

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 21 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 21 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
（ 輸出は増加 ）	2
（ 生産も増加 ）	5
（ 設備投資は減少が続く ）	6
（ 公共投資は増加、住宅投資は減少 ）	8
（ 雇用・所得環境は厳しさを増す ）	9
（ 個人消費は全体としては弱めの動き ）	11
（ 2 ） 物価	13
（ 3 ） 海外経済	17
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 国際金融資本市場	19
（ 2 ） 短期金融市場	21
（ 3 ） 債券市場	23
（ 4 ） 株式市場	24
（ 5 ） 外国為替市場	25
（ 6 ） 企業金融	27
（ 7 ） 量的金融指標	31
． 金融政策運営及び金融政策手段	
1 ． 金融政策決定会合の開催実績	33
2 ． 金融政策決定会合における検討・決定	
（ 1 ） 概況	34

(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表	36
(3) 各会合における検討・決定	
イ . 21 年 4 月 6、7 日の会合	40
(海外経済は全体として悪化しているが、悪化のテンポは鈍化の兆し)	
(国際金融資本市場は依然として不安定な状況が続く)	
(景気は大幅に悪化)	
(消費者物価はマイナスとなっていく見通し)	
(金融環境は全体として厳しい状態が続く)	
(金融市場調節方針の維持)	
ロ . 4 月 30 日の会合	42
(海外経済は全体として悪化を続けるものの一部に下げ止まりを示唆する動き)	
(景気は引き続き大幅に悪化)	
(消費者物価は、今後下落幅が拡大していく可能性が高い)	
(金融環境は引き続き全体としては厳しい状態が続く)	
(金融市場調節方針の維持)	
ハ . 5 月の会合	43
(海外経済は全体として悪化を続けているが、悪化テンポは鈍化)	
(国際金融資本市場では、金融システムをめぐる不透明感がやや後退)	
(景気は悪化を続けているが、輸出や生産は下げ止まりつつある)	
(消費者物価は、低下しており、先行きはマイナスとなっていく)	
(金融環境は、一頃に比べて緊張感が後退しているものの、なお厳しい状態)	
(金融市場調節方針の維持)	
ニ . 6 月の会合	44
(海外経済は下げ止まりつつある)	
(国際金融資本市場では、米国の金融情勢に係る過度の不安心理が後退)	
(景気は下げ止まりつつある)	
(消費者物価は低下しており、先行きはマイナスとなっていく)	

<ul style="list-style-type: none"> (金融環境は改善の動きがみられるものの、全体としてはなお厳しい状態が続く) (金融市場調節方針の維持) 	46
<p>ホ . 7月の会合</p> <ul style="list-style-type: none"> (海外経済は下げ止まっている) (国際金融資本市場は、短期金融市場で一頃と比べ落ち着いた状況が続いている) (景気は下げ止まっている) (消費者物価は下落しており、当面下落幅は拡大) (金融環境は厳しい状態にあるものの改善の動きが続く) (「経済・物価情勢の見通し」の中間評価) (金融市場調節方針の維持) (各種時限措置の延長) 	49
<p>へ . 8月の会合</p> <ul style="list-style-type: none"> (海外経済は下げ止まっている) (国際金融資本市場は春先以降の改善傾向が続いている) (景気は下げ止まっている) (消費者物価は下落しており、当面下落幅は拡大) (金融環境は厳しい状態にあるものの、改善の動きが続く) (金融市場調節方針の維持) 	51
<p>ト . 9月の会合</p> <ul style="list-style-type: none"> (海外経済は持ち直しつつあり、今後も持ち直しを続ける) (国際金融資本市場は改善傾向が続いている) (景気は持ち直しに転じつつある) (消費者物価の下落幅は拡大しているが、本年度後半以降は縮小) (金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている) (金融市場調節方針の維持) 	53
<p>(4) 金融政策運営を巡る論点</p> <ul style="list-style-type: none"> (今次金融経済危機の背景と先行き) 	53

(物価低下圧力の長期化に関する考え方)・・・・・・・・・・・・・・・・	54
(非伝統的な金融政策手段の基本的考え方と各種時限措置の取扱い)・・	55
3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向・・・・・・・・	57
4．日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・・・・・・・・・	60
5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 公的部門に対する証書貸付債権の適格担保範囲の拡大・・・・・・・・	62
(2) 外貨建外国債券の適格担保化・・・・・・・・・・・・・・・・	62
(3) 株式会社日本政策投資銀行をオペ対象先とする目的の追加・・・・・・・・	62
(4) 米ドル資金供給オペの実施期限延長等のための措置・・・・・・・・	63
. 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・・・・・・・・・・・・・・・・	64
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・・・・・	97
3．金融政策決定会合議事要旨・・・・・・・・・・・・・・・・	121
参考計表・資料一覧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	228

通貨及び金融の調節に関する報告書

要 旨

(経済の情勢)

1. 国内景気は、平成 20 年度下期に急激かつ大幅に悪化したあと、21 年度上期には、持ち直しに向かった。

すなわち、公共投資は増加を続け、輸出や生産も大きく増加した。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅な減少を続けた。雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は全体としては弱めの動きを続け、住宅投資は減少した。

2. 物価面では、国内企業物価は、製品需給緩和の影響がみられるなか、昨秋以降の国際商品市況の反落を主因に、前年比の下落幅が拡大した。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落幅が拡大した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場は、引き続き日本銀行が積極的に資金供給を行ったこともあって、落ち着きを取戻し、金利は低位で安定的に推移した。もっとも、長めの期間を中心に引き続き取引の薄い状況がみられるなど、なお一部に神経質な地合いが残った。

日本銀行は、多様なオペレーション手段を活用した積極的な資金供給を継続し、金融市場の安定確保に努めた。また、金融市場の機能を改善し、企業金融の円滑化を支援するため、CP・社債の買入れおよび企業金融支援特別オペレーションを継続して実施するとともに、その実施期限を9月末から12月末に延長した。こうした施策の効果もあって、CP市場では良好な発行環境となった。このほか、米ドル資金供給オペレーションを継続して実施するとともに、その

実施期限を22年2月1日まで延長した。この間、米ドルの調達環境は改善が続いた。

長期金利は、景気底入れ期待が広がるなか、上昇基調を辿り、6月半ばには1.5%を上回って推移した。その後、景気や物価の先行きに対する慎重な見方等もあって、金利は低下し、9月末にかけては1.3%前後で推移した。

株価は、春先以降、世界的な景気の底入れ期待や過度な金融システム不安の後退などを背景に上昇傾向を辿った。日経平均株価は、7月下旬に10千円台を回復したあと、9月末にかけては上昇ペースに鈍化がみられたものの、引き続き10千円台前半で推移した。

外国為替市場では、円の対ドル相場は、7月まで振れを伴いつつも総じて横ばい圏内で推移したが、8月以降は円高方向となり、特に9月末にかけては、一時88円台まで増価した。

4. 企業金融について、まず資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、なお「厳しい」とする先が多いものの、20年度末対比でみると改善した。CP・社債市場では、信用スプレッドの低下や社債の発行銘柄の拡大など改善傾向が続いた結果、低格付社債を除き、良好な発行環境となった。

次に資金需要面をみると、運転資金需要、設備資金需要とも後退したほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きがみられたこともあって、企業の外部資金需要は伸びが鈍化した。

こうしたもとで、企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高（特殊要因調整後）は、4～6月期は前年比で3%台の伸び率となったが、その後、運転資金需要、設備資金需要とも弱めに推移したことなどから、前年比伸び率が鈍化した。CPの発行残高は運転資金需要の後退もあって前年を大きく下回って推移したが、社債の発行残高は発行環境の改善などから前年比伸び率が高まった。

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、前年比でみて高めの伸びが続いた。マネーストック（M2）は、20年度下期と比べて伸びが高まり、前年比2%台半ばないし3%程度の増加となった。

(金融政策決定会合における検討・決定)

6. 21年度上期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、4月の会合では、わが国の景気について、「大幅に悪化している」と判断した。その後、5月会合では、「景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある」と判断し、6月会合では、輸出・生産が持ち直しに転じつつあることや公共投資が増加していることを踏まえ、「景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」とした。この後、景気の現状判断について、7月・8月の会合では、「下げ止まっている」としたあと、9月会合では、公共投資が増加を続けているほか、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出や生産が増加していることなどから、「持ち直しに転じつつある」との判断を示した。

7. 金融政策運営面では、政策委員会は、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、0.1%前後で推移するように促す」とする金融市場調節方針を決定した。その上で、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていくとの方針を示した。この間、7月の会合では、企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていく観点から、CP・社債買入れ、企業金融支援特別オペレーションの期限を、9月末から12月末とするなど、各種時限措置の期限を延長することを決定した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、116.3兆円(前年比+3.4%)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)

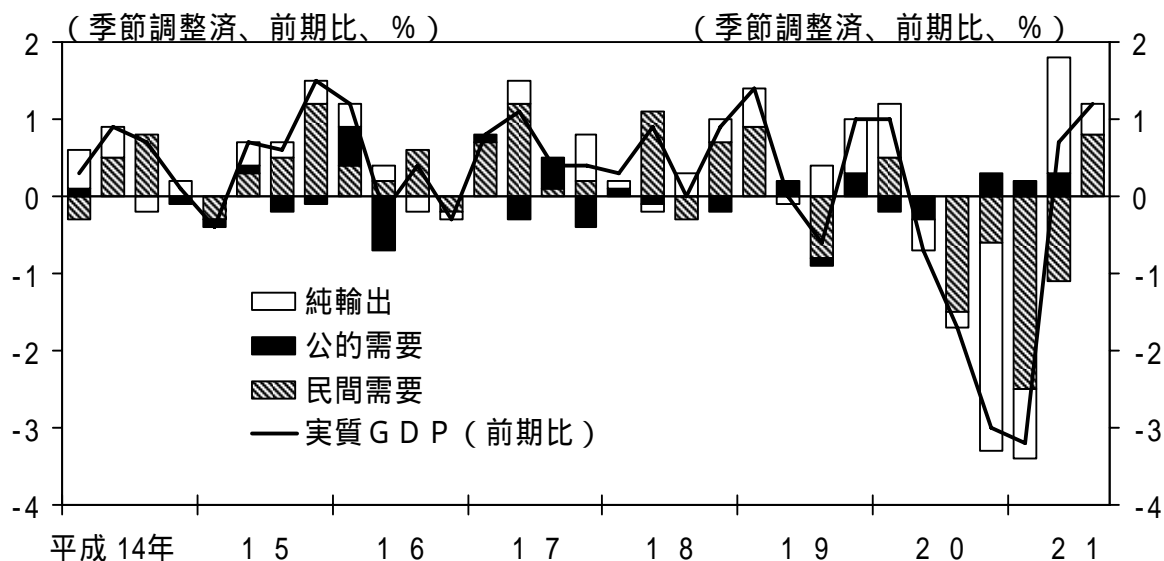
国内景気は、平成 20 年度下期に急激かつ大幅に悪化したあと、21 年度上期には、持ち直しに向かった。

公共投資は増加を続け、輸出や生産も大きく増加した。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅な減少を続けた。雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は全体としては弱めの動きを続け、住宅投資は減少した。

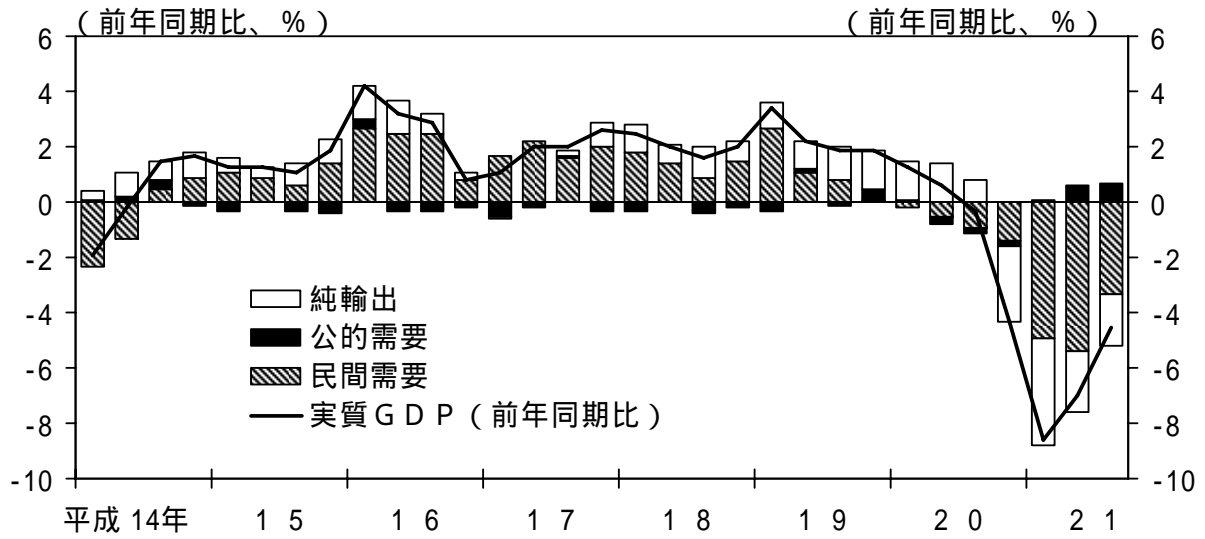
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比で見ると、20 年度下期の大幅な減少のあと、4 ~ 6 月、7 ~ 9 月ともに増加した(図表 1 (1))。前年同期比で見ると、1 ~ 3 月に 1 割近い大幅な減少となったあと、4 ~ 6 月、7 ~ 9 月とマイナス幅が縮小した(図表 1 (2))。また、景気動向指数は、先行指数、一致指数ともに、1 ~ 3 月をボトムに、反転した(図表 1 (3))。

(図表 1) 実質 GDP と景気動向指数の推移

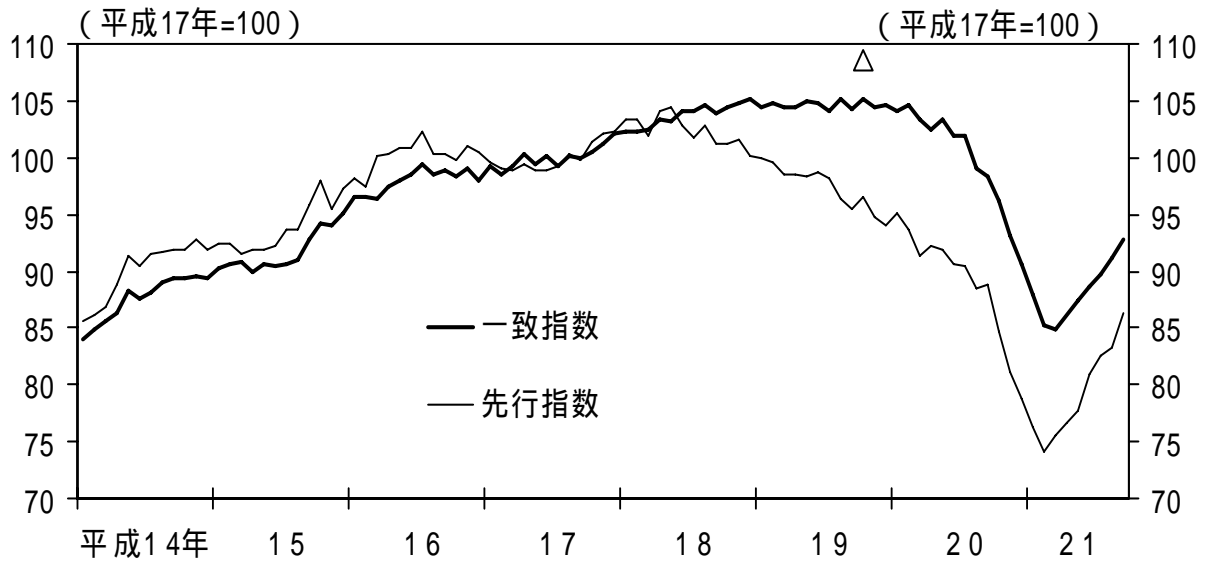
(1) 実質 GDP (前期比)



(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 △ は直近の景気の山を示している。

(輸出は増加)

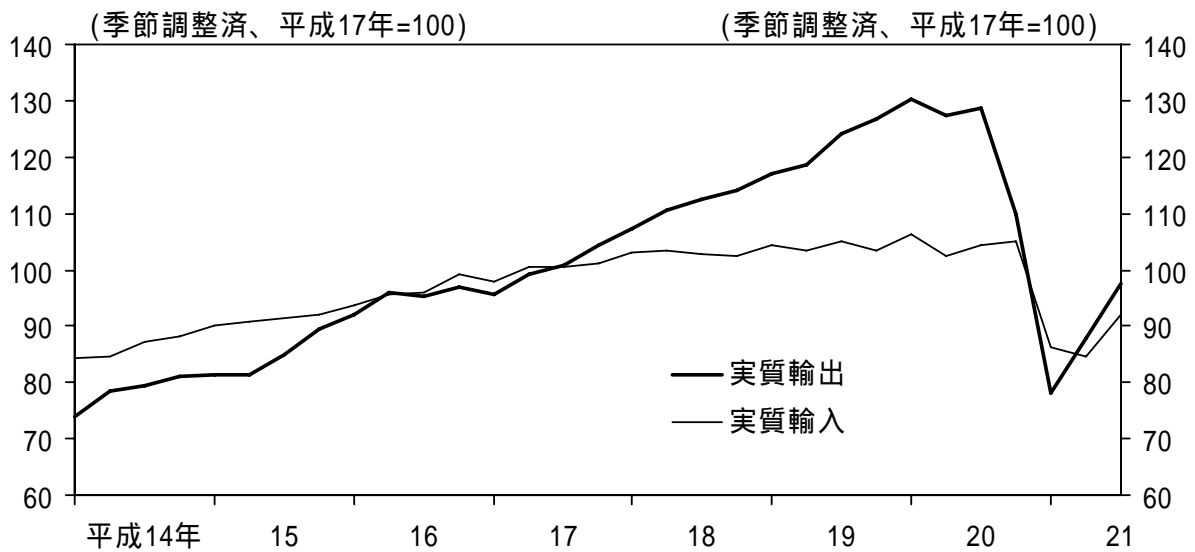
実質輸出は¹、20 年度下期に大幅に減少したあと、各国の政策措置の効果や海外

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。

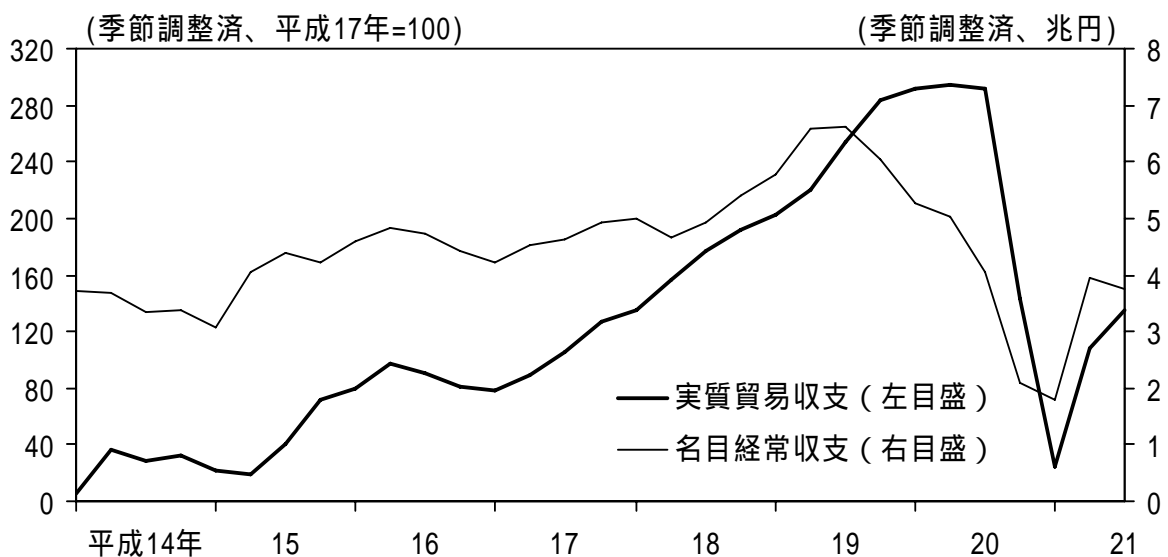
現地在庫の調整進捗などを背景に、4～6月、7～9月と増加した(図表2(1))。実質輸入も、生産の動きなどを反映して増加に転じたが、輸出に比べると増加ペースは緩やかなものとなった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、1～3月をボトムにはっきりと増加した(図表2(2))。

(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



実質輸出を地域別にみると(図表3(1))、ほぼ全ての国・地域向けで増加した。とりわけ、中国をはじめとする東アジア向けは、4～6月、7～9月と大幅な増

加を続けた。米国向けやE U向けは、自動車関連輸出の復調を受けて持ち直した。この間、その他地域（中東、中南米、ロシアなど）向けの回復は幾分遅れた。実質輸出を財別にみると（図表3（2））、情報関連が、在庫調整の急速な進展や中国の家電需要の増加などから増加したほか、中間財（化学製品等）も東アジア向けを中心に増加した。自動車関連は、各国の自動車買い替え促進策の効果や²、海外現地在庫の順調な調整進捗を反映して増加した。一方、資本財・部品は、世界的な設備投資圧縮の動きを背景に、回復が幾分遅れた。

実質輸入を財別にみると、情報関連が大幅に増加したほか、消費財も増加を続けた。素原材料、中間財、食料品、資本財・部品は、1～3月、4～6月と減少したあと、7～9月は増加に転じた。

（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3四半期	平成21年			
		4	1	2	3
米国 <17.5>	-4.9	-8.9	-35.7	11.7	10.2
E U <14.1>	-2.9	-17.1	-27.0	4.7	1.2
東アジア <46.8>	-0.4	-15.5	-22.1	17.8	12.4
中国 <16.0>	-1.3	-14.6	-17.1	19.3	8.9
N I E s <22.1>	0.8	-18.3	-22.4	18.9	12.8
A S E A N 4 <8.8>	-1.5	-9.8	-30.7	12.0	19.5
その他 <21.5>	1.9	-7.8	-30.7	-6.1	9.1
実質輸出計	1.0	-14.5	-28.9	12.2	11.1

（2）財別

（季節調整済、前期比、％）

	平成20年 第3四半期	平成21年			
		4	1	2	3
中間財 <18.9>	0.8	-7.8	-16.1	17.3	9.2
自動車関連 <23.8>	-1.4	-14.5	-50.7	20.3	24.5
消費財 <4.1>	-4.4	-12.1	-26.9	8.7	0.9
情報関連 <10.2>	-0.3	-20.6	-26.0	35.0	6.2
資本財・部品 <28.3>	-1.0	-9.8	-26.5	-0.9	7.3
実質輸出計	1.0	-14.5	-28.9	12.2	11.1

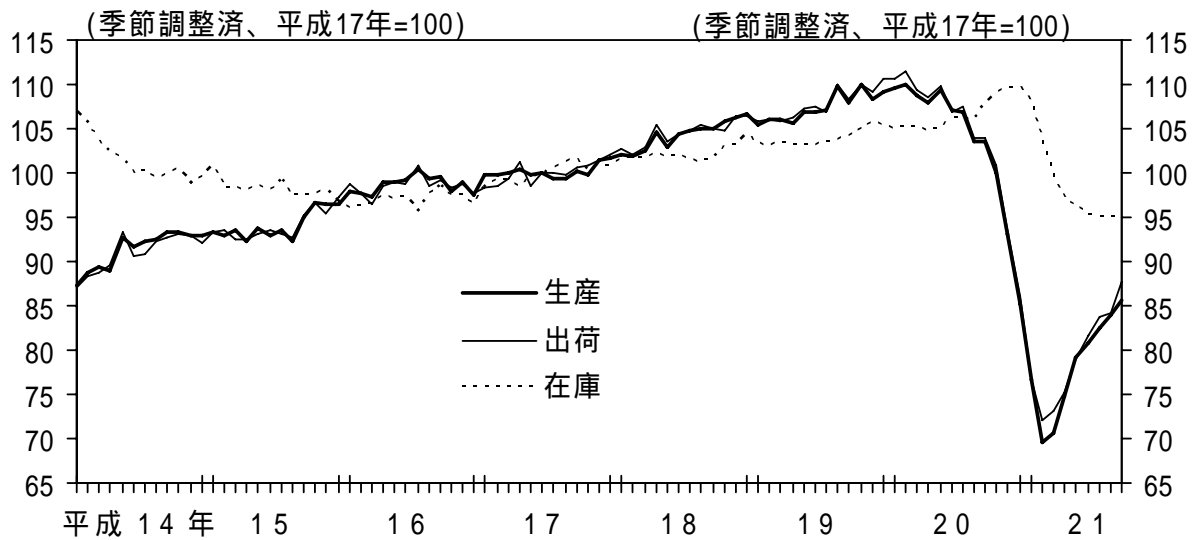
（注）< >内は、20年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。N I E sは、韓国、台湾、香港、シンガポール。A S E A N 4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

² 自動車買い替え促進策（「スクラップ・インセンティブ」）は、フランス、ドイツ、イタリア、イギリスなどの欧州各国、米国のほか、中国、韓国、マレーシアなど、幅広い国で導入された。

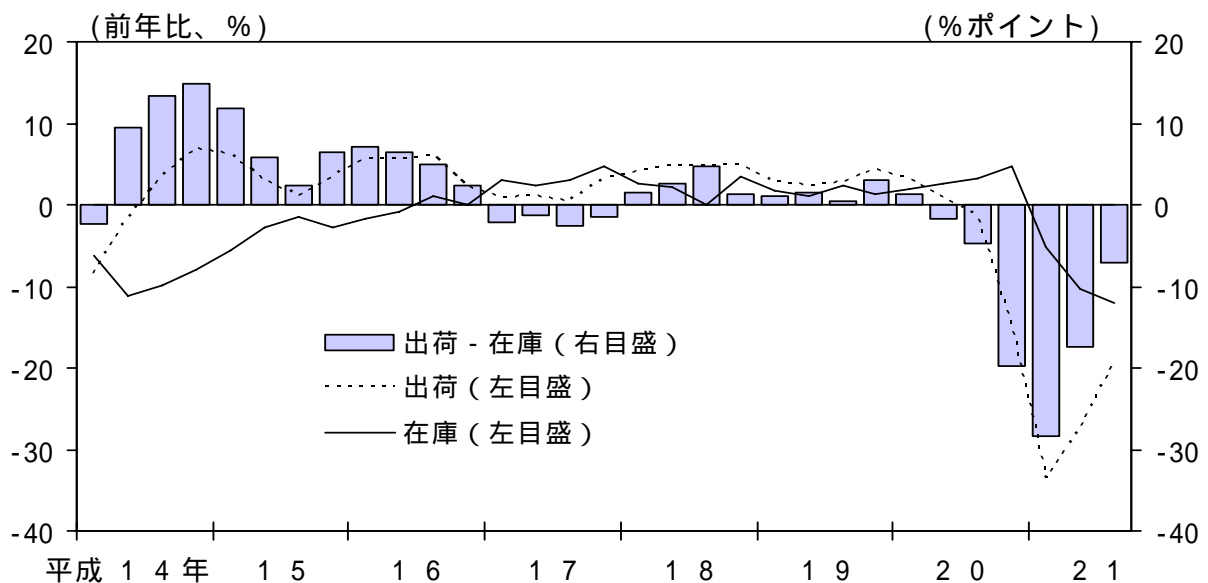
(生産も増加)

鋳工業生産は、輸出同様、20年度下期に大幅に減少したあと、内外の在庫調整の進捗や政策効果を背景に、4～6月、7～9月と増加した(図表4)。業種別にみると、輸送機械や電子部品・デバイスをはじめとする多くの業種で、輸出の増加や国内自動車販売の回復などを背景に、幅広く増加した。ただし、一般機械や精密機械は、世界的な設備投資圧縮の動きを背景に、4～6月は減少するなど、他の業種に比べてやや弱い動きとなった。こうした中、在庫については、出荷の増加を受けて減少を続け、出荷・在庫バランスははっきりと改善した(図表5)。

(図表4) 鋳工業生産・出荷・在庫



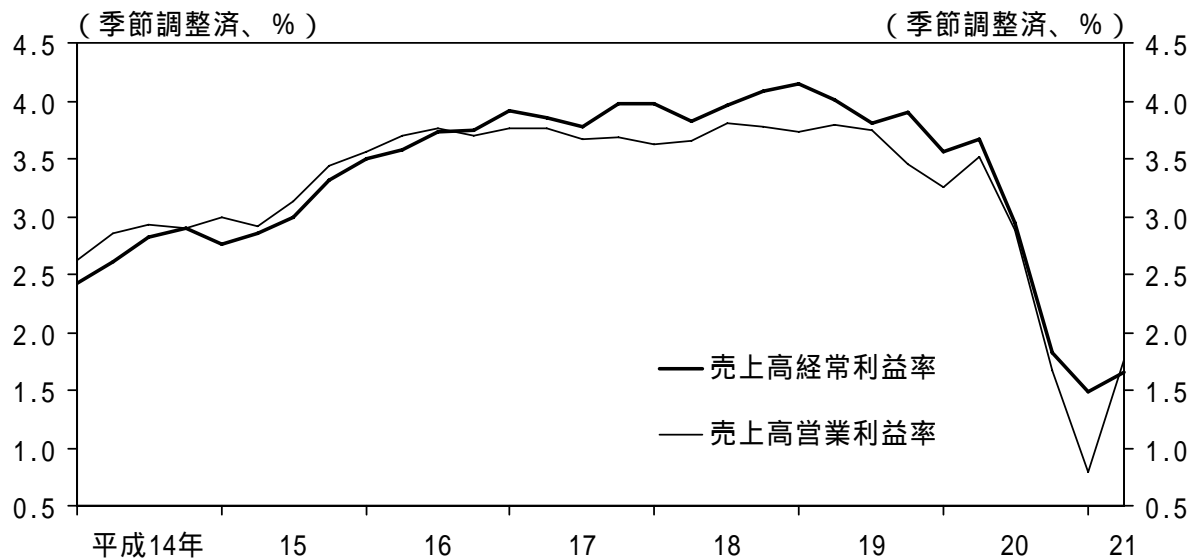
(図表5) 出荷・在庫バランス



(設備投資は減少が続く)

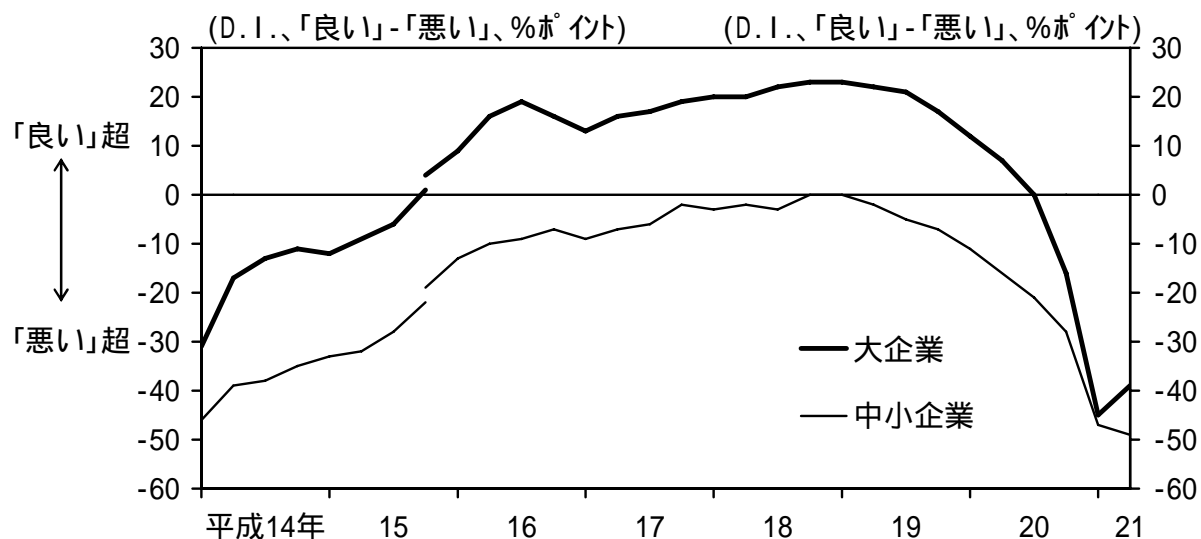
企業収益は、1～3月まで大幅に落ち込んだあと、4～6月以降は、生産の増加や人件費の抑制などにより、極めて低水準ながら持ち直しに転じた。法人企業統計の売上高経常利益率(季節調整値)をみると(図表6)、1～3月に、全産業・全規模ベースでデータ始期(昭和60年4～6月)以来の最低の水準となったあと、4～6月は若干持ち直した。企業の業況感についても、製造業大企業を中心に、改善の動きがみられた(図表7)。

(図表6) 企業収益



(注) 金融業、保険業を除く、全産業全規模ベースの計数。

(図表7) 企業の業況判断 (短観)



(注) 16年3月調査時に、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施されたため、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。

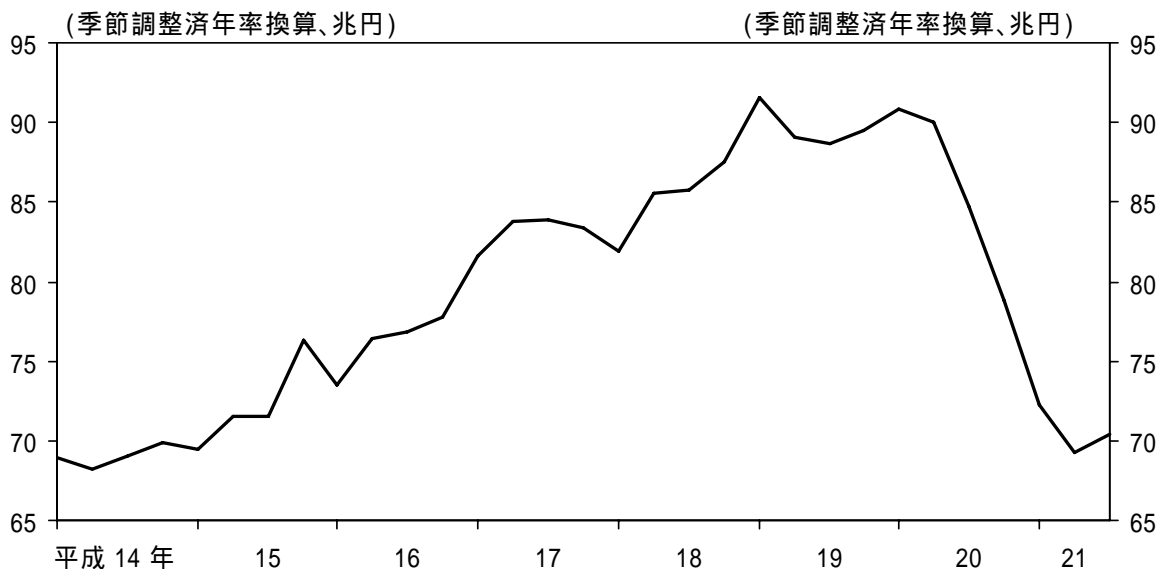
こうしたもとで、設備投資は、減少を続けたが、減少ペースは次第に緩やかになった。GDPベースの実質設備投資をみると、20年4～6月以降、5四半期連続で減少したあと、21年7～9月には増加に転じた(図表8(1))。設備投資の一致指標である資本財総供給も³、19年末をピークに急ピッチの減少が続いたが、7～9月には小幅増加の動きとなった(図表8(2))。また、機械投資の先行指標である機械受注は、大幅に落ち込んだあと、7～9月には概ね下げ止まった。建設投資の先行指標である建築着工床面積は、4～6月に大幅に減少したあと、7～9月には横ばい圏内の動きとなった(図表8(3))⁴。

³ 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。

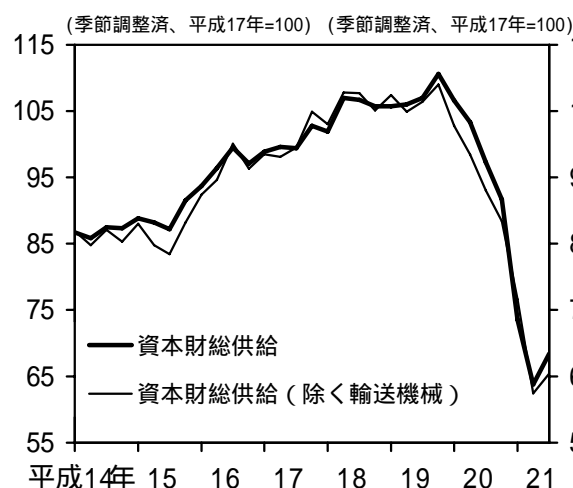
⁴ 建築着工の21年度上期入り後の急減には、20年末頃から実態として落ち込んでいたものが統計上遅れて現れてきた面がある。

(図表 8) 設備投資

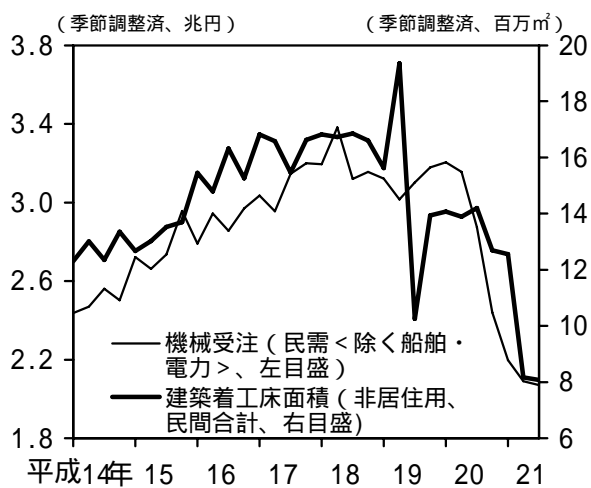
(1) 設備投資 (実質、GDPベース)



(2) 一致指標



(3) 先行指標



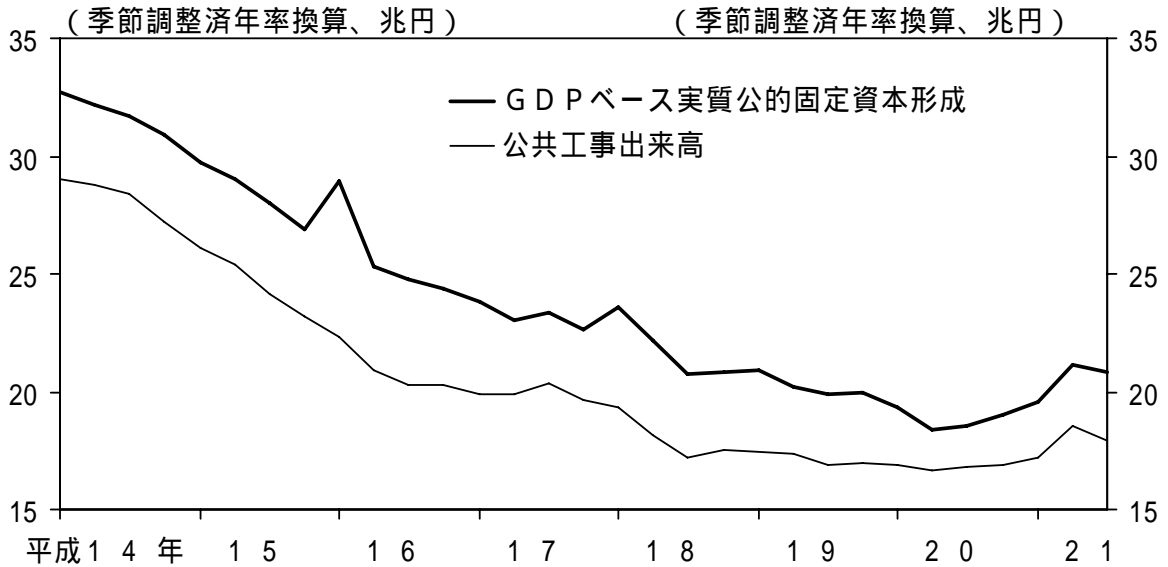
(注) 資本財総供給については脚注 3 を参照。

(公共投資は増加、住宅投資は減少)

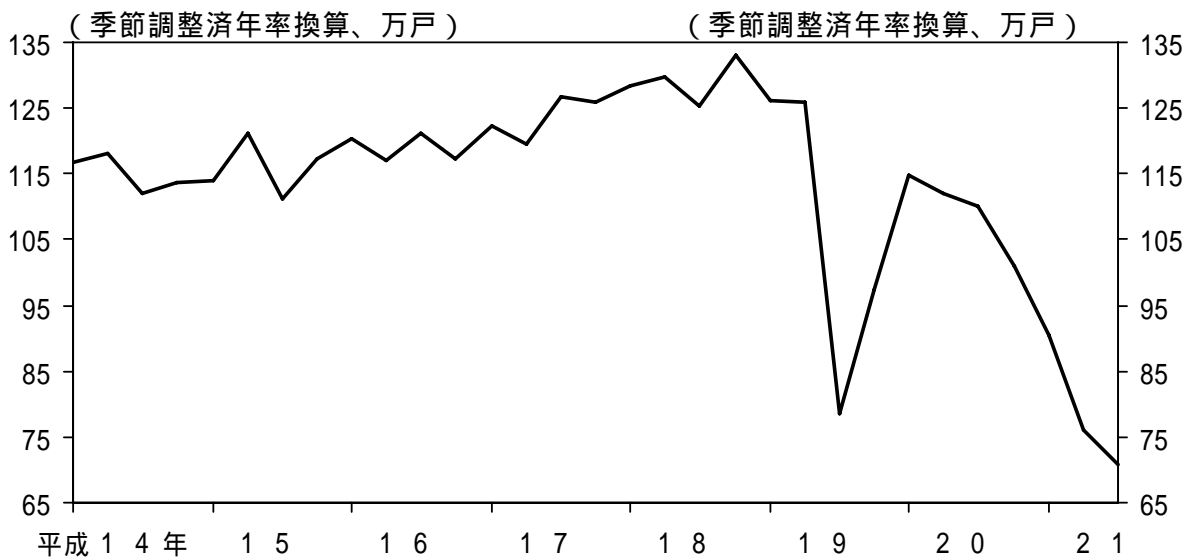
公共投資は、20年度補正予算の執行に加えて、21年度当初予算の前倒し執行もあって、増加を続けた(図表 9 (1))。一方、住宅投資は減少を続けた。これを先行指標である新設住宅着工戸数でみると(図表 9 (2))、20年度下期以降、雇用・所得環境が厳しさを増したことや、不動産関連セクターを取り巻く金融環境の悪化などから、21年度上期には水準を大きく切り下げた。

(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、大幅な需給緩和が続いた。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、7～8月には既往最低を更新したほか、完全失業率もはっきりと上昇し、7月には既往最高を更新

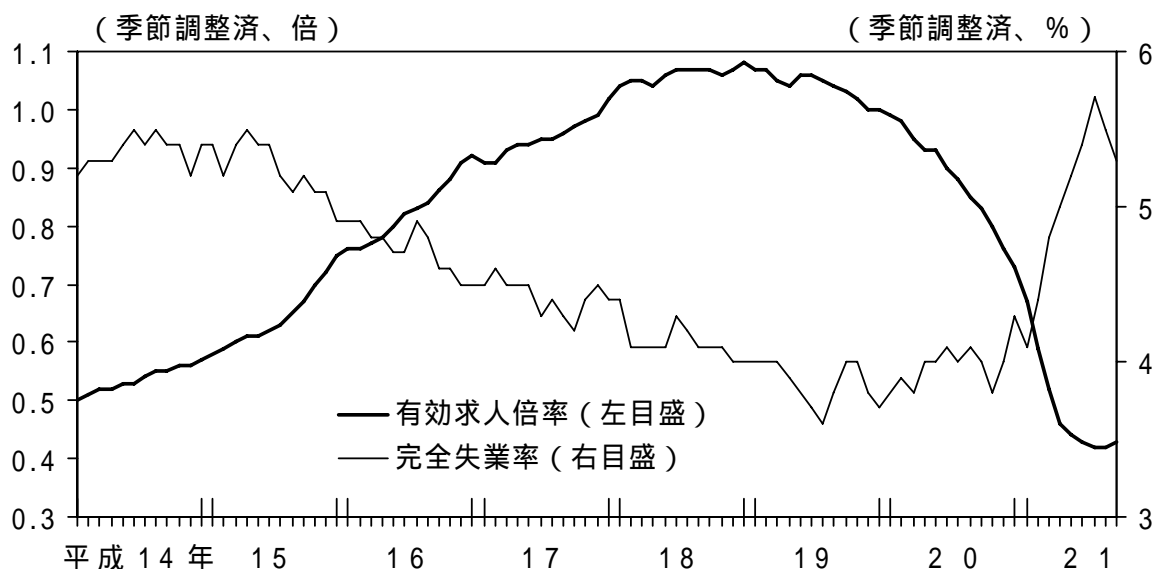
した（図表 10(1)）⁵。

雇用面では（図表 10(2)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、明確な減少に転じた。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比プラス幅も急速に縮小し、5月以降はゼロ%近傍での推移となった。ただし、こうした雇用者数の減少は、雇用調整助成金の利用などを通じて雇用維持が図られたことなどもあり、経済活動の落ち込みに比べると小幅なものにとどまった⁶。

賃金面では、製造業を中心とした労働時間の減少などから、所定内給与や所定外給与がともに前年比マイナスを続けたほか、企業収益の悪化を背景に特別給与も大幅に減少するなど、一人当たり名目賃金の前年比マイナス幅は拡大した。これらの結果、雇用者所得も大幅な減少となった（図表 11）。

（図表 10）労働需給

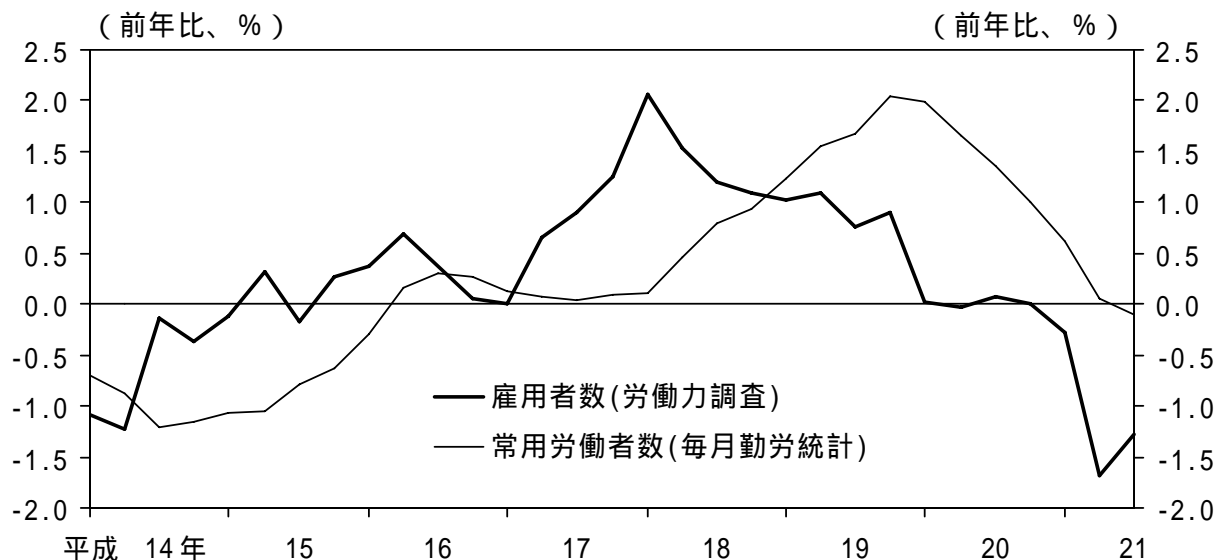
（1）有効求人倍率と完全失業率



⁵ これまでの有効求人倍率の最低水準は、平成 11 年 5 月、6 月の 0.46 倍。また失業率の最高水準は、14 年 6 月、8 月、15 年 4 月の 5.5%。

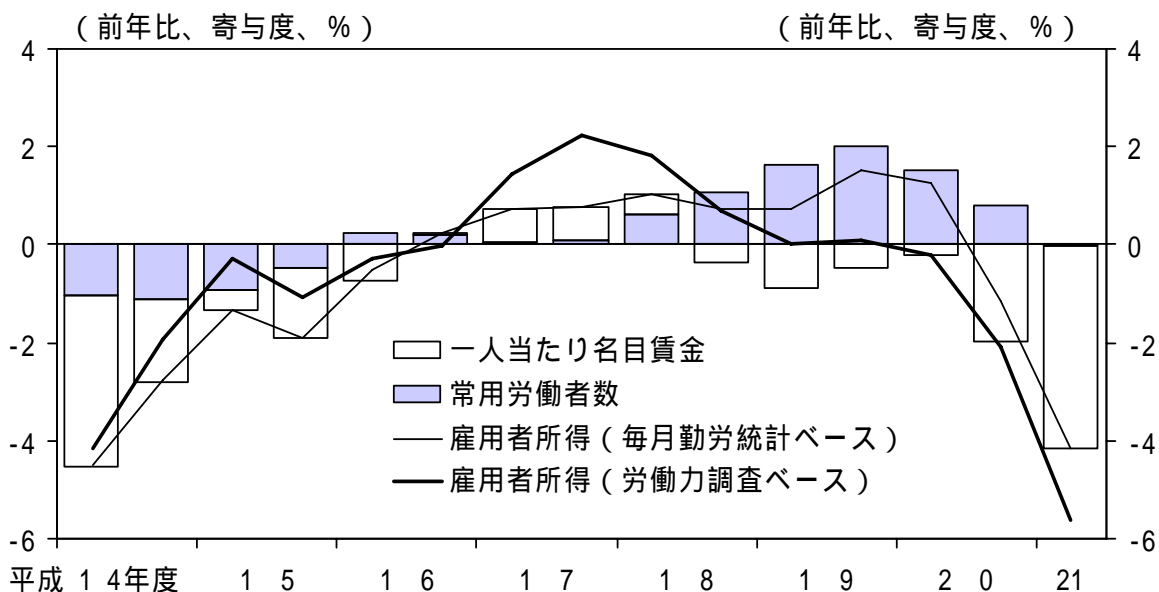
⁶ このほか、労働投入量の調整を、操業日数の減少や短時間パート労働の増加など、一人あたり労働時間の大幅な減少を通じて対応したことも寄与しているとみられる。

(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) 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)×一人当たり名目賃金(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)×一人当たり名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

(個人消費は全体としては弱めの動き)

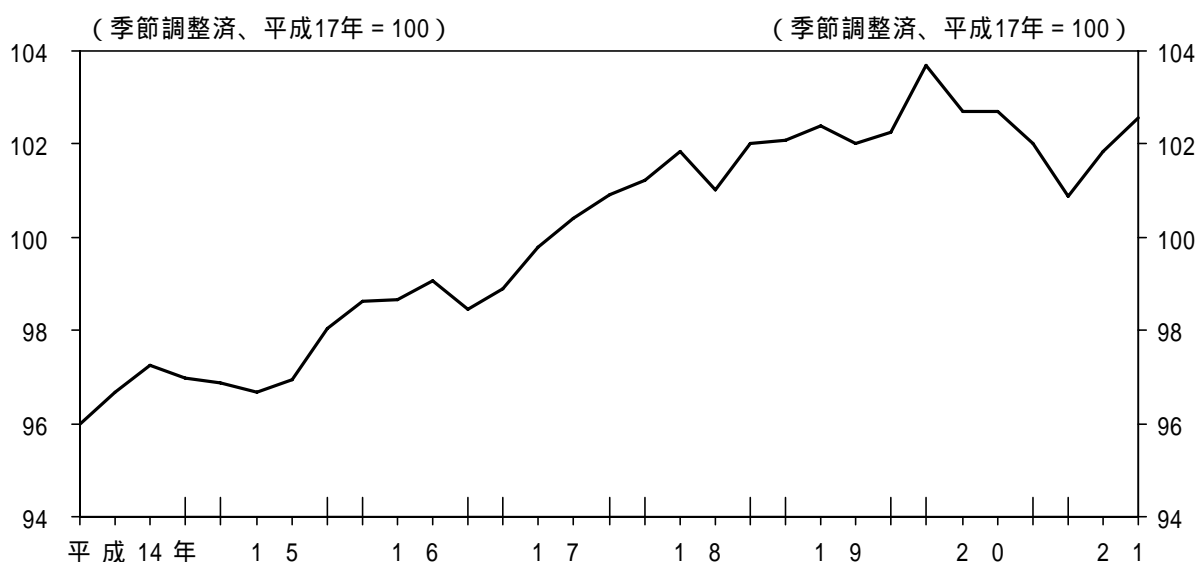
こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財は持ち直したが、全体としては弱めの動きとなった。GDPベースの実質個

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減少していたが、21 年 4 ~ 6 月、7 ~ 9 月と増加した。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」をみると(図表 12(2))⁷、店舗調整前と店舗調整後で動きがやや異なるものの、いずれも基調的には弱めの動きとなった。一方、消費財の動きを生産者段階で包括的に捉えた「消費財総供給」は⁸、耐久消費財(自動車)の動きを反映して、増加した(図表 12(3))。

消費者コンフィデンス関連指標は、なお低水準にあるものの、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、総じて持ち直した(図表 13)。

(図表 12) 個人消費

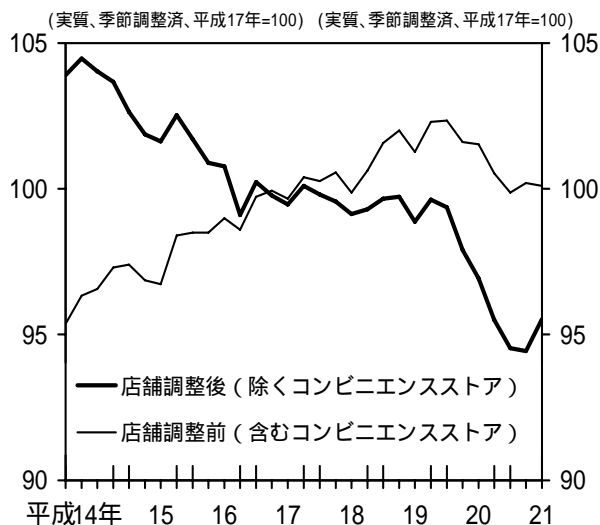
(1) 個人消費(実質、GDPベース)



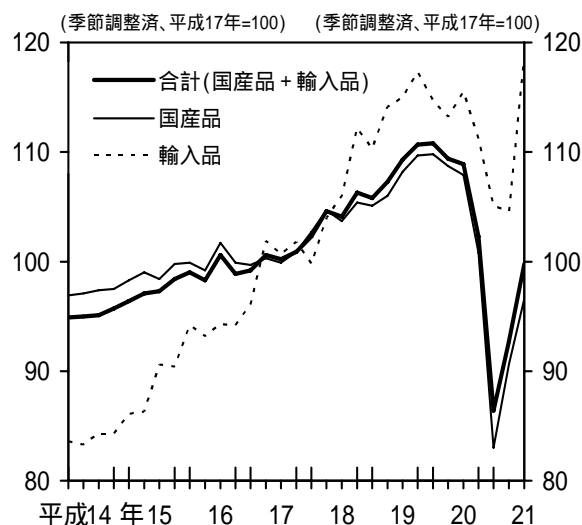
⁷ 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したものである。なお、「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である(店舗調整前の指数にはコンビニエンスストア売上高を含めている)。「店舗調整後」は、店舗増減の影響を排除したものであり、継続的に売上高を把握できる店舗分だけの売上高の変動を捉える指数である。

⁸ 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

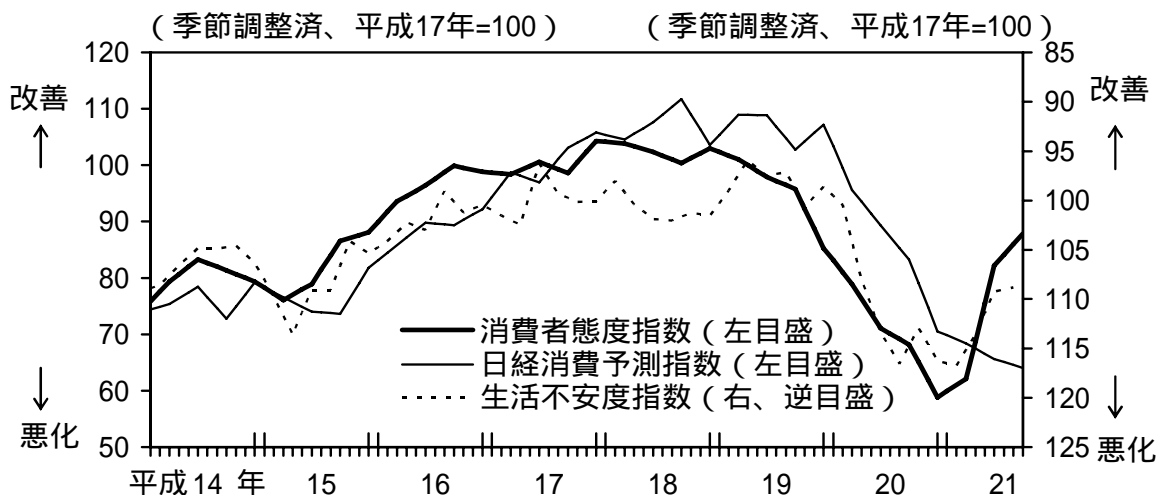


(3) 消費財総供給



(注) 販売統計合成指数については脚注7を参照。消費財総供給については脚注8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: 全国一般約4,700世帯)、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。

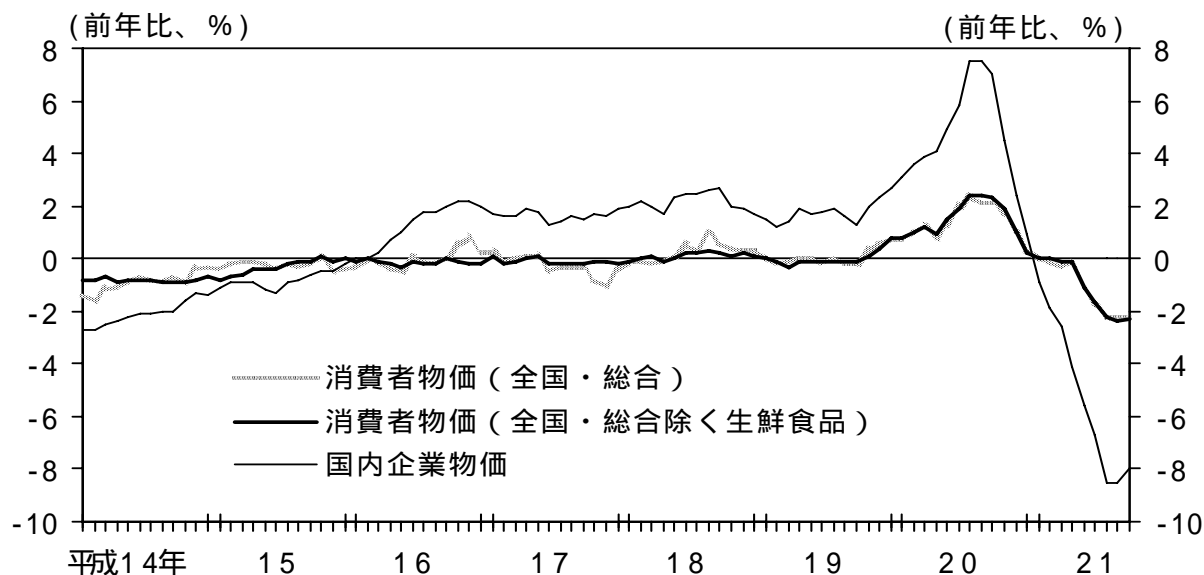
(2) 物価

物価の動向をみると(図表14)、国内企業物価は、製品需給緩和の影響がみられる中、昨秋以降の国際商品市況の反落を主因に、前年比の下落幅が拡大した。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は⁹、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、

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

前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落幅が拡大した。

(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)、「為替・海外市況連動型(石油・石炭製品、非鉄金属)」は国際商品市況の動向を反映し、上昇した。「素材(その他)」は、化学製品の値上がりを主因に、上昇に転じた。「鉄鋼・建材関連」や「電力・都市ガス・水道」は、下落幅が縮小した。「機械類」は電気機器を中心に、「その他」は加工食品を中心に、それぞれ小幅の下落が続いた。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比をやや詳しくみると、石油製品価格の下落幅拡大や食料工業製品価格の上昇幅縮小・マイナス転化(ともに図中「財」に区分)、外国パック旅行や携帯電話料金下落幅拡大(いずれも図中「一般サービス」に区分)などから、下落幅が拡大した(図表 16)。また公共料金も、電気料金や都市ガス代の引き下げなどから、下落幅が拡大した。

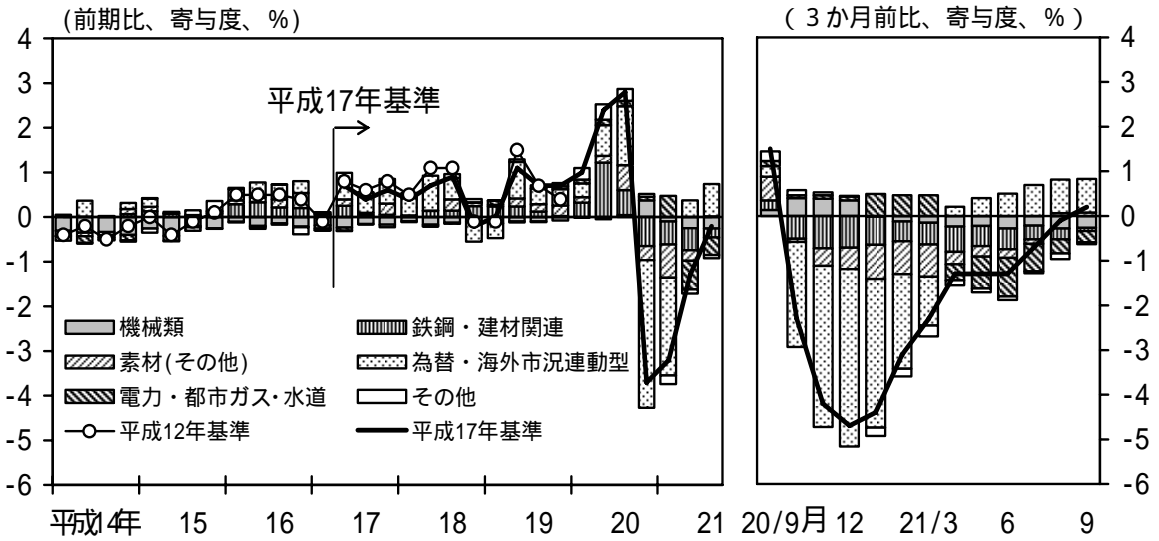
この間、消費者物価の前年比を食料およびエネルギーを除くベースでみると、経済全体の需給が緩和した状態が続いていることを背景に、下落幅が徐々に拡大した(図表 17)。

数総合から除いたものである。

(図表 15) 国内企業物価

< 四半期 >

< 月次 >



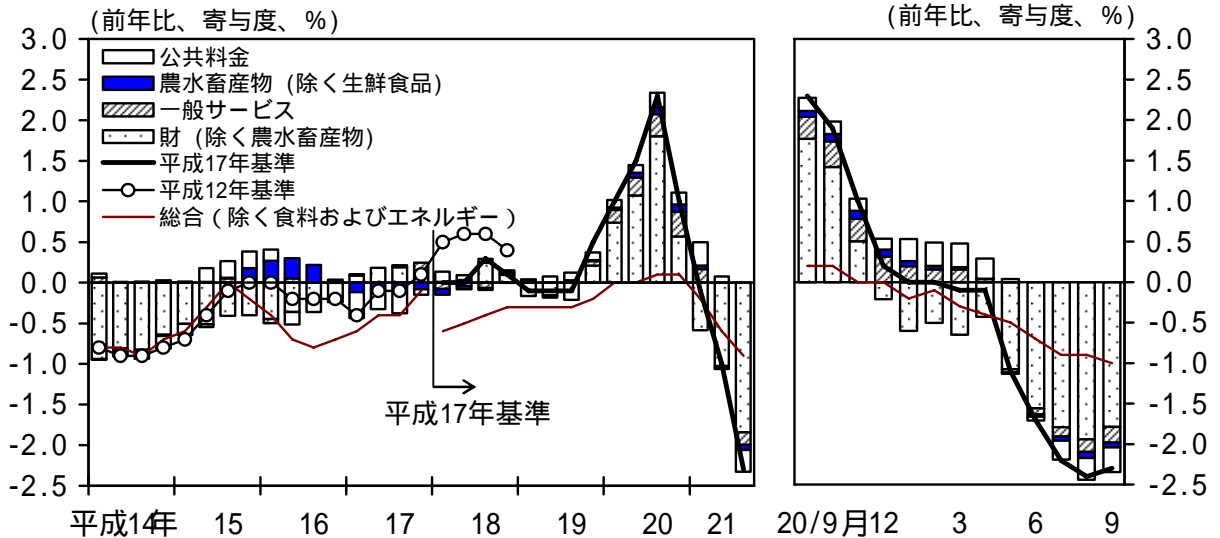
(注 1) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、情報通信機器、電子部品・デバイス、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(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)

< 四半期 >

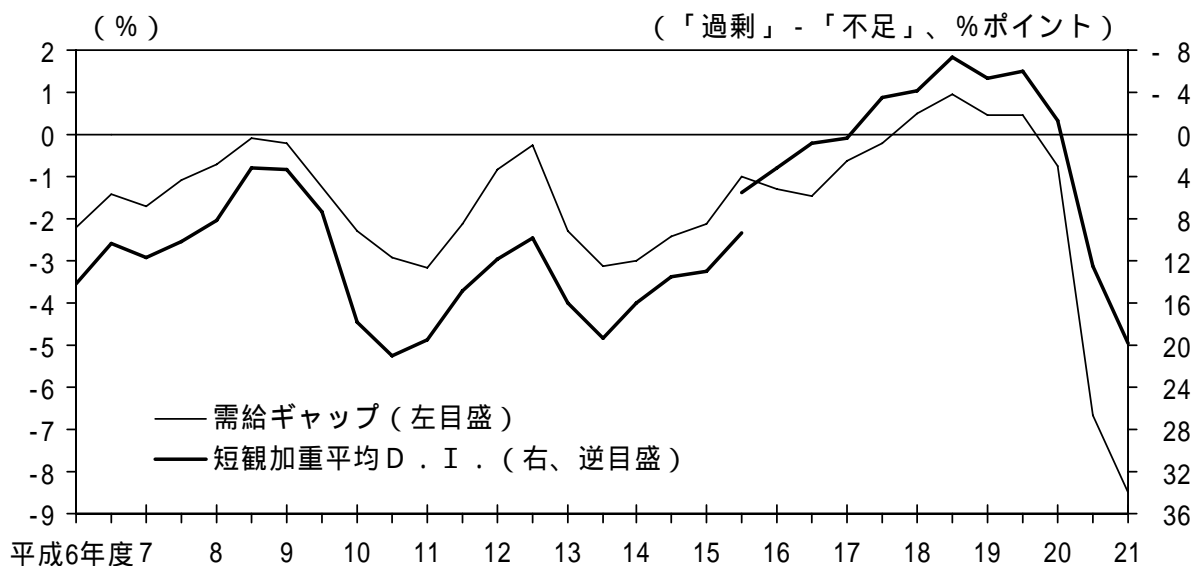
< 月次 >



(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「公共サービス」とあわせて公共料金とした。

(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) 労働と資本の稼働状況

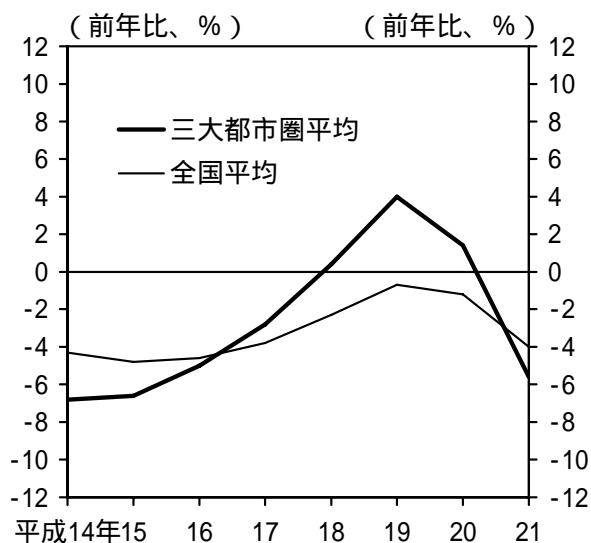


(注) 短観加重平均D・Iは、短観の生産・営業用設備判断D・Iと雇用人員判断D・Iを資本・労働分配率で加重平均したもの。需給ギャップは、日本銀行調査統計局による試算。需給ギャップの推計には様々な推計誤差が含まれるため、十分な幅を持って評価する必要がある。なお、21年度上期の需給ギャップは21年第2四半期の値。

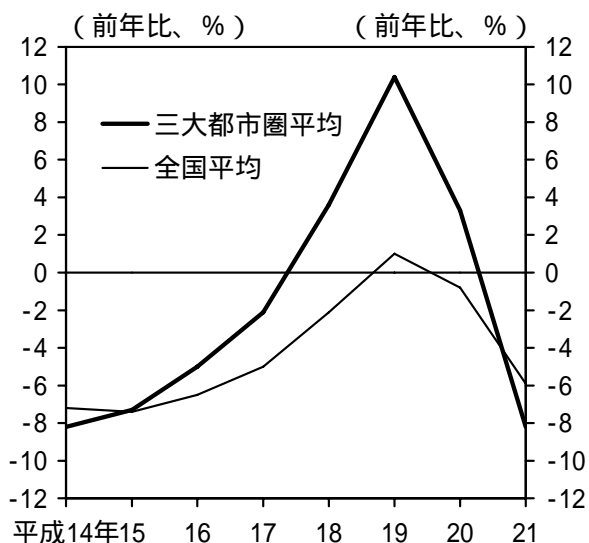
地価を都道府県地価で見ると(図表 18)住宅地、商業地ともに、三大都市圏で下落に転じたほか、地方圏で下落幅が再び拡大した。このため、全国平均では、住宅地、商業地ともに、下落幅が拡大した。

(図表 18) 都道府県地価

(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) 海外経済

21年度上期の海外経済は、積極的な金融財政政策の効果や、在庫調整の進捗を背景に、全体として下げ止まりから持ち直しに転じた（図表19）。

（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	20年 第2四半期	3	4	21年 1	2	3
米 国		2.1	0.4	1.5	-2.7	-5.4	-6.4	-0.7	2.8
欧 州	ユーロエリア	2.8	0.7	-1.3	-1.5	-7.1	-9.6	-0.7	1.5
	ドイ ツ	2.5	1.3	-2.2	-1.3	-9.4	-13.4	1.8	2.9
	英 国	2.6	0.6	-0.3	-2.9	-6.9	-9.6	-2.3	-1.6
東 ア ジ ア	中 国	13.0	9.0	10.1	9.0	6.8	6.1	7.9	8.9
	NIEsおよび ASEAN4	5.8	2.9	4.9	3.0	-1.9	-4.2	-2.2	

（注）NIEsおよびASEAN4 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。

米国経済は、悪化を続けたあと、下げ止まった。減少傾向にあった個人消費が自動車買い替え促進策を受けた自動車販売の増加により押し上げられたほか、住宅投資も大幅な減少を続けたあと、持ち直しに転じた。また、設備投資は減少幅が徐々に縮小した。こうしたもとで、生産も持ち直しに転じた。労働市場をみると、雇用者数の減少が続き、失業率は上昇したが、雇用者数の減少ペースは緩やかになっていった。また、対外バランス面をみると、財・サービス貿易収支の赤字は、20年秋以降の大幅に縮小した状態が続いた。

物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格が一頃に比べ低い水準で推移したことなどから、マイナス幅が拡大した。食料・エネルギーを除くベースの消費者物価の前年比上昇率はやや低下し、+1%台半ばとなった。

金融政策面をみると、21年度上期中、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、0.00~0.25%の範囲に据え置きつつ、金利を、当面の間、例外的に低い水準とする可能性が高いとの見通しを維持した。また6月には、これまでに導入してきたコマーシャルペーパー（CP）買

入れファシリティ等の時限措置について期限を延長した。一方、8月に、国債買入れを10月末までに完了することを発表したほか、9月には、エージェンシー債・エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の買入れを22年3月末までに完了する見込みであることを発表した。また、金融機関のニーズが後退したことを受けて、流動性供給策のうち入札型ターム物貸出制度等のオファー額を縮小させた。

欧州をみると、ユーロエリア経済は、下げ止まりに向かう動きとなった。すなわち、域外経済の下げ止まりを背景として輸出が持ち直してきたほか、内需面では、減少を続けていた個人消費が自動車買い替え促進策により押し上げられ、設備投資も減少幅を縮小した。これらを受け、生産も持ち直してきた。総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格が一頃に比べ低い水準で推移したことなどから、マイナスに転じた。金融政策面では、欧州中央銀行は、政策金利(主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利)を1%に引き下げた。また、固定金利・金額無制限の12か月物長期リファイナンス・オペを6月から実施したほか、カバードボンドの買入れを7月から実施した。

英国経済も、個人消費の減少幅が縮小し、生産活動が持ち直してきたことや住宅市場の調整が進捗したことを背景に、下げ止まりに向かう動きとなった。総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、低下傾向を辿り、9月には+1%程度となった。金融政策面では、イングランド銀行は、政策金利を0.5%に据え置きつつ、資産買取ファシリティの資金枠を当初の750億ポンドから5月に1,250億ポンド、8月に1,750億ポンドにそれぞれ拡大した。

新興国・地域をみると、まず中国経済は、内需を中心に成長率を高めた。消費や投資は政府による景気刺激策の効果から、高い伸びを続け、生産も増加を続けた。この間、米欧経済が下げ止まりに向かう中で、輸出は下げ止まった。物価面では、エネルギー価格が一頃に比べ低い水準で推移したこともあって、消費者物価の前年比はマイナスで推移した。

N I E S ・ A S E A N 諸国・地域の経済は、持ち直しに転じた。輸出が中国向けを中心に増加に転じたほか、各国の景気刺激策の効果から、個人消費が増加に転じ、設備投資は減少幅を縮小した。生産は、在庫調整の進捗もあって、増加に転じた。物価面をみると、エネルギー価格が一頃に比べ低い水準で推移したことなどから、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿った。

金融政策面では、景気の悪化・減速を背景に、多くの新興国・地域で緩和的な金融政策が維持された。

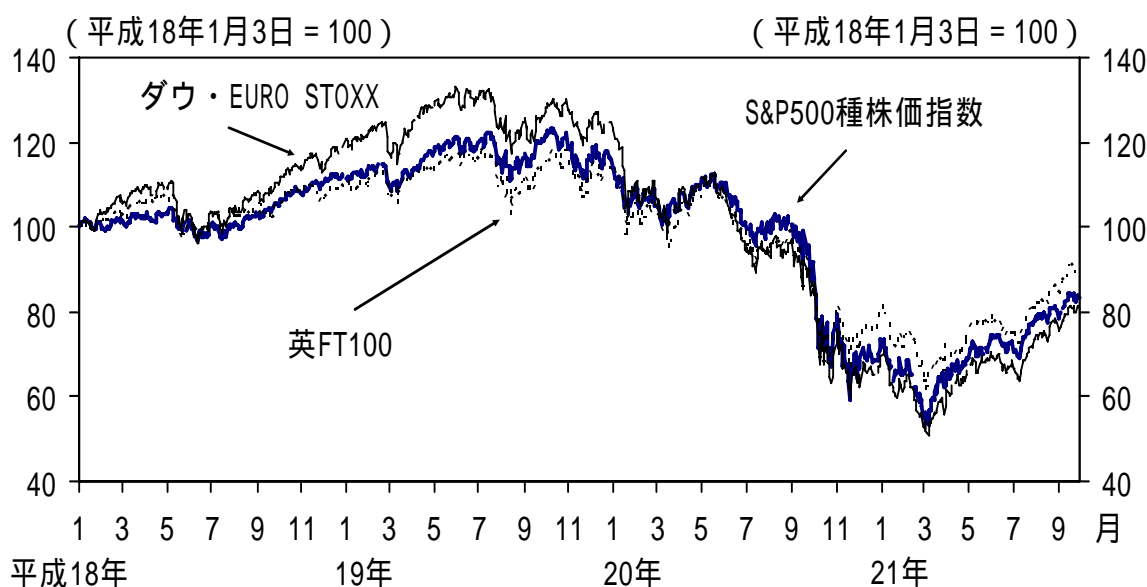
2. 金融面の動向

(1) 国際金融資本市場

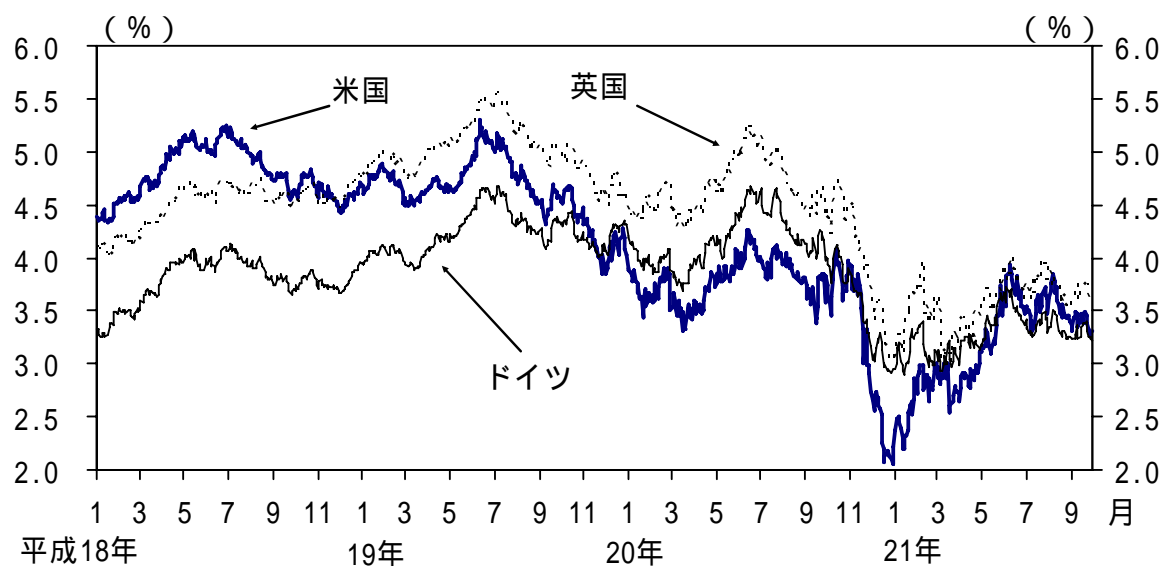
平成21年度上期の国際金融資本市場をみると、短期金融市場では、各国中央銀行による潤沢な資金供給が続き、金融システムに対する過度な不安感も後退する中で、落ち着きを取り戻していった。各種の信用スプレッドは概ねサブプライム住宅ローン問題への懸念が本格化し始めた19年夏頃の水準まで縮小した。また、長期のクレジット市場でも、社債の対国債スプレッドが、全体としては縮小傾向を辿った。

株価をみると(図表20)、一時的に下落する局面もみられたが、均してみれば、上期を通じて上昇傾向を辿った。米国株価は、景気の底入れ期待が広がる中で、主要金融機関に対するストレステスト結果の公表が金融システムに対する過度な不安感を後退させる材料となったこともあって、6月上旬にかけて上昇していった。その後7月上旬にかけては、雇用統計などの経済指標が事前予想に比べ下振れし、景気に対する見方が幾分慎重化したことから幾分下落したが、7月中旬からは、住宅関連などの経済指標や企業決算が事前予想を上回ったことなどを受け再び上昇した。ユーロエリアおよび英国の株価は、米国株価に連れる動きとなった。

(図表20) 米欧の株価



(図表 21) 米欧の長期金利 (国債 10 年物利回り)



長期金利 (国債 10 年物利回り) の動きをみると (図表 21)、6 月上旬にかけて上昇したが、その後は振れを伴いつつ横ばい圏内での動きとなった。米国の長期金利は、景気の底入れ期待や「質への逃避」の巻き戻しを背景に、6 月上旬にかけて上昇した。また、景気刺激策実施に伴う国債の需給悪化懸念も、こうした動きを後押ししたとみられる。その後は、株価上昇に伴って上昇する局面がみられた一方、インフレ率が低下傾向を辿る中、米国連邦準備制度による緩和的な金融政策スタンスが維持されることが再認識されたこと、また、銀行が貸出低迷から余剰資金を国債購入に振り向けたことなどから、金利が低下する局面もみられた。ユーロエリアおよび英国の長期金利は、米国長期金利に連れる動きが目立った。

新興国・地域の金融市場では、株価は全体として上昇し、対米国債スプレッド¹⁰は縮小した。東アジアでは、中国の株価は、7 月下旬まで、大型の景気刺激策による期待から大幅な上昇を続けた。ただし、8 月以降は、金融引き締め懸念の強まりなどから下落した。N I E s・A S E A N 4 の株価は、夏場にかけて米欧の株価に連れて幾分下落する局面もあったが、上半期を通してみると上昇した。

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) 短期金融市場

21 年度上期のわが国の短期金融市場は、引き続き日本銀行が積極的に資金供給を行ったこともあって、落ち着きを取戻し、金利は低位で安定的に推移した(図表 22)。もっとも、長めの期間を中心に引き続き取引の薄い状況がみられるなど、なお一部に神経質な地合いが残った。

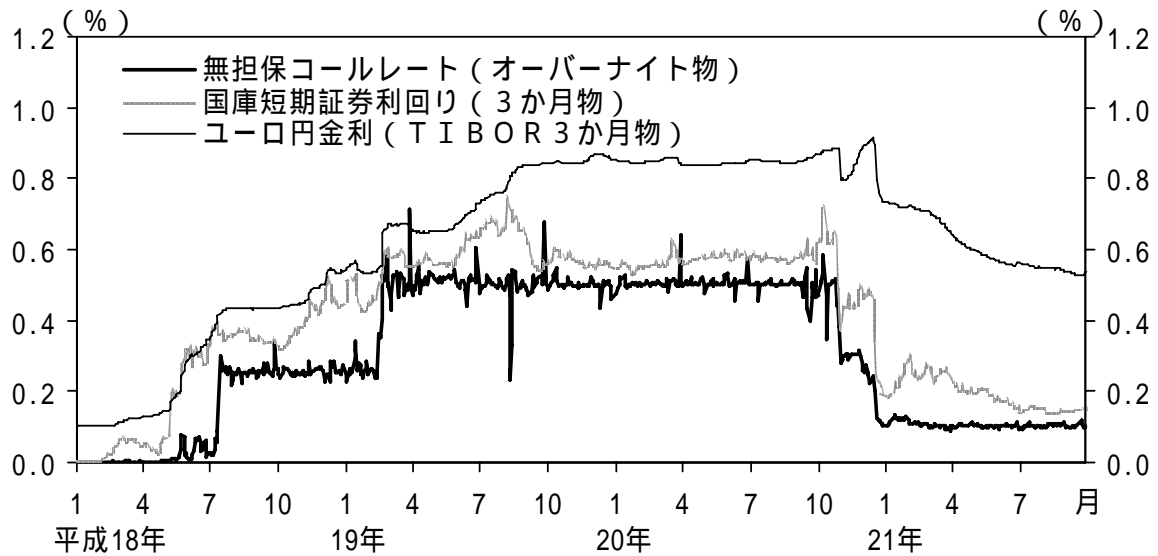
翌日物金利についてみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は¹¹、上期中を通じて日本銀行の誘導目標である 0.1%前後で推移した。ターム物金利をみると¹²、国庫短期証券利回りは、発行額が高水準で推移しているものの、預貸バランスが改善した銀行などが資金を振り向けたこともあって、低下基調が続き、6月以降は、1年物も含め、0.1%台で安定的に推移した。ユーロ円金利(TIBOR 3 か月物)は、日本銀行の資金供給策の拡充の効果もあって、緩やかな低下傾向を辿った。

この間、日本銀行は、多様なオペレーション手段を活用した積極的な資金供給を継続し、金融市場の安定確保に努めた。また、金融市場の機能を改善し、企業金融の円滑化を支援するため、CP・社債の買入れおよび企業金融支援特別オペレーションを継続して実施するとともに、その実施期限を9月末から12月末に延長した。こうした施策の効果もあって、CP市場では良好な発行環境となった。このほか、米ドル資金供給オペレーションを継続して実施するとともに、その実施期限を22年2月1日まで延長した。この間、米ドルの調達環境は改善が続いた。CP買入れ、米ドル資金供給オペ等については、市場機能の改善が進むにつれてオペを通じた調達ニーズが徐々に後退し、低水準の応札が続いた。

¹¹ 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)。

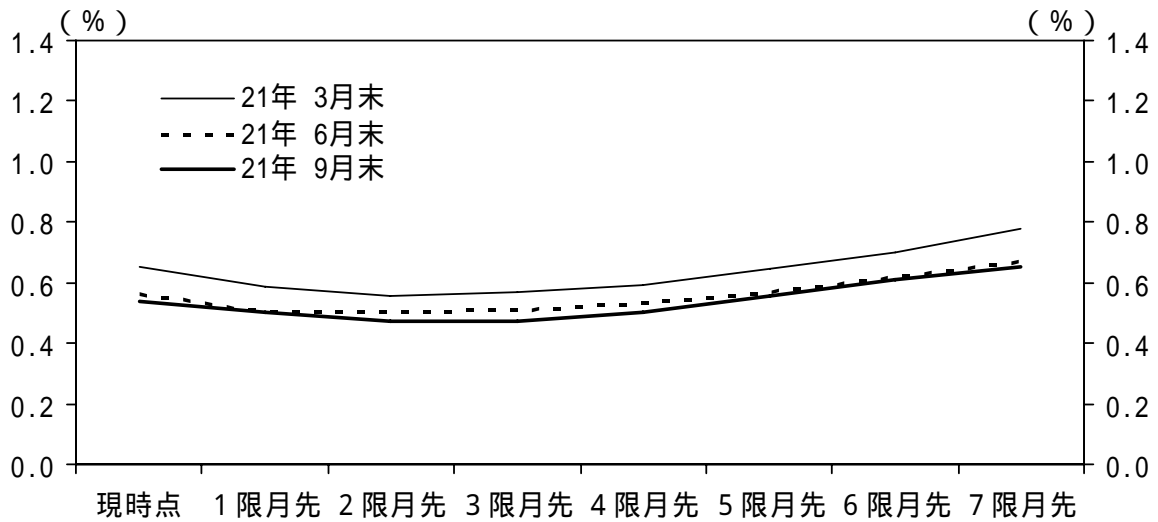
¹² ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。ここでは、3か月物金利を中心に説明する。

(図表 22) 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、金利が引き続き横ばい圏内で推移することを見込む状態で推移した。

(図表 23) 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、21年9月末時点 (太い実線) における1限月先 (21年12月央時点) のユーロ円金利の市場予想値が0.51%、2限月先 (22年3月央時点) が0.47%、3限月先 (22年6月央時点) が0.47%であったことを表している。

(3) 債券市場

21年度上期の債券市場の動向をみると(図表24)、長期国債(10年債)の流通利回りは、景気底入れ期待が拡がる中、国債増発に伴う需給悪化懸念もあって、上昇基調を辿り、6月半ばには1.5%を上回って推移した。しかし、その後は、景気や物価の先行きに対する慎重な見方や銀行の預貸バランス改善等を背景とした需給悪化懸念の後退もあって、金利は低下し、9月末にかけては1.3%前後で推移した。

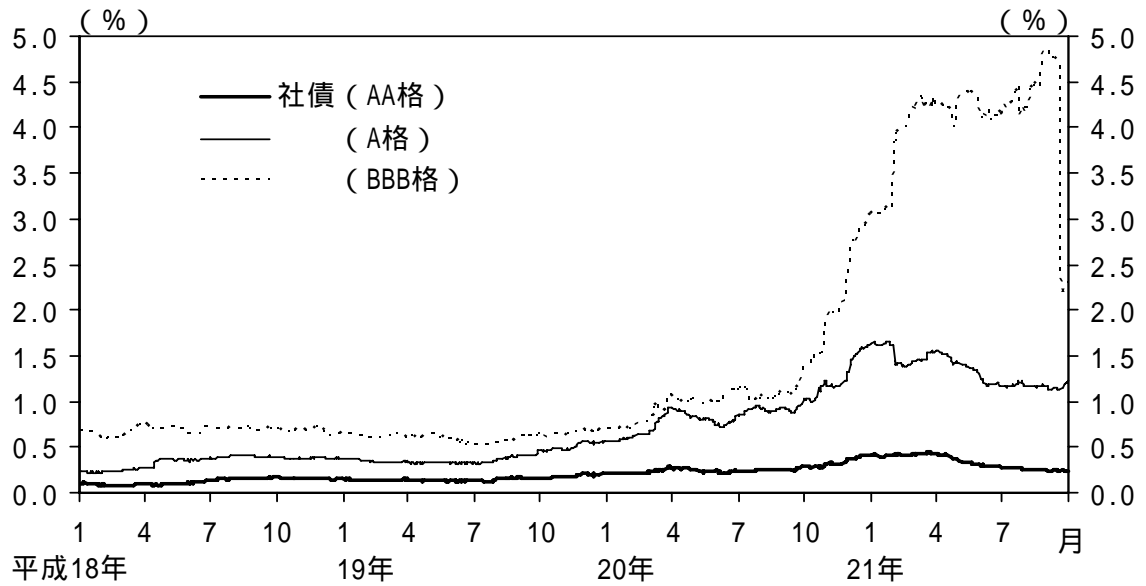
(図表24) 長期国債流通利回り



この間、社債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表25)高格付銘柄については、企業の信用リスクに対する警戒感が後退する中、日本銀行の各種施策や投資家の堅調な需要を背景に、7月頃にかけて縮小傾向を辿った。また7月以降、新発債の発行額が高水準で推移する中にも、低位横ばい圏内で推移した。一方で、低格付銘柄については、投資家の選別的な投資姿勢が根強くみられ、一部業種を中心に信用スプレッドが拡大した状態が続いた。もっとも、低格付け銘柄の中でも、投資家の需要の裾野の拡がりを背景に、信用スプレッドが縮小する銘柄もみられた¹³。

¹³ 図表25において、21年9月にBBB格社債のスプレッドが大幅に縮小しているのは、スプレッドの大きい一部銘柄が格下げとなり、算出対象から外れたことが影響している。

(図表 25) 社債と国債との流通利回り格差

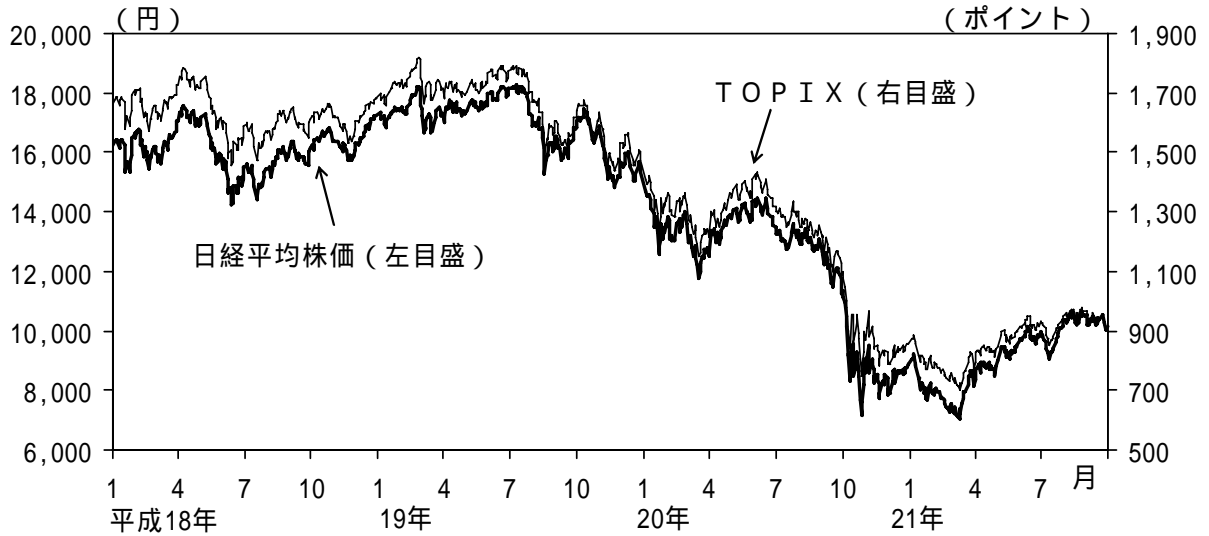


(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

21年度上期の株式市場の動向をみると(図表26)、株価は、春先以降、世界的な景気の底入れ期待や過度な金融システム不安の後退などを背景に、上昇傾向を辿った。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ていた日経平均株価は、7月下旬に10千円台を回復し、9月末にかけては、上昇ペースに鈍化がみられたものの、引き続き10千円台前半で推移した。

(図表 26) 株価



(5) 外国為替市場

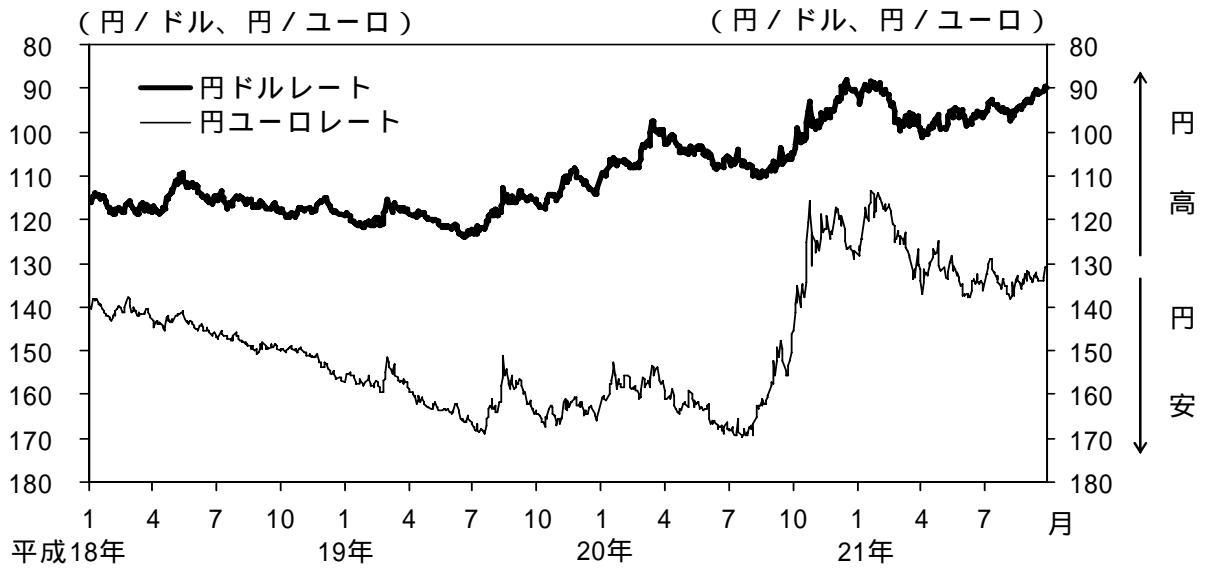
21年度上期の外国為替市場の動向をみると(図表 27)、円の対ドル相場は、7月まで振れを伴いつつも総じて横ばい圏内で推移したが、8月以降は円高方向となり、特に9月末にかけては、一時88円台まで増価した。

また、円の対ユーロ相場は、振れを伴いつつも、総じて130円台で横ばい圏内の動きを続けた。

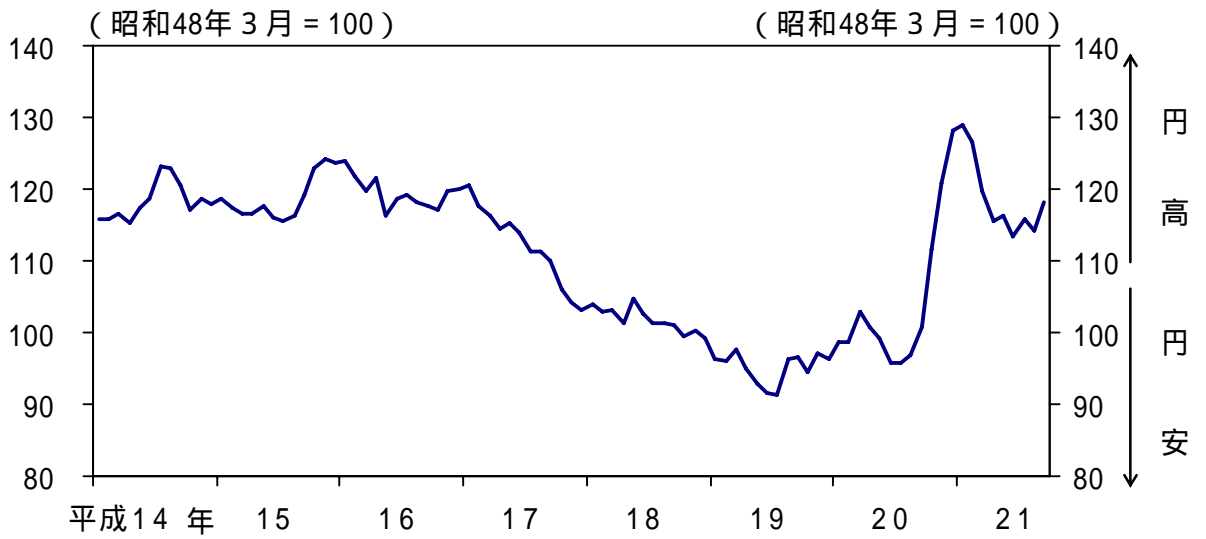
こうした円相場の動きを実質実効ベースでみると¹⁴、総じて横ばい圏内の動きとなった(図表 28)。

¹⁴ 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) 円ドル、円ユーロレート



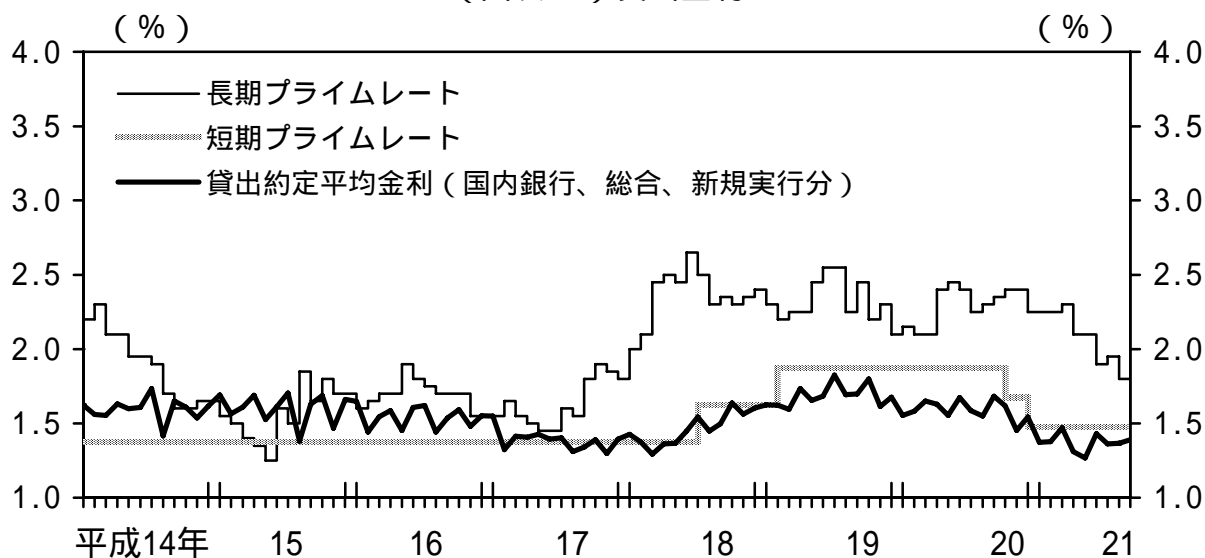
(図表 28) 円の実質実効為替レート



(6) 企業金融

21年度上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¹⁵は、1.475%で推移した。また、長期プライムレートは低下基調を辿った。こうしたもとで、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、均してみると幾分低下した。

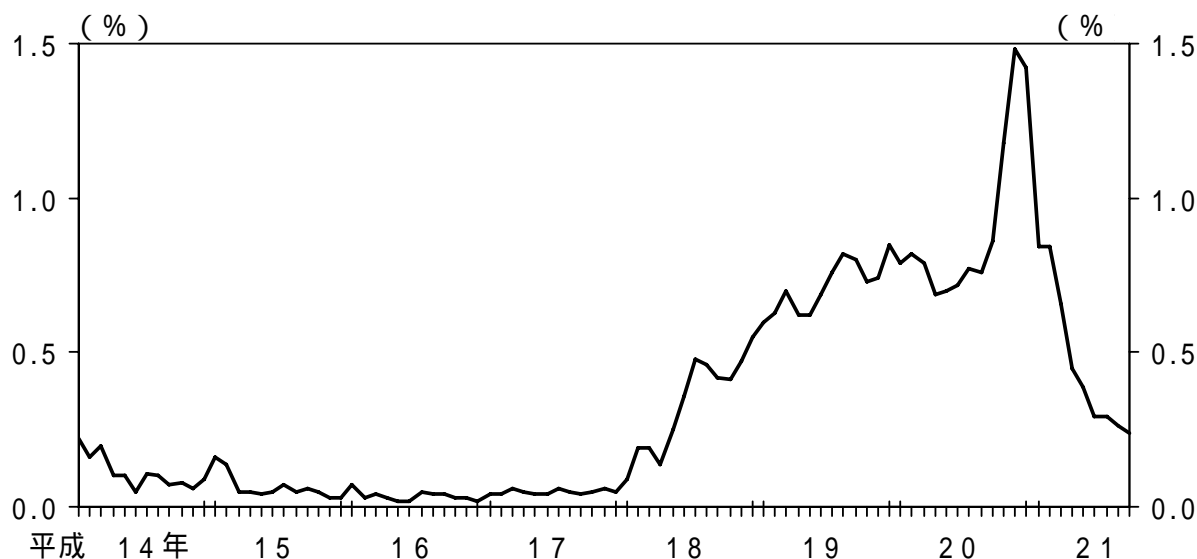
(図表29) 貸出金利



企業の短期の資金調達手段であるCPの発行金利は(図表30)、政府・日本銀行による各種の措置の効果もあって低下傾向を辿った。国庫短期証券利回りに対するCPの発行スプレッドは、上位格付先で、引き続き、発行スプレッドがマイナスとなる先がみられたほか、下位格付先でも低下し、国際金融資本市場において緊張が著しく高まった昨年9月以前の水準に近づいた。社債の発行金利も低下傾向を続けた。

¹⁵ 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。

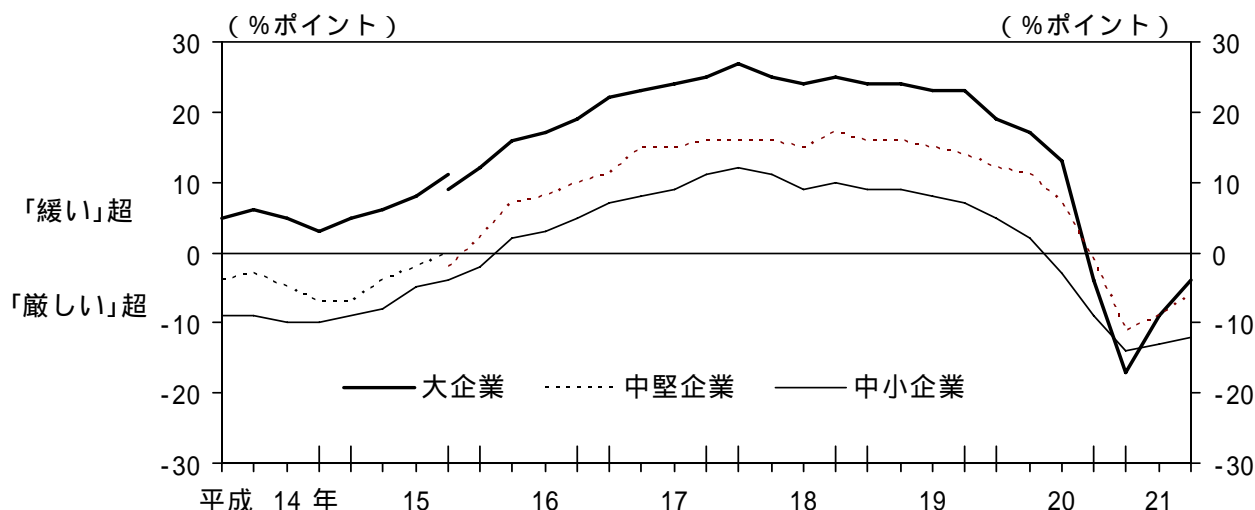
(図表 30) C P 発行金利 (3 か月物)



(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。

資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は(図表 31)、なお「厳しい」とする先が多いものの、20 年度末対比でみると改善した。C P・社債市場では、信用スプレッドの低下や社債の発行銘柄の拡大など改善傾向が続いた結果、低格付社債を除き、良好な発行環境となった。

(図表 31) 金融機関の貸出態度判断 D . I . (短観)

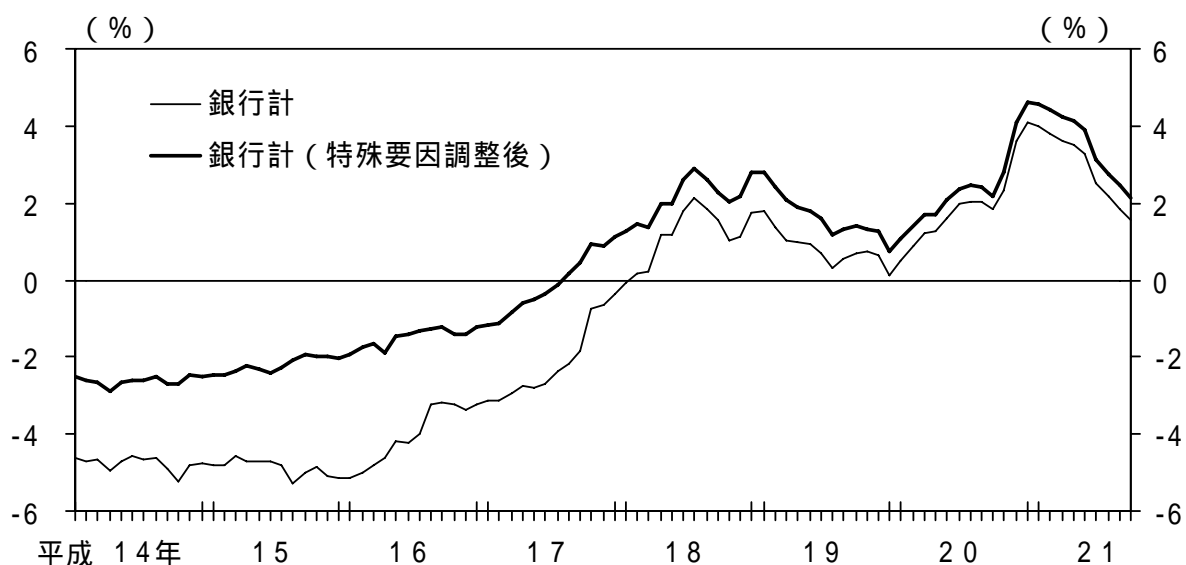


(注) 全産業ベース。短観については、16 年 3 月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている(図表 34 も同様)。

資金需要面をみると、運転資金需要、設備資金需要とも後退したほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きがみられたこともあって、企業の外部資金需要は伸びが鈍化した。

こうしたもとで、企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高（特殊要因調整後¹⁶）は（図表 32）、4～6月期は前年比で3%台の伸び率となったが、その後、運転資金需要、設備資金需要とも弱めに推移したことなどから、前年比伸び率が鈍化した。CPの発行残高は運転資金需要の後退もあって前年を大きく下回って推移したが、社債の発行残高¹⁷は発行環境の改善などから前年比伸び率が高まった（図表 33）。

（図表 32）民間銀行貸出残高（平残前年比）



¹⁶ 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。

¹⁷ 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。

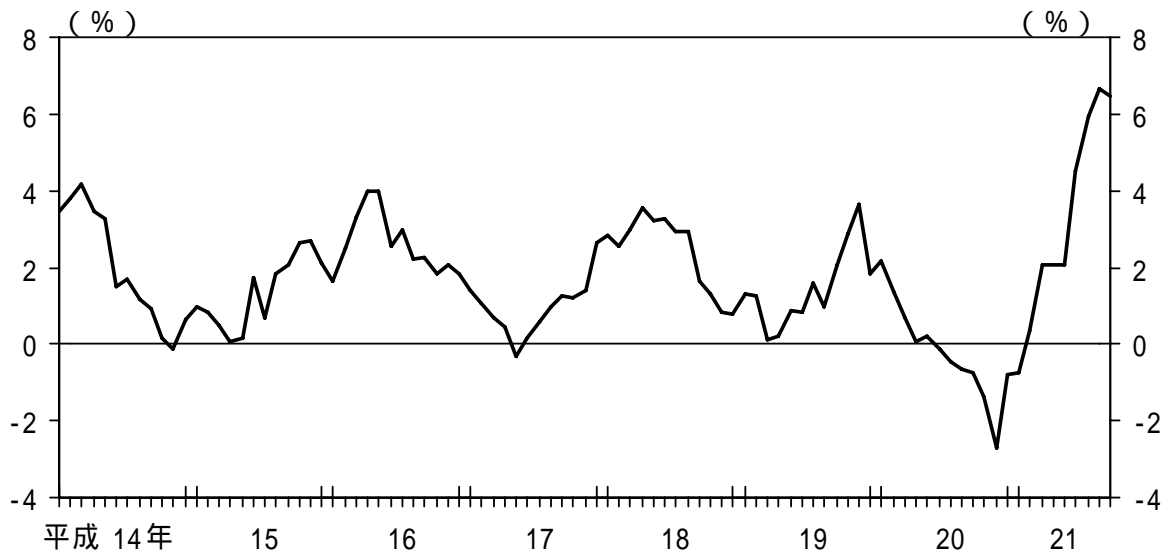
(図表 33) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (末残前年比)



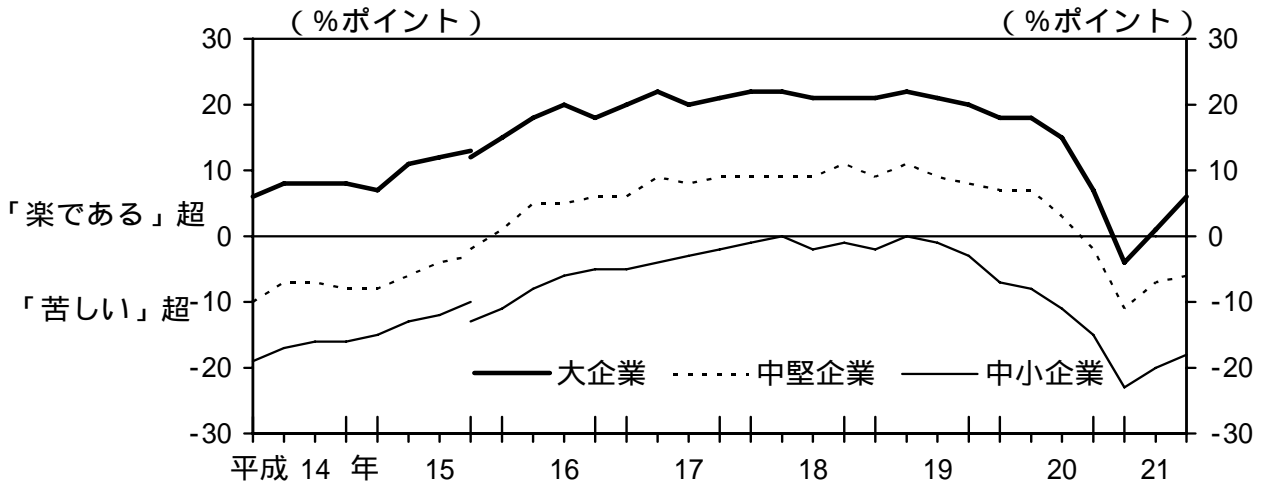
(注) 短期社債 (電子 C P) の残高 (銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C P は含む)。なお、20 年 3 月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

(2) 社債発行残高 (末残前年比)

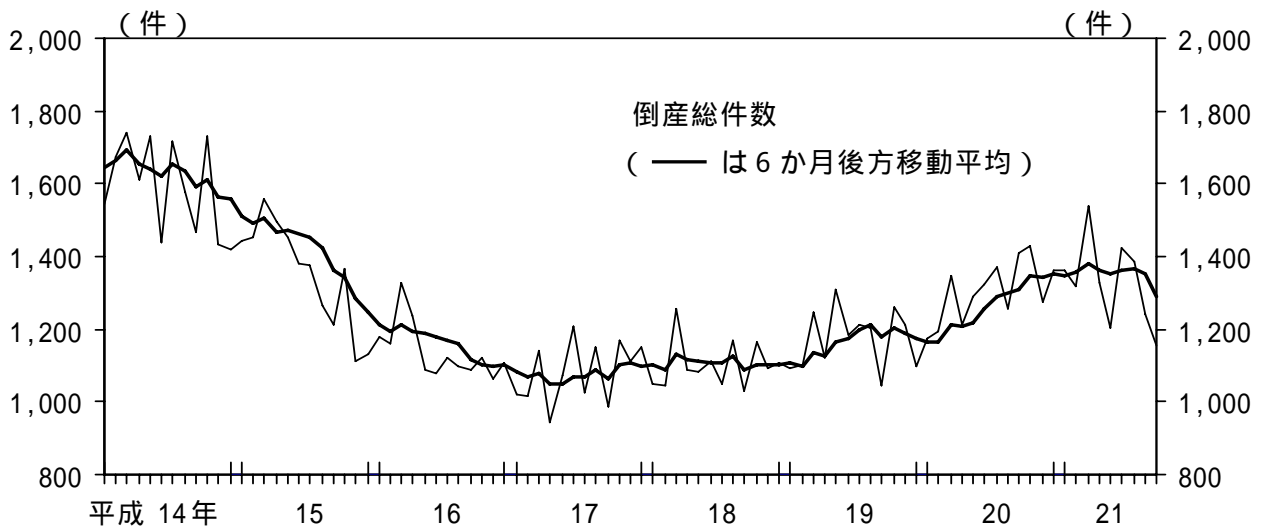


こうした中、企業の資金繰り判断は (図表 34)、中小企業では、なお「苦しい」とする先が多いものの、20 年度末対比でみると改善した。大企業では「楽である」とする先が「苦しい」とする先を上回るまでに改善した。また、企業倒産件数は (図表 35)、振れがあるものの均してみれば、前年同期の水準を下回った。

(図表 34) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



(図表 35) 企業倒産

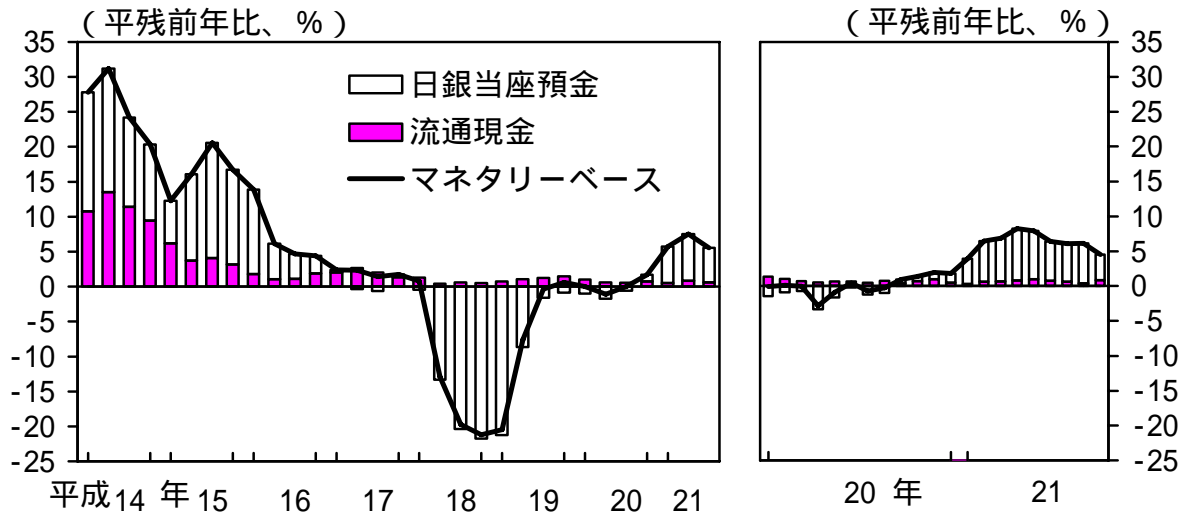


(7) 量的金融指標

21 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 36)、前年比でみて高めの伸びが続いた。

内訳をみると、日銀当座預金の残高は、金融市場における資金需要の高さを映じた日本銀行による潤沢な資金供給を背景に、前年比でみて高い伸びが続いた。この間、銀行券発行残高は、前年比 0 % 台半ばないし 1 % 程度の増加を続けた。

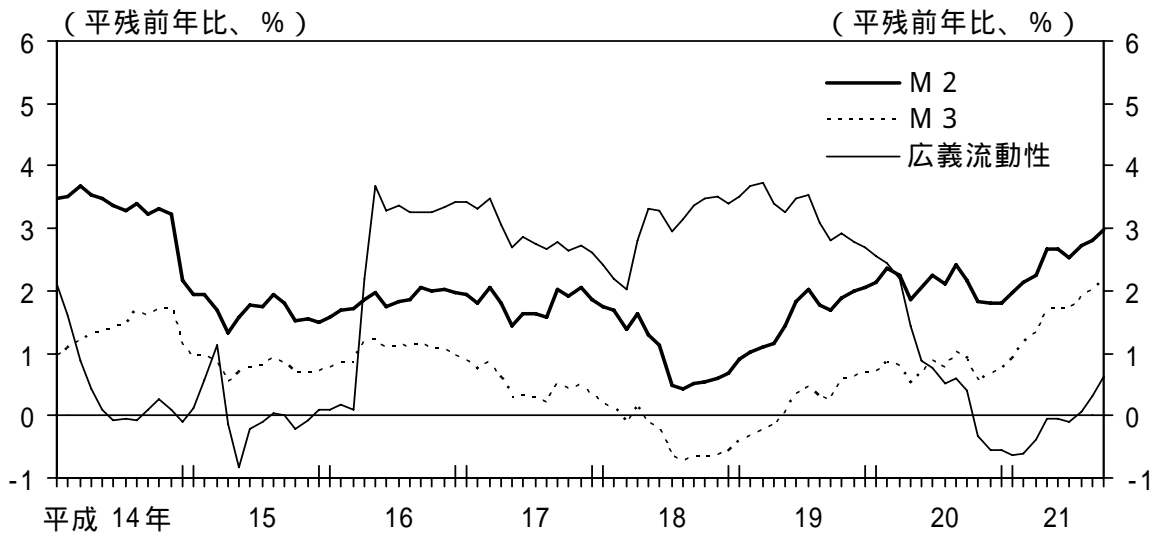
(図表 36) マネタリーベース



マネーストック (M2) の動向をみると (図表 37)、財政支出の拡大などを背景とする法人預金の増加を受けて、20年度下期と比べて伸びが高まり、前年比2%台半ばないし3%程度の増加となった。

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、概ね前年並みの水準で推移した。

(図表 37) マネーストック



(注1) M2 = 現金通貨 + 預金通貨 (要求払預金) + 準通貨 (定期性預金等) + 譲渡性預金 (CD)。ゆうちょ銀行等は含まない。M3はゆうちょ銀行等を含む。

(注2) 広義流動性 = M3 + 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CP。

(注3) 16年3月以前のM2、M3、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、「M3 + CD - 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

日本銀行政策委員会は、平成21年4月から9月までの間、計7回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	白川方明	（総裁）
	山口廣秀	（副総裁）
	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。

以下では、21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)

前述の金融経済情勢を踏まえ、政策委員会は、平成21年4月6、7日の会合では、わが国の景気について、「大幅に悪化している」と判断し、当面悪化を続ける可能性が高いとした。4月30日の会合では、こうした景気の現状判断を維持しつつ、先行きは、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうと判断した。5月会合では、「景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある」と判断し、先行きは、次第に下げ止まっていく可能性が高いとした。6月会合では、輸出・生産が持ち直しに転じつつあることや公共投資が増加していることを踏まえ、「景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」とし、当面は、こうした景気下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高いとした。この後、景気の現状判断について、7月・8月の会合では、「下げ止まっている」としたあと、9月会合では、公共投資が増加を続けているほか、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出や生産が増加していることなどから、「持ち直しに転じつつある」との判断を示した。この間、先行きについては、21年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、持ち直していく姿が想定されるとの判断を示した（図表38）。

(図表38) 政策委員会の経済情勢についての判断

21年3月	わが国の景気は大幅に悪化している。
4月	わが国の景気は大幅に悪化している。
5月	わが国の景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある。
6月	わが国の景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある。
7月	わが国の景気は、下げ止まっている。
8月	わが国の景気は、下げ止まっている。
9月	わが国の景気は、持ち直しに転じつつある。

21年度上期中の消費者物価（除く生鮮食品）について、政策委員会は、前年比ゼロ%程度であった4月以降、経済の需給バランスが緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動の影響などから、徐々に下落幅が拡大したとの認識を示した。21年度下期以降は、石油製品価格などの影響が薄れていくことから、下落幅が縮小していくとの見通しを示した。

（金融政策運営）

金融政策運営面では、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、0.1%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（図表39）。その上で、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていくとの方針を示した。この間、7月の会合では、企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていく観点から、CP・社債買入れ、企業金融支援特別オペレーションの期限を、21年9月末から同年12月末とするなど、各種時限措置の期限を延長することを決定した。

（図表39）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
21年4月7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。	全員一致	0.3%
4月30日		全員一致	
5月22日		全員一致	
6月16日		全員一致	
7月15日		全員一致	
8月11日		全員一致	
9月17日		全員一致	

(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表

4月30日の会合では、21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、大幅に悪化している。20年度のわが国経済は、1月の中間評価時点と比べると、大幅に下振れた。企業部門では、海外経済の急速な落ち込みから輸出が著しく減少したほか、企業収益や金融環境の悪化により設備投資も大幅に低下した。家計部門でも、消費者マインドや雇用・所得環境の悪化を背景に、個人消費が弱まってきた。

先行き21年度から22年度を展望すると、わが国経済は、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を迎える可能性が高い。21年度前半は、国内民間需要は引き続き弱まっていく一方で、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少に歯止めがかかっていくと予想される。このため、わが国経済は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうとみられる。21年度後半以降は、各国における各種政策が効果を顕わすとともに、2000年代半ばにかけて蓄積された金融や実体経済における様々な過剰の調整も徐々に進捗するとみられるため、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済も持ち直していくと考えられる。わが国経済も、こうした海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、緩やかに持ち直し、見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定される¹⁸。

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は、現在、過去の平均を大きく下回る水準にあり、需給ギャップは大幅なマイナスとなっているとみられる。先行きは、

¹⁸ 大幅な景気悪化により、資本ストックの伸び率が低下していることなどを反映し、わが国の潜在成長率は、従来推定されていた水準よりも低下していると判断された。見通し期間中の潜在成長率については、20年10月の展望レポート時点の「1%台半ばないし後半」から低下し、「1%前後」と推定された。

景気が回復するにつれて、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が、見通し期間の後半に至っても需給ギャップのマイナスは残存するとみられる。ユニット・レーバ・コスト(生産1単位当たりの人件費)は、生産の大幅な減少により一時的に上昇した後、低下していく可能性が高い。この間、中長期的なインフレ予想は、長期金利の動向等からみて、大きくは変化していないとみられる。また、国際商品市況は、世界経済の回復につれて、緩やかに上昇していくことが想定される。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況安や需給環境の悪化を反映して、21年度は大幅に下落するとみられる。22年度は、需給ギャップのマイナスが残存するため、国内企業物価指数は下落を続けるが、国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、下落幅は縮小すると見込まれる。消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、21年度半ばにかけて下落幅が拡大していく可能性が高い。その後、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格や食料品価格の影響が薄れていくため、下落幅は縮小していくと考えられる。もっとも、需給ギャップのマイナスが残存し、賃金も弱い動きを続けるとみられるため、22年度においても下落が続くと見込まれる。

以上のような相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについては、経済・物価の面で上下両方向のリスクがあり、特に現在のように不確実性が極めて高い状況においては、こうした要因に十分留意する必要がある。まず、先行きの経済情勢については、国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨、世界各国の各種政策の影響、企業の中長期的な成長期待の動向、国内の金融環境の動向といった上振れまたは下振れ要因がある。また、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性が高いことに留意する必要がある。すなわち、経済活動水準の変動について上記の上振れ・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ほか、物価に固有のリスク要因としては、家計の中長期的なインフレ予想や企業の価格設定行動、および輸入物価の動向が挙げられる。

金融政策の運営を巡っては、日本銀行が物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「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、以下のとおり、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹⁹。

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、当面、悪化が続くが、次第に下げ止まりに向かい、21年度後半以降、成長率が緩やかに持ち直す姿が想定される。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、21年度半ばまでにやや大きく下落した後、21年度後半以降は、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、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考えられる。

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。景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には、世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品価格が予想以上に上振れることなどにより、わが国の物価上昇率が想定以上に上昇する可能性もある。

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展望が拓けるとみられる。ただし、当面は、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある。

現在生じている世界的な金融危機と景気的大幅な落ち込みは、金融や実体

¹⁹ 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。その結果、「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。

経済において、2000年代半にかけて蓄積された様々な過剰が巻き戻される過程で生じているとみられる。世界経済が本格的に回復するためには、こうした過剰の是正が進むことが不可欠の前提であり、それには相応の時間がかかると考えられる。その際、経済政策に求められるのは、景気の底割れを防ぎながら、過剰の是正を出来るだけ円滑に進めていくことである。そのためには、各種のセーフティーネットを提供すると同時に、急激な需要の落ち込みを防ぐという2つの観点からの対応が重要である。そうした観点から、わが国を含め、各国の政府・中央銀行は、様々な措置を実施してきている。

日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。また、金融システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与を実施することとした。日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく。

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 . 21 年 4 月 6、7 日の会合

(海外経済は全体として悪化しているが、悪化のテンポは鈍化の兆し)

海外経済について、委員は、全体として悪化しているとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、悪化テンポに鈍化の兆しがみられていると述べた。また、先行きについては、世界的な金融と実体経済の負の相乗作用や、生産・所得・支出の負の循環が続く中で、不確実性が大きいとの見方で一致した。

(国際金融資本市場は依然として不安定な状況が続く)

国際金融資本市場について、多くの委員は、依然として不安定な状況が続いていると述べた。この間、委員は、米国の不良資産買取プログラムの評価を巡って次のような見方を示した。何人かの委員は、同プログラムの公表を受け、金融機関の不良債権処理が進展し、健全性が高まるとの期待から、市場のムードが幾分改善しているとの認識を示した。一方、別の何人かの委員は、不良債権処理が進捗するかどうかは、不良債権の売却価格次第であると述べ、売却価格の設定に向けた動きを良くみていく必要があるとの見方を示した。

(景気は大幅に悪化)

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いるとの認識を共有した。その上で、当面の経済情勢について、内外の在庫調整の進捗に伴って輸出・生産の減少テンポが緩やかになると見込まれるなど、昨年秋以降の急速な悪化には歯止めがかかりつつある一方、雇用・所得環境の悪化などから、国内民間需要は更に弱まっていくとみられるため、悪化を続ける可能性が高いとの認識で一致した。

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って、マイナスになっていくとの認識を共有した。何人かの委員は、需給ギャップが拡大し、物価の下押し圧力が強まっていく中で、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクに注意する必要があると指摘した。

(金融環境は全体として厳しい状態が続く)

わが国の金融環境について、委員は、CPや社債の発行環境は改善しているものの、全体として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、今後の企業金融に関するポイントとして、昨年度の企業決算公表に伴い、企業の信用リスクに対する金融機関や市場の見方が厳格化する可能性、社債の大量償還が予定される中での社債の発行環境、株価下落によって銀行の資本制約が強まるリスク、の3点を指摘した。

(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、0.1%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。

先行きの政策運営について、委員は、政策金利の引き下げ、潤沢な資金供給を通じた金融市場の安定、企業金融円滑化支援の3つの柱に基づく政策運営の考え方に沿って行っていくことが重要との認識を共有した。

口．4月30日の会合

（海外経済は全体として悪化を続けるものの一部に下げ止まりを示唆する動き）

海外経済について、委員は、全体として悪化を続けているものの、一部に下げ止まりを示唆する動きがみられ始めているとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、米欧や新興国など多くの地域において、金融と実体経済の負の相乗作用や生産・所得・支出の負の循環が引き続き進行していることなどから、世界経済の先行きについての不確実性は依然として大きいとの見方を示した。

（景気は引き続き大幅に悪化）

景気の現状について、委員は、海外の在庫調整の進捗により輸出の減少テンポは鈍化しつつあるものの、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おり、金融環境も全体としては厳しい状態が続いていることから、わが国の景気は大幅に悪化しているとの認識を共有した。当面の景気については、委員は、国内民間需要が引き続き弱まっていく一方で、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出、生産の減少に歯止めがかかっていくとの見方を共有した。

（消費者物価は、今後下落幅が拡大していく可能性が高い）

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、足もと前年比ゼロ%まで低下しており、今後は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、下落幅が拡大していく可能性が高いとの認識を共有した。

（金融環境は引き続き全体としては厳しい状態が続く）

わが国の金融環境について、多くの委員は、CPや社債の発行環境は改善しているものの、引き続き、全体としては厳しい状態が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、企業業績の悪化が、金融機関の融資姿勢の慎重化を通じて実体経済に及ぼす影響について、注意深くみていく必要があると指摘した。

(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、0.1%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。

八．5月の会合

(海外経済は全体として悪化を続けているが、悪化テンポは鈍化)

海外経済について、委員は、金融と実体経済の負の相乗作用が続いており、全体として悪化を続けているとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、悪化テンポは鈍化していると述べた。先行きについて、委員は、世界的な金融と実体経済の負の相乗作用や、生産・所得・支出の負の循環が続く中で、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの見方で一致した。

(国際金融資本市場では、金融システムをめぐる不透明感がやや後退)

国際金融資本市場について、多くの委員は、米国ストレステストの結果を受けて、各種金融市場における信用スプレッドが縮小するなど、金融システムを巡る不透明感は一頃に比べてやや後退していると述べた。もっとも、これらの委員は、実体経済の悪化が続いている状況では、金融機関の不良債権処理に相応の時間がかかるのではないかと述べた。

(景気は悪化を続けているが、輸出や生産は下げ止まりつつある)

景気の現状について、委員は、わが国の景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつあるとの認識を共有した。

委員は、当面の経済情勢について、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まっていく可能性が高いとした上で、こうした見通しは4月末に公表した展望レポートに概ね沿った動きであるとの認識を共有した。なお、新型インフルエンザの影響について、委員は、これまでのところわが国の経済活動全体としては大

きな影響が出ていないが、今後、感染の更なる拡大やこれに伴う対応次第では影響が広範化するリスクには注意する必要がある、との見方を共有した。

(消費者物価は低下しており、先行きはマイナスとなっていく)

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、一頃に比べて緊張感が後退しているものの、なお厳しい状態)

わが国の金融環境について、委員は、一頃に比べて緊張感が後退しているものの、なお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、CPの発行金利が更に低下しているほか、社債発行銘柄も拡大しており、政策効果が浸透してきていると述べた。もっとも、何人かの委員は、市場の企業に対する選別姿勢は根強く、下位格付先の社債発行が依然低い水準にとどまっているほか、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先も引き続き多く、二極化の様相を呈していると指摘した。

(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、0.1%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。

二．6月の会合

(海外経済は下げ止まりつつある)

委員は、海外経済は下げ止まりつつあるとの認識を共有した。先行きについて、多くの委員は、在庫調整の一層の進捗や財政・金融政策の効果を背景に、世界経済は持ち直しに転じていくと予想されると述べた。ただし、委員は、持ち直しのテンポは緩やかなものになることが見込まれる上、リスクは依然としてダウンサ

イドにあり、不確実性は引き続き大きいとの見方で一致した。

(国際金融資本市場では、米国の金融情勢に係る過度の不安心理が後退)

米国の金融情勢について、多くの委員は、市場参加者の先行きへの警戒感は依然として強く、緊張した状態が続いているものの、ストレステストの結果や大手自動車メーカーの経営破綻など懸念材料を大きな波乱なく乗り越えたことから、過度の不安心理は後退しつつあると述べた。また、米国を中心にこのところ長期金利が上昇傾向を辿っている要因として、何人かの委員は、世界経済に対する極端に悲観的な見方の後退、金融システム不安が和らいだことによる「質への逃避」の巻き戻し、財政赤字拡大に伴う国債需給悪化懸念を指摘した。その上で、これらの委員は、財政規律への不信感などにより、景気の回復テンポを上回って長期金利が上昇する場合には、実体経済の下押しに繋がるリスクがあるとの認識を示した。

(景気は下げ止まりつつある)

景気の現状について、委員は、下げ止まりつつあるとの認識を共有した。多くの委員は、大幅に悪化した後の下げ止まりであり、経済活動の水準は低いと付け加えた。当面の経済情勢について、委員は、国内民間需要は引き続き弱まっていく可能性が高いが、内外の在庫調整が一層進捗するもとの、輸出・生産が持ち直しを続けることに加え、公共投資も増加を続けると見込まれることを踏まえ、わが国の景気は下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高いとの見方を共有した。

(消費者物価は低下しており、先行きはマイナスとなっていく)

消費者物価(除く生鮮食品)について、委員は、前月と同様、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、足もと前年比は低下しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わって、マイナスになっていくとの認識を共有した。

(金融環境は改善の動きがみられるものの、全体としてはなお厳しい状態が続く)

わが国の金融環境について、委員は、改善の動きがみられるものの、全体としてはなお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、CP発行金利の更なる低下や社債発行銘柄の拡大など、企業金融に改善の動きがみられるとの認識を示した。もっとも、何人かの委員は、下位格付先の社債発行は依然として厳しい状況にあるなど、二極化現象は解消されていないとの見方を示した。

(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、0.1%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。

ホ．7月の会合

(海外経済は下げ止まっている)

委員は、海外経済は下げ止まっているとの認識を共有した。先行きについて、多くの委員は、在庫調整の一層の進捗や財政・金融政策の効果を背景に、緩やかに持ち直していくとの認識を示した。ただし、委員は、リスクは依然としてダウンサイドにあり、不確実性は引き続き大きいとの見方で一致した。

(国際金融資本市場は、短期金融市場で一頃と比べ落ち着いた状況が続いている)

国際金融資本市場について、何人かの委員は、短期金融市場が、各国中央銀行による潤沢な流動性供給のもとで、一頃と比べ落ち着いた状況が続いているとの認識を示した。また、多くの委員は、市場参加者の過度の楽観論が修正されており、株価および長期金利はこのところ低下傾向にあると指摘した。

(景気は下げ止まっている)

景気の現状について、委員は、下げ止まっているとの見方で一致した。委員は、

設備投資が大幅に減少し、個人消費が全体としては弱めの動きとなっているものの、公共投資が増加し、輸出・生産が持ち直す中で、企業の業況感は大企業製造業を中心に悪化に歯止めがかかっているとの認識を共有した。

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、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、21年度後半以降は国経済は持ち直していく姿が想定されるとの認識を共有した。ただし、こうした見通しについて、委員は、内外で在庫調整が進捗したもとで、最終需要の動向に大きく依存しており、海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実性は高いとの見方で一致した。

(消費者物価は下落しており、当面下落幅は拡大)

消費者物価(除く生鮮食品)について、多くの委員は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、前年比でみて下落していると述べた。先行きについては、当面下落幅が拡大していくものの、21年度後半以降は、前年の石油製品価格の影響が薄れるにつれて下落幅が縮小に向かうとの見方を共有した。

(金融環境は厳しい状態にあるものの改善の動きが続く)

わが国の金融環境について、委員は、なお厳しい状態にあるものの改善の動きが続いているとの認識を共有した。何人かの委員が、ターム物金利の期越えプレミアムが小幅であるほか、CP発行金利低下の動きが相対的に低格付けの先まで波及してきているなど、金融機関や企業の資金調達コストは低下傾向にあると指摘した。また、企業の資金調達動向について、複数の委員は、CP・社債市場の機能が着実に回復しているとの見方を示した。

もっとも、多くの委員は、下位格付先の社債発行が依然として厳しい状況にあるなど、二極化現象は解消されていないとの認識を示した。また、委員は、資金繰りや金融機関の貸出態度について、大企業、中小企業とも幾分改善しているものの、厳しい状態が続いているとする先がなお多いとの見方を共有した。

（「経済・物価情勢の見通し」の中間評価）

7月会合では、4月に公表した「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見通し」の中間評価が行われた。委員は、わが国の経済は、4月の展望レポートで示した見通しと比べ、成長率は、概ね見通しに沿って推移する、物価は、原油価格上昇の影響などから、21年度は見通しに比べてやや上振れるものの、22年度は概ね見通しに沿って推移する、との認識で一致した。成長率について、大方の委員は、21年度はマイナス成長となり、22年度には1%程度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認識を示した。こうした議論を経て、委員は、わが国経済は、やや長い目でみれば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、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きいとの見方で一致した。

リスク要因について、委員は、4月の展望レポートと同様に、景気面では、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境などの下振れリスクを意識する必要があるとの見方で一致した。また、物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れを注視していく必要があるとの認識を共有した。

（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、0.1%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。先行きの政策運営については、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針を維持することが重要との認識を共有した。

（各種時限措置の延長）

委員は、昨年秋以降導入した金融調節上の各種時限措置の取り扱いについて、

企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていく観点から、措置の延長が適当であるとの認識を共有した。ただし、CP・社債買入れ、企業金融支援特別オペレーションの期限延長にあたっては、金融環境が昨年度末までとは異なり改善の動きが続いていることを踏まえ、時限措置によるサポートの必要性について年末までに改めて点検することが適当であるとして、延長期間は3か月とすることで一致し、新たな期限を21年12月31日とした。これにあわせる形で民間企業債務の適格担保としての格付要件および資産担保コマーシャル・ペーパーの適格担保要件の緩和については、22年3月31日まで延長した。

このほか、補完当座預金制度については、わが国の金融環境がなお厳しい状況にあり、景気の下振れリスクに注意が必要な状態が続いている中で、引き続き潤沢な資金供給を通じて金融市場の安定を確保するため、22年1月15日まで延長することとした。また、米ドル資金供給オペレーションについては、足もと応札が低水準となっているものの、市場参加者のドル資金調達に関する警戒感が根強い中であって市場の安全弁的機能を提供している、との認識のもとで、引き続き金融市場の安定確保を図る観点から22年2月1日まで延長することとした。

へ．8月の会合

(海外経済は下げ止まっている)

委員は、海外経済は下げ止まっており、先行きは、在庫調整の一層の進捗や財政・金融政策の効果を背景に緩やかに持ち直していくとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、在庫調整が終了し、政策効果が一巡した後の海外経済の改善ペースと持続性には、依然として不確実性が大きいと述べた。

(国際金融資本市場は春先以降の改善傾向が続いている)

国際金融資本市場について、多くの委員は、春先以降の改善傾向が続いているとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、米欧の金融システムに関する懸念は根強く、先行きに関する不透明感は消えていないとの認識を示した。

(景気は下げ止まっている)

景気の現状について、委員は、下げ止まっているとの見方で一致した。委員は、設備投資が大幅に減少し、個人消費が全体としては弱めの動きとなっているものの、公共投資が増加し、輸出・生産が持ち直しているとの認識を共有した。

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、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、21年度後半以降、わが国経済は持ち直していくとの見通しを共有した。ただし、こうした見通しについて、海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実性は高いとの見方でも一致した。

(消費者物価は下落しており、当面下落幅は拡大)

消費者物価(除く生鮮食品)について、多くの委員は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、前年比の下落幅が拡大していると述べた。先行きについては、下落幅が当面拡大していくものの、21年度後半以降は下落幅は縮小に向かうとの見方を共有した。

(金融環境は厳しい状態にあるものの、改善の動きが続く)

わが国の金融環境について、委員は、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いているとの認識を共有した。企業の資金調達コストについて、何人かの委員は、資金余剰感が強いもとで、社債・CP発行金利の一段の低下や、中間期末越えプレミアムの低さなどに示されるように、改善が続いていると述べた。また、企業の資金調達動向について、何人かの委員は、社債発行額が銘柄の拡大を伴いつつ高水準となっているほか、金融機関の融資姿勢も積極化してきていると述べた。もっとも、多くの委員は、大企業の資金調達環境が大きく改善している一方で、中小企業や下位格付先の改善度合いはなお限定的なものに止まっていると指摘した。

(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、0.1%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。

ト．9月の会合

(海外経済は持ち直しつつあり、今後も持ち直しを続ける)

海外経済について、委員は、在庫調整の一層の進捗や金融・財政政策の効果を背景に持ち直しつつあり、今後も持ち直しを続けるとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、在庫調整が終了し、政策効果が一巡した後の海外経済の改善ペースと持続性については、依然として不確実性が大きいと述べた。この間、何人かの委員は、東アジアを中心とする新興国では、予想を上回るペースで景気が回復しており、先行き世界経済の見通しを上振れさせる要因となり得るとの認識を示した。

(国際金融資本市場は改善傾向が続いている)

国際金融資本市場について、多くの委員は、改善傾向が続いているとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、一頃のような危機感は薄れてきたものの、米欧の金融システムに対する懸念は根強く、十分な信認回復には至っていないと述べた。一方、何人かの委員は、拡張的な財政・金融政策が、やや長い目でみると、世界経済に新たな歪みを蓄積し、結果的に経済・金融に過度な振幅をもたらすリスクもあるとの認識を示した。

(景気は持ち直しに転じつつある)

景気の現状について、委員は、持ち直しに転じつつあるとの見方で一致した。委員は、設備投資が減少を続け、個人消費が全体としては弱めの動きとなっているものの、公共投資が増加を続け、輸出・生産も増加しているとの認識を共有した。

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、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、本年度後半以降は国経済は持ち直していく姿が想定されるとの認識を共有した。ただし、委員は、こうした見通しについて、引き続き不確実性が大きいとの見方で一致した。なお、何人かの委員は、最近では新興国経済の予想以上の回復という上振れ要因が生じてきており、前月との比較でみると、リスクの上下バランスは幾分変わってきていると指摘した。もっとも、多くの委員は、こうした状況を踏まえてもなお、国際的な金融経済情勢や企業の中長期的な成長期待など、下振れリスクの方が高い状況が続いているとみておくことが適当との見方を共有した。

(消費者物価の下落幅は拡大しているが、本年度後半以降は縮小)

消費者物価(除く生鮮食品)について、多くの委員は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから前年比の下落幅が拡大していると述べた。先行きについては、当面下落幅が幾分拡大するものの、石油製品価格などの影響が薄れていくため、本年度後半以降は下落幅を縮小していくとの認識を共有した。

(金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている)

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっているとの認識を共有した。CPの発行環境について、多くの委員は、A-2格の発行スプレッドがリーマン破綻前と遜色ない水準まで低下しているほか、発行残高も昨年末以降大きく増加していることを踏まえると、下位格付先の発行環境も改善していると述べた。次に、社債の発行環境について、多くの委員は、下位格付先は依然として厳しい状態にあるものの、全体としては信用スプレッドの低下や発行銘柄の拡大など、改善傾向が続いているとの見方を示した。また、委員からは、BBB格のスプレッドが一部銘柄を除いて縮小してきていることや、企業の発行ニーズがさほど大きくないことなどが指摘された。こうした議論を経て、多くの委員は、下位格付銘柄の発行が限定的であることをもって、金融環境に厳しさが残っていると評価することは必ずしも妥当ではないとの認識を示した。ま

た、委員は、企業の資金繰りについて、中小企業を中心になお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いているとの見方を共有した。ただし、何人かの委員は、最近の資金繰りの改善は運転資金需要や設備資金需要の減少による部分が大きいことから、企業の資金繰りについて楽観はできないと述べた。

なお、景気の下振れリスクとして従来挙げてきたわが国の金融環境について、委員は、最近の金融環境の評価を踏まえると、わが国の金融環境を景気の下振れ要因として強調する必要性は低下した、もっとも、海外経済や国際金融市場の不安定化が、結果としてわが国の金融環境を悪化させ、これが景気を下振れさせるリスクはある、経済の先行きを巡る不確実性は大きいため、企業が先行きの資金繰りについて依然不安感を持っている、との認識を共有した上で、こうした認識について丁寧に情報発信していくことが適当で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、0.1%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。

(4) 金融政策運営を巡る論点

21年度上期の各会合において議論された主な論点は、以下の通りである。

(今次金融経済危機の背景と先行き)

21年度上期は、今次金融経済危機の背景や先行きについての考え方を巡って、継続的に議論が行われた。

海外経済が、それまでの悪化から下げ止まりに転じた点について、7月の会合では、何人かの委員が、昨秋のリーマン・ブラザーズの破綻を契機として急激に高まった極端な不安心理や在庫調整圧力の沈静化といった側面が強く、過去数年間にわたって蓄積された様々な過剰の調整には、なお相応の時間を要するとの見

方を述べた。この点について、8月の会合では、ある委員が、今回の信用バブルの崩壊はバランスシート調整と流動性危機に始まる信用収縮との2つの経路を通じて、実体経済に影響を与えてきたと整理し、最近の景況感の改善は、後者が各国の政策対応等によって収まってきたことの表れであると評価した。その上で、この委員は、今後は前者のバランスシート調整が焦点となるが、その解消には時間がかかるため、先行きの景気回復テンポは緩やかかつ不確実なものとならざるを得ないと述べた。

バランスシート調整が続く間の経済の回復テンポを巡っては、日本の経験をどのように評価するかという点も踏まえつつ、継続的に議論が行われた。4月30日の会合では、多くの委員が、不良債権の処理に手間取るようであれば、金融と実体経済の負の相乗作用が一段と強まり、景気後退が長期化する可能性も否定できないとの認識を示した。これを受け、ある委員は、90年代の日本の経験を基に不良債権処理を進める困難さを指摘した上で、最近の欧米市場は政策効果を過大に評価している可能性があるのではないかと述べた。一方、6月～8月の会合では、一部の委員から、バランスシート調整の影響を評価するにあたっては、バブル崩壊後の日本の経験に引き摺られて過度に慎重な見方になっていないか、という点にも留意が必要であるとの指摘があった。

(物価低下圧力の長期化に関する考え方)

4月30日の会合において作成された展望レポートでは、見通し期間にわたって、消費者物価がマイナスを続ける見通しが示された。この点を、「中長期的な物価安定の理解」との関係でどう整理するか、という点について議論が行われた。

ある委員は、経済に対する今回のショックは非常に大きいため、当面、物価上昇率が「物価安定の理解」から下振れることは止むを得ないとした上で、重要なことは、やや長い目でみて、物価安定のもとでの持続的成長経路に向かうことが展望できているかどうかであると述べた。また、別の複数の委員は、このように望ましいとされる物価上昇率からの下振れが続く見通しにある状況は、インフレーション・ターゲットを採用している国を含め、欧米主要国でも同様であると付け加えた。更にある委員は、金融政策の効果が波及するには、通常長い期間を要することから、中央銀行は、十分長い先行きの経済動向を予測しながら金融政

策を運営する必要があると述べ、その上で、現在のように経済の変動が大きい時期だからこそ「物価安定の理解」における「中長期的」の意味が従来にも増して重要になっていると指摘した。

このように、物価上昇率が望ましい水準に復するまでには時間がかかるとの見方は、その後の会合でも指摘された。8月および9月の会合では、今回、世界経済には過去例をみない大きなショックが加わったため、海外の主要国でも、望ましい物価上昇率の水準に復するまでには時間がかかるという見方が共有されている、との指摘があった。

(非伝統的な金融政策手段の基本的考え方と各種時限措置の取扱い)

21年度上期の会合では、企業金融支援特別オペレーション、CP買入れ、社債買入れといった企業金融円滑化支援に係る措置を中心に、いわゆる「非伝統的な金融政策手段」に関する考え方と各種時限措置の期限到来時の取り扱いについても議論が行われた。

まず、非伝統的な金融政策手段の効果について、日本銀行のバランスシートの規模との関係で議論が行われた。この点について、委員からは、日本銀行のバランスシートの拡大・縮小をみて政策の効果の度合いを測る向きもあるが、中央銀行のバランスシートの変化は、市場環境の改善度合いにも依存しており、バランスシートの規模と政策の効果は異なるものであるとの見方が示された。

また、時限措置の見直しと金融政策運営の関係についても議論が行われた。8月会合では、市場に時限措置の廃止・見直しと金融緩和政策からの転換を直接結びつける見方があるが、そうした見方は適当でないとの見解が示された。また、9月会合では、世界的にも「出口戦略」が議論されているが、その際には、様々な措置の目的や果たしている役割毎に、区別して考えていくことが重要であるとの考えが示された。

時限措置の期限到来時の取り扱いについても検討が行われた。各種時限措置の実施期限は、7月会合において、CP・社債買入れ、企業金融支援特別オペレーションの実施期限が従来の9月末から12月末に延長されるなど、延長が決定され

た。このため、措置の延長を決定した7月会合までの会合だけでなく、その後の会合でも、取り扱いを巡って議論が続けられた。

6月会合では、各種時限措置の取り扱いに関する考え方が検討された。委員は、これらの措置の制度設計や運営は、金融経済情勢が改善した後も長期間にわたって維持した場合に、景気や物価の振幅をかえって大きくするリスクを意識しながら行っていること、各々の措置は、その目的や仕組みが異なっているほか、金融市場や金融環境に与えている影響も様々であるため、一律ではなく、措置毎に取り扱いを検討する必要があること、金融市場や企業金融全体の動向をよく見通した上で検討すべきであること、という基本的な認識を共有した。その後、7月会合では、金融市場や企業金融全体の情勢判断や、本年1月の「企業金融に係る金融商品の買入れについて」で示した基本的な考え方などを踏まえながら、各種時限措置に関する検討が行われ、全ての措置が延長された。

企業金融支援特別オペレーション、CP買入れ、社債買入れといった企業金融を支援する措置の取り扱いを巡っては、金融環境の評価も踏まえつつ、特に活発な議論が行われた。7月会合でこれらの措置の期限が延長された背景として、大方の委員は、格付間での二極化が依然解消されていないことや、景気回復の不確実性から先行きの資金調達環境に関する企業の不安感が解消されていないことから、わが国の金融環境が全体としてなお厳しい状態にある点を指摘した。もっとも、委員は、昨年度末までとは異なり金融環境に改善の動きが続いていることにも留意する必要があるとの認識を共有した。この点を踏まえ、時限措置によるサポートの必要性は年末までに改めて点検することが適当であるとして、延長期間を3か月とした。なお、何人かの委員は、企業金融支援特別オペについて、高格付けCPの発行金利を過度に低下させている可能性があるとして指摘した。その上で、同オペの見直しや終了については、こうした副作用を意識するとともに、金融市場・企業金融全体の状況やこれに与える影響も踏まえて判断していくことが大事であると指摘した。

その後、9月会合では、企業金融円滑化支援に係る措置について、昨年秋以降の金融市場のパニック的な状況に対応することを目的に導入したものであり、今後の取り扱いについては、金融市場や企業金融の展開を注意深く点検し、金融環境の改善度合いを踏まえて、適切に決定していくことが必要であるとの見解が示された。

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21年度上期を通じ、日本銀行は、「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。」という金融市場調節方針のもとで、国債買現先オペ、CP買現先オペの積極的活用を図るなど、金融市場の安定に配慮しつつ、市場の状況を踏まえた機動的な金融市場調節運営を行った。また、20年度下期に導入されたCP買入れ、社債買入れ、米ドル資金供給オペ、企業金融支援特別オペによる資金供給を引き続き実施した。このうち、CP買入れ、社債買入れ、米ドル資金供給オペについては、市場機能の改善に伴うオペへの資金需要後退により、応札額が減少した。

上記の金融市場調節の結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、21年度上期を通じて、0.1%前後で推移した（図表40）。

（図表40）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）}
21年3月16日～4月15日	0.100
4月16日～5月15日	0.104
5月16日～6月15日	0.102
6月16日～7月15日	0.103
7月16日～8月15日	0.103
8月16日～9月15日	0.103
9月16日～10月15日	0.104

（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。

21 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²⁰は、次のとおりである。

4月6、7日の会合では、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、政府（特別会計を含む）に対する証券貸付債権および政府保証付証券貸付債権の適格担保の範囲を拡大するとともに、地方公共団体に対する証券貸付債権を適格担保とすることを決定した。

5月会合では、金融市場の情勢に応じた金融調節の一層の円滑化を図るとともに、担保取扱いの適切かつ効率的な運営を確保する観点から、必要と認められる場合に限り外貨建外国債券を適格担保とすることを決定するとともに、国内外の金融市場の情勢等を踏まえ、実務上の準備が整い次第、速やかに担保としての受入れを開始することを決定した。

7月会合では、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（平成19年法律第57号）第2条第5号に定める危機対応業務として実施するコミットメント・ラインの設定業務を支援するための時限措置を決定するとともに、米ドル資金供給オペレーション等の時限措置として実施している各種のオペレーション等の実施期限の延長を行うための措置を決定した。

²⁰ 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 41) 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														
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
4月末	8.1	7.9	2.6	12.4	8.0	6.2	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0
5月末	8.0	7.4	2.8	14.0	10.0	7.2	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5
6月末	8.6	6.3	2.8	7.6	9.2	7.5	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8
7月末	9.1	5.0	2.8	11.6	10.8	7.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
8月末	9.6	4.2	2.8	14.4	11.2	7.3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
9月末	10.9	7.0	2.8	10.4	12.8	6.9	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2

(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、116.3兆円（前年比+3.4%）となった。

（図表42）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%

	20年9月末		21年3月末		21年9月末	
（資産）						
買現先勘定	8.7	(2.6倍)	12.0	(36.3)	9.8	(12.8)
国債	65.6	(-9.9)	64.3	(-4.6)	68.4	(4.3)
〔うち長期国債〕	42.3	(-13.9)	42.7	(-9.0)	46.3	(9.4)
〔うち短期国債〕	23.3	(-1.6)	21.6	(5.3)	22.2	(-4.9)
コマーシャル・ペーパー等		()	1.6	(皆増)	0.1	(皆増)
社債		()	0.04	(皆増)	0.3	(皆増)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.3	(-20.1)	1.2	(-19.1)	1.3	(-2.2)
貸付金	27.1	(2.5)	32.7	(12.0)	30.2	(11.4)
〔うち共通担保資金供給オペ等 ^(注2) 〕	25.7	(-2.8)	32.7	(12.2)	30.2	(17.3)
外国為替	8.5	(53.3)	10.9	(2.1倍)	5.0	(-41.4)
資産計	112.5	(1.3)	123.9	(9.2)	116.3	(3.4)
（負債・純資産）						
発行銀行券	75.5	(-0.2)	76.9	(0.6)	75.9	(0.6)
当座預金	13.3	(11.8)	22.1	(55.5)	17.6	(32.4)
その他預金	3.2	(93.3倍)	5.8	(196.2倍)	0.2	(-94.8)
政府預金	2.6	(-31.5)	2.4	(-32.3)	2.1	(-18.4)
売現先勘定	11.4	(-9.6)	10.4	(-14.0)	14.7	(28.3)
売出手形	0.1	(-77.1)	0.0	(皆減)	0.0	(皆減)
負債・純資産計	112.5	(1.3)	123.9	(9.2)	116.3	(3.4)

（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9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、1,272億円。

（注2）21年3月末および21年9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。

以下では、21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、21年9月末の資産の内訳をみると、国債は、68.4兆円（前年比+4.3%）となった。うち長期国債は、買入額が償還額を上回ったことから、46.3兆円（前年比+9.4%）となった。買現先勘定は、C P現先オペによる資金供給の増加から、9.8兆円（前年比+12.8%）となった。貸付金は、21年1月に貸付けを開始した企業金融支援特別オペによる資金供給の増加から、30.2兆円（前年比+11.4%）となった。外国為替は、米ドル資金供給オペによる外貨貸付金の減少から、5.0兆円（前年比-41.4%）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0.1兆円および0.3兆円となった。

一方、負債をみると、21年9月末の当座預金残高は、17.6兆円（前年比+32.4%）となった。日本銀行券の発行残高は、75.9兆円（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2.1兆円（前年比-18.4%）および14.7兆円（前年比+28.3%）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減少に伴い、0.2兆円（前年比-94.8%）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、20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、その一部に関し再乗換えを行ったほかは、売却または現金償還を受けた。この再乗換えは、財務省より、一部の国債への一時的な発行集中の影響を緩和する観点から要請があったことを踏まえ、金融政策遂行上必要な資産の流動性は十分に確保し得るとの判断のもとで実施したものである。

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²¹

(1) 公的部門に対する証書貸付債権の適格担保範囲の拡大

平成21年4月6、7日の会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、政府（特別会計を含む）に対する証書貸付債権および政府保証付証書貸付債権の適格担保の範囲を拡大するとともに、地方公共団体に対する証書貸付債権を適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」を一部改正することを決定した²²。

(2) 外貨建外国債券の適格担保化

5月の会合において、金融市場の情勢に応じた金融調節の一層の円滑化を図るとともに、担保取扱いの適切かつ効率的な運営を確保する観点から、外貨建外国債券の適格担保としての取扱いを定める「適格外国債券担保取扱要領」を必要と認められる場合に限り適用するものとして制定し、実務上の準備が整い次第速やかに実施するとともに、オペ・貸付に関する基本要領について所要の改正を行うこと、国内外の金融市場の情勢等を踏まえ、「適格外国債券担保取扱要領」の適用を同要領の実施日から開始することを決定した²³。

(3) 株式会社日本政策投資銀行をオペ対象先とする目的の追加

7月の会合において、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（平成19年法律第57号）第2条第5号に定める危機対応業務として実施するコミットメント・ラインの設定業務を支援するための時限措置として、同行をオペ対象先とする目的に同業務を支援することを加えるため、「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」を一部改正することを決定した。

²¹ 決定の詳細は 2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

²² 本件は、4月30日から実施した。

²³ 本件は、7月31日から実施した。

(4) 米ドル資金供給オペの実施期限延長等のための措置

7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10月30日から22年2月1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券貸付債権の適格性判定等に関する特則」を一部改正し、これらの実施期限を21年12月31日から22年3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10月15日から22年1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」、「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」、「コマーシャル・ペーパー等買入基本要領」、「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」、「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」を一部改正し、これらの実施期限を21年9月30日から12月31日まで延長することを決定した。