

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 22 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 22 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
（ 輸出は増加を続けたが、夏以降は横ばい圏内の動き ）	2
（ 生産は増加を続けたが、上期末にかけて、増勢が一服 ）	4
（ 設備投資は持ち直しに向かう ）	5
（ 住宅投資は下げ止まり、公共投資は減少 ）	8
（ 雇用・所得環境の厳しさは幾分和らぐ ）	9
（ 個人消費は耐久消費財を中心に持ち直しが続く ）	10
（ 2 ） 物価	12
（ 3 ） 海外経済	15
2． 金融面の動向	
（ 1 ） 国際金融資本市場	17
（ 2 ） 短期金融市場	19
（ 3 ） 債券市場	20
（ 4 ） 株式市場	22
（ 5 ） 外国為替市場	22
（ 6 ） 企業金融	25
（ 7 ） 量的金融指標	30
． 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	32
2． 金融政策決定会合における検討・決定	
（ 1 ） 概況	33

(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 . 22 年 4 月の会合	39
(海外経済は緩やかな回復を続けている)	
(国際金融資本市場は落ち着きを取り戻しているが、市場動向には注意が必要)	
(わが国の景気は持ち直しを続けている)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)	
(金融環境は、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが強まっている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(成長基盤強化のための取り組みを資金供給面から支援する方法の検討)	
ロ . 5 月 10 日の会合	41
(米ドル資金供給体制の再整備)	
ハ . 5 月 20、21 日～6月の会合	42
(国際金融資本市場は緊張感の強い状況が続いている)	
(海外経済は緩やかな回復を続けている)	
(わが国の景気は海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)	
(金融環境は、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(成長基盤強化を支援するための資金供給)	
ニ . 7 月の会合	45
(国際金融資本市場は不安定な状況が続いている)	
(海外経済は緩やかな回復を続けている)	
(わが国の景気は海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)	
(金融環境は緩和方向の動きが続いている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)	

ホ． 8月9、10日の会合・・・・・・・・・・・・・・・・	48
(国際金融資本市場は幾分安定を取り戻している)	
(海外経済は緩やかに回復している)	
(わが国の景気は海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)	
(金融環境は緩和方向の動きが続いている)	
(金融市場調節方針の維持)	
ヘ． 8月30日の会合・・・・・・・・・・・・・・・・	49
(米国経済を中心に世界経済を巡る不確実性は高まっている)	
(わが国経済・物価見通しの下振れリスクにより注意していく必要)	
(固定金利オペを通じた資金供給の大幅な拡大)	
ト． 9月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・	52
(海外経済は減速しつつも回復を続けている)	
(国際金融資本市場は大きく振れやすい状況が続いている)	
(わが国の景気は緩やかに回復しつつある)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)	
(金融環境は緩和方向の動きが続いている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(4) 金融政策運営を巡る論点	
(海外の金融経済情勢を巡るリスク要因)・・・・・・・・	54
(円高の背景とその影響)・・・・・・・・	56
(長めの市場金利の低下を促す措置の評価)・・・・・・・・	57
(デフレと日本経済の中長期的課題)・・・・・・・・	58
3． 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向・・・・・・・・	60
4． 日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・	63
5． 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 米ドル資金供給オペレーションの再導入・・・・・・・・	65
(2) 成長基盤強化を支援するための資金供給の導入・・・・・・・・	65

．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	66
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	103
3．金融政策決定会合議事要旨	118
参考計表・資料一覧	262

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、海外経済の改善や各種対策の効果などを背景に、回復に向けた動きを続けたが、上期末にかけて改善の動きが弱まった。

輸出や生産は増加を続けたものの、夏以降、横ばい圏内の動きとなった。設備投資は持ち直しに向かった。雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいだ。そうしたもとで、個人消費は、各種対策の効果などから、耐久消費財を中心に、持ち直し基調を続けた。住宅投資は下げ止まった。この間、公共投資は減少した。

2. 物価面では、国内企業物価は、製品需給緩和の影響が続く中、4～6月は国際商品市況高の影響を受けて前年比で若干上昇したが、7～9月は国際商品市況の反落や為替円高の影響などから弱含みとなった。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状態にあるもとで下落したが、下落幅は縮小傾向を続けた。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給が継続される中、短期金利は、引き続き低水準で推移した。前期との比較では、相対的に金利低下余地が残されていたやや長めの金利を中心に、小幅ながら低下した。

債券市場では、株価が軟調に推移したことや、海外金利が総じて低下傾向を辿ったこともあって、長期国債(10年債)の流通利回りが、8月下旬に、一時、15年度以来の0.9%割れの水準まで低下した。その後、投資家による利益確定売りなどを背景に上昇する場面もあったが、9月末にかけて、再び0.9%台前半に低下した。

株式市場では、一部欧州諸国の財政問題や世界経済の先行きを巡る懸念に加え、為替が円高基調で推移したことなどをを受けて、日経平均株価は一時9千円

割れとなるなど、総じて弱含む展開を辿った。

外国為替市場では、円の為替相場は、総じて円高傾向を辿った。こうしたもとで、9月には、6年半ぶりとなる為替介入が実施された。

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、「緩い」とする先が「厳しい」とする先を上回るところまで改善した。この間、CP・社債市場では、低格付社債の発行環境が良好となったほか、その他についても良好な発行環境が続いた。

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前年比で引き続き減少した。

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、引き続き減少した。CPの発行残高は運転資金需要の後退もあって前年を下回って推移したが、社債の発行残高は良好な発行環境のもとで前年を上回って推移した。

5. マネタリーベース（流通現金と日本銀行当座預金の合計）は、引き続き前年の水準を上回って推移した。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映じて、高い伸びが続いた。マネーストック（M2）は、前年比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. 22年度上期中には、金融政策決定会合を計9回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、わが国の経済情勢について、4月6、7日の会合では、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しを続けていると判断し、5月以降9月までの会合では、緩やかに回復しつつあると判断した。

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促す」とする金融市場調節方針を決定した。

また、すべての会合において、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であるとの認識を示し、そのために中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとの方針を示した。そのうえで9月会合においては、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適時・適切に政策対応を行っていく方針を改めて確認し、これを明確に示していくこととした。

この間、4月30日の会合では、現下の日本経済の状況を踏まえると、成長基盤の強化を図ることが必要であるとの認識に基づき、日本銀行としても、成長基盤の強化に資する新たな取り組みを行うことが必要である、との考え方が共有された。このような議論を受けて、議長は、成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、改めて報告するよう、執行部に指示した。5月20、21日の会合では、執行部からの報告を踏まえ、資金供給の方法の骨子素案を取り纏めるとともに、これを公表し、より具体的な検討を進めていくこととした。6月会合では、企業や金融機関などによる日本経済の成長に向けた取り組みが一段と活発化するよう、成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組みを導入することを決定した。

5月10日に臨時で開催した会合では、欧州の米ドル短期金融市場における緊張が再び高まっている状況に鑑み、各国中央銀行との協調対応策として、ニューヨーク連邦準備銀行との間で米ドル・スワップ取極を再締結すること、および米ドル資金供給オペレーションの実施体制を改めて整備すること、を決定した。

8月30日に臨時で開催した会合では、米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性がこれまで以上に高まっているほか、為替相場や株価が不安定な動きを続けていることから、固定金利方式の共通担保資金供給オペについて、期間6か月物を新たに導入し、同オペを通じた資金供給を大幅に拡大することとし、これにより市場金利の低下を促し、金融緩和を一段と強化していくことを決定した。

(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、120.3兆円(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)

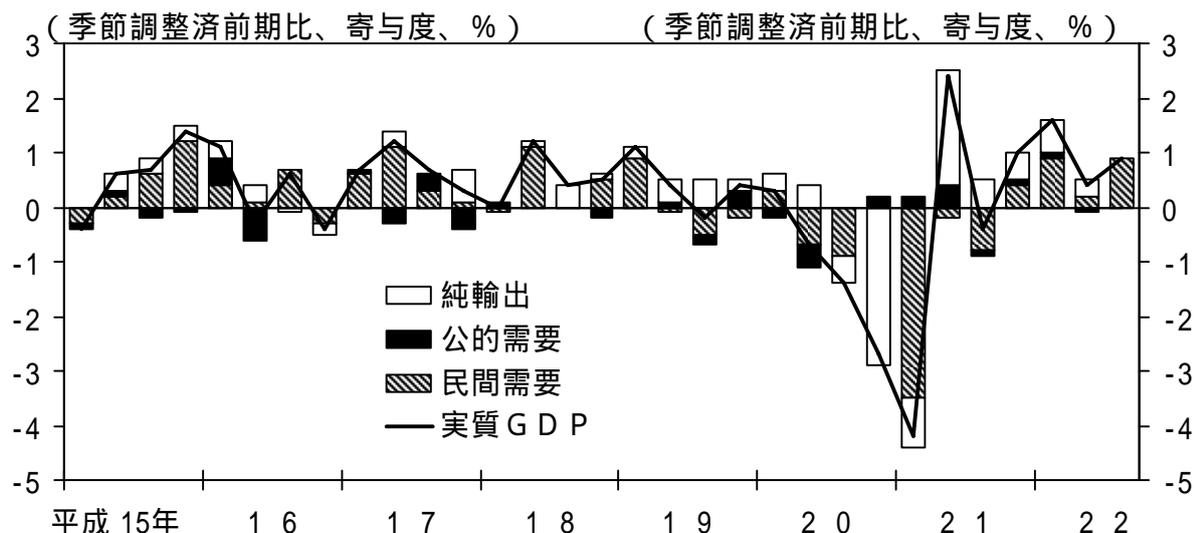
平成 22 年度上期には、海外経済の改善や各種対策の効果などを背景に、日本経済は回復に向けた動きを続けたが、上期末にかけて改善の動きが弱まった。

輸出や生産は増加を続けたものの、夏以降、横ばい圏内の動きとなった。設備投資は持ち直しに向かった。雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいだ。そうしたもとで、個人消費は、各種対策の効果などから、耐久消費財を中心に、持ち直し基調を続けた。住宅投資は下げ止まった。この間、公共投資は減少した。

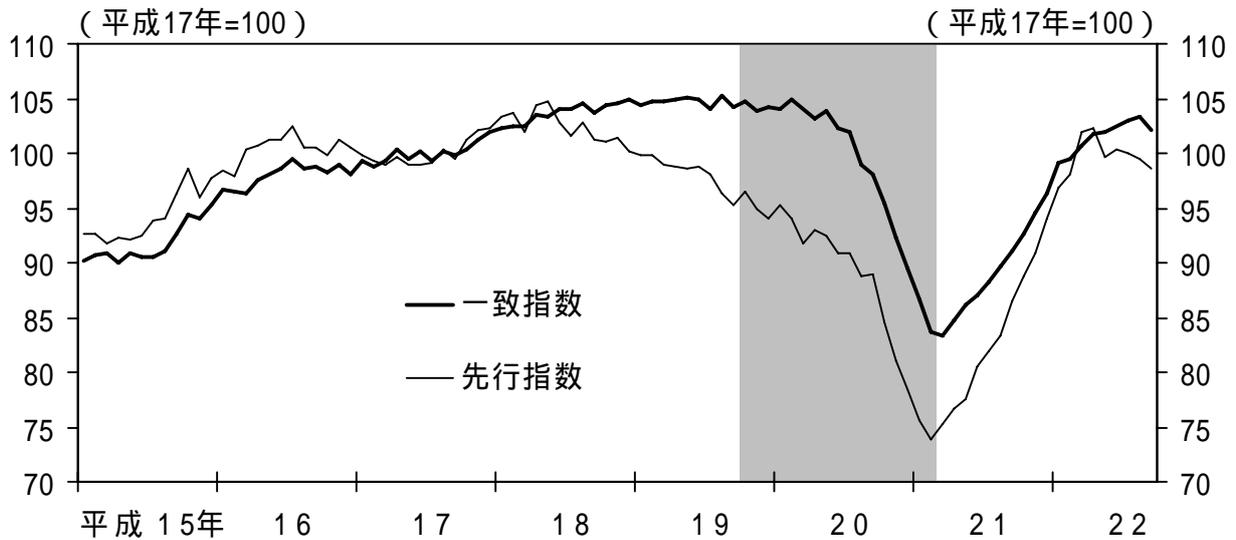
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比で見ると、21 年度下期に比べると増勢は鈍化したものの、増加を続けた(図表 1 (1))。景気動向指数も、先行指数は横ばい圏内の動きとなったが、一致指数は改善傾向を続けた(図表 1 (2))。

(図表 1) 実質 GDP と景気動向指数の推移

(1) 実質 GDP (前期比)



(2) 景気動向指数 C I



(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。
(2) のシャドー部分は景気後退局面を示している。

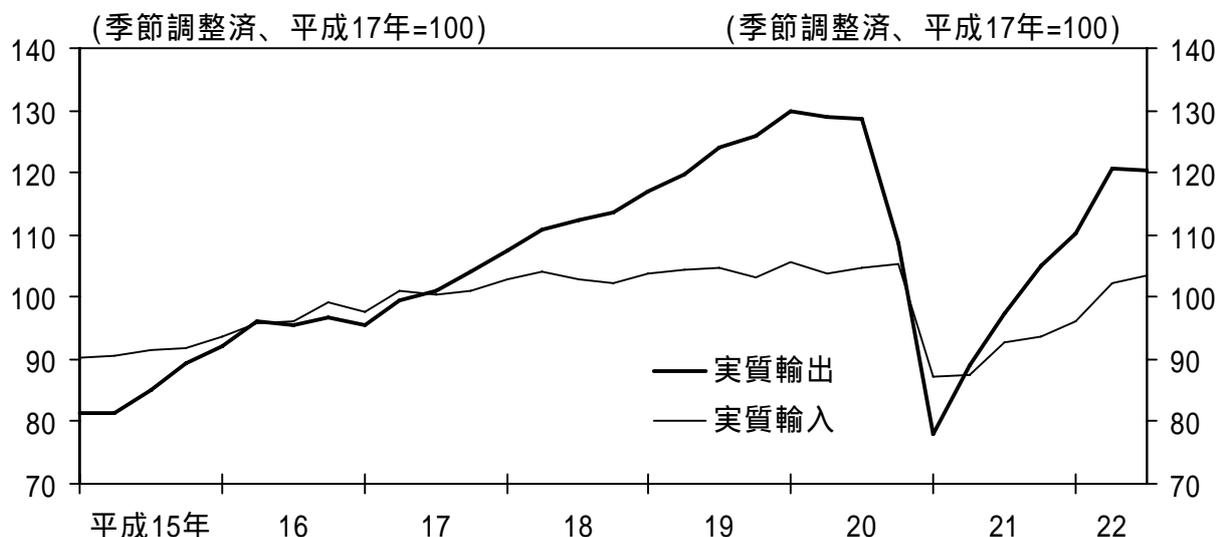
(輸出は増加を続けたが、夏以降は横ばい圏内の動き)

実質輸出は¹、海外経済の改善を背景に増加を続けたが、夏以降は横ばい圏内の動きとなった(図表2(1))。実質輸入は、生産や耐久消費財需要が増加を続けるもとの、緩やかな増加傾向を続けた。実質貿易収支でみた純輸出は、増加を続けた後、夏以降は横ばい圏内の動きとなった(図表2(2))。

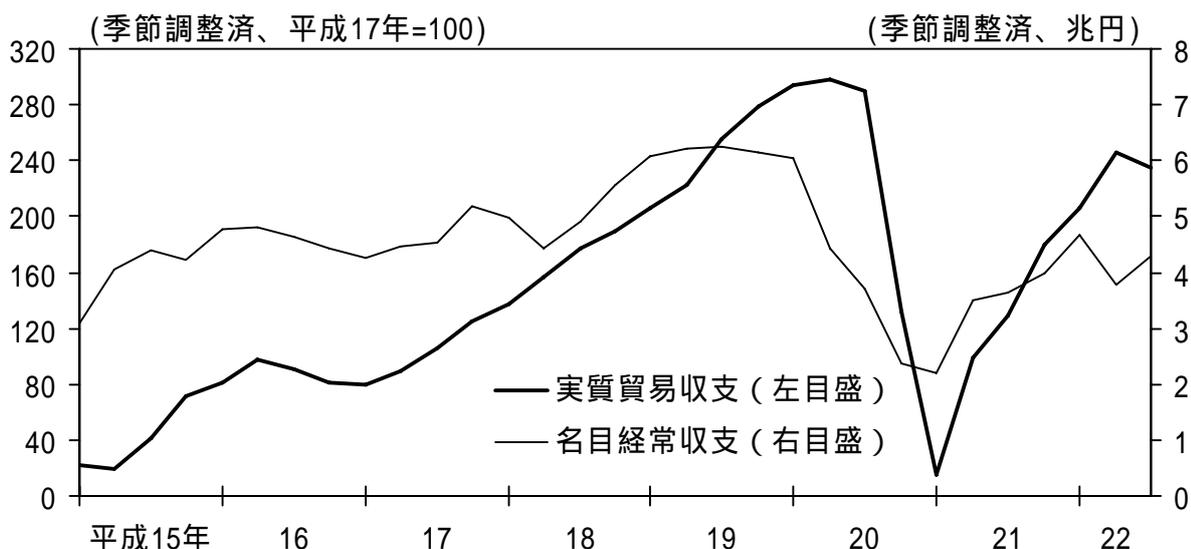
¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

(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))、東アジア向けは、22 年 7 ~ 9 月にかけて、増勢が鈍化した。米国向けは、4 ~ 6 月は自動車関連の現地在庫補填等もあって高い伸びとなったが、7 ~ 9 月は伸びが鈍化した。また、その他地域(中東、中南米、ロシアなど) 向けも、4 ~ 6 月までは高い伸びを続けたが、7 ~ 9 月は、船舶の振れとみられる動きもあって減少した。この間、EU 向けは堅調な増加を続けた。実質輸出を財別にみると(図表 3 (2))、4 ~ 6 月は情報関連、資本財・部品が、東アジア向けを中心に増加を続けたほか、自動車関連も、米国、EU における現地

在庫補填等もあって増加を続けた。7～9月は情報関連が小幅の減少に転じたほか、多くの財が大幅に減速した。

実質輸入を財別にみると、4～6月は情報関連（パソコン等）や消費財（薄型テレビ等）を中心に、高い伸びとなった。7～9月は、4～6月に高い伸びを示した情報関連がほぼ横ばいとなったほか、消費財は小幅のマイナスとなった。

（図表3）実質輸出の内訳

（1）地域別

（季節調整済、前期比、％）

	平成21年 第3四半期	平成22年			
		4	1	2	3
米国 <16.1>	11.2	7.1	-1.2	11.3	3.5
EU <12.5>	4.8	9.6	-4.0	8.5	4.2
東アジア <51.4>	13.1	7.8	7.9	5.0	0.8
中国 <18.9>	10.3	6.4	9.1	2.5	2.7
NIEs <23.5>	12.4	6.7	6.9	5.3	-0.6
ASEAN4 <9.1>	21.7	13.7	8.1	9.0	0.6
その他 <20.0>	9.2	11.3	11.1	9.1	-3.9
実質輸出計	9.4	7.6	5.2	9.6	-0.4

（2）財別

（季節調整済、前期比、％）

	平成21年 第3四半期	平成22年			
		4	1	2	3
中間財 <20.7>	10.0	4.6	0.9	5.4	1.3
自動車関連 <20.0>	25.3	11.3	4.9	10.7	0.5
消費財 <4.1>	3.4	0.3	-0.5	9.2	1.1
情報関連 <11.3>	9.0	5.7	5.9	7.2	-1.7
資本財・部品 <27.9>	7.7	9.9	8.7	14.7	1.3
実質輸出計	9.4	7.6	5.2	9.6	-0.4

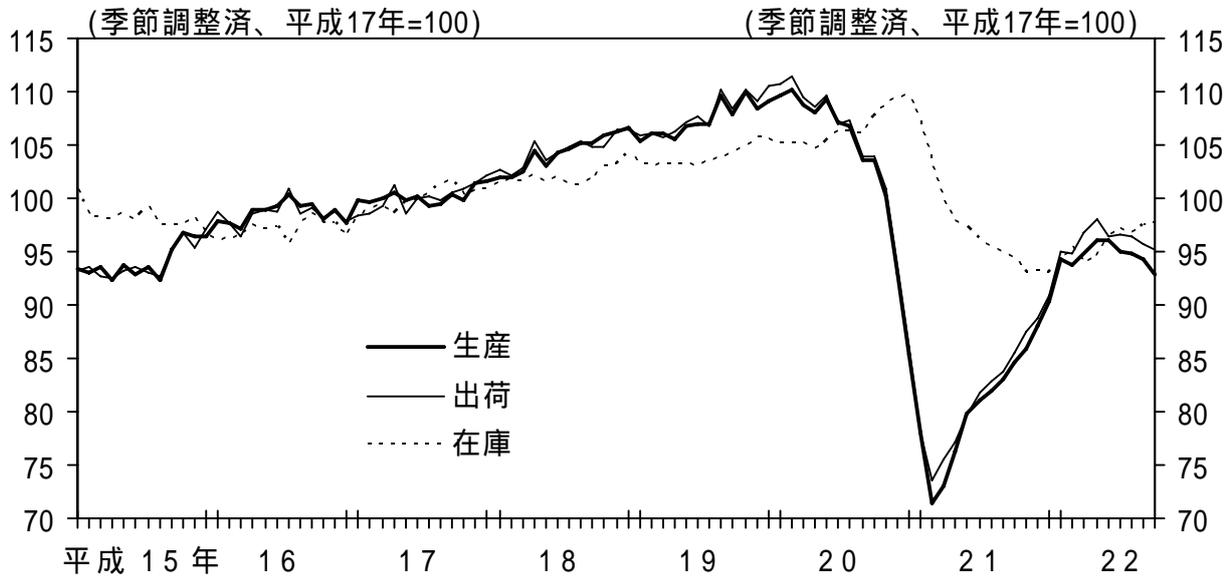
（注）< >内は、21年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

（生産は増加を続けたが、上期末にかけて、増勢が一服）

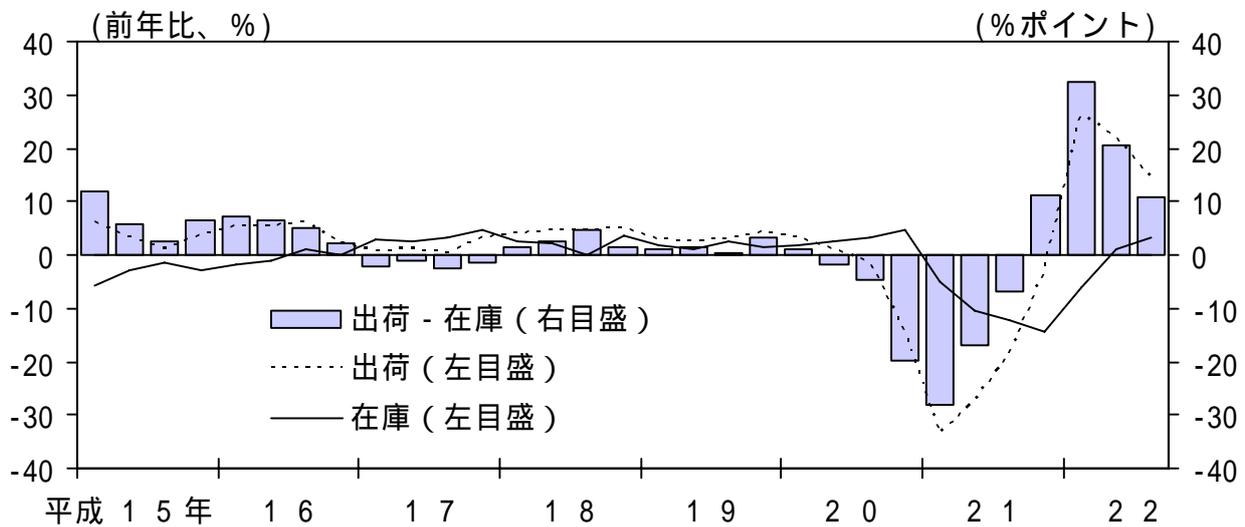
鋳工業生産は、増加を続けたが、上期末にかけて、増勢が一服した（図表4）。季節調整済みの統計そのものを前期比ベースで見ると、1～3月に高い伸びとなったあと、4～6月は増加幅が急速に縮小し、7～9月は小幅の減少となった。4～6

月と7～9月については、季節調整の歪みによって計数が弱めに出ている面はあるが、実勢ベースでも、7～9月は増勢がはっきりと弱まった。こうした中、在庫については、出荷の伸びが在庫の伸びを上回って推移した（図表5）。

（図表4）鉱工業生産・出荷・在庫



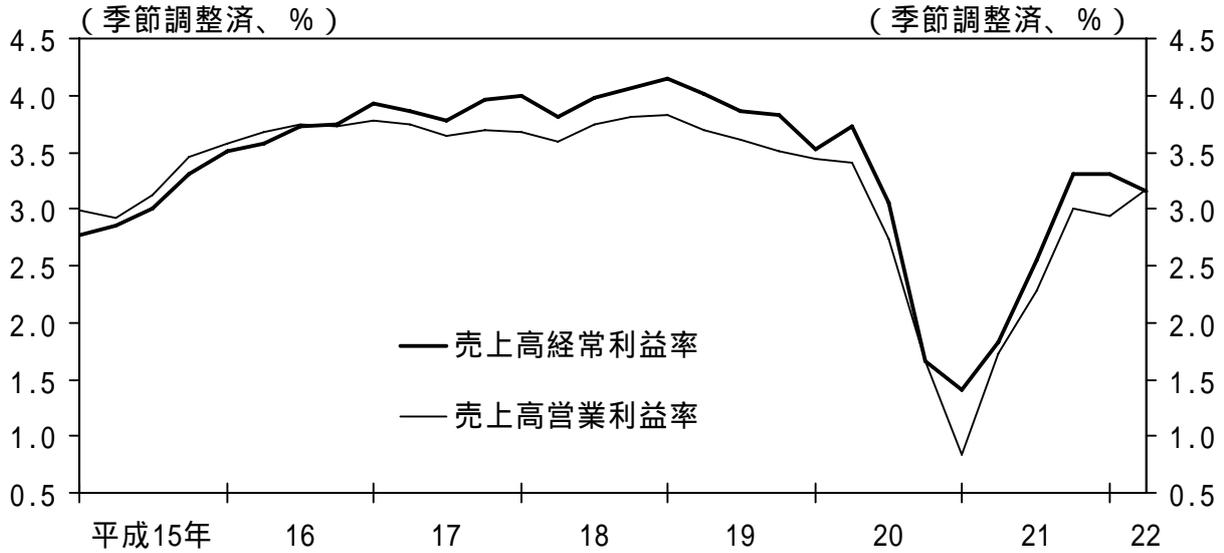
（図表5）出荷・在庫バランス



（設備投資は持ち直しに向かう）

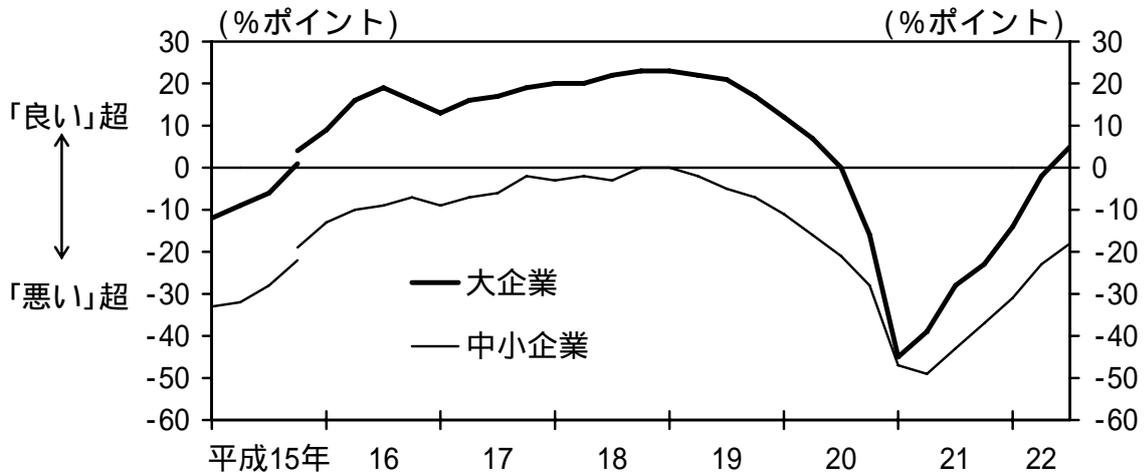
企業収益は、生産の増加などを背景に改善を続けた。法人企業統計をみると、4～6月の売上高経常利益率や売上高営業利益率（ともに季節調整値）は、1年前に比べて大きく改善した（図表6）。また、企業の業況感も改善を続けた（図表7）。

(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、全産業全規模ベースの計数。

(図表 7) 企業の業況判断 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。

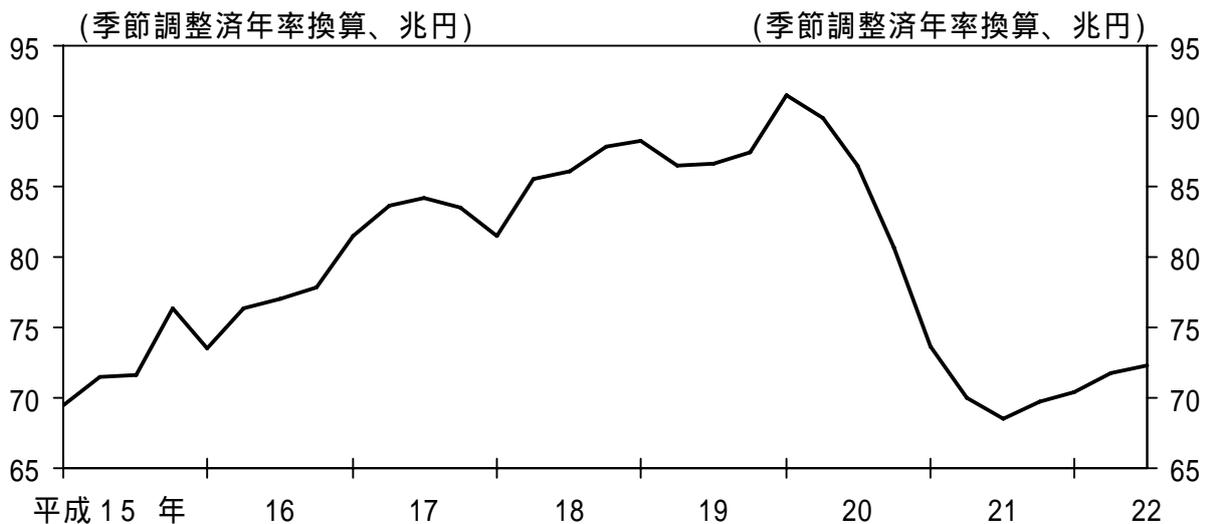
こうしたもとで、設備投資は持ち直しに向かった。GDPベースの実質設備投資は、引き続き低水準ながら、21 年 10~12 月以降、緩やかな増加を続けている (図表 8 (1))。設備投資の一致指標である資本財総供給は²、増加基調を続けた (図表 8 (2))。

² 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。

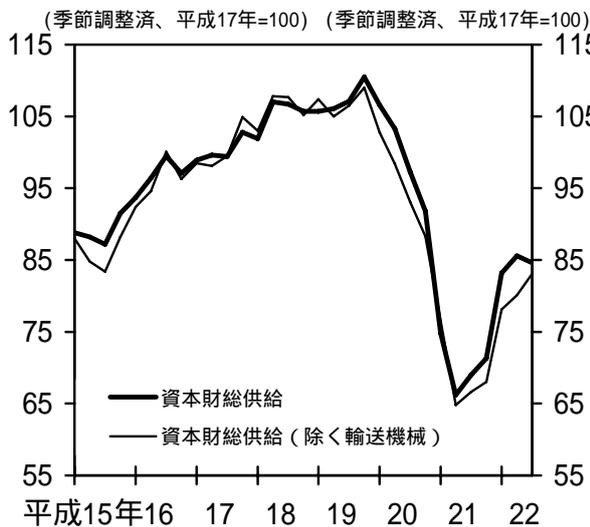
また、機械投資の先行指標である機械受注は、4～6月に増加がいったん一服したが、7～9月は再び増加した。建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）は、大型案件の有無により非製造業を中心に上下動したが、振れを均してみれば緩やかな持ち直しに向かった（図表8(3)）。

（図表8）設備投資

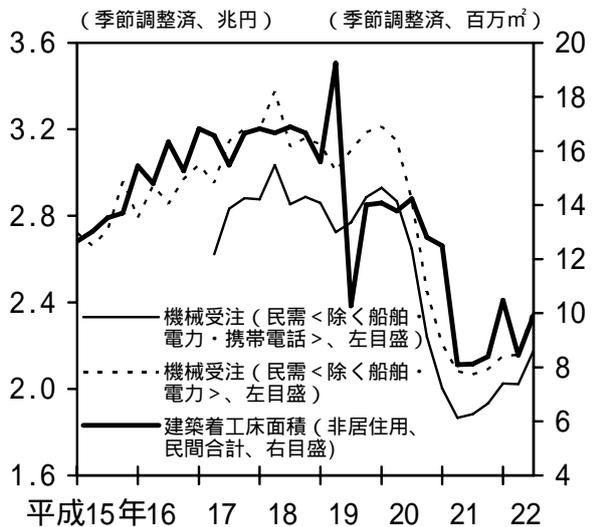
（1）設備投資（実質、GDPベース）



（2）一致指標



（3）先行指標



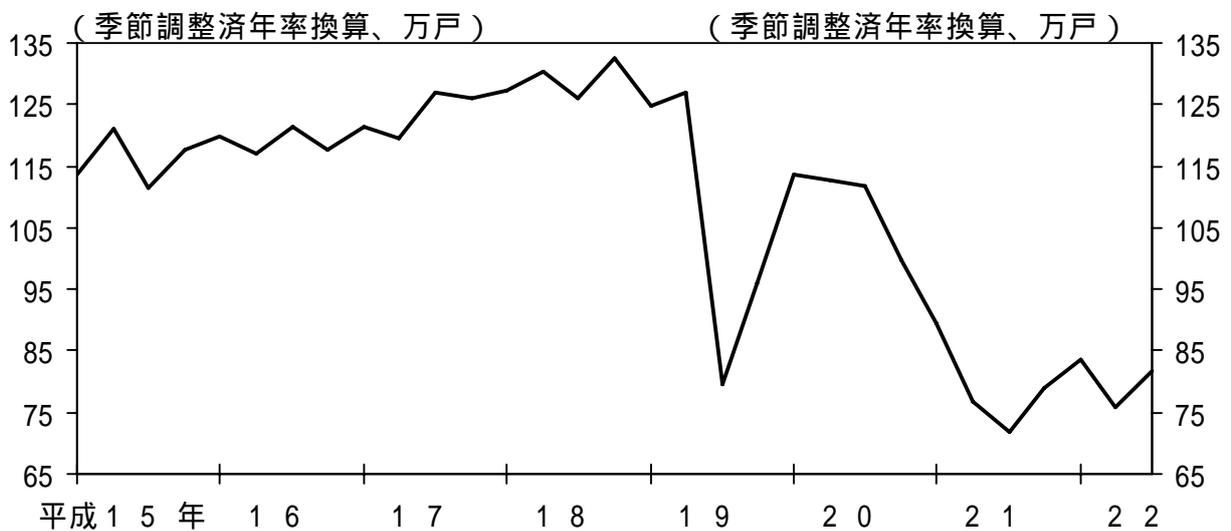
（注）資本財総供給については脚注2を参照。

(住宅投資は下げ止まり、公共投資は減少)

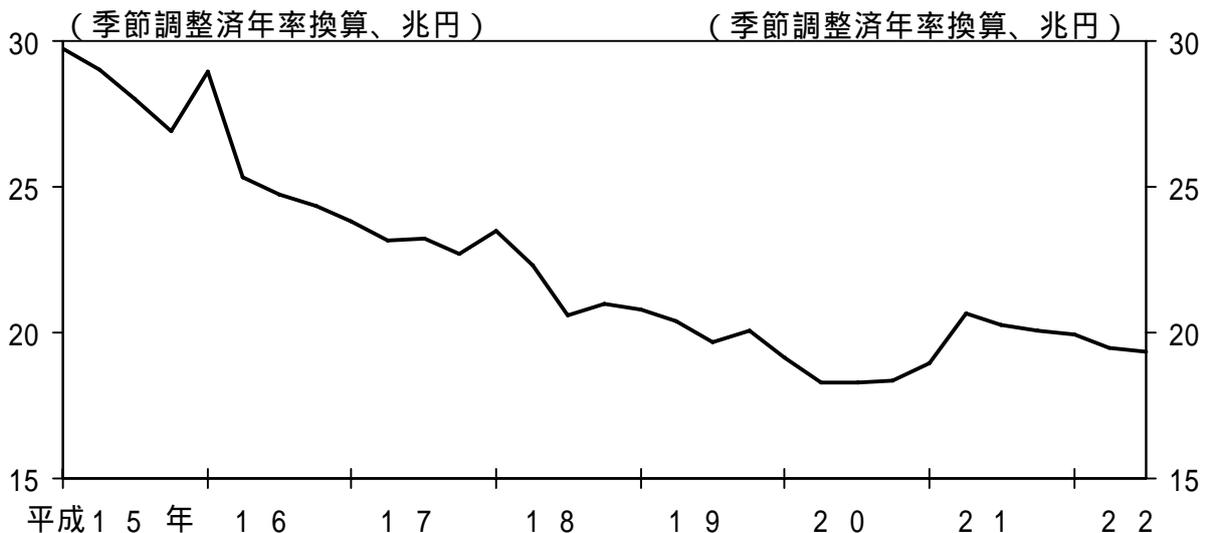
住宅投資は、下げ止まった。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると(図表9(1))、借入金利が一段と低下する中、在庫や価格の調整が進んだことなどを背景に、分譲を中心に持ち直し傾向となった。この間、公共投資は減少した(図表9(2))。

(図表9) 住宅投資・公共投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公共投資(実質、GDPベース)



(雇用・所得環境の厳しさは幾分和らく)

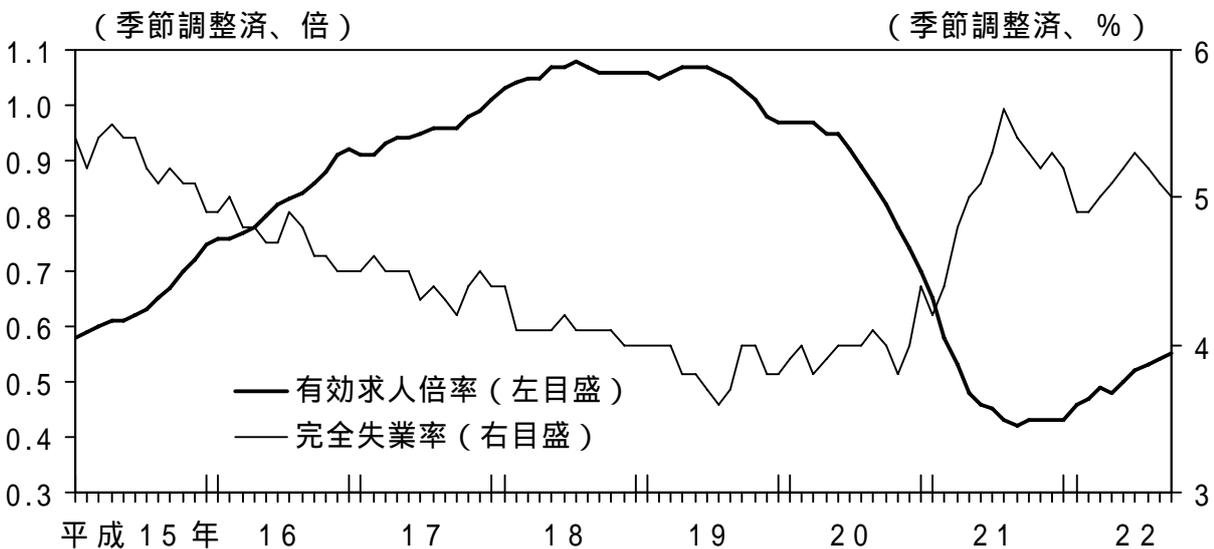
労働需給面の動きをみると、引き続き厳しい状況ではあったが、その程度は幾分和らいだ。具体的にみると、有効求人倍率は、21年8月をボトムに、緩やかな改善傾向を続けた。完全失業率は5%台前半で推移した(図表10(1))。

雇用面について(図表10(2))、労働力調査の雇用者数をみると、前年比の下落幅が縮小し、7~9月は小幅のプラスとなった。また、毎月勤労統計の常用労働者数は、小幅ながら、前年比プラス幅を拡大した。

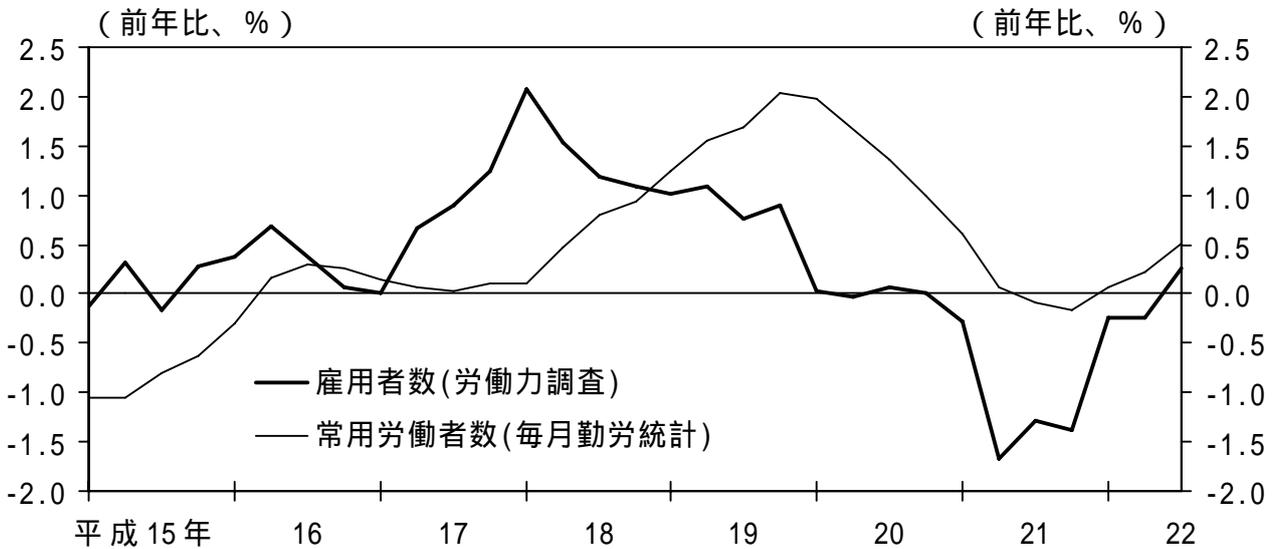
賃金面では、大幅な下落が続いてきた一人当たり名目賃金の前年比は、幾分上昇した。内訳をみると、所定内給与の下落幅が、所定内労働時間の持ち直しを主因に、かなり縮小したほか、所定外給与も、所定外労働時間の増加から、前年比プラスで推移した。特別給与も、企業収益の改善を背景に、前年水準を上回った。以上のような雇用・賃金動向を反映して、22年度上期の雇用者所得は、前年比プラスとなった(図表11)。

(図表10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率

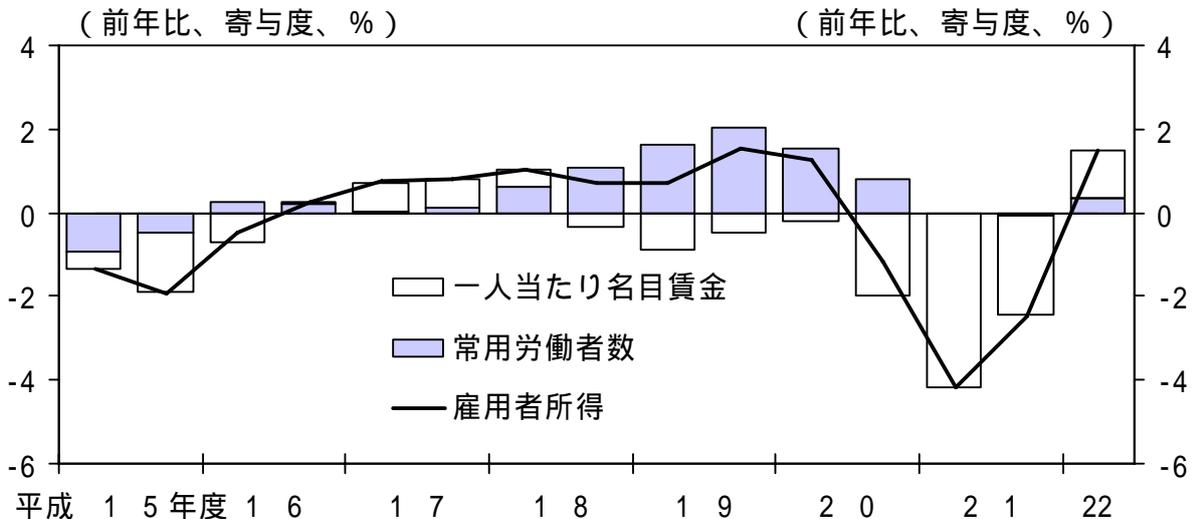


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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。

(個人消費は耐久消費財を中心に持ち直しが続く)

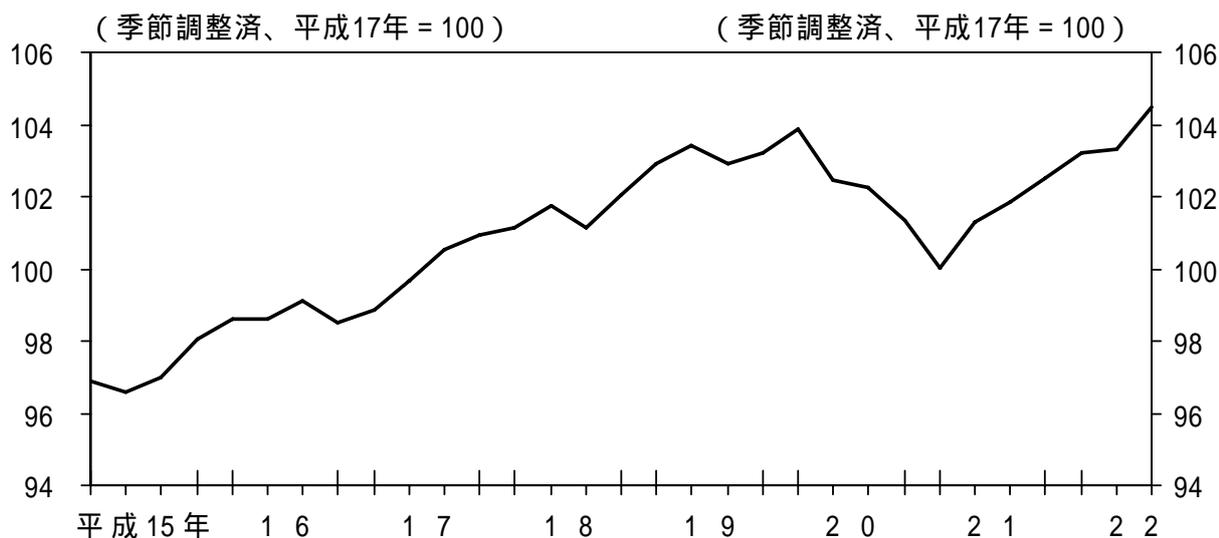
こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、各種対策に刺激された耐久消費財を中心に、持ち直し基調を続けた。GDPベースの実質個人消費は、増加基調を続けた(図表 12(1))。財消費の動きを小売業販売額(実質)でみると(図表 12(2))、振れを伴いつつも、増加を続けた。一方、サービス消費をみると、旅行取扱額は持

ち直し傾向を続けた。外食産業売上高は、横ばい圏内で推移した（図表 12(3)）。

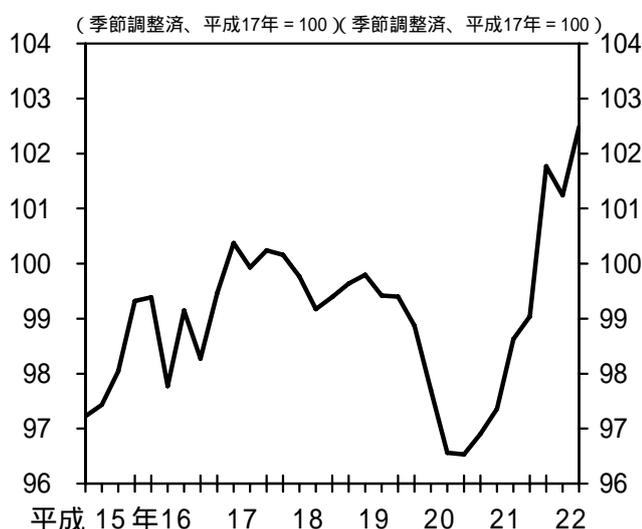
この間、消費者コンフィデンス関連指標は、回復傾向を辿った後、夏頃からは弱含みとなった（図表 13）。

（図表 12）個人消費

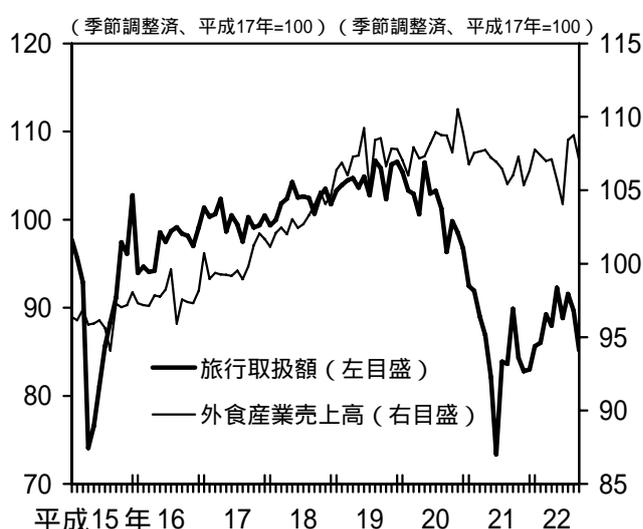
（ 1 ）個人消費（実質、GDPベース）



（ 2 ）小売業販売額（実質）



（ 3 ）サービス消費（名目）

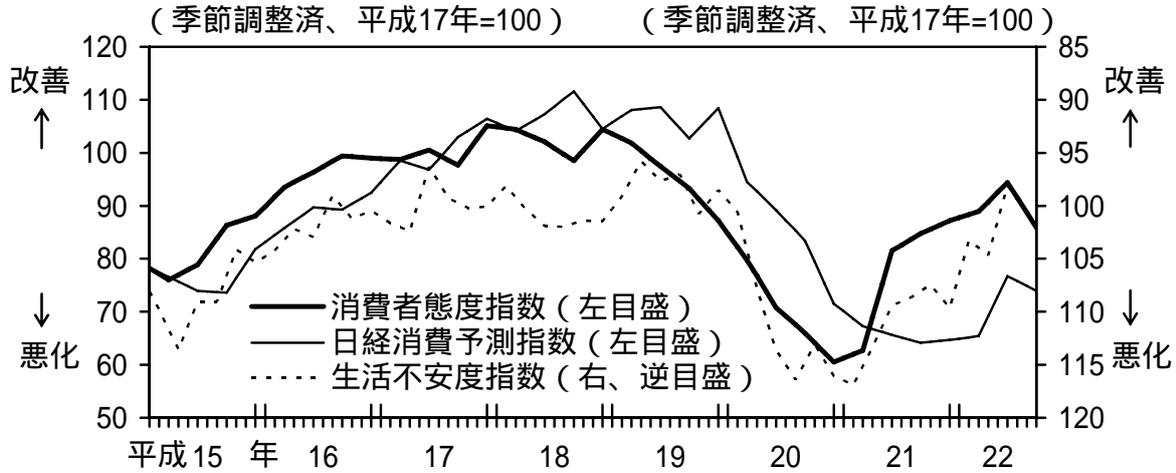


（注 1）小売業販売額は、CPI（「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの）で実質化。

（注 2）旅行業取扱額は、外国人旅行を除いている。また、19年4月及び22年4月に調査対象が変更された結果、原データに断層が生じている。19年4月以降は、従来の系列を基準とし、新調査対象の前年比で延長している。

（注 3）外食産業売上高は、5年の外食総研のデータを基準とし、日本フードサービス協会のデータの前年比で延長している。

(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続く中、4～6月は国際商品市況高の影響を受けて前年比で若干上昇したが、7～9月は国際商品市況の反落や為替円高の影響などから弱含みとなった。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は³、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落したが、下落幅は縮小傾向を続けた⁴。

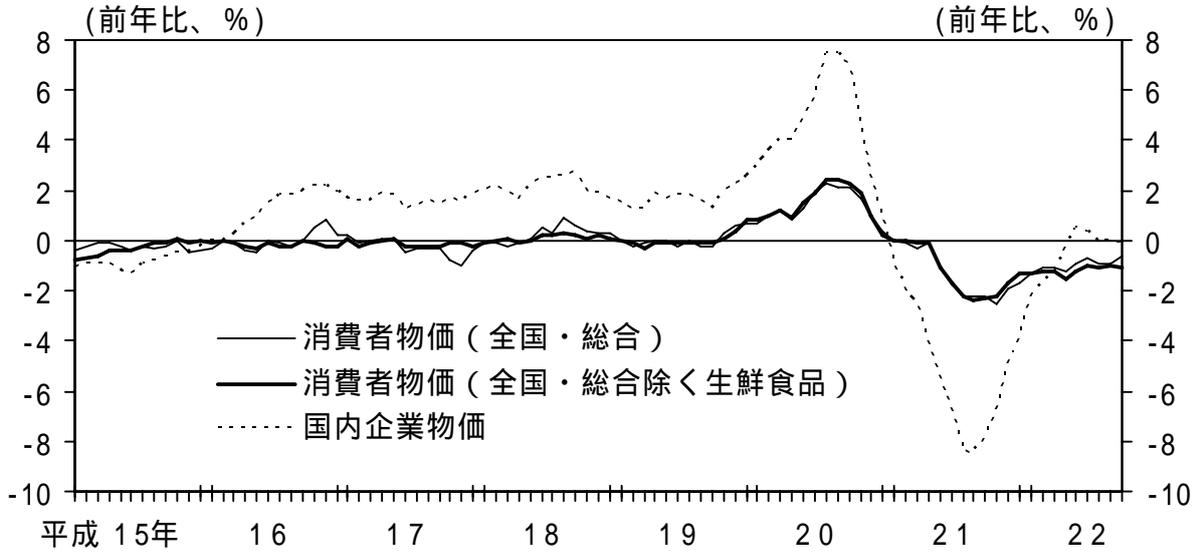
国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表 15)、4～6月は国際商品市況高の影響を受けて、「為替・海外市況連動型」、「鉄鋼・建材関連」を中心に上昇したが、7月以降は国際商品市況の反落や為替円高の影響により、「為替・海外市況連動型」を中心に下落に転じた。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比をやや詳しくみると、財価格の下落幅は、21年中の動きに比べてはっきりと縮小した。サービス価格は、私立高校授業料を除けば、下落幅が縮小傾向にある。公共料金についても、公立高校授業料を除けば、下落幅が縮小傾向にある(図表 16)。

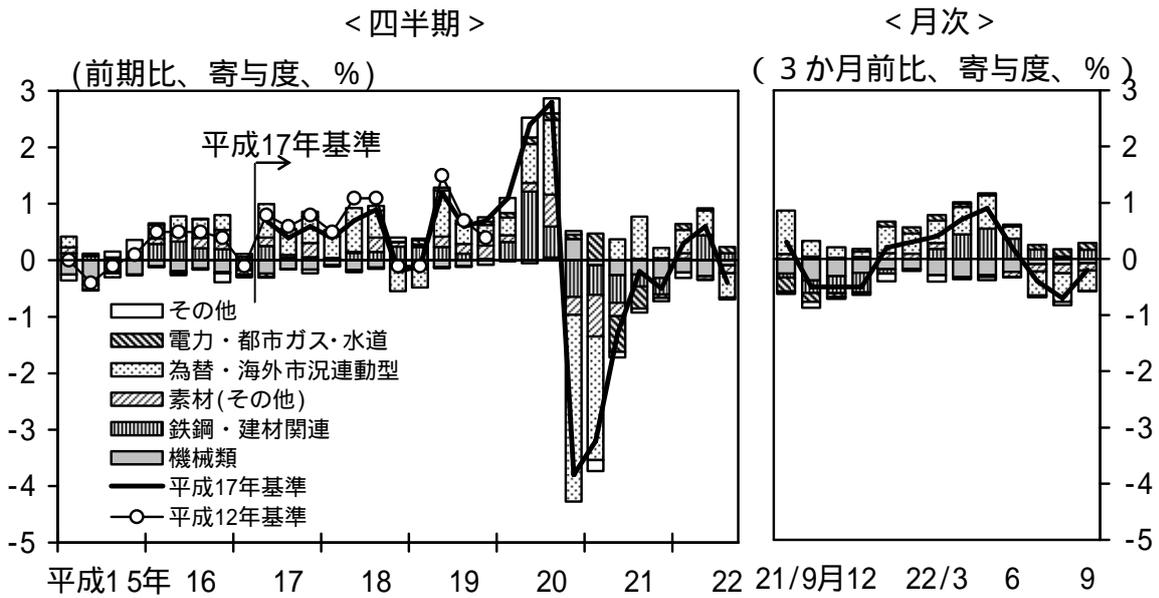
³ 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、消費者物価指数総合から天候要因による振れが大きい生鮮食品を除いたものである。

⁴ 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比も、下落幅は縮小傾向を辿った。

(図表 14) 物価



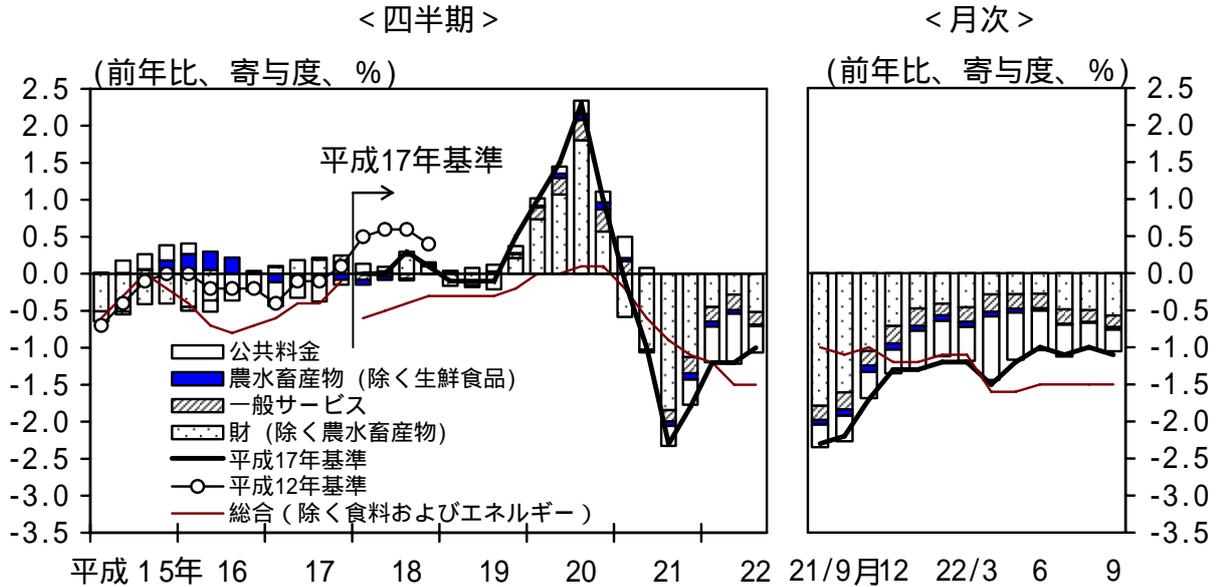
(図表 15) 国内企業物価



(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)



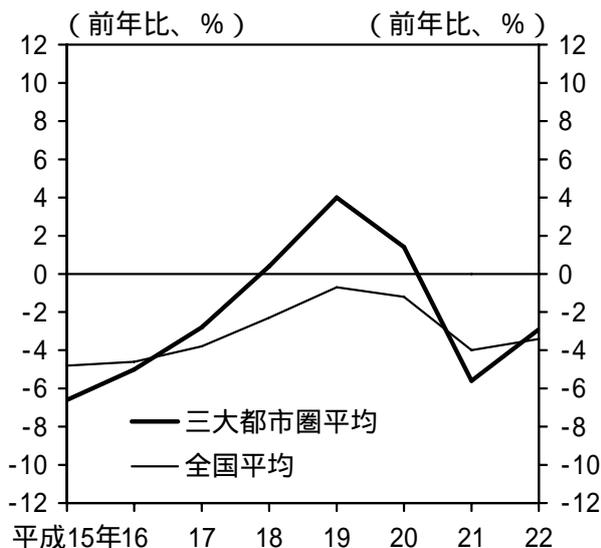
(注 1) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは「公共サービス」とあわせて公共料金とした。

(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。

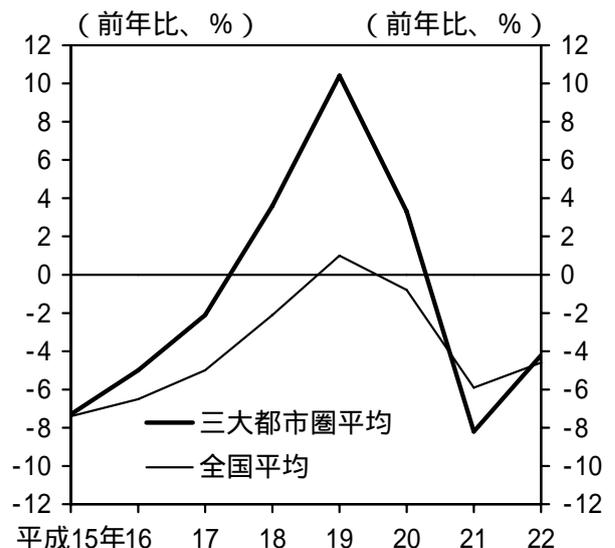
地価を都道府県地価で見ると(図表 17)、全国平均の前年比は下落幅が縮小した。地域別にみると、三大都市圏では下落幅が縮小したが、地方圏では前年と同程度の下落を続けた。

(図表 17) 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

22年度上期の海外経済は、減速しつつも回復を続けた(図表18)。

(図表18) 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、%)

		20年	21年	21年 第2四半期	3	4	22年 1	2	3
米 国		0.0	-2.6	-0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.0
欧 州	ユーロエリア	0.5	-4.1	-0.6	1.7	0.8	1.4	3.9	1.5
	ドイ ツ	1.0	-4.7	1.9	2.8	1.3	2.3	9.5	2.8
	英 国	-0.1	-5.0	-3.1	-1.2	1.4	1.8	4.7	3.2
東 ア ジ ア	中 国	9.6	9.1	8.1	9.6	11.3	11.9	10.3	9.6
	NIEsおよび ASEAN4	3.1	0.1	-2.0	0.5	5.7	9.4	8.8	-

(注) NIEsおよびASEAN4は、IMF公表のGDPウェイト(21年、購買力平価基準)を用いて算出。

米国経済は、減速しながらも、緩やかな回復を続けた。在庫投資の増勢鈍化や財政面での景気刺激策の効果減衰から成長ペースは落ちたが、輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加した。こうしたもとで、生産は減速しつつも増加を続けた。労働市場では、雇用者数が持ち直したものの、失業率はなお高水準横ばい圏内で推移するなど、雇用環境の改善は限定的なものにとどまった。そうしたもとで、個人消費の増加ペースは緩やかなものにとどまり、住宅投資も低水準で推移した。

物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、エネルギー価格の伸び率の縮小などから低下した。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は、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化を背景に、緩やかな低下傾向を辿った。

金融政策面をみると、22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%の範囲に据え置くとともに、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とする可能性が高いとの見通しを維持した。また、8月には、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券などの償還金を、長期米国債に再投資することを決定するなど、

緩和的な政策を維持した。

ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復した。輸出と生産が減速しつつも増加を続けたほか、個人消費など内需も緩やかに増加した。物価面では、一部の国での付加価値税率引き上げやユーロ安の影響などから、総合ベースの消費者物価前年比のプラス幅が幾分拡大したが、財市場や労働市場の緩和的な需給環境は、引き続きディスインフレ圧力として作用した。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・オペにおける適用金利）を1%に据え置いた。この間、全額供給方式の長期リファイナンス・オペについて、1か月物、3か月物を固定金利方式で継続的に実施したほか、6か月物も実施するなど、潤沢な流動性の供給を実施した。また、5月には、欧州におけるギリシャなど一部国の財政問題を巡る懸念の高まりを受けて、市場流動性の低下したユーロ圏の公債と民間債の買入れ（証券市場プログラム）を導入した。カバード・ボンド買入れプログラムは6月末で終了した。

英国経済は、輸出や生産が減速しつつも増加を続け、個人消費が持ち直す中で、緩やかに回復した。物価面では、緩和的な需給環境がディスインフレ圧力となる一方、ポンド安やエネルギー価格の上昇、付加価値税率引き上げなどがインフレ圧力となったことから、総合ベースの消費者物価の前年比は、インフレーション・ターゲット（2%）の水準を上回る3%台で推移した。金融政策面では、イングランド銀行は、政策金利と資産買取ファシリティの資金枠を、それぞれ0.5%と2,000億ポンドに据え置いた。

新興国・地域をみると、まず中国経済は、幾分減速しつつも、高めの成長を続けた。個人消費は全体として堅調に推移し、輸出は、海外経済の減速を背景に伸びが鈍化したものの、増加を続けた。また、固定資産投資は、政府による不動産取引抑制策の影響などから減速しながらも、なお高い伸びを維持した。物価面では、食料品価格がプラス幅を拡大したほか、非食料品も伸びを高めた。

N I E s ・ A S E A N 諸国・地域の経済は、輸出や生産の増勢鈍化から減速したが、個人消費や設備投資は増加を続けたことから、全体として回復基調を辿った。物価面をみると、既往の通貨高による輸入物価の上昇抑制がインフレ上昇を防ぐ側面もあったが、食料品価格の上昇や生産要素の稼働水準の高まりはインフレの上昇圧力となって作用した。

金融政策面では、多くの新興国・地域で政策金利や預金準備率の引き上げなど、金融緩和の修正に向けた動きがみられた。

2. 金融面の動向

(1) 国際金融資本市場

平成 22 年度上期の国際金融資本市場をみると、全体として不安定な展開が続いた。

短期金融市場では、欧州周辺国の財政問題に端を発した国際金融市場における緊張の高まりから、ドル資金市場を中心にターム物金利に上昇圧力がかかる局面もみられた。クレジット市場では、社債の対国債スプレッドは、高格付け物は低位で安定的に推移した一方、低格付け物は幾分拡大した。

株価をみると(図表 19)、上期を通じて不安定な動きが続いた。米国株価は、5 月から 6 月初旬にかけて、欧州金融システムに対する懸念から、投資家のリスク回避的な姿勢が強まったことなどを受け、大きく下落した後、欧州系金融機関に対するストレステストの結果公表が好感されたことや、市場予想を上回る企業決算が続いたことなどから、持ち直しに向かった。8 月末にかけては、米国経済の先行きに対する不透明感の強まりを背景に下落する局面もみられたが、その後は、米国経済に対する悲観的な見方が幾分後退したことや、一部の堅調な企業決算などをを受けて上昇するなど、総じて振れの大きい展開となった。ユーロエリアや英国の株価も、概ね米国の株価に連れる動きとなった。

長期金利(国債 10 年物利回り)をみると(図表 20)、主要先進国では、上期を通じて低下した。米国の長期金利は、欧州における一部国の財政問題を巡る懸念の高まりを受けた質への逃避から、5 月から 6 月初旬にかけて低下した。その後、一時横ばいの動きとなる局面もみられたが、8 月に入ると、米国経済の先行きに対する不透明感の強まりから、低下した。ドイツ・英国の長期金利も、この間、米国と同様に低下した。一方、欧州周辺国の長期金利は、4 月下旬以降、上記の財政問題を巡る懸念の高まりを受けて大幅に上昇し、5 月半ばに各国政府・中央銀行が金融安定化のための措置を導入・実施した後も、高水準で推移した。

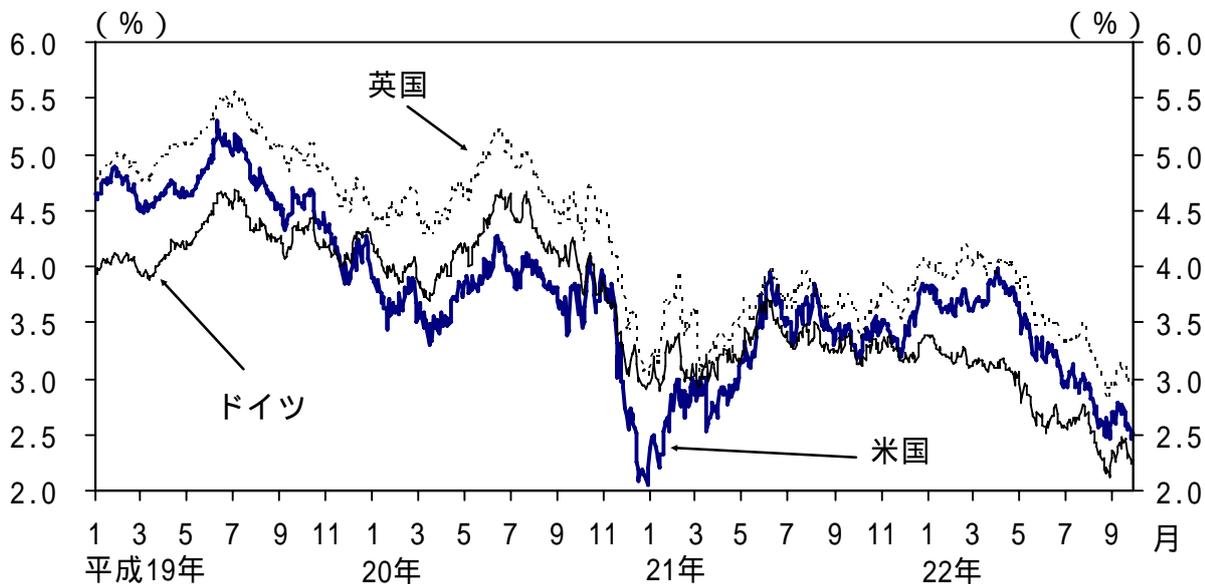
新興国・地域の金融市場をみると、株価や通貨は、海外からの資金流入や景気回復を背景に、振れを伴いながらも概ね堅調に推移した。4 月下旬以降、欧州信用不安の影響を受けて、投資家のリスク回避的な姿勢が強まった局面では、株価や通貨が下落し、長期金利の対米国債スプレッドは拡大した。もっとも、新興国の実体経済が底堅い動きをみせる中で、6 月下旬以降、新興国に対する資金流入も回復したことで、株価や通貨が上昇に転じ、長期金利の対米国債スプレッドは

縮小した。株価は、9月末にかけて、多くの国でリーマン・ショック以降のピークを更新し、とりわけインドネシアやフィリピンなどでは史上最高値を記録した。

(図表19) 米欧の株価



(図表20) 米欧の長期金利(国債10年物利回り)

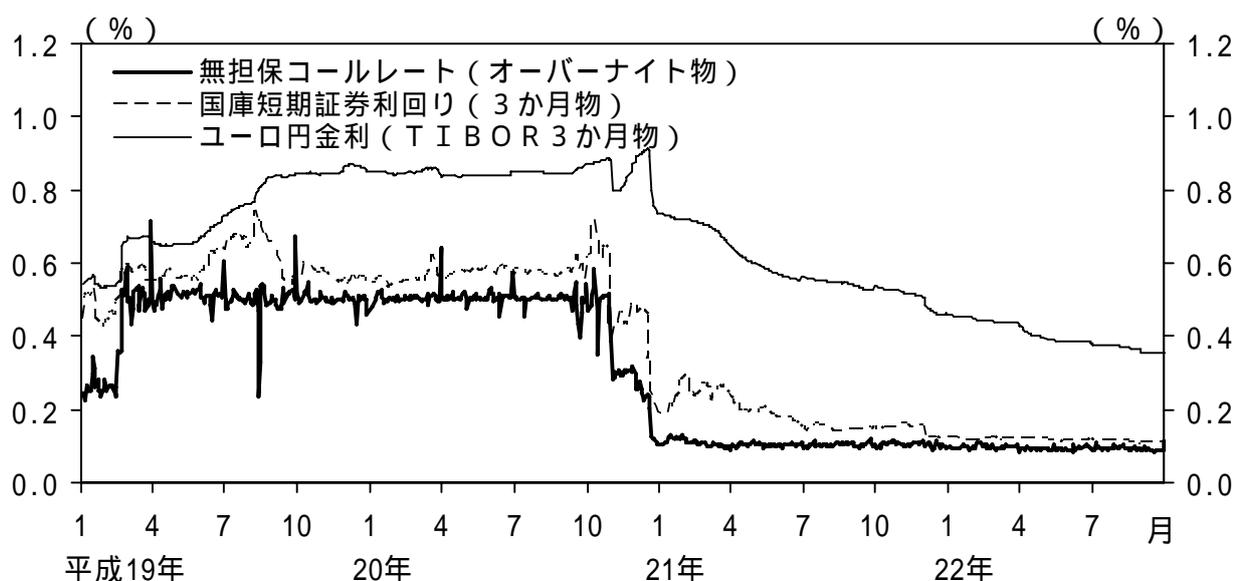


(2) 短期金融市場

22年度上期のわが国の短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給が継続される中、短期金利は、引き続き低水準で推移した。前期との比較では、相対的に金利低下余地が残されていたやや長めの金利を中心に、小幅ながら低下した。

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⁵、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（図表21）。ターム物金利をみると⁶、投資家の旺盛な需要や、日本銀行による潤沢な資金供給の効果もあって、国庫短期証券利回りは、低下余地が限られる中、1年物まで含めて小幅ながら一段と低下した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）も、緩やかな低下傾向を辿った。

(図表 21) 短期金融市場金利

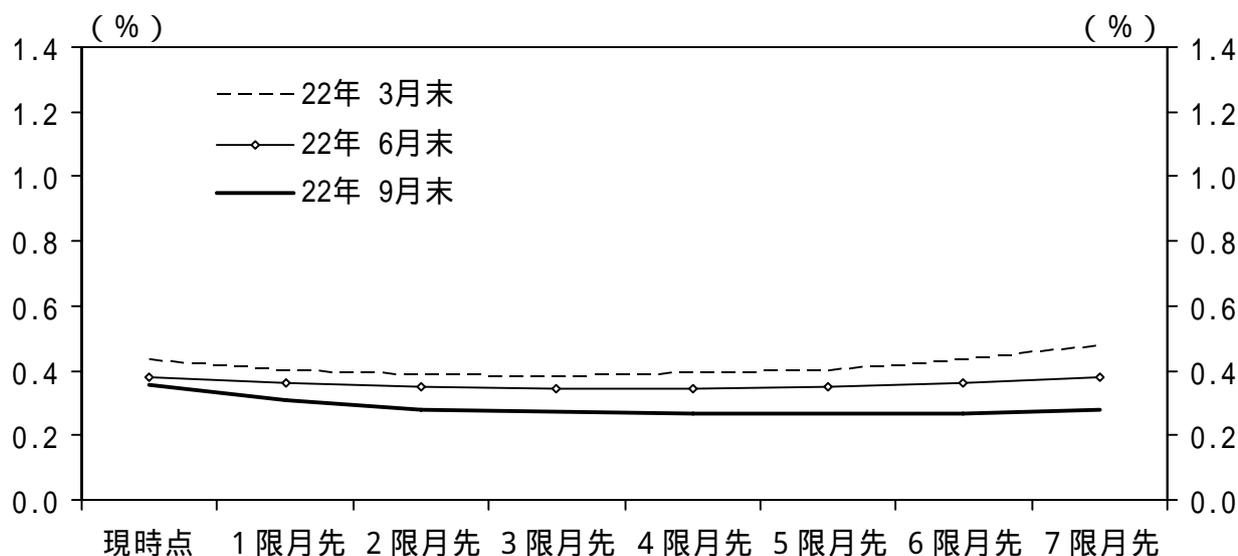


ユーロ円金利先物レートをみると(図表 22) 市場参加者が先行きの緩やかな金利低下を織り込む姿が続いた。

⁵ 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）。

⁶ 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。

(図表 22) ユーロ円金利先物レート

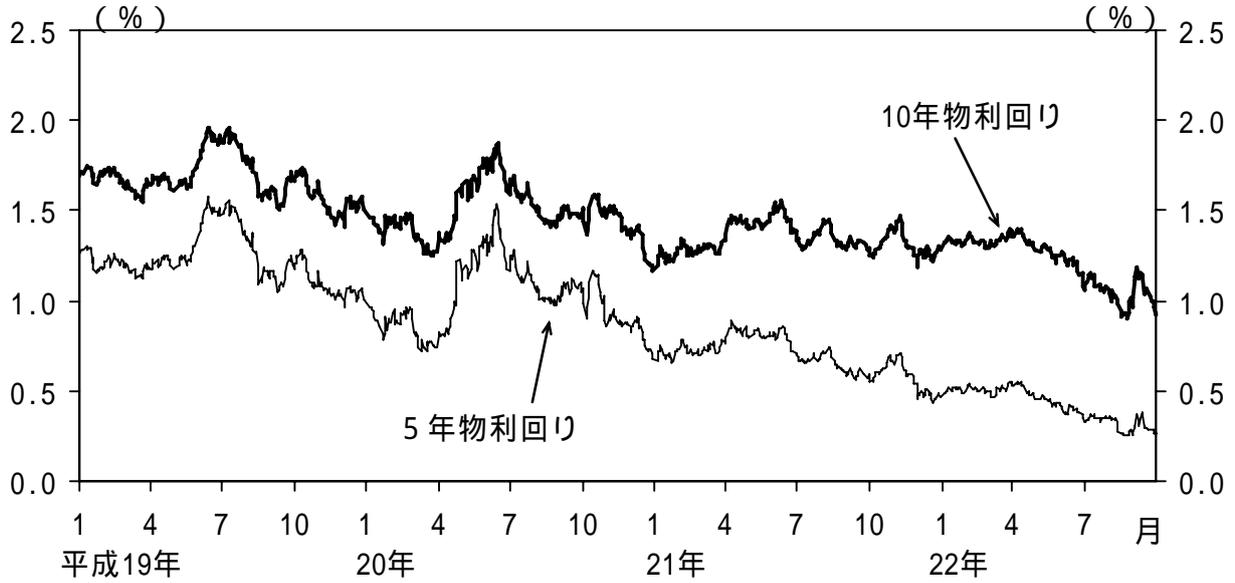


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (T I B O R 3 か月物) である。グラフでは、例えば、22 年 9 月末時点 (太い実線) における 1 限月先 (22 年 12 月央時点) のユーロ円金利の市場予想値が 0.31%、2 限月先 (23 年 3 月央時点) が 0.28%、3 限月先 (23 年 6 月央時点) が 0.27% であったことを表している。

(3) 債券市場

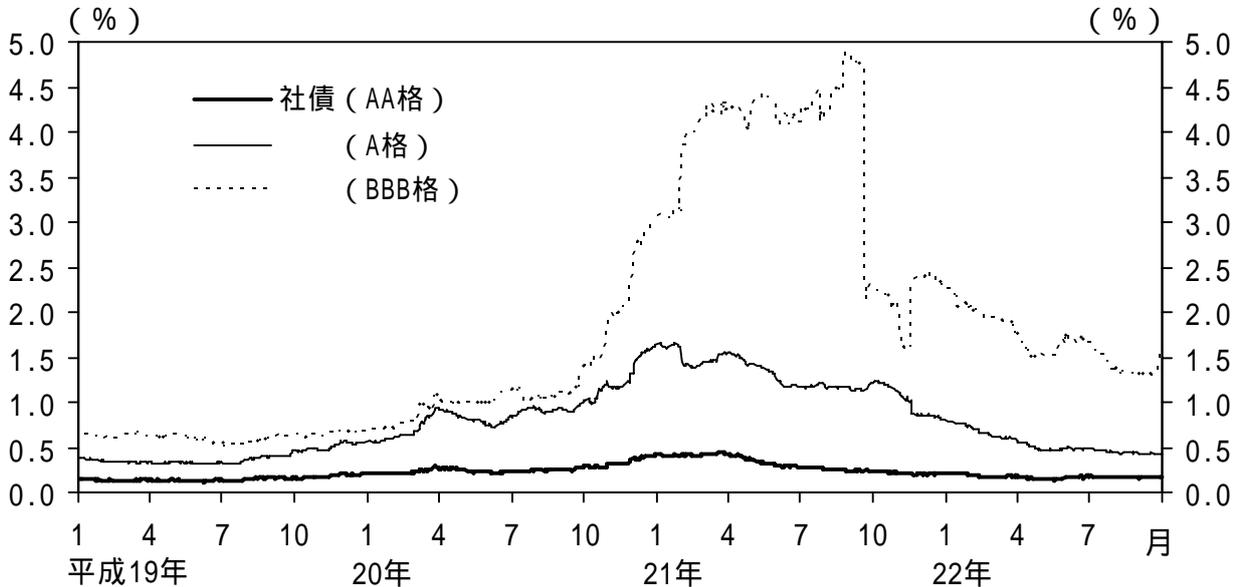
22 年度上期の債券市場の動向をみると (図表 23)、長期国債 (10 年債) の流通利回りは、株価が軟調に推移したことや、海外金利が総じて低下傾向を辿ったこともあって、8 月下旬には、一時、15 年度以来の 0.9% 割れの水準まで低下した。その後、投資家による利益確定売りなどを背景に上昇する場面もあったが、9 月末にかけて、再び 0.9% 台前半に低下した。

(図表 23) 長期国債流通利回り



この間、社債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表 24) 5月下旬から6月にかけて、低格付銘柄で幾分拡大したものの、その後は、投資家の底堅い需要を背景に、総じて低下基調となった。

(図表 24) 社債と国債との流通利回り格差

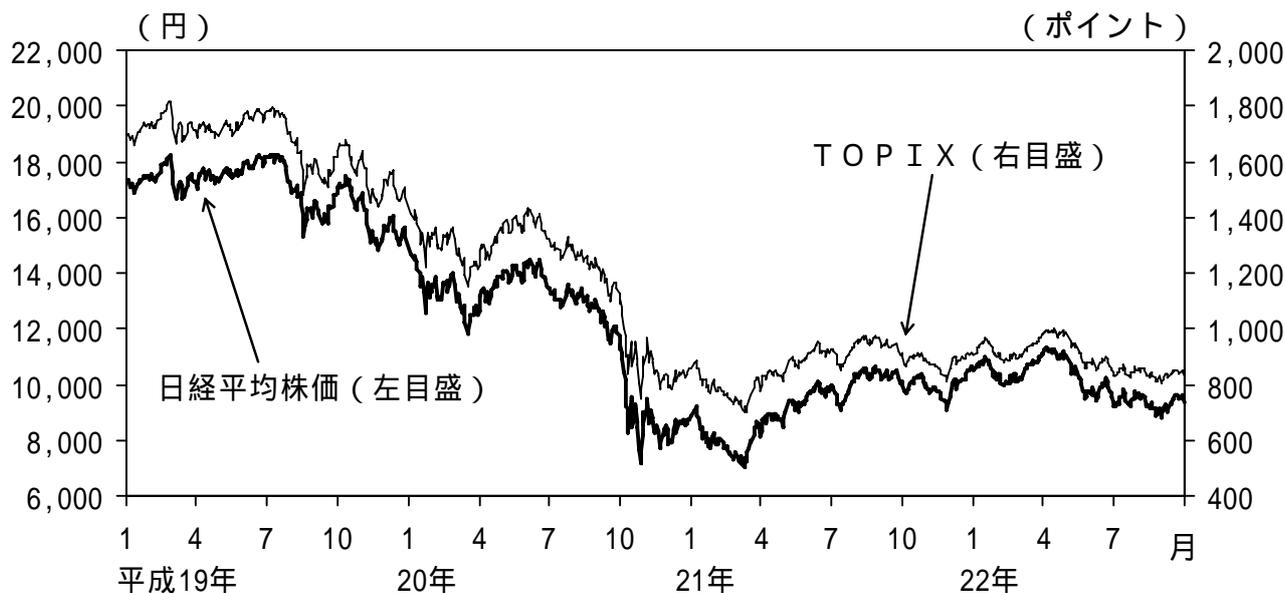


(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

22年度上期の株式市場の動向をみると(図表25)、一部欧州諸国の財政問題や世界経済の先行きを巡る懸念に加え、為替が円高基調で推移したことなどを受けて、日経平均株価は一時9千円割れとなるなど、総じて弱含む展開を辿った。

(図表25) 株価



(5) 外国為替市場

22年度上期の外国為替市場の動向をみると(図表26)、円の対ドル相場は、総じて円高傾向を辿った。こうしたもとで、9月には、6年半ぶりとなる為替介入が実施された。

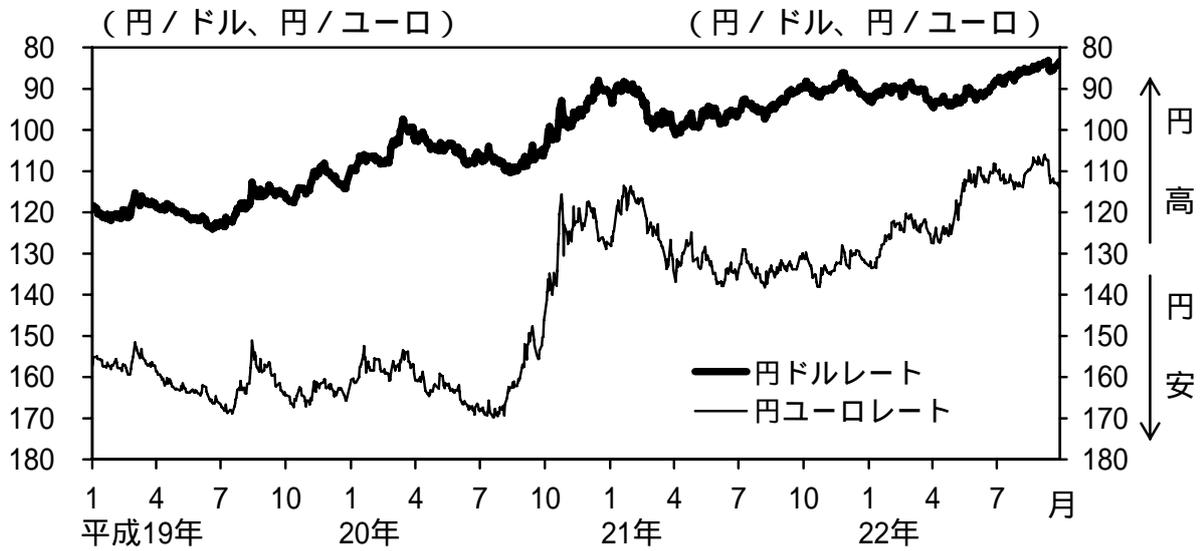
円の対ユーロ相場では、一部欧州諸国の財政問題に対する懸念が高まり、5月下旬にかけて、大幅にユーロ安が進んだ。その後は、振れを伴いながらも、110円前後で横ばい圏内の動きとなった。この間、円の対アジア通貨相場も(図表27)、総じて円高傾向を辿った。

こうした為替相場動向を受けて、円の実質実効為替レートは⁷(図表28)、円高

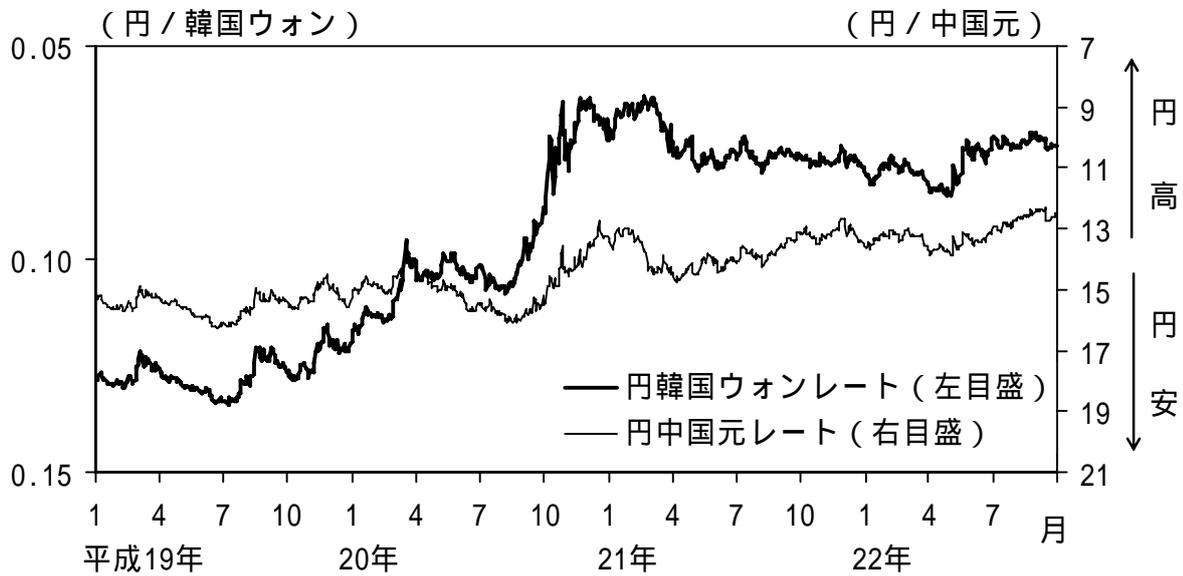
⁷ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整した上で、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

方向に進んだ。

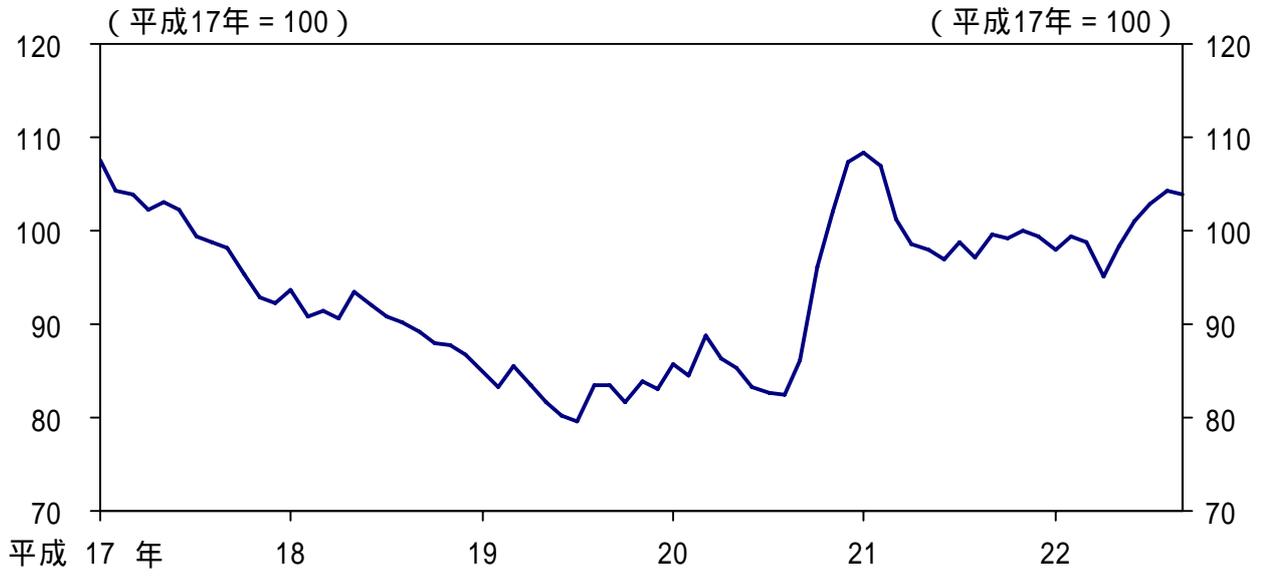
(図表 26) 円の対ドル、対ユーロレート



(図表 27) 円の対韓国ウォンレート、対中国元レート



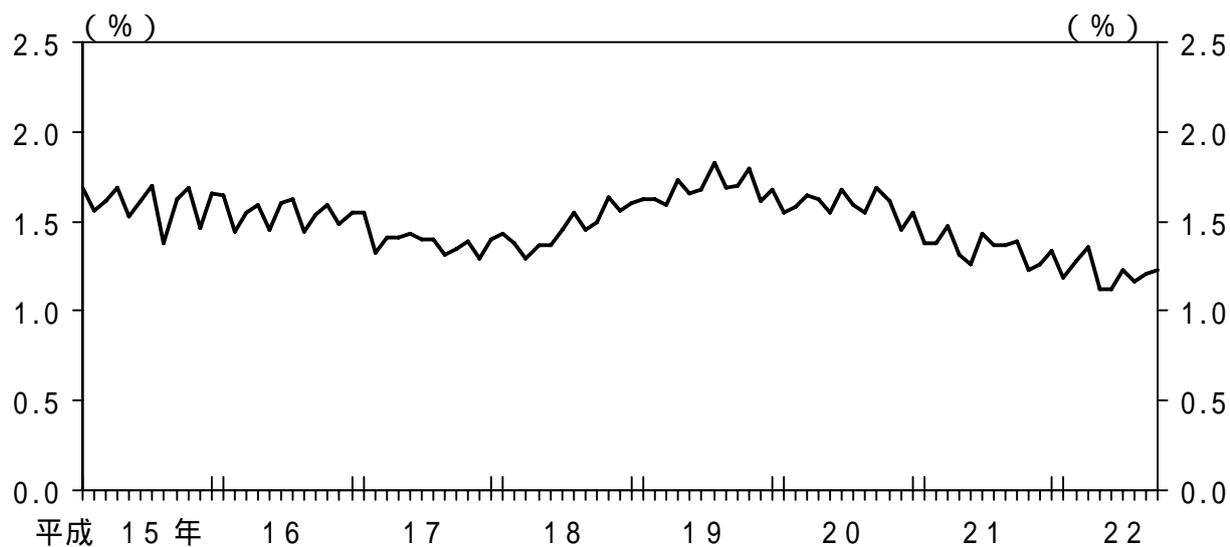
(図表 28) 円の実質実効為替レート



(6) 企業金融

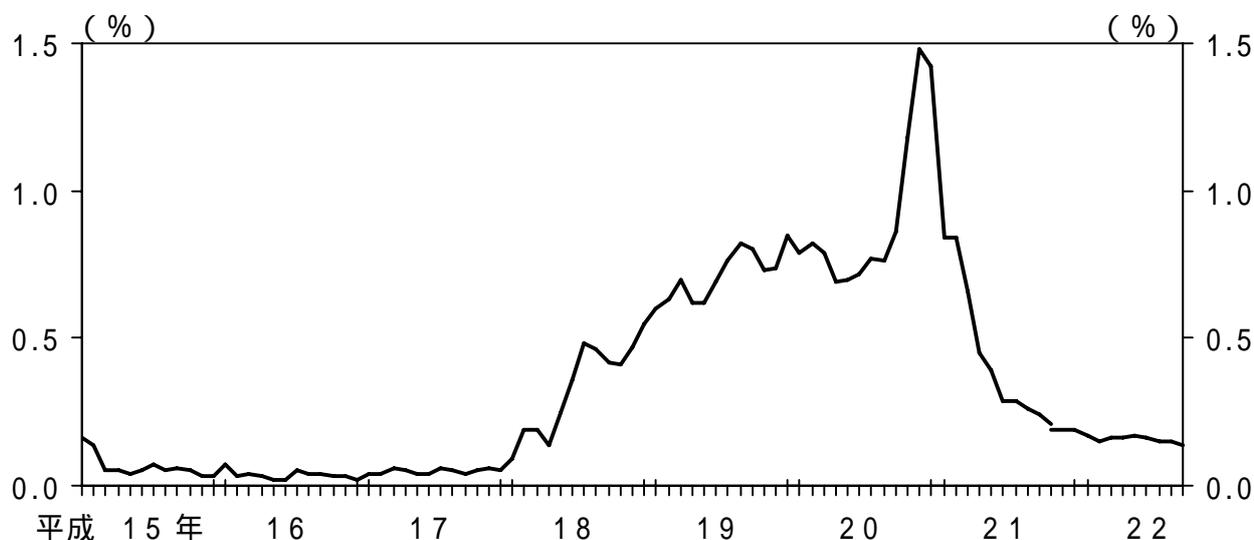
22年度上期の貸出金利の動きをみると(図表29)、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、振れを伴いつつも、低下傾向を辿った。

(図表29) 貸出約定平均金利(国内銀行、総合、新規実行分)



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)、低水準横ばい圏内で推移した。この間、社債の発行金利は低下傾向を続けた。

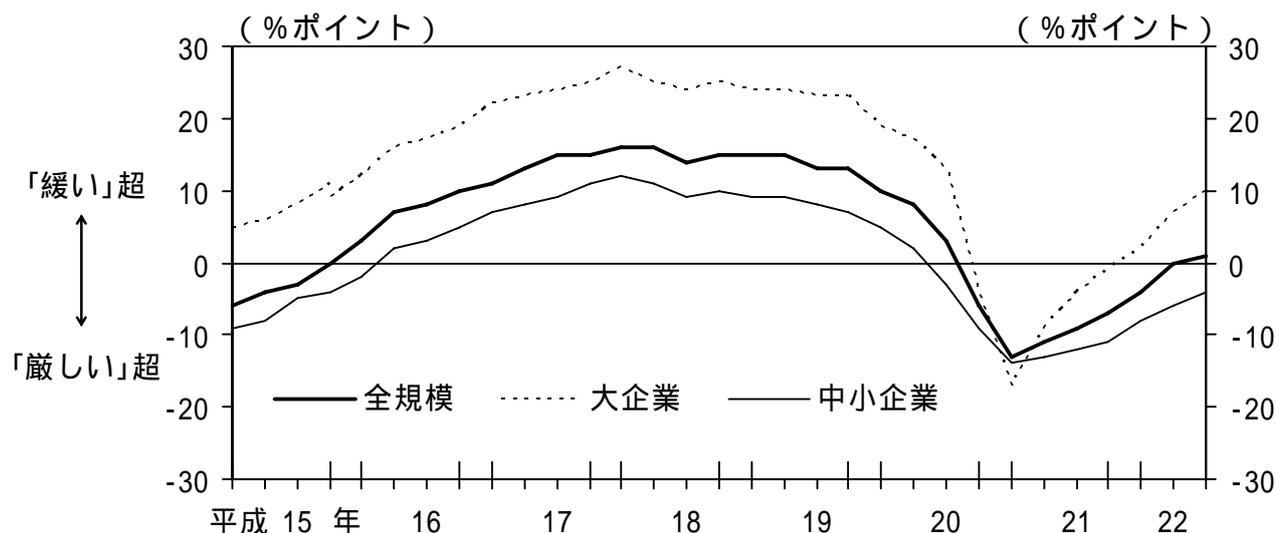
(図表 30) C P 発行金利 (3 か月物)



(注) 新発利回り。21年10月以前は a - 1 格相当以上の格付け取得先についての主要発行引き受け先平均。それ以後は a - 1 格相当の格付け取得先についての短期社債 (電子 CP) の平均。

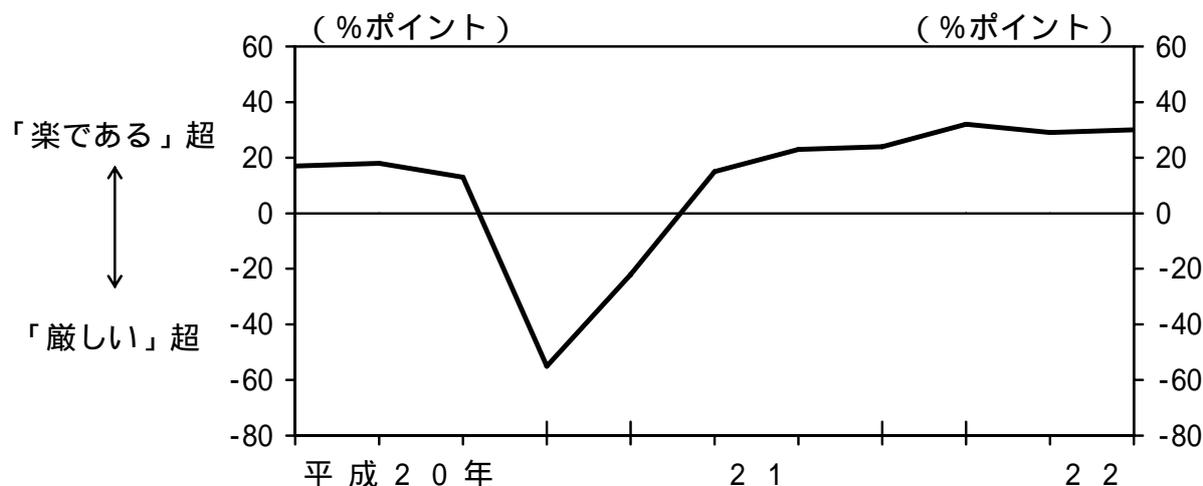
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は (図表 31)、「緩い」とする先が「厳しい」とする先を上回るところまで改善した。この間、CP・社債市場では、低格付社債の発行環境が良好となったほか、その他についても良好な発行環境が続いた (図表 32)。

(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 35 も同様)。

(図表 32) CPの発行環境判断D.I.(短観、発行企業ベース)



(注) 全産業・大企業のうち、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「CP残高」が一度でも存在したことがある企業のみを集計対象として、各期の「CPの発行環境」判断D.I.を集計したもの。

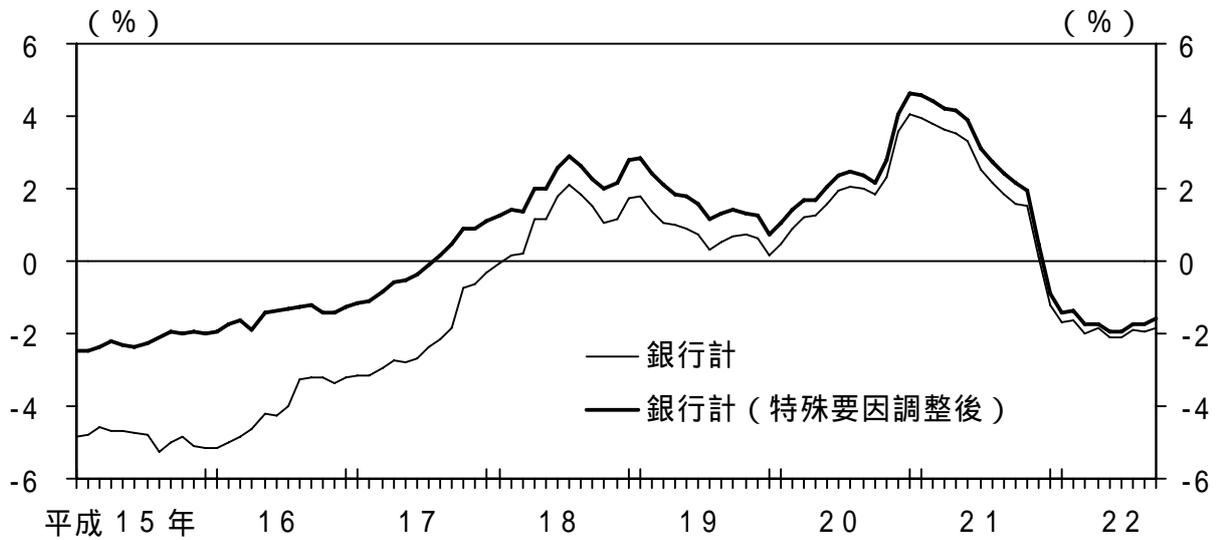
資金需要面をみると、運転資金需要、設備資金需要とも後退したほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きがみられたこともあって、企業の外部資金需要は前年比で引き続き減少した。

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⁸)は(図表 33)、引き続き減少した。CPの発行残高は運転資金需要の後退もあって前年を下回って推移したが、社債の発行残高⁹は良好な発行環境のもとで前年を上回って推移した(図表 34)。

⁸ 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。

⁹ 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) 民間銀行貸出残高 (平残前年比)



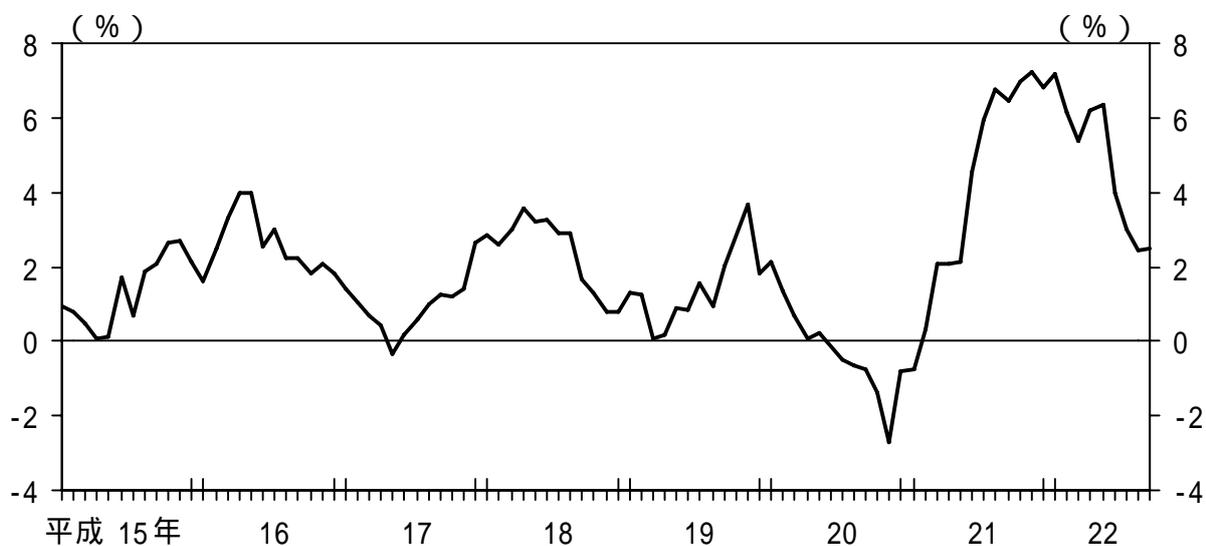
(図表 34) 資本市場調達

(1) CP発行残高 (末残前年比)



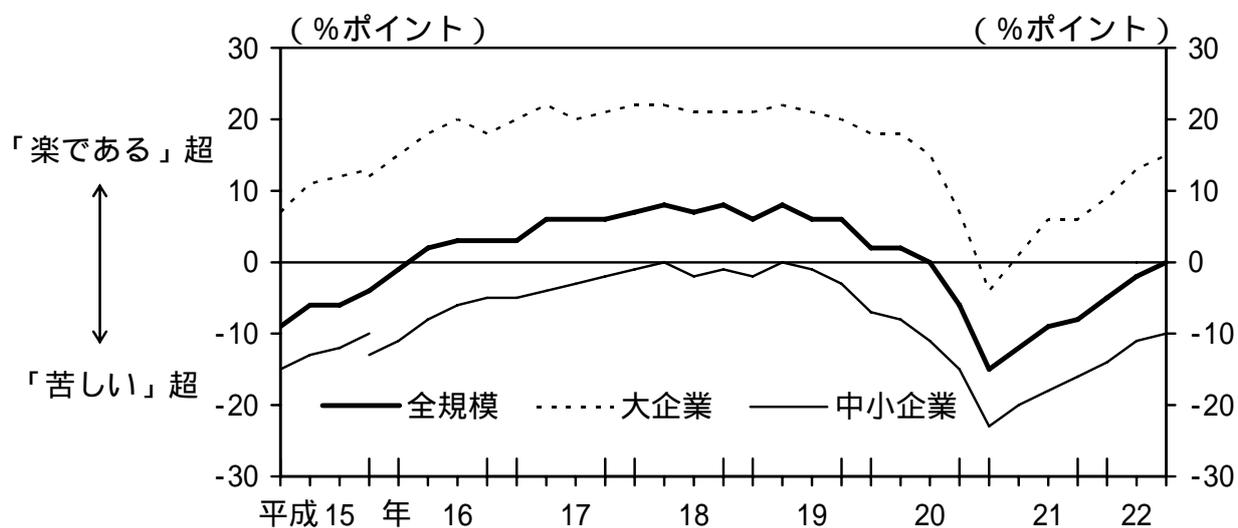
(注) 短期社債(電子CP)の残高(銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む)。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

(2) 社債発行残高(末残前年比)

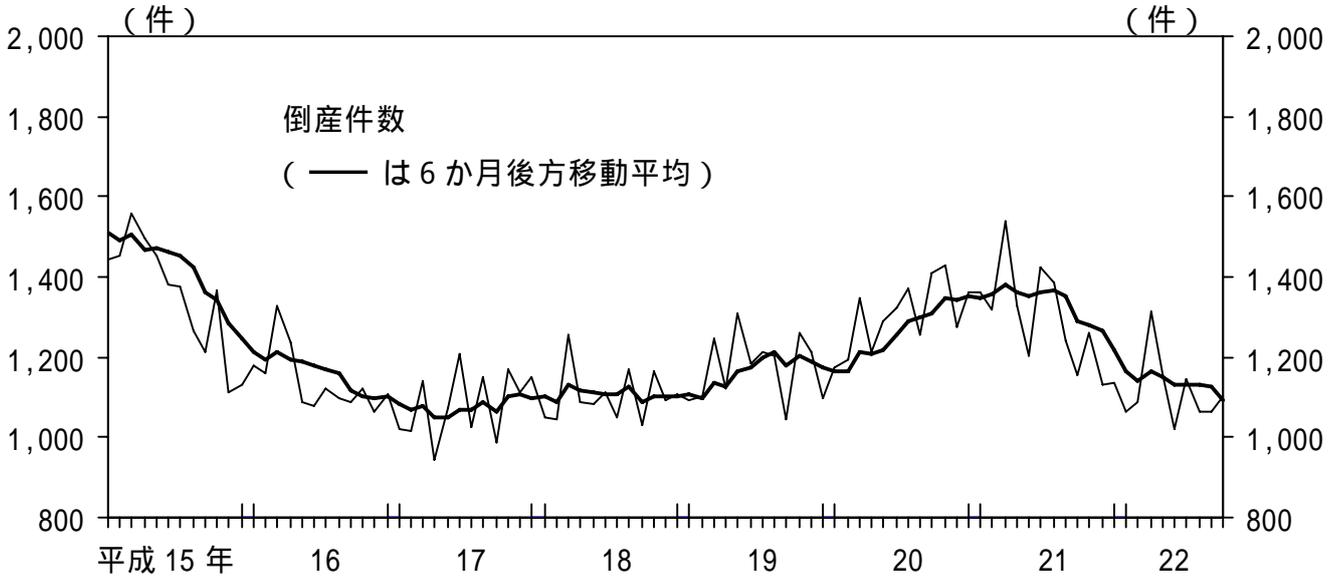


企業の資金繰り判断は(図表35)、「楽である」とする先が「苦しい」とする先と同程度となるまで改善した。また、企業倒産件数は(図表36)、引き続き前年を下回って推移した。

(図表35) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



(図表 36) 企業倒産

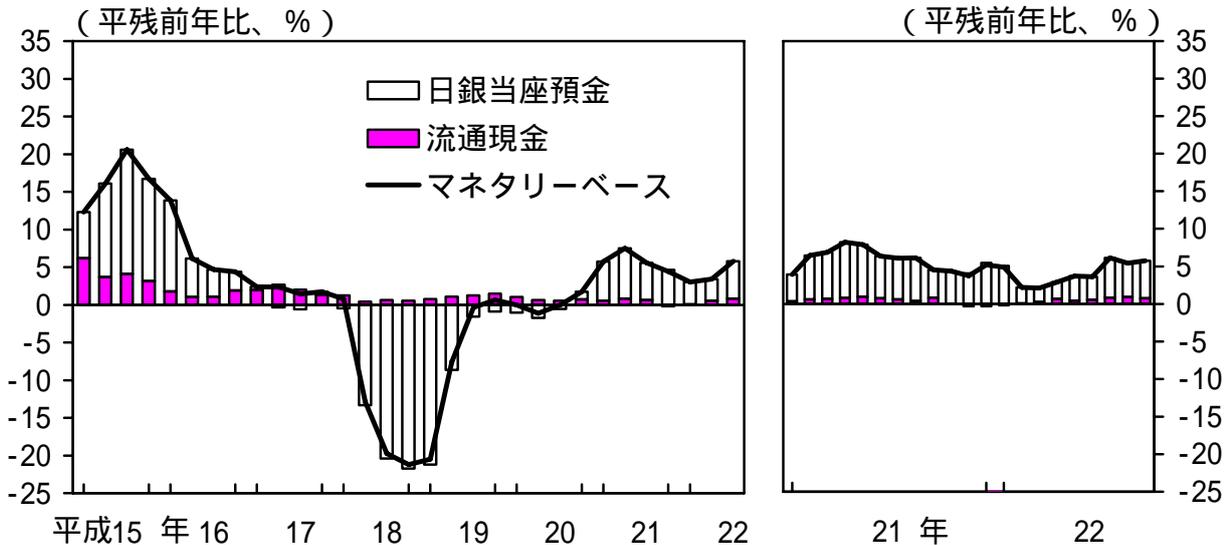


(7) 量的金融指標

22年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表37）、引き続き前年の水準を上回って推移した。

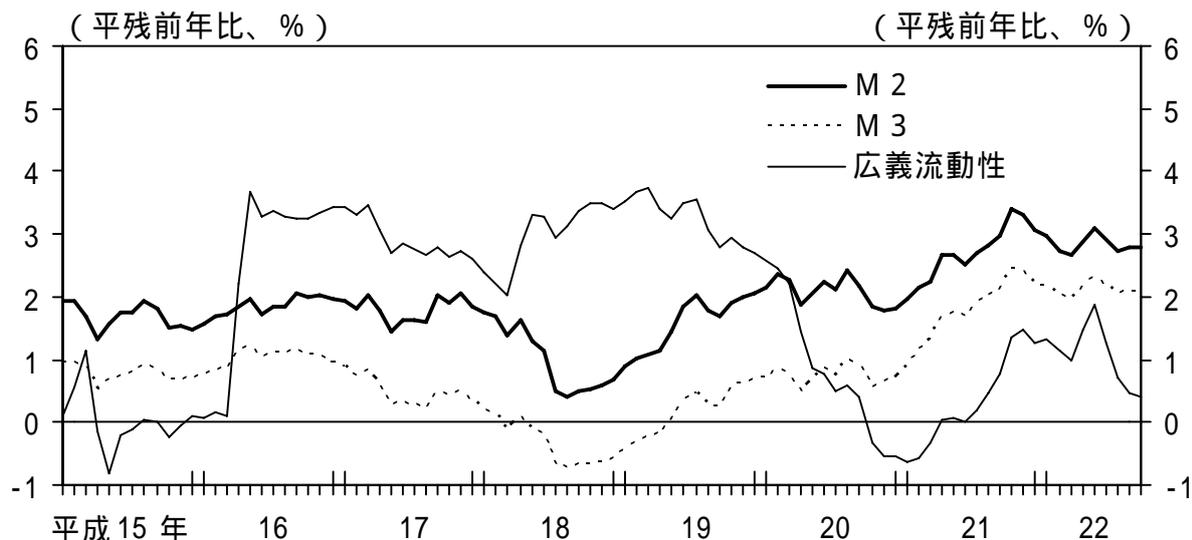
内訳をみると、日銀当座預金の残高は、日本銀行による潤沢な資金供給を映じて、引き続き高い伸びが続いた。この間、銀行券発行高は、前年比1%前後の伸びとなった。

(図表 37) 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38）、引き続き前年比3%程度の増加となった。この間、M2よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性は、国債保有の減少幅が拡大したことや投資信託の伸びが低下したことなどから、昨年度下期と比べて伸び率が幾分低下し、前年比1%程度の増加となった。

（図表38）マネーストック



（注1） M2 = 現金通貨 + 預金通貨（要求払預金 - 対象金融機関保有小切手・手形） + 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 22 年 4 月から 9 月までの間、計 9 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した¹⁰。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長¹¹ 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）
野田忠男（審議委員）
中村清次（審議委員）
亀崎英敏（審議委員）
宮尾龍蔵（審議委員）
森本宜久（審議委員、7月14、15日会合から出席）

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、22 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。

¹⁰ このうち、5月10日および8月30日に開催された会合は、臨時の金融政策決定会合として行なわれた。

¹¹ 臨時で開催された5月10日会合では、白川委員が、スイス（バーゼル）で行われた BIS 総裁会議出席のため会議を欠席した。このため、山口委員が、日本銀行法第 16 条第 5 項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

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22年4月6、7日の会合では、わが国の景気について、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しを続けていると判断した。先行きについては、当面、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものとなる可能性が高いが、その後は、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられるため、わが国の成長率も徐々に高まってくるとの見方を示した。5月以降9月までの会合では、わが国の景気について、緩やかに回復しつつあると判断し、先行きについても、回復傾向を辿るとの見方を示した(図表39)。

(図表39) 政策委員会の経済情勢についての判断

22年3月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。
4月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しを続けている。
5月	わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。
6月	わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。
7月	わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。
8月	わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。
9月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。

物価面では、22年度上期中の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けているとした。先行きについては、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比下落幅は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40)。

また、すべての会合において、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であるとの認識を示し、そのために中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとの方針を示した。そのうえで9月会合においては、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適時・適切に政策対応を行っていく方針を改めて確認し、これを明確に示していくこととした。

この間、4月30日の会合では、現下の日本経済の状況を踏まえると、成長基盤の強化を図ることが必要であるとの認識に基づき、日本銀行としても、成長基盤の強化に資する新たな取り組みを行うことが必要である、との考え方が共有された。このような議論を受けて、議長は、成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、改めて報告するよう、執行部に指示した。5月20、21日の会合では、執行部からの報告を踏まえ、資金供給の方法の骨子素案を取り纏めるとともに、これを公表し、より具体的な検討を進めていくこととした。6月会合では、企業や金融機関などによる日本経済の成長に向けた取り組みが一段と活発化するよう、成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組みを導入することを決定した。

5月10日に臨時で開催した会合では、欧州の米ドル短期金融市場における緊張が再び高まっている状況に鑑み、各国中央銀行との協調対応策として、ニューヨーク連邦準備銀行との間で米ドル・スワップ取極を再締結すること、および米ドル資金供給オペレーションの実施体制を改めて整備すること、を決定した。

8月30日に臨時で開催した会合では、米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性がこれまで以上に高まっているほか、為替相場や株価が不安定な動きを続けていることから、固定金利方式の共通担保資金供給オペ(固定金利オペ)について、

期間6か月物を新たに導入し、同オペを通じた資金供給を大幅に拡大することとし、これにより市場金利の低下を促し、金融緩和を一段と強化していくことを決定した。

(図表40) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
22年4月7日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。
4月30日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。 議長が執行部に対し「成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法」の検討を指示
5月10日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。 ニューヨーク連邦準備銀行との間での米ドル・スワップ取極の再締結、および米ドル資金供給オペレーションの実施体制の再整備
5月21日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。 成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案を公表
6月15日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。 成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組みの導入
7月15日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。
8月10日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。
8月30日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。 市場金利の低下を促し、金融緩和を一段と強化する措置の導入（固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションについて、期間6か月物を新たに導入し、同オペを通じた資金供給を大幅に拡大）
9月7日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：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。

(注1) 金融市場調節方針は、いずれも全員一致で決定された。

(注2) 基準割引率・基準貸付利率は、22年度上期を通じて、0.3%で据え置かれた。

(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表

4月30日の会合では、22年度から23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)に関する議論を行った。

まず、23年度までの「経済・物価情勢の見通し」については、以下のような見方を共有した。

21年度後半のわが国経済は持ち直しを続けた。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の改善、とりわけ新興国経済の強まりを背景に、輸出・生産は増加を続けた。また、企業収益の回復に伴い、設備投資は下げ止まりに向かった。個人消費も、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直した。この間、公共投資は減少に転じた。

先行き22年度から23年度を展望すると、わが国経済は回復傾向を辿るとみられる。耐久消費財に対する各種対策は、その需要刺激効果が次第に薄れていき、22年度中には完了すると見込まれる。もっとも、新興国・資源国の力強い成長を背景に輸出は増加を続けるほか、企業収益の回復に伴い設備投資も持ち直す可能性が高い。また、企業活動が活発化するにつれて、雇用・所得環境の改善も次第に明確化していくため、個人消費や住宅投資の伸び率は高まっていくと考えられる。これらを踏まえると、22年度のわが国の成長率は、潜在成長率を上回る水準となると見込まれ、23年度には更に高まる見通しである¹²。

消費者物価は、前年における国際商品市況高の反動を主因に、昨年夏場にかけて、前年比下落幅が拡大した。その後、国際商品市況の影響が徐々に薄れていくに伴い、消費者物価の前年比下落幅は縮小に転じている。

先行きの物価を巡る環境についてみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が回復傾向を辿る

¹² 見通し期間中の潜在成長率については、一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、最近時点までのデータで推計されるため、相当幅をもってみる必要がある。

もとで、徐々に改善していく姿が想定される。次に、ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下基調を続ける可能性が高いが、雇用・賃金の回復が見込まれる見通し期間の後半には、その低下幅は縮小していくとみられる。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化しておらず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。国際商品市況は、このところ、新興国・資源国の力強い成長などを背景に、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている。先行きも、新興国・資源国の力強い成長が続くことなどを背景に、国際商品市況は、緩やかに上昇することを想定している。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動向などを反映し、22年度以降は、プラスが続くと見込まれる。消費者物価指数（除く生鮮食品、以下同）についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、23年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる¹³。

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通しである。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。まず、先行きの経済情勢については、新興国・資源国経済の動向、先進国経済の動向、国際金融面での様々な動き、企業の中長期的な成長期待の動向といった上振れまたは下振れ要因がある。また、物価情勢の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性がある。すなわち、景気について上述のような上振れ・下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有のリスク要因としては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率、輸入物価の動向、マクロ的な需給バランスや労働・設備の稼働状況を把握する上での不確実性の大きさが挙げられる。

¹³ 22年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの前年比変動要因を、取り除いてみるのが適当である。

金融政策の運営を巡っては、日本銀行は、金融面から経済を下支えするため、積極的な金融緩和措置を実施してきた。一連の措置により、コールレートはきわめて低い水準で推移しているほか、ターム物金利や貸出金利も低下傾向が続いている。この間、企業収益や実体経済は改善してきており、低金利の持つ景気刺激効果は強まってきている。以下では、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する¹⁴。

第1の柱、すなわち先行き23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、回復傾向を辿るとみられる。物価面では、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小し、23年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる。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に復していくと考えられる。

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、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、国際金融面での動きなど下振れリスクもある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

以上の2つの柱による点検を踏まえ、金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわ

¹⁴ 日本銀行は、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、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することとしている。「中長期的な物価安定の理解」について、本年も点検を行った結果、「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2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」となった。

めて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、4月30日に公表した（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」で示した「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を行った。

（3）各会合における検討・決定

イ．22年4月の会合

（海外経済は緩やかな回復を続けている）

委員は、海外経済は緩やかな回復を続けており、先行きも緩やかな回復を続けていくとみられるとの認識を共有した。何人かの委員は、新興国経済の高い成長に牽引されるかたちで、世界経済は、引き続き上振れ気味に推移していると述べた。多くの委員は、新興国の景気過熱リスクや、一部欧州諸国の財政問題の帰趨などは、引き続き注視していく必要があると指摘した。

（国際金融資本市場は落ち着きを取り戻しているが、市場動向には注意が必要）

国際金融資本市場について、4月6、7日の会合では、多くの委員は、世界経済の回復傾向が持続していることや、一部欧州諸国の財政問題（ソブリン・リスク）に対する懸念が後退していることを反映し、総じて落ち着きを取り戻していると述べた。もっとも、何人かの委員は、先進国の財政問題を含め、国際金融市場には不安要素がなお少なくなく、何らかのイベントをきっかけに投資家心理が急変し、市場が再び不安定化する可能性がある点には留意が必要との見方を示した。その後、4月30日の会合では、委員から、ギリシャ問題など財政リスクへの懸念が高まる中、リスク回避の動きが強まっており、市場の動向には十分注意していく必要があるとの見方が示された。

(わが国の景気は持ち直しを続けている)

委員は、わが国の景気は持ち直しを続けているとの認識を共有した。多くの委員は、輸出や生産が増加し、個人消費が持ち直しを続けているほか、最近では、設備投資の下げ止まりが明確化してきていると述べた。もっとも、多くの委員は、現在の景気持ち直しは、引き続き、海外経済の改善や各種対策の効果に支えられている面が大きく、現時点では、国内民間需要の自律的回復力はなお弱い状態にあると指摘した。先行きについては、多くの委員が、今後、各種対策の効果次第に減衰してくることを踏まえると、当面、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものとなる可能性が高いと述べた。

(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、前年比下落幅は縮小していくとの認識で一致した。なお、高校授業料の影響について、委員は、物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの変動要因を取り除いてみるのが適当であるとの認識で一致した。

(金融環境は、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが強まっている)

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが強まっているとの認識を共有した。短期金融市場について、委員は、日本銀行による潤沢な資金供給や3月に講じたやや長めの金利の低下を促す措置の拡充もあって、金利は低位で安定的に推移しているとの見方を示した。CP・社債の発行環境について、委員は、良好な状態が続いているとの認識で一致した。

(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。

先行きの政策運営について、委員は、わが国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があるとの見解で一致した。その上で、委員は、金融政策運営に当たっては、今後とも、きわめて緩和的な金融環境を維持していくとの考え方で一致した。

(成長基盤強化のための取り組みを資金供給面から支援する方法の検討)

4月30日の会合では、わが国経済が循環的には回復基調を辿っているものの、より長期的な視点で見れば少子高齢化・人口減少などを背景に国内需要の減少圧力に直面しているとの認識のもとに、日本経済の成長基盤の強化という中長期的な課題への対応についての議論が行われた。委員からは、中長期的な成長力の低下という問題は、デフレの根本的な原因にもなっているとの見方が示された。

委員は、通常の金融政策運営の遂行上制約にならないこと、個別企業へのミクロ的な資源配分に過度に介入することを回避すること、日本銀行の資産の健全性を確保することに留意しつつ、実務的な観点から詳細に検討する必要があるとの認識を共有した。議長からは、成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援するような工夫について、そのスキームや効果、留意点に関する検討や金融機関との間での制度設計に係る意見交換を行い、改めて報告するよう、執行部に対して指示がなされた。

ロ．5月10日の会合

ギリシャを始めとする欧州一部国の財政問題に端を発した国際金融市場の不安定さが一段と高まり、欧州では、米ドル短期金融市場における緊張が再び高まる中、5月10日に共同声明で、米欧の5中央銀行が、時限的な米ドル・スワップ取極の再締結を公表し、日本銀行も、同様の措置の導入に向けて速やかに検討を行うことを発表した。5月10日の会合は、米ドル・スワップ取極を再締結し、米ドル資金を必要に応じて供給できる体制を整備することを検討するため、臨時に開催された。

(米ドル資金供給体制の再整備)

執行部からは、最近における国際金融資本市場の状況と、これが国内金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、23年1月31日までの時限措置として、「米ドル資金供給オペレーション」を導入するため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の制定、「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」の制定、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の締結が提案された。

委員は、ギリシャを巡る問題が一段と悪化したことから、欧州において米ドル短期金融市場における緊張が再び高まっており、他の市場や他の金融センターへの波及が懸念される状況にあることを確認した。その上で委員は、執行部提案について検討した結果、わが国金融市場への影響は限定的であり、邦銀の資金繰りに支障は生じていないものの、国際協調策の一環という観点を踏まえ、予防的な措置として、米ドル資金供給オペレーションを導入することが適当との見解で一致した。

八．5月20、21日～6月の会合

(国際金融資本市場は緊張感の強い状況が続いている)

国際金融資本市場について、多くの委員は、欧州の財政問題を背景に、緊張感の強い状態が続いているとの認識を示した。欧州金融市場の不安定化の背景について、大方の委員が、欧州一部国における財政の持続性・再建可能性に対する市場の信認低下や、これらの国の競争力の低下という大きな問題があることを指摘した。委員は、5月初めに、各種の対策が矢継ぎ早に打ち出されたにもかかわらず、ソブリン・リスクに対する警戒感は、ギリシャにとどまらず、周辺各国に拡大しており、これらの国々の国債価格の下落に繋がっていると指摘した。

(海外経済は緩やかな回復を続けている)

委員は、海外経済は緩やかな回復を続けており、先行きも、新興国経済の高成

長に牽引されるかたちで緩やかな回復を続けていくとの認識を共有した。先進国経済について、大方の委員は、緩やかながらも改善の動きが続いており、先行きについても、回復に向けた動きが途切れる可能性は、これまでのところ小さいとの見方を述べた。その上で、これらの委員は、バランスシート調整の帰趨に加え、欧州諸国における財政状況を巡る動きが、金融市場や貿易面など様々なルートを通じて実体経済を下振れさせるリスクには、十分注意が必要との認識を示した。

(わが国の景気は海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある)

委員は、わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつあるとの認識で一致した。新興国経済の力強い成長を背景に輸出や生産が増加を続けるもとで、設備投資が持ち直しに転じつつあるほか、個人消費についても、各種対策の効果もあって、耐久消費財を中心に持ち直しており、企業部門、家計部門ともに、自律的回復の動きがみられ始めているとの認識が示された。先行きについて、委員は、展望レポートで示した見通しに沿って、緩やかに回復していくとの認識を共有した。ギリシャ問題に端を発する欧州経済の不確実性の高まりが、わが国経済に与える影響については、多くの委員が、現時点では限定的であるとの見方を示した。わが国経済のリスク要因については、多くの委員が、基本的に展望レポートで指摘した点と同様であるが、リスクは上下両方向に拡大しているとの認識を示した。

(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、高校授業料を除いた基調的な動きをみると、下落幅は縮小を続けているとの認識で一致した。先行きについては、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、前年比下落幅は縮小していくとの認識で一致した。

(金融環境は、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いている)

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。短期金融市場について、多くの委員は、固定金

利オへの効果などから、ターム物金利が低水準で安定的に推移しているとの認識を示した。これらの委員は、企業収益が回復する中であって、企業の資金調達コストの低下傾向が続いており、低金利の持つ金融緩和効果は高まっていると述べた。CP・社債の発行環境について、委員は、良好な状態が続いているとの認識で一致した。委員は、ギリシャの財政問題に端を発する欧州金融市場の緊張感の高まりが、わが国の金融環境に与える影響は、これまでのところ株式市場など限定的であり、金融環境の緩和方向への動きは途切れていないとの認識で一致した。

(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。

(成長基盤強化を支援するための資金供給)

5月20、21日の会合では、4月30日の会合で議長から指示のあった「成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法」について、執行部より検討状況についての報告があった。委員は、日本経済の成長基盤の強化を、中央銀行の有している機能を使って、金融面から支援することは、わが国経済にとって必要な措置であるとの見方で一致した。その上で、骨子素案を取りまとめ、公表することが適当であるとの認識で一致した。多くの委員が、公表する骨子素案に基づき、今後金融機関との間で意見交換を進めるとともに、実務面を含めたより具体的な検討を行っていく必要があるとの意見を述べた。

6月会合では、執行部より、本資金供給の枠組みについて以下の提案があった。

本資金供給の対象となる融資・投資については、各金融機関が成長基盤強化に向けた取り組み方針を策定し、それが一定の要件を満たすことにつき、日本銀行の確認を受ける、貸付期間については、原則1年、3回まで借換えを可能とし、最長4年の資金供給を可能とすることが考えられる、貸付限度額については、総額3兆円とし、対象金融機関毎の貸付残高の上限は、1,500億円とすることが考えられる、新規貸付は、四半期に1回のペースで実施し、貸付受付の期限は、24年3月末とすることが考えられる。

これを踏まえ、委員は、資金供給の具体的なスキームについて、議論を行った。まず、本資金供給の狙いについて、委員は、金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを進める上での「呼び水」となること、また、金融機関が自らの判断で行う多種多様な取り組みをできるだけ幅広く後押しすることが適当との意見で一致した。また、本資金供給の留意点として、委員は、本資金供給を実施する上で、日本銀行自身が個別の企業や業種への資金配分に直接関与しないこと、ならびに資金供給の規模や期間の点で、金利政策や金融調節の円滑な遂行に支障を来たさないことに留意することが必要であるとの見方で一致した。また、本資金供給の透明性を確保するため、その運営については、適切な形で公表していく必要があるとの意見で一致した。更に、委員は、政府系金融機関による政策金融との相違を明らかにしておくことが重要であるとの見方で一致した。

以上のような議論を踏まえ、委員は、資金供給の具体的なスキームについては、本会合で所要の手続きを行い、できるだけ早期に実行することが望ましいとの意見で一致した。採決の結果、前記執行部提案を全員一致で決定した。

二．7月の会合

（国際金融資本市場は不安定な状況が続いている）

国際金融資本市場について、多くの委員が、欧州市場を中心に依然として不安定な状況が続いているとの認識を示し、投資家のリスク回避姿勢が続く中、欧州周辺国の長期国債の対ドイツ国債スプレッドや、欧米の社債スプレッドは高めの水準で推移しており、なお注意が怠れない状況にあると指摘した。また、7月23日に結果の公表が予定されている欧州系金融機関91行に対するストレステストについて、委員からは、今回のテストにより、金融機関経営に対する不透明感が払拭されれば、金融市場の安定化に繋がる可能性があるとの指摘や、テストの結果を受けて、欧州各国が、金融システム安定のために具体的な対応策を迅速に打ち出せるかどうか重要なポイントとなるとの指摘があった。

（海外経済は緩やかな回復が続いている）

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は緩やかに回復しており、先

行きも、新興国経済の高成長に牽引されるかたちで緩やかな回復を続けていくとの認識を共有した。新興国経済について、多くの委員は、引き続き上振れ気味で推移しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環が続く中、高めの成長を続ける可能性が高いと指摘した。その上で、これらの委員は、今後、新興国経済が持続可能な成長軌道にソフトランディングできるかどうか、世界経済の安定成長にとってもきわめて重要であるとの認識を示した。先進国経済について、多くの委員は、緩やかながらも改善の動きが続いていると指摘した。

(わが国の景気は海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある)

委員は、わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつあるとの認識で一致した。もっとも、鋳工業生産の伸びが鈍化し、機械受注や失業率などにも弱めの動きがみられる点について指摘があり、委員から、わが国の景気は、昨年春のボトムから最近まで、米欧を上回る急速な持ち直しをみせてきただけに、在庫復元効果の一巡や政策効果の減衰に伴い、回復ペースがある程度鈍化すること自体は避けられないとの認識が示された。景気の先行きについて、委員は、緩やかに回復していくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、高校授業料の影響を除いた基調的な動きをみると、下落幅は縮小を続けているとの認識で一致した。先行きについては、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、前年比下落幅は縮小していくとの認識を共有した。

(金融環境は緩和方向の動きが続いている)

わが国の金融環境について、委員は、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。多くの委員は、短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給もあり、米欧市場における緊張感の高まりにもかかわらず、落ち着いた状況が続いていると述べた。企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りについて、委員は、総じてみれば、改善の動きが続いているとの見解で一致した。

もっとも、最近の為替円高や株価下落について、何人かの委員が、わが国の实体经济に及ぼす影響を見極めていく必要があると指摘した。この点に関し、何人かの委員は、海外投資家のリスク回避姿勢が強まる中、株価は、各国とも不安定な動きを続けており、円高については、安全資産としての円が消去法的に投資対象となっていることが一因であると指摘した。

(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。

(「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」について、中間評価が行われた。委員は、22年度の成長率は、展望レポートの見通しに比べて上振れるとの見方で一致した。その理由として、多くの委員は、新興国経済の一段の高成長などを背景に、輸出が予想を上回るペースで増加してきていることや、21年度第4四半期の成長率が高い伸びとなり22年度の発射台が高まったこと(統計上の「ゲタ」の上振れ)などを指摘した。23年度の成長率については、概ね4月の見通しに沿って推移するとの認識で一致した。

物価について、委員は、国内企業物価、消費者物価(除く生鮮食品)ともに、概ね4月の見通しに沿って推移するとの認識を共有した。こうした見通しに関し、複数の委員は、22年度の成長率上振れという物価押し上げ要因と、最近の国際商品市況の下落や為替円高という物価押し下げ要因の両方を考慮したことを付け加えた。

リスク要因について、多くの委員は、景気面では、上振れリスクと下振れリスクが、それぞれ4月時点に比べて幾分高まっていると指摘し、何人かの委員は、リスクは概ね上下にバランスしているとの認識を示した。下振れリスクとして、多くの委員は、国際金融面での動きを指摘し、特に、欧州における財政・金融状況を巡る動きが、国際金融や世界経済に与える影響に注意する必要があると述べ

た。他方、上振れリスクとしては、大方の委員が、新興国・資源国経済の更なる強まりを挙げた。物価面のリスク要因について、何人かの委員は、新興国の高成長に伴う一次産品価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクがあると指摘した。

ホ． 8月9、10日の会合

（国際金融資本市場は幾分安定を取り戻している）

国際金融資本市場について、委員は、欧州系金融機関に対するストレステストの結果を、市場参加者は総じてポジティブに受け止めたため、市場は幾分安定を取り戻していると評価した。ただし、大方の委員は、ストレステストを通過したことで、一部欧州諸国のソブリン・リスクの問題が払拭されたわけではなく、本質的な解決には時間を要するとの認識を示した。

（海外経済は緩やかに回復している）

委員は、海外経済は緩やかに回復しており、先行きも、新興国経済の高成長に牽引されるかたちで緩やかな回復を続けていくとの認識を共有した。もっとも、先進国経済について、多くの委員は、回復傾向が続くものの、バランスシート調整の厳しさが残る中、そのペースは緩やかなものにとどまるとの見方を示した。更に、多くの委員は、これまで急速なペースで回復を続けてきた新興国経済について、引き締め方向の政策もあって、やや回復ペースが鈍化していることを指摘し、今のところは、より持続性のある巡航速度への移行と捉えておくことが適当だが、今後の展開を注意深く確認していくことが大事であると述べた。

（わが国の景気は海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある）

委員は、わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつあるとの認識で一致した。景気の先行きについては、緩やかな回復傾向を辿るとの見方で一致した。委員からは、これまでリーマン・ショック後の急回復の過程で高い成長を続けてきたことなどから、さすがに伸び率自体は低下するとの見方

や、本年度後半にかけて各種対策の効果が薄れていくため、回復基調は崩れないものの、景気の回復テンポが一時的に鈍化する可能性があるとの見方が示された。

(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、高校授業料の影響を除いた基調的な動きをみると、下落幅は縮小を続けているとの認識で一致した。先行きについては、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、前年比下落幅は縮小していくとの認識を共有した。

(金融環境は緩和方向の動きが続いている)

わが国の金融環境について、委員は、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。この間、長期金利の低下について、委員は、長期金利の動向に関しては、予断を持たず、金融機関の有価証券投資の動向などを、引き続き、注意深くみていく必要があると指摘した。また、為替動向について、多くの委員は、円高が輸出や企業収益の下押し要因になりうると述べ、円高やそれに伴う株安が、企業や家計のマインドに与える影響にも、注意が必要であると指摘した。委員は、為替動向やその国内経済に与える影響について、引き続き、注意深くみていくことが必要で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。

へ. 8月30日の会合

8月30日の会合は、弱めの経済指標の発表が相次いだ米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性の高まりが窺われるほか、為替市場や株式市場でも不安定な展開が続くなど、わが国経済に与える影響という観点から注意が必要な動きがみら

れていることを踏まえ、金融調節手段面で必要と考えられる対応について検討するため、臨時に開催された。

議長は、米国経済を中心に先行きを巡る不確実性がこれまで以上に高まっており、為替相場や株価が不安定な動きを続けていると述べ、わが国の経済・物価見通しの下振れリスクに、より注意していく必要があるのではないか、との問題意識を示した。また、こうした状況を踏まえると、金融政策面では、固定金利オペを拡充することにより、市場金利の低下を促し、金融緩和を一段と強化していくことなどが考えられると述べた。その上で、議長は、執行部に対し、固定金利オペの拡充策として考え得る具体的な対応について、説明を求めた。

これを受けて、執行部からは、市場金利の低下を促し、金融緩和を一段と強化していくためには、固定金利オペについて、現行の期間3か月物に加え、新たに期間6か月物を導入し、同オペを通じた資金供給を大幅に拡充することが考えられる、こうしたオペの導入に伴い、金利入札型オペを実施する余地が低下し、オーバーナイト金利のコントロールが難しくなる可能性があるため、オペの実行頻度等については、市場の状況を見極めながら柔軟に運用していくことが適切と考えられる、仮に6か月物の固定金利オペを導入するとした場合、当面の運用として、月1～2回、毎回8千億円程度の実施が想定される、これにより、6か月物の資金供給額は10兆円程度、3か月物と合わせた固定金利オペ全体の資金供給額は、最終的に30兆円程度になると見込まれる、との説明がなされた。

(米国経済を中心に世界経済を巡る不確実性は高まっている)

多くの委員は、米国経済について、全体として緩やかに回復しているという基本的な姿は変わらないものの、このところ、雇用や住宅関連を中心に、市場予想を下回る弱めの指標が相次いでおり、景気回復テンポの減速傾向が明確化してきていると述べた。また、こうした状況のもと、米国経済の先行きを巡る不確実性はこれまで以上に高まっており、この点は、最近の米国株価の不安定な動きにもあらわれていると指摘した。何人かの委員は、欧州の状況について、アイルランドの財政問題などを背景に、ソブリン・リスクに対する懸念が再燃するなど、欧州の財政・金融状況を巡る動きには、引き続き十分な注意を要すると述べた。

最近の円高傾向について、多くの委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性の高まりから、世界的にリスク回避的な投資行動が強まり、相対的に安全な通貨とみられている円に対する需要が増えたことが主な背景であるとの認識を示した。

(わが国経済・物価見通しの下振れリスクにより注意していく必要)

委員は、わが国の景気は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向を辿るとみられるとの認識を共有した。その上で、何人かの委員は、耐久消費財に関する政策効果の反動などから、わが国経済の回復テンポは、今後、一時的に減速していく可能性が高いと指摘した。また、ある委員は、このところ米国経済の下振れを示唆するデータが増えていることなども踏まえると、先行きのわが国経済が中間評価時の想定よりやや弱めで推移することがないかどうか、しっかりと点検していく必要があるとの認識を示した。

先行きのリスクについて、多くの委員は、米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性が高まっており、為替相場や株価が不安定な動きを続けていることを踏まえると、わが国経済・物価見通しの下振れリスクに、より注意していく必要があると述べた。また、何人かの委員は、米国経済の状況や、これを反映した為替相場の動向次第では、今後、わが国の輸出が予想以上に減速する可能性があるとは指摘した。また、何人かの委員は、円高や軟調な株価が、企業や消費者のマインドを通じてこれらの支出活動に悪影響を及ぼすリスクにも注意を要すると述べた。

(固定金利オペを通じた資金供給の大幅な拡大)

大方の委員は、わが国の経済・物価見通しの下振れリスクが高まっていることを踏まえると、金融緩和を一段と強化し、日本経済の回復をより確かなものとしていくことが必要であると述べた。具体的な措置として、大方の委員は、固定金利オペを通じた資金供給を大幅に拡大し、これにより、市場金利の低下を促していくことが適当であり、現行の3か月物のオペに加え、6か月物のオペを新たに導入し、追加的に10兆円程度の資金供給を行うことが適当であるとの見解を示した。

以上の議論の結果、市場金利の低下を促し、金融緩和を一段と強化していくた

め、固定金利オペについて、期間6か月物を新たに導入した上で、同オペを通じた資金供給を大幅に拡大していくことが多数意見となった。ただし、ある委員は、為替円高や株価下落の影響が実体経済にどう波及するかについて、もう少し見極めが必要と思われること、長い目でみてバブルの温床に繋がるリスクを高めること、効果が限定的な一方、市場機能をこれまで以上に低下させるなどコストが高いこと等を理由として、今回、期間6か月物の固定金利オペを新たに導入し、資金供給を大幅に拡大していくことに反対した。

ト．9月の会合

（海外経済は減速しつつも回復を続けている）

委員は、海外経済は減速しつつも回復を続けており、先行きも新興国経済の高成長に牽引されるかたちで、回復傾向を続けるとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、先進国経済について、バランスシート調整の厳しさが残る中、回復のペースは緩やかなものにとどまると見られる、これまで急速なペースで回復を続けてきた新興国経済について、金融緩和の修正など引き締め方向の政策もあって、回復ペースが幾分鈍化傾向にある、と指摘した。

（国際金融資本市場は大きく振れやすい状況が続いている）

国際金融資本市場について、大方の委員は、為替、株式、債券市場などにおいて、世界経済の先行き不透明感の高まりを背景として、経済指標などに敏感に反応して大きく振れやすい状況が続いているとの見方で一致した。多くの委員は、米国において8月末にかけて市場予想を下回る経済指標の公表が相次ぎ、欧州においてアイルランドなどの財政問題が強く意識される中で、グローバルな投資家がリスク回避的な行動を強めているとの認識を示した。

（わが国の景気は緩やかに回復しつつある）

委員は、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるとの認識で一致した。多くの委員は、海外経済の成長ペースが緩やかになっていることを背景に、輸出や生産は、さすがに一頃と比べ増加ペースが鈍化しているものの、雇用・所得環境の

改善の動きが続いており、更に最近では個人消費に猛暑の影響や耐久消費財の駆け込み需要がみられることもあって、全体として、回復のモメンタムが維持されているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復傾向を辿るとの見方で一致した。ただし、多くの委員は、今年度下期にかけては、海外経済の減速の影響に加え、猛暑の影響や耐久消費財の駆け込み需要など一時的な需要増加要因が剥落していくため、景気改善の動きは、一時的に弱まる可能性が高いと付言した。

また、リスク要因について、何人かの委員は、上振れリスクとして、引き続き、新興国・資源国経済の強まりを挙げた。一方で、委員は、米国経済を中心とする先行きを巡る不確実性の高まりと、これを背景とした為替相場や株価の不安定な動きが続くもとで、わが国経済の下振れリスクに注意が必要であるとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、高校授業料の影響を除いた基調的な動きをみると、下落幅は縮小を続けているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、前年比下落幅は縮小していくとの認識を共有した。

(金融環境は緩和方向の動きが続いている)

わが国の金融環境について、委員は、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。短期金融市場について、多くの委員は、前回会合後、ターム物金利が弱含んでいることを指摘し、前回会合で決定した追加措置が、金融緩和の更なる浸透に効果を発揮し始めているとの見方を示した。企業の資金調達コストについては、引き続き低下傾向にあるとの認識で一致した。CP・社債市場については、低格付社債を含め、発行環境が良好な状況が続いているとの見方で一致した。企業の資金繰りについては、改善の動きが続いているとの見方で一致した。

(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。

先行きの政策運営について、委員は、わが国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援を図ってきており、こうした中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があるとの見解で一致した。その上で、委員は、金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していくとの考え方で一致した。更に、委員は、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適時・適切に政策対応を行っていく必要があるとの従来からの認識を改めて確認し、これを明確に示していくことで一致した。

(4) 金融政策運営を巡る論点

22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。

(海外の金融経済情勢を巡るリスク要因)

22年度上期の会合では、海外の金融経済情勢に関するリスクとして、一部欧州諸国の財政問題や米国経済を巡る不確実性の高まり、および新興国・資源国経済の強まりとそれに伴う景気過熱懸念などを巡って議論が行われた。

4月以降、委員は、一部欧州諸国の財政問題の帰趨やその影響を、海外経済や国際金融資本市場を巡るリスクとして指摘した。5月20、21日の会合では、大方の委員が、欧州金融市場の不安定化の背景として、一部欧州諸国における財政の持続性・再建可能性に対する市場の信認低下や、これらの国の競争力の低下という大きな問題があるとの認識を示した。その上で、多くの委員が、今後、欧州諸国の経済・財政改革が着実に成果を挙げ、市場の信認を回復していくことは時間のかかるプロセスであるため、その過程で国際金融資本市場や世界経済にどのような影響を及ぼすのか、注意深く点検していく必要があると指摘した。また、6

月会合では、多くの委員が、ソブリン・リスクに対する警戒感は、ギリシャ以外にも周辺各国に拡大し、これらの国々の国債価格下落に繋がっていると指摘したうえで、こうした国債価格の下落は、欧州系金融機関の損失拡大懸念などから、欧州系金融機関に対する市場の見方を厳しいものとしていると述べた。

また、8月以降の会合では、米国経済を巡る不確実性の高まりと、これによる為替相場や株価の不安定な動きがリスク要因として指摘され、わが国経済・物価見通しの下振れリスクにより注意していく必要があるとの認識が示された。委員からは、米国長期金利が低下している点について、米国の期待成長率の低下やデイスインフレ傾向の長期化を示唆している可能性があるとの指摘があった。この点に関し、複数の委員は、翌年以降の市場における米国経済の成長見通しなどを踏まえると、長期金利の動向は行き過ぎた悲観的な動きと解釈する余地もあると指摘した。

一方、上振れ方向のリスクとしては、22年度上期の会合を通じ、委員は、新興国・資源国経済の強まりを挙げた。これらの国々で、金融緩和の修正など引き締め方向の動きが広がっていることについて、委員は、経済活動水準がすでに相応に高まっており、先進国からの資金流入が続いていることも踏まえると、短期的な過熱リスクにはなお注意を怠れないとの見方を示した。一方、やや回復ペースが鈍化していることについて、今のところは、より持続性のある巡航速度への移行と捉えておくことが適当であるが、今後の展開を注意深く確認していくことが大事であるとの見方も示された。新興国・資源国経済の過熱懸念の背景について、何人かの委員は、新興国・資源国の場合、もともと成長のモメンタムが強い上、先進国の景気回復の弱さへの懸念などから、金融緩和政策の修正が遅れ気味となる可能性を指摘した。また、委員は、先進国で強力な金融緩和が継続していることから、新興国・資源国で引き締め策が講じられても、金利差の拡大が先進国からの資金流入圧力を強める面もあることから、十分な引き締め効果が得られない可能性があるとして述べた。これらの国々の過熱リスクが顕在化した場合のわが国経済への影響について、委員は、短期的には上振れ要因となるが、長い目でみれば、経済・金融活動の急激な巻き戻しが発生する可能性があり、わが国経済にとって、かえって下振れ要因になり得るとの認識を示した。

なお、新興国、先進国に関する上下のリスク要因について、ある委員は、相互

に独立したものではなく、複雑に絡み合っているため、わが国経済への影響を点検するに当たっては、この点をしっかりと念頭に置く必要があると指摘した。

(円高の背景とその影響)

8月以降の会合では、円高が進んだことを受けて、その背景やわが国経済に及ぼす影響について、議論が行われた。

まず、円高の背景について、委員からは、市場には、日米金利差の縮小や両国の金融緩和姿勢の違いを指摘する見方があると指摘があった。また、多くの委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性の高まりから、世界的にリスク回避的な投資行動が強まり、相対的に安全な通貨とみられている円に対する需要が増えたことが主な要因であるとの認識を示した。

為替動向が実体経済に与える影響について、大方の委員は、円高が輸出や企業収益の下押し要因になりうると述べたほか、多くの委員が、円高やそれに伴う株安が、企業や家計のマインドに与える影響にも、注意が必要であるとの認識を示した。ある委員は、円高の継続に伴い、企業の収益見通しの下振れや、生産拠点の海外シフトの動きが顕現化すれば、設備投資や雇用の拡大が阻害され、経済の自律回復の遅れに繋がる可能性があるとの見方を示した。別のある委員は、中小企業はビジネスモデルの転換や多様化が困難であり、かつ、今回の金融危機で大企業以上に経営体力が低下しているため、円高が企業マインドに与える影響は、大企業に比べて大きいとの認識も示された。なお、ある委員は、生産拠点の海外移転が進んでいる背景としては、円高よりも、新興国の高成長の方が大きいとの見方を示した。この委員は、円高には、輸入原材料の購入や海外企業の買収におけるコスト低下などの利点もあると述べた。

なお、委員からは、円の対ドル相場が21年11月のドバイ・ショック後にも同程度の円高となったが、当時と比べると、金融環境は緩和方向にあり、企業収益も改善しているとの指摘があった。更に、一人の委員は、円の対ドル相場が、平成7年の円高のピークに近づいていることが話題となっているが、その後の日本の物価上昇率が低かったため、実質実効為替レートでみると当時ほどの円高ではないとした上で、こうした点も踏まえて経済への影響を評価する必要があると述

べた。委員は、為替円高が経済全体に与える影響は、世界経済全体の情勢、企業収益や金融環境の動向など、様々な要因に依存するため、バランス良く全体を評価していく必要があるとの見方を示した。

(長めの市場金利の低下を促す措置の評価)

22年度上期の会合では、長めの市場金利の低下を促す措置の効果や副作用等を巡って議論が行なわれた。

まず、4月の会合では、3月に導入された、3か月物の固定金利オペを20兆円程度まで増額し、やや長めの金利の低下を促すという措置の評価を巡って議論が行なわれた。委員は、短国レートなどが低位で安定しているほか、これまで粘着的であったユーロ円レートが低下するなど、所期の目的どおり、ターム物金利に働きかける効果のほか、緩和効果を更に浸透させる効果も発揮しているという認識を示した。また、何人かの委員は、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくという、日本銀行の姿勢を改めて明確に示すことで、これが企業マインドの下支えに寄与している面もあると指摘した。その上で、委員は、こうした日本銀行の姿勢の明確化や企業マインドの改善が、最近の株価や為替の動きにも相応の影響を及ぼしている可能性があるとの見方を示した。

8月30日の会合では、6か月物の固定金利オペを導入し、追加的に10兆円程度の資金を供給することについて、多くの委員は、これまでよりも更に長めの短期金利が広い範囲で低下し、現在の強力な金融緩和が一段と浸透していくことが期待されると述べた。ある委員は、現在の短期金融市場の金利水準を踏まえると、追加的な効果はさほど大きくないとの見方を示した。一方、何人かの委員は、これまでの強力な金融緩和により金利水準がかなり低下してきている点は事実であるが、それでもなお低下の余地は残っているとの認識を示した。また、何人かの委員は、日本銀行が一段の金融緩和姿勢を明確に打ち出すことで、市場参加者や各経済主体の先行きに対する不安心理を和らげる効果も期待できると述べた。

一方、措置の拡充に伴う副作用として、複数の委員が、固定金利オペの残高が積み上がっていく中で、短期金融市場の取引が縮小し、資金調達の安心感が低下しているとの見方が市場からも聞かれていると指摘したほか、複数の委員は、貸

出金利の低下を通じて金融機関収益の極端な圧迫をもたらす場合には、却って円滑な資金仲介を阻害する可能性がある点にも留意しておく必要があると述べた。

(デフレと日本経済の中長期的課題)

22年度上期の会合では、わが国経済が直面する趨勢的な成長力の低下という中長期的課題とそれに対する中央銀行としての取り組みのあり方、更には本措置を受けた金融機関等の取り組み状況等を巡って議論が行なわれた。

4月の会合では、委員から、経済の水準がなお低いことに加え、やや長い目で見た景気回復の道のりやわが国経済の将来像を依然明確に見出せないため、多くの企業が、設備・雇用の調整や積み増しに慎重にならざるを得ない状況が続いているとの指摘があった。また、多くの委員が、わが国経済は、短期の循環的な面では、金融危機後の急激な落ち込みを脱し、回復基調を辿っているものの、より長期的にみれば、人口減少や少子高齢化の進展、世界の需要構造の変化などに対応し、実質成長率や生産性を引き上げる、という重要な課題を抱えているとの認識を示した。そのうえで、これらの中長期的な成長力の低下という問題は、デフレの根本的な原因にもなっているとの見方が示された。

このような中長期的な課題に対する中央銀行の対応のあり方を巡って、4月30日の会合では、委員から、生産性向上や成長力強化に向けた取り組みは、一義的には企業をはじめ民間経済主体が担うべきものであるが、そうした企業の取り組みに対し、日本銀行としても、中央銀行としての機能を用いて金融面から支援する余地があるのではないかと問題提起が行なわれた。また、ある委員は、通常の意味での金融政策の射程は短期循環的な課題であるが、デフレの根本的な要因が成長力の問題にあることを踏まえると、物価安定を通じて持続的な成長に資するという日本銀行の目的に照らしても、中央銀行として果たし得る貢献を検討することが必要ではないかとの見解を示した。この点に関し、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の導入を決定した6月の会合では、委員から、中央銀行としては異例の施策ではあるものの、わが国のデフレは、成長期待の低下という日本経済が抱える根源的な問題が集約的にあらわれた現象であり、本資金供給が成長基盤強化に資することになれば、結果として、物価の安定にも繋がるとの見方が示された。また、多くの委員は、本資金供給は、個別の産業や企業に対する

ミクロ的な資源配分への関与を避けて、民間金融機関の審査機能を活用するものであり、中央銀行の機能を使って民間金融機関の取り組みを後押しするものであると述べた。こうした議論を経て、委員は、本資金供給は、日本銀行法に謳われた「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」という金融政策の使命にも合致するとの意見を共有した。委員は、これらの点について、今後とも対外的に丁寧に説明していく必要があるとの見方で一致した。

3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を操作目標とする金融市場調節方針のもとで、金融政策決定会合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22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、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。

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、22年度上期を通じて、0.1%前後で推移した（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）}
22年3月16日～4月15日	0.096
4月16日～5月15日	0.093
5月16日～6月15日	0.092
6月16日～7月15日	0.095
7月16日～8月15日	0.095
8月16日～9月15日	0.092
9月16日～10月15日	0.090

（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。

22 年度上期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項¹⁵は、次のとおりである。

5 月 10 日の臨時会合では、最近における国際金融資本市場の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、23 年 1 月 31 日までの時限措置として、米ドル資金供給オペレーションを再導入することを決定した。

6 月会合では、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する観点から、金利政策や金融調節の円滑を確保しつつ、わが国経済の成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取り組みを金融面から支援するため、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を 28 年 6 月 30 日までの時限措置として導入することを決定した。なお、この決定に基づき、9 月 6 日に、第 1 回目の資金供給として総額 4,625 億円の貸付けを実施した。

8 月 30 日の臨時会合では、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションについて、期間 6 か月物を新たに導入したうえで、同オペを通じた資金供給を大幅に拡大することとし、これにより、市場金利の低下を促し、金融緩和を一段と強化していくこととした¹⁶。

¹⁵ 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。

¹⁶ 8 月 30 日の臨時会合において示された方針を踏まえ、執行部は、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションの運用について、これまでの期間 3 か月の資金供給の残高 20 兆円を確保したうえで、追加的に 10 兆円程度の期間 6 か月の資金供給を開始することとした。

(図表 42) 短期金融市場調節手段等の残高

(兆円 < 米ドル資金供給オベは 100 億米ドル >)

	資金供給												資金吸収			その他	
	国庫短期 証券買入 オベ	国債 買現先 オベ	CP等 買現先 オベ	共通担保 資金供給 オベ (本店)	うち固定 金利方式	共通担保 資金供給 オベ (全店)	うち固定 金利方式	企業金融 支援特別 オベ	CP等 買入 オベ	社債 買入 オベ	補完 貸付	成長基盤 強化支援 資金供給	国庫短期 証券売却 オベ	国債 売現先 オベ	手形 売 オベ	国債 補完 供給	米ドル 資金供給 オベ
20年																	
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
10月末	10.5	3.8	2.8	8.2		10.4		6.7	0.0	0.2	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
11月末	10.2	3.8	2.8	11.8		10.6		7.1	0.0	0.2	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
12月末	10.4	7.0	2.8	10.2	0.0	15.2	3.2	7.1	0.0	0.2	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
22年																	
1月末	9.9	3.6	2.7	12.0	0.0	16.2	6.4	6.4		0.2	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2月末	10.2	4.0	2.4	10.6	0.0	23.0	9.6	5.9		0.2	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3月末	10.0	3.0	2.0	7.8	0.0	22.4	10.4	5.5		0.2	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	
4月末	9.0	3.0	0.0	3.6	0.0	20.8	14.4	3.9		0.1	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	
5月末	8.6	4.0	0.0	7.6	0.0	22.8	17.6	2.4		0.1	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6月末	9.2	3.8	0.0	4.2	0.0	21.6	20.0			0.1	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
7月末	9.4	0.0	0.0	7.4	0.0	25.0	20.0			0.1	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8月末	8.3	0.0	0.0	9.6	0.0	28.0	20.0			0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9月末	7.7	0.0	0.0	7.8	0.0	27.8	20.8			0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(注1) 「国庫短期証券買入オベ」の残高は、同オベの累計額から償還分(繰上償還を除く)を控除した額。また、「国庫短期証券売却オベ」の残高は、同オベの累計額から償還分を控除した額。

(注2) 「固定金利方式」の共通担保資金供給オベによる貸付けは21年12月より開始。

(注3) 「企業金融支援特別オベ」による貸付けは22年3月に完了。

(注4) 「CP等買入オベ」および「社債買入オベ」による買入れは21年12月に完了。

(注5) 「米ドル資金供給オベ」による貸付けは22年2月に完了し、同年5月に再導入。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成22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、120.3兆円（前年比+3.4%）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%

	21年9月末		22年3月末		22年9月末	
（資産）						
買現先勘定	9.8	(12.8)	5.0	(-58.3)	0.0	(皆減)
国債	68.4	(4.3)	73.1	(13.7)	76.7	(12.1)
〔うち長期国債〕	46.3	(9.4)	50.2	(17.7)	55.5	(20.1)
〔うち短期国債〕	22.2	(-4.9)	22.9	(5.8)	21.1	(-4.6)
コマーシャル・ペーパー等	0.1	(皆増)		(皆減)		(皆減)
社債	0.3	(皆増)	0.2	(4.0倍)	0.0	(-94.0)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.3	(-2.2)	1.4	(23.5)	1.5	(19.8)
貸付金	30.2	(11.4)	35.8	(9.3)	36.1	(19.7)
〔うち共通担保資金供給オペ等 ^(注2) 〕	30.2	(17.3)	35.8	(9.4)	36.1	(19.7)
外国為替	5.0	(-41.4)	5.0	(-53.8)	4.6	(-7.8)
資産計	116.3	(3.4)	121.8	(-1.7)	120.3	(3.4)
（負債・純資産）						
発行銀行券	75.9	(0.6)	77.4	(0.6)	76.9	(1.2)
当座預金	17.6	(32.4)	23.5	(5.9)	20.2	(14.9)
その他預金	0.2	(-94.8)	0.0	(-99.3)	0.0	(-91.3)
政府預金	2.1	(-18.4)	3.0	(27.1)	1.2	(-43.8)
売現先勘定	14.7	(28.3)	11.7	(12.3)	16.3	(11.4)
負債・純資産計	116.3	(3.4)	121.8	(-1.7)	120.3	(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2月23日の買入再開から22年4月30日までの買入累計額（グロスベース）は、3,878億円（同買入は22年4月30日をもって終了）。

（注2）21年9月末については、共通担保資金供給オペおよび企業金融支援特別オペによる貸付金の残高。22年3月末については、共通担保資金供給オペ（固定金利方式によるものを含む）および企業金融支援特別オペによる貸付金の残高。22年9月末については、共通担保資金供給オペ（固定金利方式によるものを含む）および成長基盤強化を支援するための資金供給による貸付金の残高。

以下では、22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、22年9月末の資産の内訳をみると、国債は、76.7兆円（前年比+12.1%）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、55.5兆円（前年比+20.1%）となった。買現先勘定は、国債現先オペおよびCP現先オペによる資金供給の減少から、ゼロ（前年比皆減）となった。貸付金は、固定金利方式の共通担保資金供給オペによる資金供給の増加等から、36.1兆円（前年比+19.7%）となった。

一方、負債をみると、22年9月末の当座預金残高は、20.2兆円（前年比+14.9%）となった。日本銀行券の発行残高は、76.9兆円（前年比+1.2%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ1.2兆円（前年比-43.8%）および16.3兆円（前年比+11.4%）となった。

この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性を維持することに引き続き努めた。

すなわち、償還期限が到来した長期国債の借換えは、資産の流動性を確保する等の観点から、前期までと同様にTB（1年物）の引受けにより行った。また、21年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB（1年物）については、その一部に関し再乗換えを行ったほかは、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。

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更¹⁷

(1) 米ドル資金供給オペレーションの再導入

平成22年5月10日の臨時会合において、最近における国際金融資本市場の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、23年1月31日までの時限的な措置として、米ドル資金供給オペレーションを再導入することとし、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」および「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を制定した。また、米ドル資金供給オペレーションを行うために必要な米ドル資金の調達のため、ニューヨーク連邦準備銀行との間で、有効期限（引出可能期限）を23年1月31日とする外国為替の売買（スワップ取引）に係る取極を締結することを決定した。

(2) 成長基盤強化を支援するための資金供給の導入

4月30日の会合において、「成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、改めて報告するよう」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踏まえ、5月20、21日の会合において、資金供給の方法の骨子素案を取り纏めるとともに、これを公表し、より具体的な検討を進めていくこととした。そして、6月の会合において、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する観点から、金利政策や金融調節の円滑を確保しつつ、わが国経済の成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取り組みを金融面から支援するため、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を28年6月30日までの時限措置として導入することとし、「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領」および「成長基盤強化を支援するための資金供給における貸付対象先選定基本要領」を制定した。

¹⁷ 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。