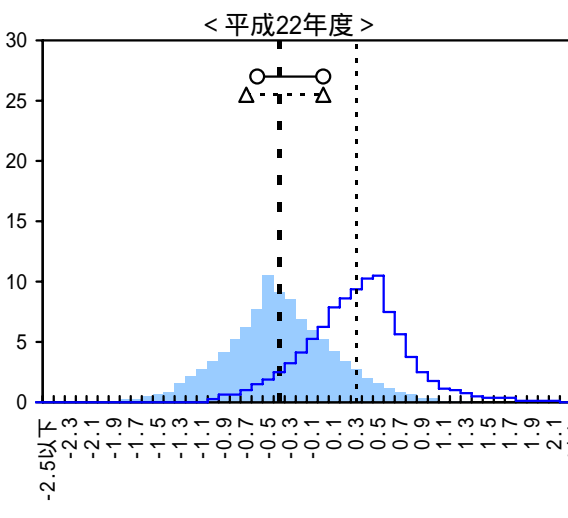
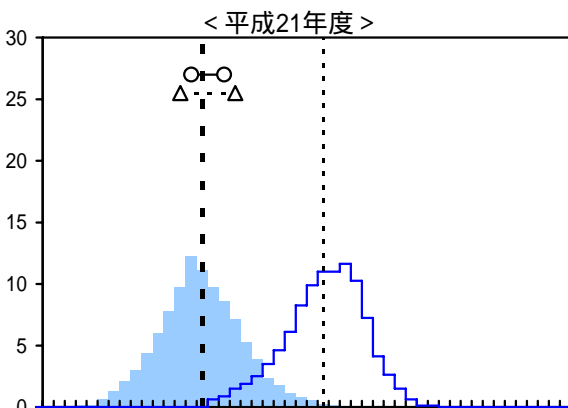
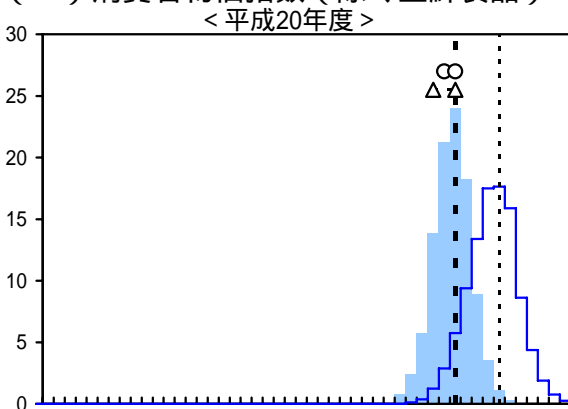
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
20年度	-2.0～-1.6	+2.8～+3.2	+1.0～+1.2
21年度	-2.8～-1.8	-7.0～-5.0	-1.3～-0.8
22年度	+1.2～+2.0	-1.8～-0.5	-0.7～0.0

リスク・バランス・チャート（21年1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。実線は平成20年10月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、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) 縦の細点線は、平成20年10月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、平成20年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融調節方針について、委員は、短期金融市場を中心に、これまでの利下げの効果が相応にみられており、引き続き、利下げの効果を注意深く見極めていくことが大事であるとの認識から、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

(「企業金融に係る金融商品の買入れについて」の考え方を整理)

12月18、19日の会合における議長からの検討指示を受け、執行部より、企業金融に係る金融商品の買入れを行う場合の基本的な考え方について、報告が行われた。まず、買入れの性格について、損失発生を通じて納税者負担を生じさせる可能性が相対的に高く、また個別企業に対するミクロ的な資源配分への関与が深まるという特徴をもつこと、損失発生により日本銀行の財務の健全性を損ない、通貨や金融政策への信認を損なうおそれが相対的に高いこと、から、中央銀行の政策手段としては異例の措置と位置付けられる、との説明が行われた。また、併せて、買入れ実施の必要性に関する判断基準と、実施に当たって留意すべき事項についての説明も行われた。次に、こうした基本的な考え方を踏まえた対応として、第1に、A B C Pの買入れとあわせ、C Pの買入れを速やかに実施することが適当と考えられること、第2に、社債の買入れについて、実務的な検討を進めることが適当と考えられることが報告された。

委員は、こうした執行部からの報告内容について概ね了解し、これをもとに「企業金融に係る金融商品の買入れについて」の考え方を整理し、公表することが適当であるとの見解を示した。

その上で、多くの委員は、買入実施の必要性を判断する際には、市場機能の低下が、企業金融全体の逼迫に繋がっているかどうか重要なポイントであると述べた。また、大方の委員は、買入れを実施する場合には、個別企業への恣意的な資金配分を回避すること、市場機能の一層の低下が生じないよう適切な買入規模にするとともに、市場機能の回復に応じて円滑に買入れが終了するような買入れ方式を採用すること、損失発生による納税者負担を極力減らすよう買入れ

の対象や方法に工夫を凝らして適切に信用リスクを管理することが重要であるとの認識を共有した。

（ＣＰおよび社債の買入れ）

委員は、企業金融に係る金融商品の買入れを行う場合の基本的な考え方に基づき、企業金融面での追加措置について検討を行った。

まず、12月18、19日の会合で実施することを決定したＣＰの買入れについて、多くの委員は、ＡＢＣＰについても、市場機能の低下により発行環境が悪化していることや、主な裏付資産が売掛債権、手形債権等であることを踏まえ、中小企業を含めた企業金融全体の円滑化に資する観点から、これを買入れ対象に含めることが適当であると述べた。その上で、多くの委員は、実施期限を年度末として明確化すること、信用リスク管理の観点から、適格要件や残存期間制限、発行体別の買入上限を設けること、スムーズな終了に配慮し、市場機能の回復に応じて日本銀行への売却インセンティブが低下するような買入レートを設定することが適当であるとの認識を示した。更に、買入総額について、委員は、ＣＰだけでなく、ＡＢＣＰも買入れ対象とすること、ＣＰは、年度末に向けて、社債償還を含めた企業の資金調達ニーズの受け皿となり得ること、市場への過度な介入を回避すること、などを勘案し、3兆円を上限とすることが適当との認識を共有した。

また、多くの委員は、信用スプレッドが大幅に拡大し、発行可能企業が偏るなど、社債市場の機能は著しく低下しており、これが企業金融逼迫の一因となっているとの情勢判断に基づき、社債の買入れについても検討を進めていくことが適当であるとの意見を示した。その際、何人かの委員は、中央銀行の基本的な機能が流動性の供給であることや、信用リスクを適切に管理する必要があることから、残存期間1年以内の社債を買取り対象とすることが適当であると述べた。

（不動産投資法人債の適格担保化等）

委員は、金融調節の一層の円滑化、不動産証券化市場の機能の向上、更には金融市場の安定確保に資する観点から、不動産投資法人の発行する投資法人債・Ｃ

P、同投資法人が振り出す手形、同投資法人に対する証書貸付債権を日本銀行の適格担保とすることが適当との認識を共有した。また、これにあわせて、同投資法人債が発行するCPをCP現先オペの対象とすることで一致した。

チ．2月の会合

（海外経済は大幅に減速）

海外の金融経済情勢について、委員は、世界的に金融と実体経済の負の相乗作用が強まっており、海外経済は全体として大幅に減速しているとの認識を共有した。多くの委員は、最近公表された昨年第4四半期の各国GDP成長率の大幅な落ち込みは、世界経済が同時かつ急速に悪化していることを裏付けているとの見方を示した。

国際金融資本市場について、委員は、短期金融市場を中心に幾分改善の動きがみられるが、全体としては、緊張した状態が続いているとの見方で一致した。

（わが国の景気は大幅に悪化している）

わが国の経済情勢について、委員は、海外経済の減速に伴い輸出が大幅に減少していること、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で内需が弱まっていること、金融環境も厳しい状態を続けていることから、わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高いとの認識を共有した。また、委員は、前期比年率で1割を超す減少となった昨年第4四半期のGDPは、こうした判断を裏付ける厳しい結果だったとの見方で一致した。

先行きについて、委員は、中長期的な成長期待が大きく変化しないもとで、21年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直していく、もっとも、こうした見通しには不確実性が高いとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比はマイナスに転じていく見通し)

消費者物価(除く生鮮食品)について、委員は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きから足もと前年比プラス幅が縮小しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わり、春頃にかけてマイナスに転じていくとの認識を共有した。

(金融環境は厳しい状態が続いている)

わが国の金融環境について、委員は、厳しい状態が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、銀行貸出金利やC Pの発行金利は低下しているが、ターム物の銀行間金利が高止まりを続けているほか、C P・社債の信用スプレッドは全体として拡大した状態が続いており、政策金利引き下げの効果はその分減殺されていると指摘した。

企業の資金調達環境について、多くの委員は、日本銀行によるC P買入れの効果などもあってC P発行の一部には改善がみられるとの見方を示した。一方、社債の起債環境について、何人かの委員は、発行残高が前年を下回って推移しており、なお厳しい状況が続いていると述べた。また、複数の委員は、企業からみた金融機関の貸出姿勢が厳しいとする先が大幅に増えるなど、アベイラビリティが低下しているとの見方を示した。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。多くの委員は、既にオーバーナイトの金利は極めて低い水準まで低下しており、今後は、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとともに、企業の資金調達に関する安心感を確保することが重要との認識を示した。

（企業金融支援特別オペの強化・延長）

委員は、やや長めの金利に働きかける方法について議論を行い、その結果、企業金融支援特別オペを強化するとともに、既存の流動性供給手段を活用することにより、ターム物金利の低下を全般に促していくことが適当であるとの認識を共有した。企業金融支援特別オペの強化・延長について、委員は、資金供給期間を長期化させて3か月に統一すること、実施頻度を週1回ペースに引き上げることが適当であるとの認識を共有した。また、同オペの実施期限について、委員は、9月末まで延長することが適当であるとの見方で一致した。

（社債の買入れ）

1月の会合において実務的な検討を行うこととした、残存期間1年以内の社債の買入れについて、委員は、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」の基本的な考え方にに基づき、検討を行った。買入れの実施について、一人の委員は、企業金融全体の逼迫に繋がるほど社債市場の機能は低下していないこと、残存期間1年以内の社債の買入れが企業金融円滑化に与える効果は限定的と思われることから、実施の必要性に関する条件を満たしているとはいえないとの認識を示した。これに対し、大方の委員は、対国債スプレッドの拡大傾向が続いているほか、下位格付け銘柄の発行が困難な状態が続くなど、社債市場の機能は大幅に低下しており、企業金融全体の逼迫に繋がっているとみられること、残存期間1年以内の買入れでも、証券会社や投資家の社債売買を促進して社債市場の機能改善を後押しする効果が期待できることから、これを実施することが適当であると述べた。そのうえで、これらの委員は、買入れ総額については、1兆円を上限とすることが適当であると述べ、実施期限については、9月末までの時限措置とすることが適当であると指摘した。こうした議論を踏まえ、「社債買入基本要領」の制定等に関する執行部提案が採決に付され、賛成多数（賛成7反対1）で決定された。

（各種時限措置の延長）

委員は、足もとの金融市場や企業金融が依然として厳しい状況を踏まえ、9月中旬期末にかけて金融市場の安定確保と企業金融の円滑化を図っていく観点から、

9月末越えの資金供給を3か月物まで実施できるよう、昨年秋以降導入した金融調節上の各種時限措置を延長することが適当であるとの見方で一致した。

リ．3月の会合

（海外経済は悪化）

海外の金融経済情勢について、委員は、世界的に金融と実体経済の負の相乗作用が強まっており、海外経済は全体として悪化しているとの認識を共有した。多くの委員は、米欧のみならず、新興国、資源国でも景気が大幅に落ち込んでいるとの見方を示した。また、多くの委員は、雇用・所得環境や金融環境の厳しさを考えると、最終需要が回復していく展望は未だ拓けておらず、下振れリスクに注意すべき状況が続いているとの判断を示した。

国際金融資本市場について、多くの委員は、一頃、短期金融市場を中心に幾分改善の動きがみられたが、このところ、企業業績の悪化や金融機関経営を巡る不透明感の高まりから、再び、緊張の度合いがやや高まっているとの認識を示した。

（わが国の景気は大幅に悪化している）

わが国の経済情勢について、委員は、海外経済の悪化に伴い輸出が大幅に減少していること、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で内需が弱まっていること、金融環境も厳しい状態を続けていることから、わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、足もとまでの経済状況は、一層厳しさを増してきており、更に、雇用・所得環境の悪化の影響は、これから本格化する可能性もあるので、当面は、下振れリスクに注意する必要があると述べた。また、何人かの委員は、1月の中間評価以降、足もとまでの経済指標の動きを考慮すると、景気は下振れてきており、4月の展望レポートでは、成長率見通しについて下方修正する可能性が高いと述べた。

先行きについて、委員は、中長期的な成長期待が大きく変化しないもとで、21年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面

を脱するにつれ、わが国経済も持ち直していく、もっとも、こうした見通しには不確実性が高いとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比はマイナスとなっていく見通し)

消費者物価(除く生鮮食品)について、委員は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、足もと前年比ゼロ%まで低下しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わり、マイナスとなっていくとの認識を共有した。

(金融環境は厳しい状態が続いている)

わが国の金融環境について、委員は、厳しい状態が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、日本銀行がこれまで行ってきた措置の効果もあって、C Pの発行金利が低下してきているほか、ターム物の銀行間金利も徐々に低下していると述べた。

企業の資金調達環境について、多くの委員は、日本銀行によるC P買入れの効果などもあってC P発行環境が改善しているほか、社債市場でも大型の起債が行われてきており、一頃に比べて回復してきていると述べた。もっとも、多くの委員は、企業からみた金融機関の貸出姿勢が厳しいとする先が大幅に増えるなど、アベイラビリティが低下しているとの見方を示し、その背景として、实体经济の急激な落ち込みによる企業業績の悪化や金融機関のリスク・テイク余力の低下から、金融機関の貸出条件が厳しくなっていることを指摘した。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

(長期国債の買入れの増額)

年度明け後の金融市場の動向を踏まえた政策対応について、多くの委員は、年度末越え資金の調達は概ね目処がつきつつあるが、年度明け以降も、厳しい金融経済情勢を背景に、市場の緊張は続く可能性が高いとの見方で一致した。このため、委員は、金融市場の安定を確保していくため、引き続き、積極的な資金供給を行っていくことが重要であるとの認識を共有した。

こうした点を踏まえ、多くの委員は、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な金融調節を行っていくために、長期国債の買入れを増額することが適切ではないかとの意見を述べた。具体的な増額の金額について、大方の委員は、執行部の見解を聴取したうえ、現在の年 16.8 兆円ペースから、年 21.6 兆円に年 4.8 兆円増額するという方針に違和感はないと述べた。その上で、多くの委員は、長期国債の買入れに関する対外的な説明は、従来以上に丁寧に行っていく必要があるとの認識を示した。

(4) 金融政策運営を巡る論点

20 年度下期の各会合において議論された主な論点を挙げると、以下のとおりである。

(海外経済の現状と先行きについて)

20 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけとした国際金融資本市場の緊張の強まりと、新興国を含む海外経済の急速な悪化は、わが国の金融経済情勢にも大きな影響を及ぼすこととなった。このため、各会合において、海外経済の現状と先行きに関する議論が継続して行われた。

海外経済の減速が明確化した年末以降の会合では、その背景として、3つの負のメカニズムの存在が指摘された。すなわち、委員は、米欧の金融危機が新興国にも波及する中で、グローバルな規模で「金融と実体経済の負の相乗作用」が発生・拡大しているとの認識を共有した。また、何人かの委員は、各国において、輸出の減少を起点とした「生産・所得・支出の下方スパイラル」が生じているこ

とを指摘した。更に、何人かの委員は、世界的な貿易額の落ち込みに表れているように、内需の減速から輸入が減少し、これが相手国の輸出減少をもたらすというかたちで、「地域間の負の連鎖」も生じていることを指摘した。

1、2月の会合では、委員は、先行き、やや長い目でみて海外経済が減速局面を脱していく際に想定されるメカニズムについても議論した。この点について、ある委員は、各国で大規模な生産調整が行われていること、積極的な金融政策・財政政策が実施されていること、これらの結果、極端に高まった不確実性が徐々に後退していくとみられることを指摘した。また、何人かの委員は、過去に蓄積された不均衡の調整が、民間セクターにおいて生産や住宅の分野で徐々に進みつつあることから、各国における政策効果との相乗作用によってグローバルに経済が回復するメカニズムを期待できると述べた。もっとも、複数の委員は、各国の政策の効果を見極めるにはなお相応の時間を要し、不確実性も高いとの認識を示した。また、何人かの委員は、今回のグローバルな景気後退は、過去数年に亘って蓄積された不均衡の調整が背景にある以上、景気回復にも時間がかかることを認識しておく必要があると述べた。

(わが国経済の悪化の背景について)

12月から年明けの会合では、わが国経済が急速かつ大幅な落ち込みをみせる中、その背景と先行きのリスク要因などについて、わが国産業構造との関係を含めて議論が行われた。

12月18、19日の会合では、わが国の経済情勢が、足もと急速に変化している背景について、多くの委員は、輸出の減少を起点に、生産・所得・支出の減少がみられていること、金融と実体経済の負の相乗作用が生じ始めていること、企業の業況感や消費者マインドの急速な悪化が実体経済の下押しに作用していること、を指摘した。そのうえで、ある委員は、これまでの景気拡大を支えてきた自動車や電気機械の業績が、海外経済の急激な変化によって大きく悪化しており、それが各方面に広く波及しているとの見方を示した。

こうした見方に関連し、1月の会合では、今回の景気悪化とわが国の産業構造の関係について、より具体的な意見交換が行われた。すなわち、何人かの委員は、

わが国が、米欧と同様、あるいはそれ以上に景気の急速な悪化に直面しているのは、日本経済が、過去数年、自動車等の耐久消費財や資本財を中心とするグローバルな需要の拡大を前提とした成長メカニズムを構築してきたことが背景にあると述べた。また、複数の委員は、先般の支店長会議において、大阪や名古屋地区の景気認識が特に厳しさを増したのは、輸出関連の製造業が、足もと大きな影響を受けていることの表れであると指摘し、今後、関連する中堅・中小企業に波及してくる可能性に注意が必要であると述べた。2月の会合では、多くの委員が、

わが国の産業構造がグローバル経済の落ち込みの影響を受けやすいものであったこと、すなわち、輸送機械、電気機械、一般機械といった輸出減少の影響を受けやすい業種のウエイトが大きいことに加え、実質実効為替レートでみて急速に円高が進んだことも、わが国経済が、米欧経済より急速に悪化している背景であると指摘した。

更に、2月の会合では、輸出関連の製造業の生産が大幅に減少する中、企業における中長期的な成長期待に関する議論が集中的に行われた。すなわち、ある委員は、大幅な生産調整によって成長率が急落した結果、中長期的な成長期待が下方修正され、それにより設備や雇用の調整圧力が更に強まる可能性を指摘した。また、何人かの委員は、足もとの設備投資の大きな落ち込みを踏まえると、企業の成長期待が既に下振れている可能性に注意する必要があると述べた。一方、ある委員は、研究開発やM & Aに積極的な姿勢を示す企業経営者も多く、現時点では、中長期的な成長期待が下振れているとはいえないとの見方を示した。このほか、ある委員は、現在の産業構造を前提とすると、今後の景気回復も海外経済に依存する面が大きく、その分わが国経済の先行きについては不確実性が高いと述べた。

(政策金利の水準と市場機能について)

10月31日の会合と12月18、19日の会合では、それぞれ政策金利の引き下げが決定された。その際、政策金利を引き下げるとした場合の金利水準については、わが国経済を金融面から支援する効果という観点に加え、短期金融市場の機能維持という観点からも、委員の間で議論が行われた。

まず、政策金利を0.5%から0.3%に引き下げた10月31日の会合では、委員は、

引き下げ後の金利水準については、短期金融市場の機能維持に十分配慮する必要があるとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、政策金利の水準は既に極めて低く、更なる金利引き下げを行うにあたっては、金利水準の低下が持つ金融緩和効果とともに、引き下げが短期金融市場の機能を阻害し、却って資金の流れを悪くする可能性についても十分配慮する必要がある、特に、現在のように、金融市場の機能の大幅な低下がみられる局面では、後者の問題の重要性が一段と増大している、と指摘し、これらを考慮すると、0.2%の引き下げとし、市場機能に配慮しているという姿勢を明確に示すことが適当であるとの認識を示した。

他方、政策金利を0.25%まで引き下げることが適当との認識を示した委員のうち、複数の委員は、市場機能への影響という点では、0.2%と0.25%の引き下げ幅に大きな差はないのではないかと述べた。また、ある委員は、引き下げ幅を0.2%という小刻みなものとした場合、政策の出し惜しみといった印象を与えてしまう可能性があるとして指摘した。

その後、12月18、19日の会合では、政策金利を0.1%に引き下げることについて議論が行われた。一人の委員は、現在の政策金利の水準は既に極めて緩和的であり、0.1%への利下げは、景気刺激策としての効果が限定的である一方、金融機関が資金を市場に放出するインセンティブが低下し、市場取引が不活発になるため、市場機能が大きく損なわれるリスクが高いことから、政策金利の水準を0.3%に維持すべきとの意見を表明した。他方、多くの委員は、現在は景気情勢が急速に悪化している緊急事態であるとして、0.1%への利下げを主張したが、そのうちの一人の委員は、政策運営の考え方として、現在は、企業金融の目詰まりを解消するための対応を進める必要があること、政策金利を引き下げかどうかについては、企業金融が目詰まりを起こしている中での効果と市場機能低下というデメリットの両方の観点から考える必要があることを指摘した。また、先行きの金融政策の運営に関し、政策金利の引き下げ余地については、0.1%への利下げを主張した何人かの委員も、0.1%が市場機能を維持するぎりぎりの水準との見解を示した。

(長めの金利への働きかけについて)

12月18、19日の会合では、政策金利の引き下げとともに、先行きの金融政策の運営について議論が行われた。その中で、ある委員は、政策金利の引き下げ余地が乏しい中での追加的な政策対応として、今後は、より長めの金利への働きかけや企業金融円滑化措置に重点を移していく必要があると述べた。また、同日の会合では、ある委員が、0.1%への利下げは景気刺激効果が限定的な一方、市場機能の低下というデメリットが大きいと、むしろ、高止まりを続けているターム物金利に働きかけることが適当であるとの理由から、政策金利を0.1%に引き下げることに反対した。

その後、1月の会合では、何人かの委員は、ここまでオーバーナイトの金利水準が下がってくると、企業が実際に資金調達する、やや長めの資金の金利、すなわちターム物金利への働きかけが重要であると述べた。複数の委員は、こうした働きかけに関し、日本銀行のオペレーション面で更にどのような工夫があり得るのか検討していくことが必要であると述べた。

こうした議論を踏まえ、2月の会合では、多くの委員が、今後は、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとともに、企業の資金調達に関する安心感を確保することが重要であるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、スプレッド貸出等の基準金利として用いられるTIBORは、ベースとなっている無担保ターム物の取引量が少ないこと、クレジットリスクをオペで直接コントロールすることは難しいことを踏まえると、これに直接働きかけていくことは難しいとの見方を示した。

こうした中、複数の委員は、1月から開始した企業金融支援特別オペは、当初の見込みを上回る約4兆円の資金供給を既に行うなど、企業の資金調達環境の改善に効果を発揮していると指摘した。また、何人かの委員は、このオペを更に活用するとともに、日々の金融調節において、引き続き市場機能を活かしながら、必要に応じて長めのオペを実施することなどにより、ターム物金利に働きかけていくことが重要であると指摘した。こうした検討を踏まえて、委員は、企業金融支援特別オペを強化するとともに、既存の流動性供給手段を活用することにより、ターム物金利の低下を全般に促していくことが適当であるとの認識を共有した。

そのうえで、企業金融支援特別オペの具体的な強化策について、委員は、資金供給期間を長期化させて3か月に統一すること、実施頻度を週1回ペースに引き上げることが適当であるとの認識を共有した。また、実施期限について、委員は、9月末まで延長することが適当であるとの見方で一致した。

(企業金融に係る金融商品の買入れ等について)

20年度下期を通じ、企業金融を取り巻く環境が厳しさを増す中、会合では、企業金融の円滑化に向けた措置について継続的な議論が行われた。とくに、中央銀行が個別企業の信用リスクを負担することに関し、その是非や考え方を巡って委員の間で議論が行われた。

11月の会合において、委員は、資金需要が高まる年末、年度末に向けて企業金融円滑化のために、具体的な対応策をとる必要があるとの見解で一致した。その際、多くの委員は、企業に対する直接の資金供与は、民間金融機関が担う分野であり、仮に何らかの政策対応が求められる場合でも、政府との役割分担や、中央銀行のバランスシートの健全性という観点から、慎重に対応する必要がある、企業金融の円滑化のために中央銀行がなし得る施策の基本は、流動性供給の分野である、との原則をまず認識することが重要であると指摘した。他方、ある委員は、先行きの情勢次第では、こうした原則にとらわれることなく、中央銀行が信用リスクをとっていく政策も視野に入れる必要があるのではないかと述べた。

その後、12月18、19日の会合では、金融環境が急速に厳しい方向に変化しているとの認識の下、日本銀行によるCPの買入れを実施することが決定された。これに関し、委員は、中央銀行が個別企業の信用リスクをとる政策に踏み込むことは異例のことであるとの認識を共有した。また、多くの委員は、中央銀行の財務の健全性と通貨に対する信認を確保する手当が必要と述べた。そのうえで、委員は、信用リスクをとる政策について、どの範囲でどの程度の期間行うことが必要かつ適切か、また、中央銀行の財務の健全性と通貨に対する信認を確保するために、政府との関係も含めどのような対応が必要か、といった点から検討する必要があるとの見解で一致した。

こうした問題意識を踏まえ、1月の会合では、「企業金融に係る金融商品の買入

れについて」の考え方を整理し、これを公表することを決定した。その際、各委員は、こうした買入れを実施する場合に特に重要と考える点について意見を述べた。すなわち、何人かの委員は、企業金融に係る金融商品の買入れは、損失発生を通じて納税者の負担を生じさせる可能性が相対的に高く、個別企業に対するミクロ的な資源配分への関与が深まることから、財政政策の領域に接近するものであると述べた。このため、これらの委員は、金融商品の買入れが、中央銀行の政策手段としては異例の措置であるとの位置付けを明確にすることが重要であると指摘した。また、多くの委員は、買入実施の必要性を判断する際には、個別市場の動向そのものではなく、当該市場の機能の低下が、企業金融全体の逼迫に繋がっているかどうか重要なポイントであると述べた。その上で、大方の委員は、買入れを実施する場合には、個別企業への恣意的な資金配分を回避すること、市場機能の一層の低下が生じないよう適切な買入規模にするとともに、市場機能の回復に応じて円滑に買入れが終了するような買入れ方式を採用すること、損失発生による納税者負担を極力減らすよう買入れの対象や方法に工夫を凝らして適切に信用リスクを管理することが重要であるとの認識を共有した。更に、何人かの委員は、こうした信用リスクの管理に加え、日本銀行の決算において、損失が生じた場合の処理や自己資本の確保を適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していくことが大事であり、こうした考え方について、政府の理解を求めていくことが重要との意見を述べた。なお、この点に関連し、財務省の出席者からは、「現実に信用リスクが顕現化した際には、財務省としては、決算上の対策として具体的にお話をする機会もあるので、日本銀行としっかりと協議をしたうえで対応させて頂きたいと思っている」旨の発言があった。

（長期国債の買入れの増額と銀行券ルールについて）

12月18、19日と3月の会合では、長期国債の買入れの増額について議論が行われた。特に3月の会合では、年度明け以降の市場安定に向けた日本銀行の強い意志を示すためにも、銀行券ルールのもとで、出来る限り大幅な増額を行うことが適当であるとされた。こうした中、委員は、銀行券ルールの意義等について議論し、改めて整理を行った。

すなわち、委員は、銀行券ルールは、第1に、円滑な金融市場調節を確保するという目的を示す、第2に、長期国債の買入れが、国債価格の買い支えや財政フ

ファイナンスを目的とするものではないということを明確にする、という点で重要であるとの認識で一致した。その際、複数の委員は、円滑な金融市場調節を確保するという点について、日本銀行のバランスシート上、長期的な負債である銀行券に対しては、長期資産である長期国債を割り当て、準備預金など短期的に変動する負債に対しては短期の資金供給手段を割り当てる、という原則であると敷衍した。その上で、こうした点は、金融政策の機動性・弾力性を維持する上で極めて重要であり、あらゆる機会を捉えて、丁寧に説明していくことが大切であると述べた。

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年度下期入り後、10月31日の会合までは、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を「0.5%前後」とした。その後、10月31日の会合において金融市場調節方針を変更し、誘導目標を「0.3%前後」に引き下げた。更に、12月18、19日の会合では、誘導目標を「0.1%前後」に引き下げた。

20年度下期中の無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移をみると、次世代RTGS（Real Time Gross Settlement）の稼働開始を控えて資金取引を抑制する動きがみられた10月上旬に一時的にレートが0.58%程度まで上昇したほか、12月前半には、年末を控えて日本銀行が大量の資金供給を行ったことを受けて0.2%台に低下した。もっとも、20年度下期を通じてみれば、概ね誘導目標に沿って推移した（図表41）。

（図表41）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9月16日～10月15日	0.489
10月16日～11月15日	0.406
11月16日～12月15日	0.279
12月16日～21年1月15日	0.134
1月16日～2月15日	0.118
2月16日～3月15日	0.105
3月16日～4月15日	0.100

（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年度下期において、日本銀行は、新たなオペレーションの導入や担保範囲の拡大等を実施した上で、金融市場の安定を確保するための積極的な資金供給と企業金融の円滑化の支援を行った²⁸。

具体的には、10月中旬以降、年末にかけては、10月14日の会合で決定された金融調節面での対応策を踏まえ、国債現先オペやCP現先オペを積極的に活用したほか、年末越えの資金供給を積極的に積み重ねた。この間、無担保コールレートを目標水準に適切に誘導しつつ、積極的な資金供給を一層円滑に行い得るよう補完当座預金制度を実施することとした。また、12月2日の会合で民間企業債務の担保適格要件を緩和したほか、12月18、19日の会合では、短期の資金供給オペの負担を軽減するため、長めの資金供給となる長期国債の買入れを年14.4兆円ペースから年16.8兆円ペースに増額することとし、同月からこれを実施した。

1月以降は、引き続き国債現先オペやCP現先オペの積極活用に努めたほか、新たに導入された企業金融支援特別オペを含め、年度末越え資金を積極的に供給した。また、1月30日にはCP買入れによる資金供給、3月4日には社債買入れによる資金供給のオファーをそれぞれ開始した。3月の会合では、年度明け後も市場の緊張が続く可能性が高く、引き続き、積極的な資金供給を行っていくことが重要との判断の下、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な金融調節を行っていくため、長期国債の買入れを年16.8兆円ペースから年21.6兆円ペースに増額し、同月からこれを実施した。

このほか、米ドル短期金融市場における資金需要の高まりに対応するため、米ドル資金供給オペによるドル資金の供給を引き続き行った。10月14日の会合では、「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、以後は、同方式による資金供給を実施した。

²⁸ 民間企業債務に関する担保適格要件の緩和措置や、こうした民間企業債務を活用したオペの導入・拡充に伴い、企業向け証書貸付債権を中心に、日本銀行が担保として受け入れている民間企業債務は大幅に増加した（日本銀行が受け入れている担保のうち、企業金融支援特別オペで使用可能な民間企業債務は、20年9月末の3.9兆円から、21年3月末には9.8兆円に増加）。

(図表 42) 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	
	国庫短期証券買入オペ	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)	企業金融支援特別オペ	CP等買入オペ	社債買入オペ	補完貸付	国庫短期証券売却オペ	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
19年														
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
10月末	9.6	10.9	0.6	12.3	10.4				1.0	0.0	0.0	1.2	0.0	7.0
11月末	9.9	8.8	2.0	14.5	11.1				0.0	0.0	0.8	0.8	0.0	9.7
12月末	8.8	9.8	4.3	12.0	13.5				0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	12.3
21年														
1月末	9.3	9.0	3.8	13.4	10.4	2.5			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.5
2月末	8.8	8.0	2.8	16.4	9.6	4.5	1.3		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.1
3月末	9.0	9.0	3.0	14.0	11.2	7.5	1.6	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	6.1

(注1) 「国庫短期証券買入オペ」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、「国庫短期証券売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

(注2) 「企業金融支援特別オペ」による貸付けは21年1月より開始。「CP等買入オペ」による買入れは21年2月より開始(決済ベース)。「社債買入オペ」による買入れは21年3月より開始。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成21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、123.9兆円（前年比+9.2%）となった。

（図表43）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%

	20年3月末		20年9月末		21年3月末	
(資産)						
買現先勘定	8.8	(94.6)	8.7	(2.6倍)	12.0	(36.3)
国債	67.4	(-11.8)	65.6	(-9.9)	64.3	(-4.6)
[うち長期国債]	46.9	(-4.8)	42.3	(-13.9)	42.7	(-9.0)
[うち短期国債]	20.5	(-24.6)	23.3	(-1.6)	21.6	(5.3)
コマーシャル・ペーパー等		()		()	1.6	(皆増)
社債		()		()	0.04	(皆増)
金銭の信託(信託財産株式) ^(注1)	1.4	(-20.0)	1.3	(-20.1)	1.2	(-19.1)
貸付金	29.2	(26.0)	27.1	(2.5)	32.7	(12.0)
[うち共通担保資金供給オペ等 ^(注2)]	29.1	(42.7)	25.7	(-2.8)	32.7	(12.2)
外国為替	5.2	(-3.5)	8.5	(53.3)	10.9	(2.1倍)
資産計	113.4	(0.6)	112.5	(1.3)	123.9	(9.2)
(負債・純資産 ^(注3))						
発行銀行券	76.5	(0.7)	75.5	(-0.2)	76.9	(0.6)
当座預金	14.2	(22.0)	13.3	(11.8)	22.1	(55.5)
その他預金	0.0	(-12.5)	3.2	(93.3倍)	5.8	(196.2倍)
政府預金	3.5	(-36.6)	2.6	(-31.5)	2.4	(-32.3)
売現先勘定	12.1	(-6.4)	11.4	(-9.6)	10.4	(-14.0)
売出手形	0.6	(皆増)	0.1	(-77.1)	0.0	(皆減)
負債・純資産 ^(注3) 計	113.4	(0.6)	112.5	(1.3)	123.9	(9.2)

（注1）信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式（受渡しベース）など（未収配当金等を含む）。

なお、21年3月末における21年2月23日以降の株式買入累計額（グロスベース）は、11億円。

（注2）21年3月末については、企業金融支援特別オペによる貸付金の残高を含む。

（注3）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、21 年 3 月末の資産の内訳をみると、国債は、64.3 兆円（前年比 - 4.6%）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、42.7 兆円（前年比 - 9.0%）となった。買現先勘定は、国債現先オペおよび C P 現先オペによる資金供給の増加から、12.0 兆円（前年比 + 36.3%）となった。貸付金は、新たに導入した企業金融支援特別オペによる資金供給の増加から、32.7 兆円（前年比 + 12.0%）となった。外国為替は、米ドル資金供給オペにより外貨貸付金が増加したことから、10.9 兆円（前年比 2.1 倍）となった。21 年 1 月に買入れを開始した C P 等および同年 3 月に買入れを開始した社債は、それぞれ 1.6 兆円および 435 億円となった。

一方、負債をみると、21 年 3 月末の当座預金残高は、22.1 兆円（前年比 + 55.5%）となった。日本銀行券の発行残高は、76.9 兆円（前年比 + 0.6%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ 2.4 兆円（前年比 - 32.3%）および 10.4 兆円（前年比 - 14.0%）となった。また、その他預金は、米ドル資金供給オペの残高の増加に伴い、5.8 兆円（20 年 3 月末の残高は 294 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。

このほか、21 年 1 月に開始した C P 買入れおよび同年 3 月に開始した社債買入れについては、他の政策手段に比べ損失発生の可能性が高まることを踏まえ、買入対象の信用度および残存期間に関し、一定の制限を設けるとともに、買入残高の総額および一発行体当りの買入残高に限度を設けるなど、買入れから生じる信用リスクを適切に管理している。

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更²⁹

(1) 担保価格等の見直しの実施

平成20年10月6、7日の会合において、適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、日本銀行の資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、これを見直すことを決定し、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」および「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の一部改正を行った³⁰。

(2) 国債現先オペの対象国債の追加等

10月14日の臨時金融政策決定会合（以下「臨時会合」という）において、最近における国際的な金融情勢の展開を踏まえ、適切な金融調節を通じて金融市場の安定確保を図るため、国債現先オペの対象に30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加すること、21年4月30日までの時限的な措置として、資産担保CP（ABC P）の適格要件を緩和し、担保およびCP現先オペの対象資産として、日本銀行取引先の保証するABC Pを適格とし、「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」を制定すること³¹、

米ドル資金供給オペについて、米ドル短期金融市場における流動性向上のための中央銀行間の協調策（10月13日公表）に基づき、日本銀行においても「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」を導入すること、を決定した。

(3) 資金供給円滑化のための補完当座預金制度の導入

10月8日の声明（「主要国中央銀行による本日の措置について」）において、適切な金融調節を通じて、金融市場の安定確保に全力を挙げていくとの観点から、「日本銀行当座預金制度の運用を含め、金融調節面で更に改善を図る方策

²⁹ 決定の概要は、前掲（図表39）を参照。決定の詳細は、5.2.金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

³⁰ 本件は、10月30日から実施した。

³¹ 本件は、10月28日から実施した。

について速やかに検討し報告するよう」総裁より執行部に対し指示があった。これに基づく執行部からの報告を受け、10月31日の会合において、最近における金融資本市場の状況に鑑み、金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保を図るため、資金供給円滑化のための手段として、21年4月15日までの間、時限的に、当座勘定（当座勘定（同時担保受払時決済口）および当座勘定（同時決済口）を除く。）における預り金および準備預り金に対して付利を行う補完当座預金制度を導入することを決定し、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」を制定した。

（４）社債および企業向け証書貸付債権の担保適格要件の緩和

11月の会合において、企業金融の円滑化に資する観点から、「民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について速やかに検討を行い、その結果を決定会合に報告するよう」議長より執行部に対し指示があった。これに基づく執行部からの報告を受け、12月2日の臨時会合において、最近の企業金融情勢を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、民間企業債務の適格担保としての取扱いについて、21年4月30日までの時限的な措置として、社債と企業向け証書貸付債権の担保適格要件のうち、格付に係る要件を、従来の「A格相当以上」から「BBB格相当以上」に緩和することを決定し、「社債および企業に対する証書貸付債権の適格性判定等に関する特別」を制定した³²。

（５）企業金融支援特別オペの導入

11月の会合において、企業金融の円滑化に資する観点から、「民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について速やかに検討を行い、その結果を決定会合に報告するよう」議長より執行部に対し指示があった。これに基づく執行部からの報告を受け、12月2日の臨時会合において、最近の企業金融情勢を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫として、21年4月30日までの間、時限的に、「民間企業債務を活用した新たなオペレーション」（「共通担保と

³² 本件は、12月9日から実施した。

して差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で、金額に制限を設けずに、無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利で、年度末越え資金を供給するオペレーション」)を導入することおよび同オペの骨子を決定した。これを受け、12月18、19日の会合において、「企業金融支援特別オペレーション基本要領」および「企業金融支援特別オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を制定した。

(6) 株式会社日本政策投資銀行をオペ対象先とするための措置

12月18、19日の会合において、最近の企業金融情勢を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、株式会社日本政策投資銀行が、株式会社日本政策金融公庫法第2条第5号に定める危機対応業務またはこれに関連する業務として実施するCPの買取業務を支援するための時限措置として、「株式会社日本政策投資銀行との金融市場調節に係る諸取引の取扱いに関する特則」を制定し、同行の共通担保資金供給オペ(全店貸付)、CP現先オペおよび企業金融支援特別オペへの参加を可能とした。

(7) 米ドル資金供給オペの実施期限延長のための措置

12月18、19日の会合において、最近における米ドル市場の状況を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るため、米ドル資金供給オペの実施期限の延長を行うべく、「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(21年4月30日)について「同日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による」とすることを決定した。また、「ニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極要綱」を一部改正し、「有効期限」を「有効期限(引出可能期限)」とすることを決定した。

(8) 長期国債の買入対象国債の追加および残存期間別買入れ等の実施

12月18、19日の会合において、短期の資金供給オペの負担を軽減するため、長めの資金供給となる長期国債の買入れを増額することとし、併せて買入対象

国債に、30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加することを決定した。また、買入国債の残存期間が極端に短期化あるいは長期化することを避けるため、残存期間別の買入れ方式（残存1年以下、1年超から10年以下、10年超区分）を導入することを決定した。これを受け、1月の会合において「国債売買基本要領」を一部改正することを決定した³³。

(9) 「国庫短期証券」の発行に伴う「短期国債売買基本要領」の一部改正等

1月の会合において、「割引短期国債」および「政府短期証券」が「国庫短期証券」として統合発行されることに伴い、オペおよび担保に関する基本要領等について、所要の改正を行うことを決定した³⁴。

(10) CP買入れの導入

12月18、19日の会合において、年度末に向けて企業金融が一段と厳しさを増すおそれがあることを踏まえ、時限的に、CP買入れを実施することとした。それとともに、「企業金融に係るその他の金融商品についても対応を検討することとし、それらの検討結果をできるだけ速やかに金融政策決定会合に報告するよう」議長から執行部に対し指示があった。議長からは、「中央銀行としての範囲でどの程度の期間行うことが必要かつ適当か、また中央銀行の財務の健全性と通貨に対する信認を確保するために、政府との関係も含めどのような対応が必要か」といった点からの検討が求められた。これに基づく執行部からの報告を受け、1月の会合において、企業金融円滑化の観点から、企業金融に係る金融商品の買入れを行うことについての基本的な考え方を「企業金融に係る金融商品の買入れについて」として取りまとめた上で、21年3月31日までの時限措置として、「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」および「コマーシャル・ペーパー等買入における買入対象先選定基本要領」を制定した。

(11) 不動産投資法人債等の適格担保化およびCP現先オペ対象資産化

1月の会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、不動産投資法人債、短期不動産投資法人債、不動産投資法人が振出す手形、不動産投資法

³³ 本件は、2月2日から実施した。

³⁴ 本件は、初回の国庫短期証券の発行日となる2月9日から実施した。

人CPおよび不動産投資法人に対する証券貸付債権を適格担保とし、また、短期不動産投資法人債および不動産投資法人CPをCP現先オペの対象とするため、オペおよび担保に関する基本要領について、所要の改正を行うことを決定した³⁵。

(12) 政府保証付短期債券の適格担保化およびCP現先オペ対象資産化

2月の会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、政府保証付短期債券を適格担保とし、また、CP現先オペの対象とするため、オペおよび担保に関する基本要領について、所要の改正を行うことを決定した³⁶。

(13) 国債補完供給の対象国債の追加

2月の会合において、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債および資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、国債補完供給の対象国債として、30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加することを決定し、「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」を一部改正することを決定した³⁷。

(14) 社債買入れの導入

1月の会合において、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」に示された基本的な考え方に基づき、「残存期間1年以内の社債の買入れについて、実務的な検討を行い速やかに成案を得るよう」議長から執行部に対し指示があった。これに基づく執行部からの報告を受け、2月の会合において、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、21年9月30日までの時限措置として、社債買入れを導入することとし、「社債買入基本要領」および「社債買入における買入対象先選定基本要領」を制定した。

³⁵ 本件は、2月13日から実施した。

³⁶ 本件は、2月25日から実施した。

³⁷ 本件は、2月20日から実施した。

(15) 米ドル資金供給オペの実施期限延長等のための措置

2月の会合において、最近の金融資本市場の情勢に鑑み、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」、「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」および「ニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極要綱」を一部改正し、これらの有効期限を21年4月30日から10月30日まで延長すること、「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」および「社債および企業に対する証書貸付債権の適格性判定等に関する特則」の実施期限を21年4月30日から12月31日まで延長すること、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」を一部改正し、この実施期限を21年4月15日から10月15日まで延長すること、「企業金融支援特別オペレーション基本要領」および「企業金融支援特別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、これらの実施期限を21年4月30日から9月30日まで延長すること、「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」および「コマーシャル・ペーパー等買入における買入対象先選定基本要領」を一部改正し、これらの実施期限を21年3月31日から9月30日まで延長することを決定した。