

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 23 年 6 月

日 本 銀 行

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行企画局までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

日本銀行法第 54 条第 1 項の規定に基づき、この報告書を  
国会に提出する。

平成 23 年 6 月

日本銀行総裁

白川 方明

# 目 次

	頁
要 旨	
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) . . . . .	1
(輸出は増加基調に復する動きがみられたが、震災後は大幅減) . . . . .	2
(生産は増加基調に復する動きがみられたが、震災後は大幅減) . . . . .	4
(設備投資は持ち直しに向かったが、震災後は弱めの動き) . . . . .	5
(住宅投資は持ち直しの動きがみられたが、震災後は着工が減少、公共投資の減少幅は縮小) . . . . .	8
(雇用・所得環境の厳しさは幾分和らいだが、震災後は改善傾向が一服) . . . . .	9
(個人消費は持ち直しの動きがみられたが、震災後は抑制傾向) . . . . .	11
(2) 物価 . . . . .	13
(3) 海外経済 . . . . .	16
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融資本市場 . . . . .	18
(2) 短期金融市場 . . . . .	20
(3) 債券市場 . . . . .	21
(4) 株式市場 . . . . .	23
(5) 外国為替市場 . . . . .	24
(6) 企業金融 . . . . .	26
(7) 量的金融指標 . . . . .	31
II. 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	38
(3) 各会合における検討・決定	
イ. 22年10月4、5日の会合	42
(海外経済は回復を続けているもののそのペースは鈍化している)	
(国際金融資本市場はなお不安定な動きとなっている)	
(わが国の景気は緩やかに回復しつつあるものの改善の動きが弱まっている)	
(景気の先行き見通しは中間評価と比べて下振れて推移する可能性が高い)	
(物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は後ずれする可能性)	
(金融環境は緩和方向の動きが続いている)	
(包括的な金融緩和政策の実施)	
ロ. 10月28日の会合	45
(海外経済は回復を続けているもののそのペースは鈍化している)	
(わが国の景気は緩やかに回復しつつあるものの改善の動きが弱まっている)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けている)	
(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)	
(資産買入等の基金を運営するための基本的な事項の決定)	
ハ. 11月の会合	47
(海外経済は減速しつつも回復を続けている)	
(わが国景気は緩やかに回復しつつあるものの改善の動きに一服感がみられる)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向を続けている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(資産買入等の基金の枠組みの整備)	
(成長基盤強化を支援するための資金供給は呼び水効果を徐々に発揮)	
ニ. 12月～23年1月の会合	49
(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全体としては落ち着いているが不安定な動きもみられる)	
(わが国の景気は緩やかに回復しつつあるが改善の動きに一服感がみられる)	

(消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けている)	
(金融環境は引き続き緩和の動きが強まっている)	
(包括的な金融緩和政策は効果を発揮)	
(金融市場調節方針の維持)	
(米ドル資金供給オペレーション等の期限延長の決定)	
(成長基盤強化を支援するための資金供給)	
(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)	
ホ. 2月の会合	52
(海外経済は回復を続けておりその成長率は再び高まってきている)	
(国際金融資本市場には政情不安や国際商品市況を巡る不確実性がある)	
(わが国の景気は改善テンポが鈍化した状態から徐々に脱しつつある)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けている)	
(金融環境は引き続き緩和の動きが強まっている)	
(金融市場調節方針の維持)	
へ. 3月の会合	53
(わが国の経済・物価情勢の先行きを巡る不確実性が大きく高まっている)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けている)	
(金融市場調節方針の維持と潤沢な資金供給)	
(資産買入等の基金の増額)	
(4) 金融政策運営を巡る論点	
(包括的な金融緩和政策の評価)	55
(成長基盤強化を支援するための資金供給の評価)	56
(国際商品市況上昇の背景とわが国経済に与える影響)	57
(東日本大震災のわが国経済に対する影響)	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	64
5. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 担保価格等の見直しの実施	67
(2) 固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率等に関する特則	67

(3) 資産買入等の基金の創設	67
(4) 資産買入等の基金における指数連動型上場投資信託等の買入等開始のた めの措置	68
(5) 米ドル資金供給オペの実施期限延長のための措置	68
(6) 資産買入等の基金の増額	68
Ⅲ. 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	69
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	117
3. 金融政策決定会合議事要旨	181
参考計表・資料一覧	312

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

## — 要 旨 —

### (経済の情勢)

1. 平成 22 年度下期の国内景気は、年末にかけて景気改善の動きに一服感がみられたものの、年明けから東日本大震災の発生前までは、海外経済の改善などを背景にそうした状態から脱しつつあった。輸出や生産は年末にかけて一時的に弱めの動きとなったが、その後、増加基調に復する動きがみられた。設備投資や住宅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。個人消費は、駆け込み需要の反動から、年末にかけて弱めの推移となったが、年明け後は、持ち直しの動きがみられた。この間、公共投資は減少を続けた。

もともと、震災後は、生産設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約などから、生産面を中心に下押し圧力の強い状態となり、輸出や国内向けの出荷・販売にも相応の影響が及んだ。

2. 物価面では、国内企業物価の前年比は、国際商品市況の上昇の影響などから、年度末にかけて、上昇基調で推移した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小を続けた。

### (金融面の動向)

3. 短期金融市場では、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける中、短期金利は、引き続き低水準で推移した。震災直後には、一時的に不安定な動きがみられたが、日本銀行が、即日物の資金供給オペを含め、大量の資金供給を実施するもとの、落ち着きを取り戻した。

長期金利は、12 月にかけて、米国金利の上昇や投資家のポジション調整を背景に上昇したが、その後は、総じて小動きの展開となった。

株価は、震災前までは、米国株価の堅調な動きや海外投資家の買いなどから、総じて堅調に推移した。震災後、日経平均株価は、一時 8,500 円割れとなるな



ど大きく下落したが、3月末には9千円台半ばまで回復した。

為替市場では、円の為替相場は、10月までは円高方向の動きがみられたが、11月以降、米国の追加金融緩和期待の後退などから、円安傾向を辿り、一旦、84円台まで減価した。その後、80～83円台での動きを続けたが、震災後、一時、既往最高値となる76円台をつける場面もみられた。こうした中、米国、英国、カナダ当局および欧州中央銀行との協調介入が実施された。

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、改善が続いた。CP市場では、総じて良好な発行環境が続いた。この間、社債市場では、震災前は、発行環境が一段と良好になっていたが、震災後は、発行を見送る動きがみられた。

資金需要面をみると、震災前は、運転資金需要、設備資金需要の後退に加え、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減少した。震災後は、一部の企業で運転資金需要の増加や手許資金の積み増しといった動きがみられた。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高は、引き続き減少した。一方、社債の発行残高は前年を上回って推移したほか、CPの発行残高は減少幅が縮小傾向を辿った。

5. マネタリーベース（流通現金と日銀当座預金の合計）は、引き続き前年の水準を上回って推移し、震災後には、日本銀行による潤沢な資金供給などを背景に伸び率が大きく高まった。マネーストック（M2）は、前年比2%台の伸びで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 22年度下期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、10月4、5日の会合では、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、改善の動きが弱まっていると判断した。その後、わが国の景気について、11月から1月の会合では、緩やかに回復しつつあるものの、

改善の動きに一服感がみられるとし、2月の会合では、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつあると判断した。3月の会合では、中心的な見通しとしては2月会合時の見方を維持しつつも、東日本大震災によって、わが国は、地理的にも広範囲な被害を受けており、当面、生産活動の低下が見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念されることを指摘した。

7. 金融政策運営面では、政策委員会は、10月4、5日の会合において、金融緩和を一段と強力に推進するため、①金利誘導目標の変更、②「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、③資産買入等の基金の創設、という3つの措置からなる「包括的な金融緩和政策」の実施を決定した。

以後、金融市場調節方針については、3月までのすべての会合において、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す」とする方針を維持した。

また、10月28日の会合と11月の会合では、資産買入等の基金の総額や買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を決定した。

東日本大震災発生直後の3月の会合では、金融緩和を一段と強化することを決定した。まず、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期していくこととした。また、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが实体经济に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とすることを決定した。

この間、12月の会合では、ニューヨーク連邦準備銀行から、各国中央銀行との米ドル・スワップ取極の期限を23年8月1日まで延長することとしたいとの申し出があったことを受け、申し出どおり期限を延長することとし、所要の措置を講じることを決定した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、142.4兆円（前年比+16.9%）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 年度下期に入ると、年末にかけて景気改善の動きに一服感がみられたものの、年明け後は、海外経済の改善などを背景に、そうした状態から脱しつつあった。もっとも、東日本大震災の発生後は、生産面を中心に下押し圧力の強い状態となった。

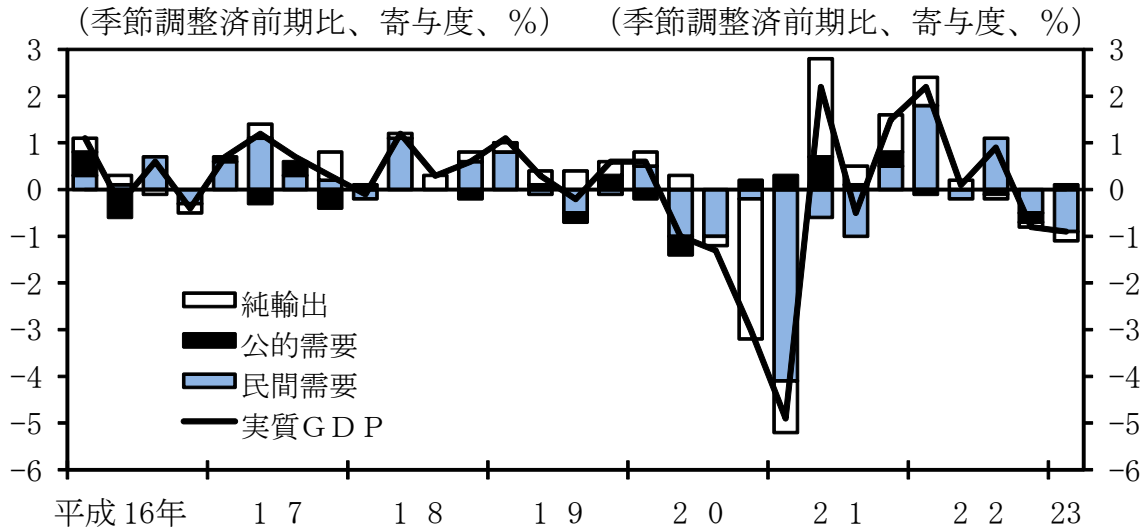
震災前までの推移をみると、輸出や生産は年末にかけて一時的に弱めの動きとなったが、その後、増加基調に復する動きがみられた。設備投資や住宅投資は持ち直しに向かった。雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいだ。個人消費は、駆け込み需要の反動から、年末にかけて弱めの推移となったが、23 年入り後は、持ち直しの動きがみられた。この間、公共投資は減少を続けた。

もっとも、震災後は、生産設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約などから、生産面を中心に下押し圧力が強い状態となり、輸出や国内向けの出荷・販売にも相応の影響が及んだ。

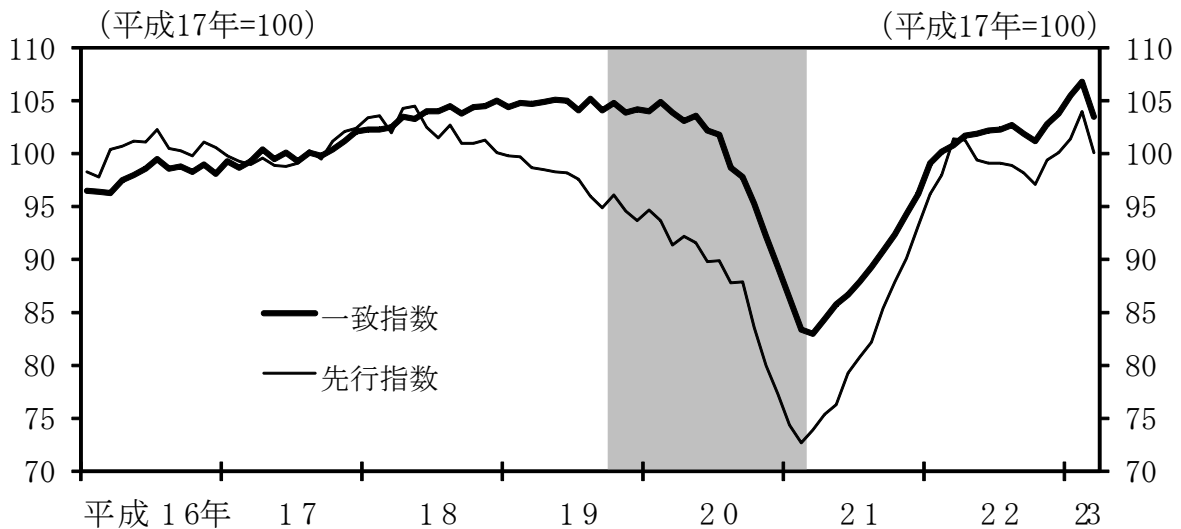
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比でみると、22 年度下期は減少した（図表 1 (1)）。景気動向指数は、2 月までは改善基調を続けたが、3 月は大幅に悪化した（図表 1 (2)）。

(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。

**(輸出は増加基調に復する動きがみられたが、震災後は大幅減)**

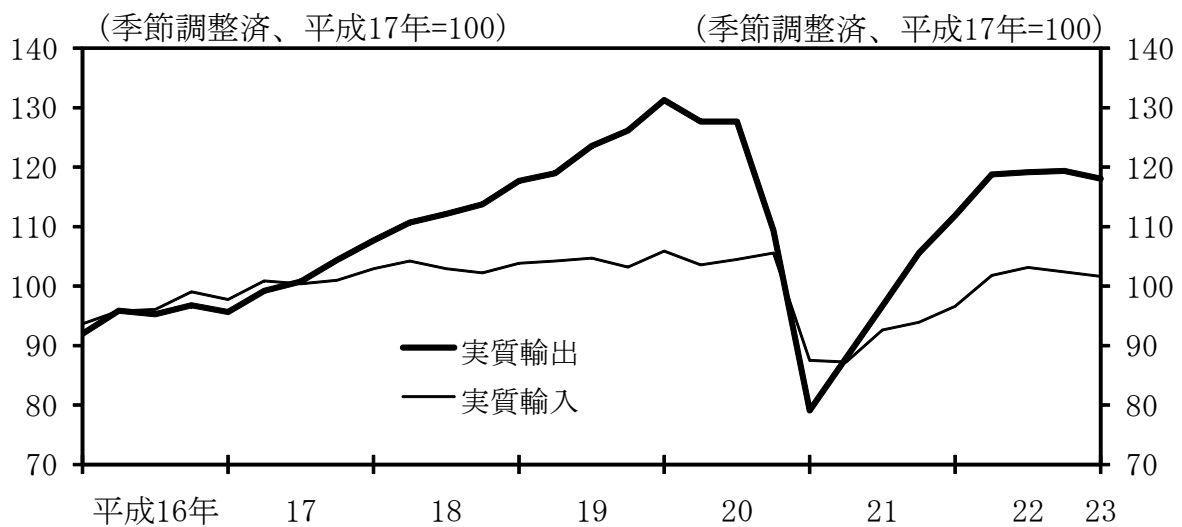
実質輸出は<sup>1</sup>、震災前までは、海外経済の一時的な減速、為替円高、情報関連財の在庫調整などの影響が薄まるにつれて、増加基調に復する動きがみられた。もっと

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

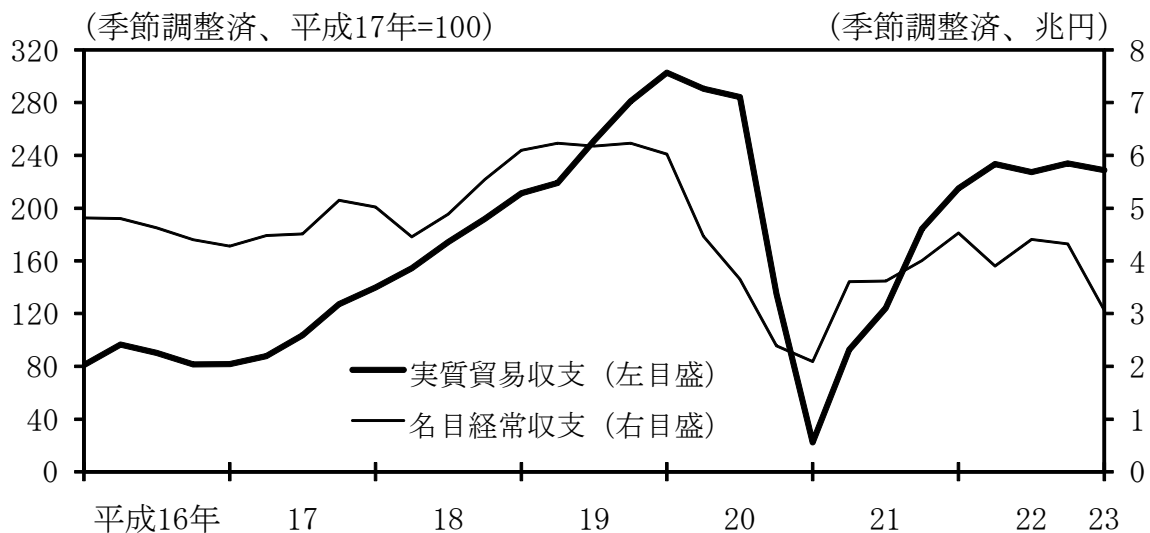
も、震災の影響により、3月中旬以降、自動車を中心に生産が大幅に減少し、それに伴って実質輸出も減少に転じた（図表2(1)）。実質輸入は、震災前までは横ばい圏内で推移したが、震災後は弱めの動きとなった。実質貿易収支でみた純輸出は、上記輸出入の動きを反映して、持ち直しの動きがみられていたが、震災後は減少した（図表2(2)）。

（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)）、23年入り後、東アジア向けやその他地域向けを中心に増加基調に復する動きがみられたが、震災後はすべての国・地域向けで大幅に減少した。財別にみると（図表3(2)）、資本財・部品などで持ち直しの

動きがみられたが、震災後は、自動車関連を中心に、ほとんどの財で大幅に減少した。

(図表3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済、前期比、%)

	平成22年 第1四半期	2	3	4	平成23年 1
米国 <15.4>	-0.8	7.9	3.9	0.3	-6.5
EU <11.3>	-3.0	7.2	2.9	2.2	-3.0
東アジア <53.3>	7.5	3.9	1.3	2.4	-1.1
中国 <19.4>	8.0	2.6	3.5	6.9	0.5
NIEs <23.7>	6.7	3.6	-0.3	-0.4	-2.3
ASEAN4 <10.2>	8.4	7.0	1.3	-0.1	-1.7
その他 <20.0>	9.1	7.7	-3.2	-2.0	0.1
実質輸出計	6.0	6.1	0.3	0.2	-1.1

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

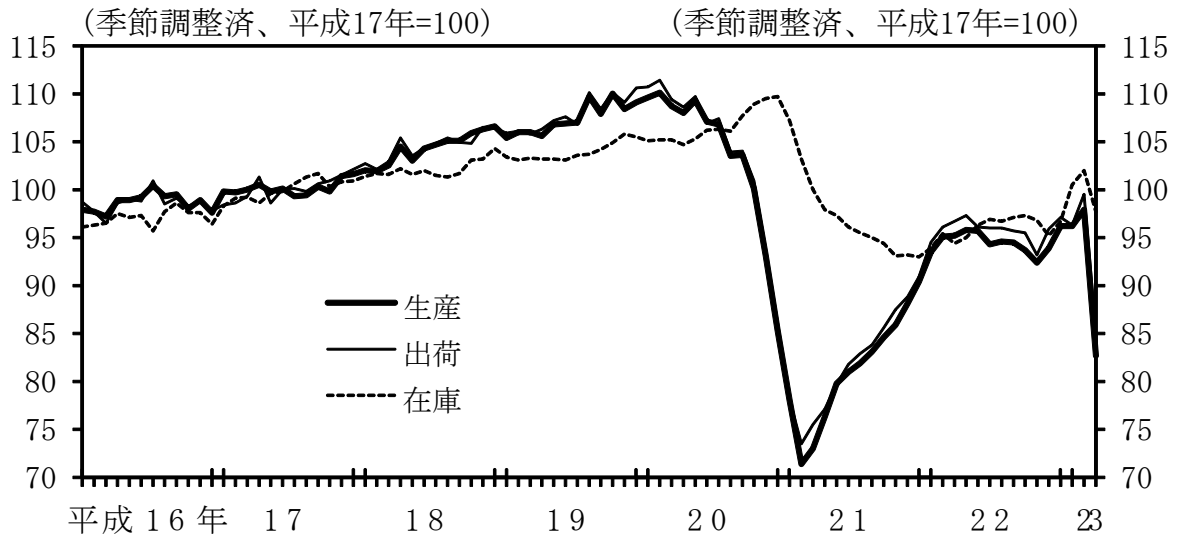
	平成22年 第1四半期	2	3	4	平成23年 1
中間財 <20.6>	1.4	3.6	0.8	-0.2	-0.4
自動車関連 <21.6>	4.9	7.6	1.2	1.8	-8.8
消費財 <3.4>	-1.3	5.4	1.3	-1.7	-1.7
情報関連 <10.7>	6.5	4.4	-0.8	-0.5	0.4
資本財・部品 <29.2>	9.9	9.2	1.9	0.6	1.3
実質輸出計	6.0	6.1	0.3	0.2	-1.1

(注) < >内は、22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。

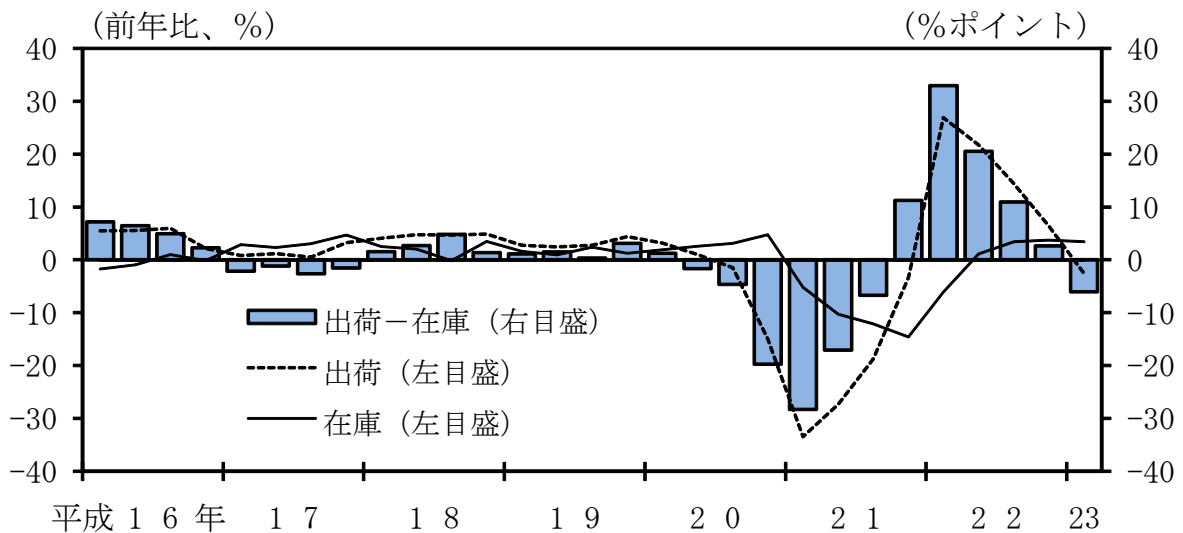
**(生産は増加基調に復する動きがみられたが、震災後は大幅減)**

鋳工業生産はエコカー補助終了や情報関連財の在庫調整の影響などから、10~12月にはやや減少したが、その後、震災前までは、増加基調に復する動きがみられた。もともと、震災後は、生産設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約などから、大幅に減少した(図表4)。こうした中、在庫については、電子部品・デバイスや薄型テレビなどを中心に、在庫の伸びが出荷の伸びを上回る状態となった(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

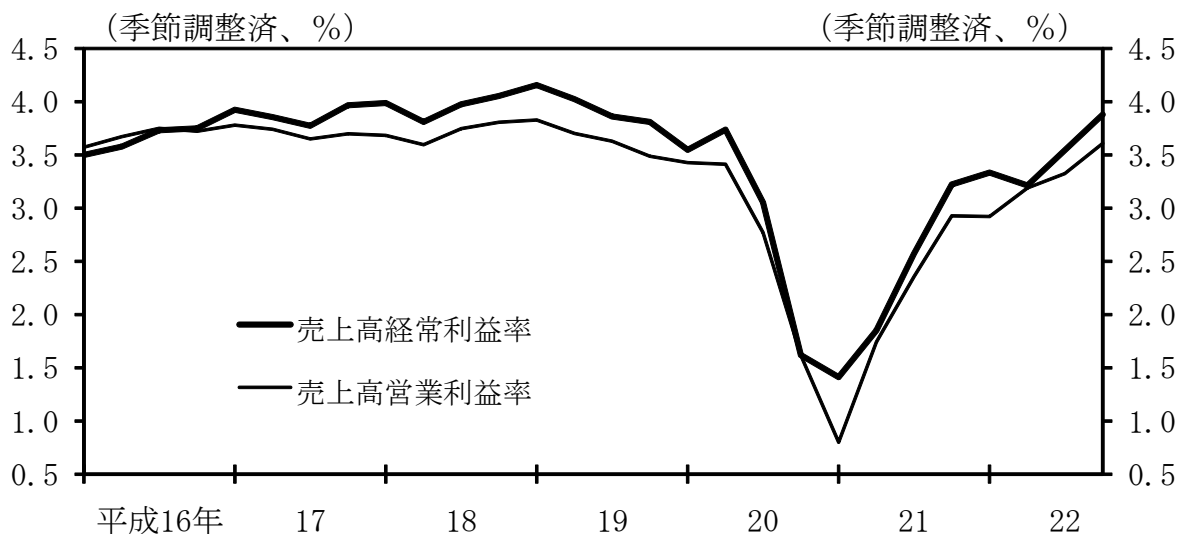


(設備投資は持ち直しに向かったが、震災後は弱めの動き)

企業収益は改善基調を続けたが、震災後は、強い下押し圧力が働く状態となった。震災前までの状況について、法人企業統計をみると、10~12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、7~9月対比で上昇した（図表6）。この間、企業の業況感は、3月短観では小幅改善した（図表7）。ただし、「地震前」と「地震後」に分けてみると、最近から先行きへの業況感の変化について、「地震後」

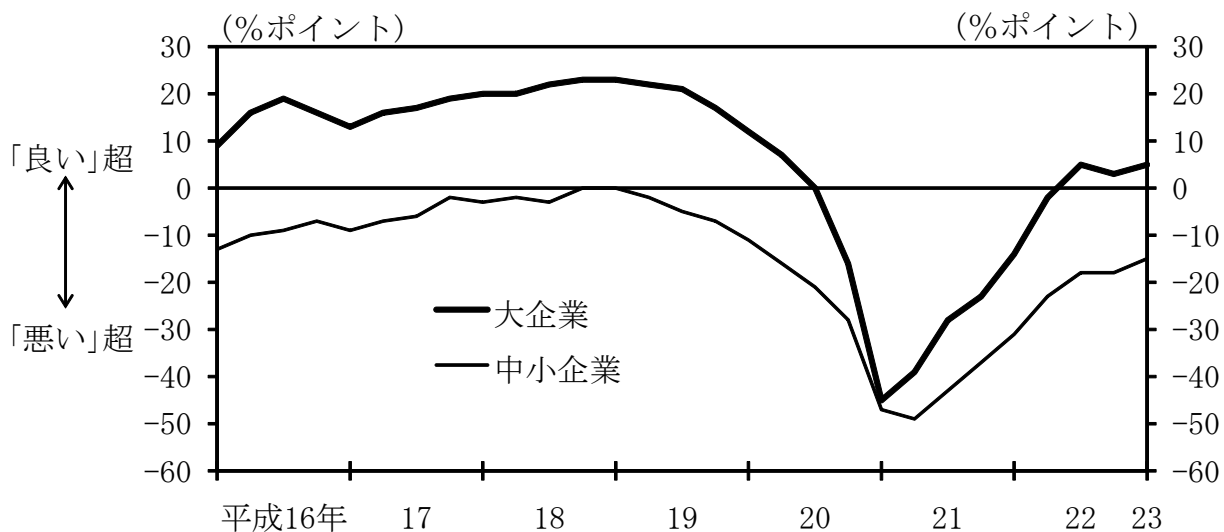
における悪化幅が大きい<sup>2</sup>。

(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。

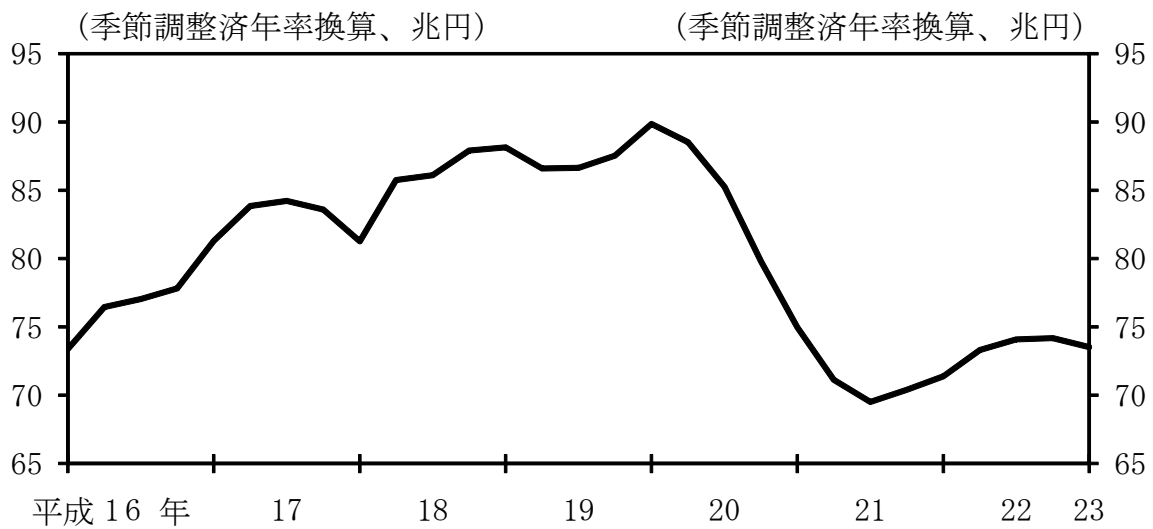
<sup>2</sup> 地震発生の前と後では、調査対象企業の回答時の状況が大きく異なるため、日本銀行調査統計局では、業況判断D. I. の参考計数として、「東北地方太平洋沖地震の発生前後における業況判断」を公表した(4月4日公表)。これは、業況判断D. I. を、①調査開始日の2月24日から3月11日までの回収分と、②3月12日から調査期間最終日の3月31日までの回収分に分けて、再集計したものである。



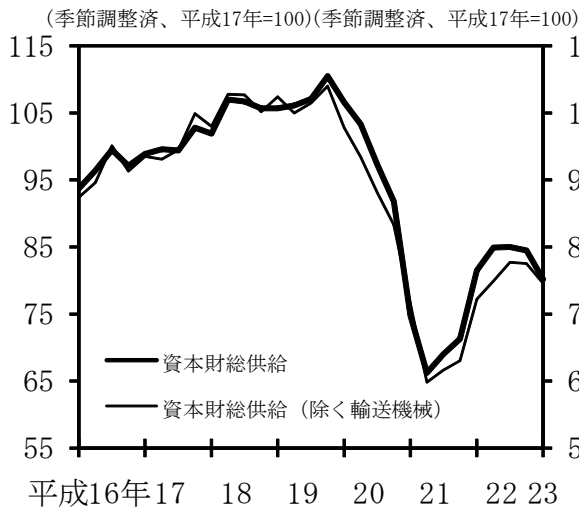
こうしたもとで、震災前までは、設備投資は持ち直しに向かったが、震災後は、生産活動の低下からいったん弱めの動きとなった（図表8(1)）。設備投資の一致指標である資本財総供給<sup>3</sup>についてみると、3月の大幅減少の影響から、1～3月は、はっきりと減少した（図表8(2)）。

（図表8）設備投資

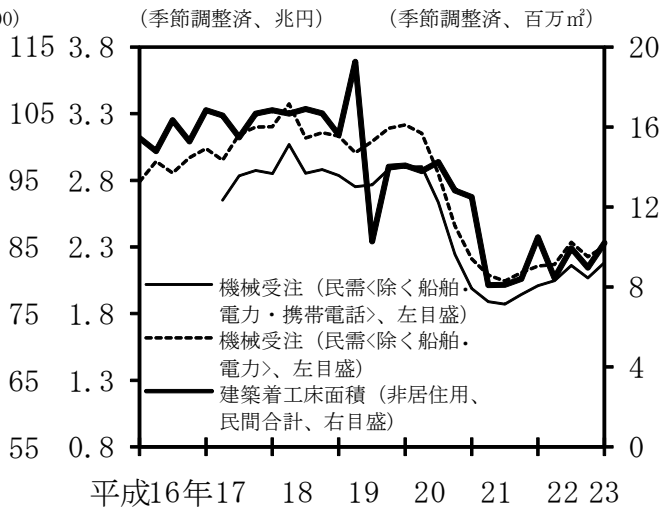
（1）設備投資（実質、GDPベース）



（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。

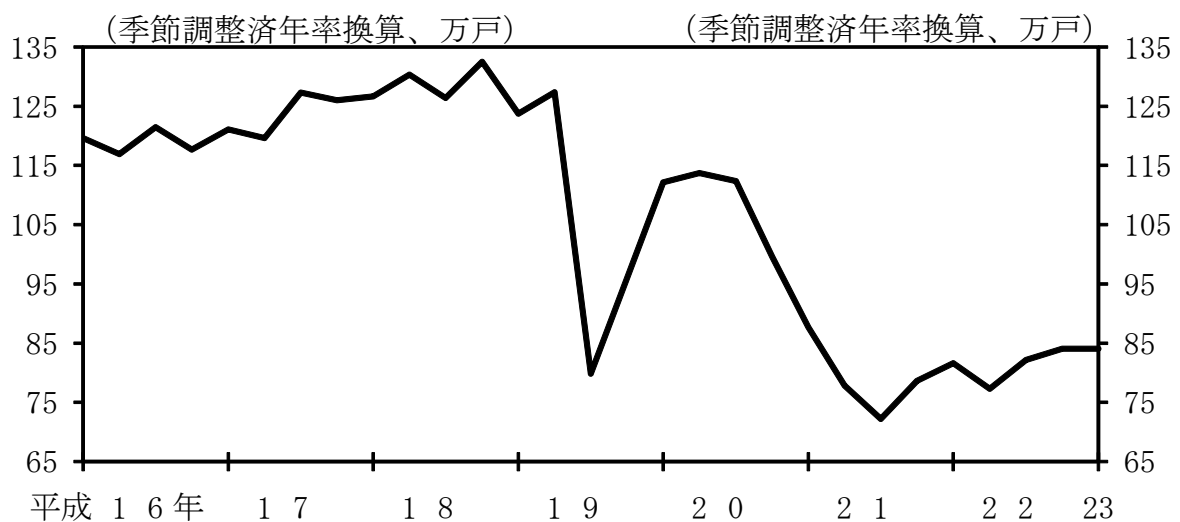
<sup>3</sup> 資本財総供給は、資本財の国内向け出荷に資本財の輸入を加えることにより、算出されたものである。

(住宅投資は持ち直しの動きがみられたが、震災後は着工が減少、公共投資の減少幅は縮小)

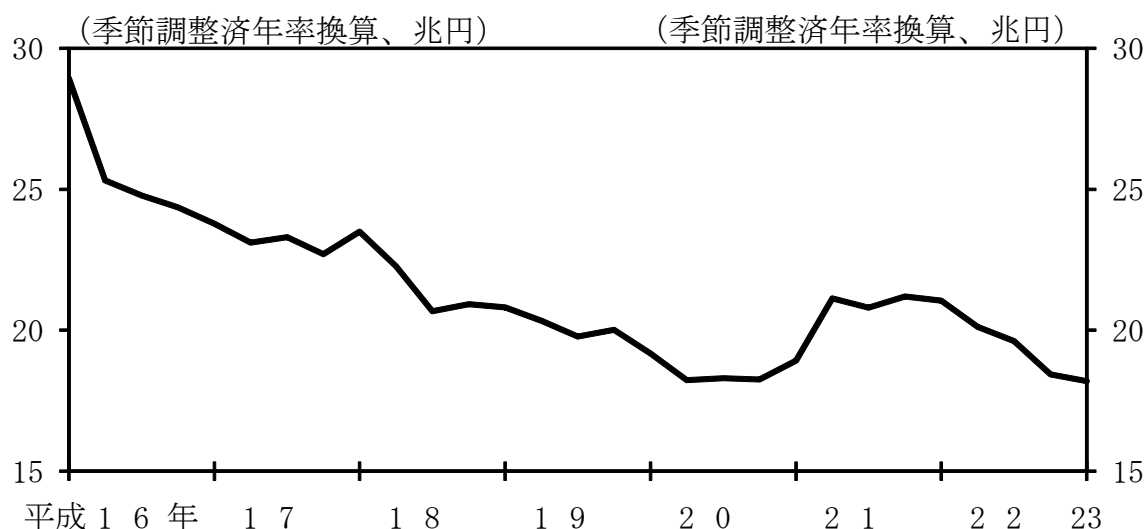
住宅投資は、持ち直しの動きがみられた。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると(図表9(1))、在庫や価格の調整が進んだことや、借入金利の低下、政府の住宅購入促進策などの影響から、持家・分譲を中心に持ち直しの動きがみられた。もっとも、震災の影響による供給制約などから、3月は減少した。この間、公共投資は減少を続けた。ただし、23年入り後は、既往の経済対策の予算執行を背景に、減少幅は縮小に向かった(図表9(2))。

(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いだが、震災後は改善傾向が一服）

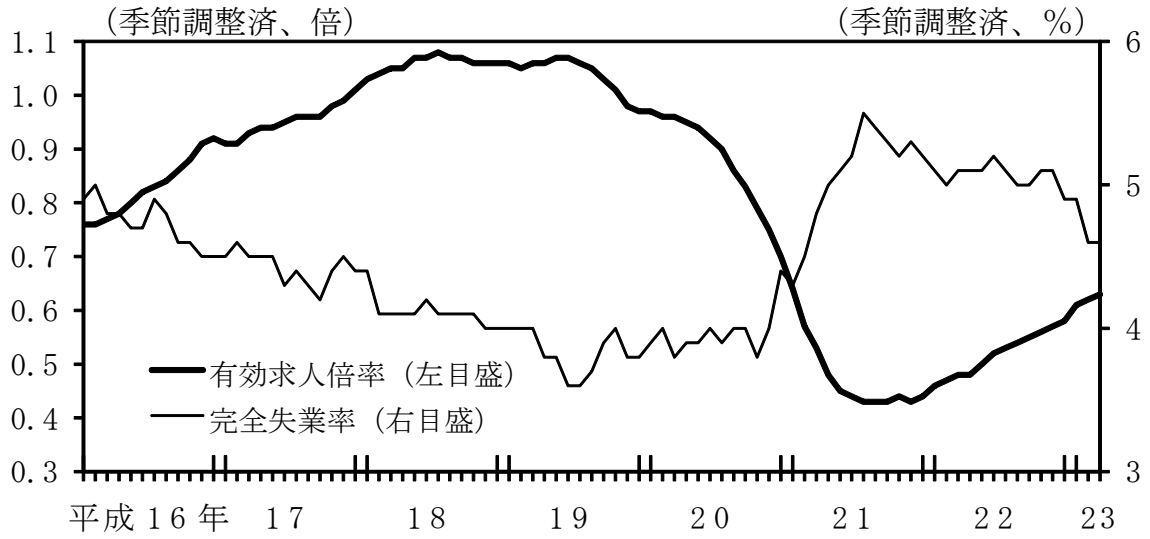
労働需給面の動きをみると、引き続き厳しい状況ではあったが、その程度は幾分和らいだ。具体的にみると、有効求人倍率は、緩やかな改善傾向を続けた。完全失業率は、なお高い水準ながらも、低下傾向を辿った（図表10(1)）。

雇用面についてみると（図表10(2)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、小幅のプラスで推移したが、3月は小幅のマイナスとなった。毎月勤労統計の常用労働者数は、前年比プラスで推移した。

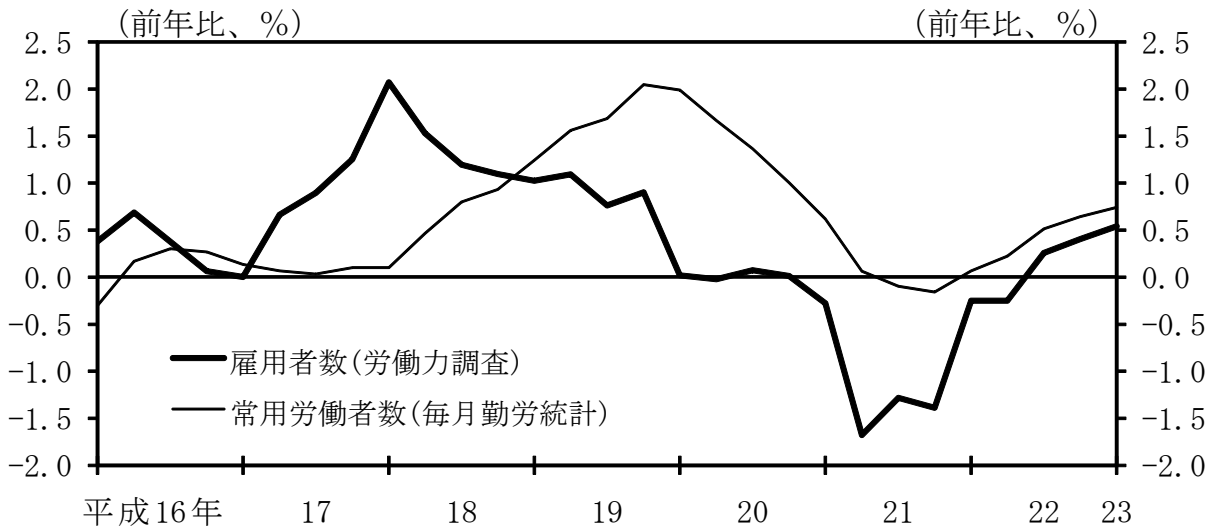
賃金面では、一人当たり名目賃金の前年比は、小幅の増加を続けたが、3月は前年比で小幅のマイナスに転じた。以上のような雇用・賃金動向を反映して、22年度下期の雇用者所得は前年比で小幅のプラスとなったが、3月の前年比伸び率は、低下した（図表11）。

(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率



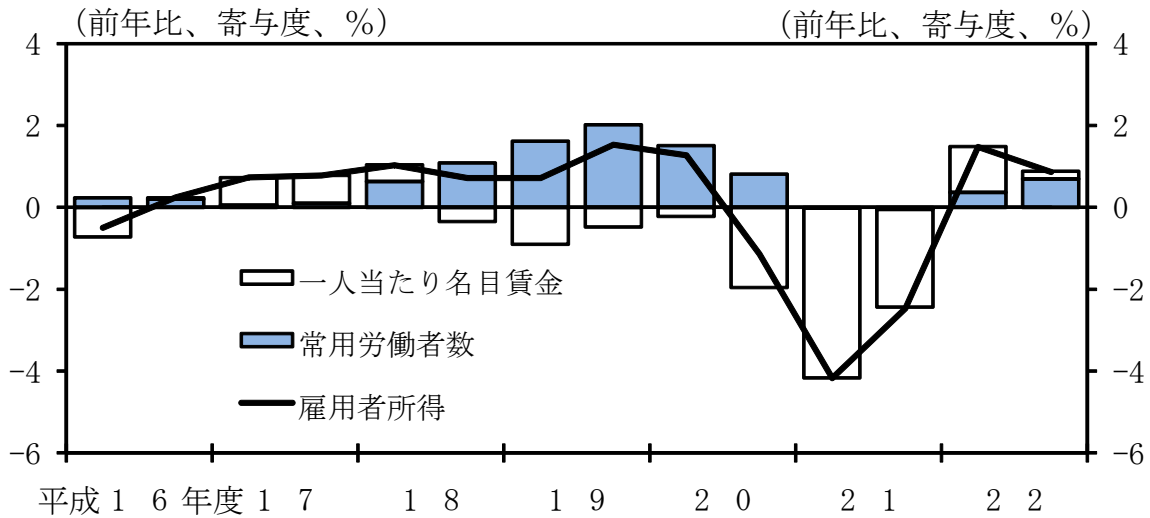
(2) 雇用者数と常用労働者数



(注 1) 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。

(注 2) 2011/3 月の完全失業率、2011/1Q の雇用者数 (労働力調査) は、岩手県、宮城県、福島県を除いた 44 都道府県ベース。

(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。

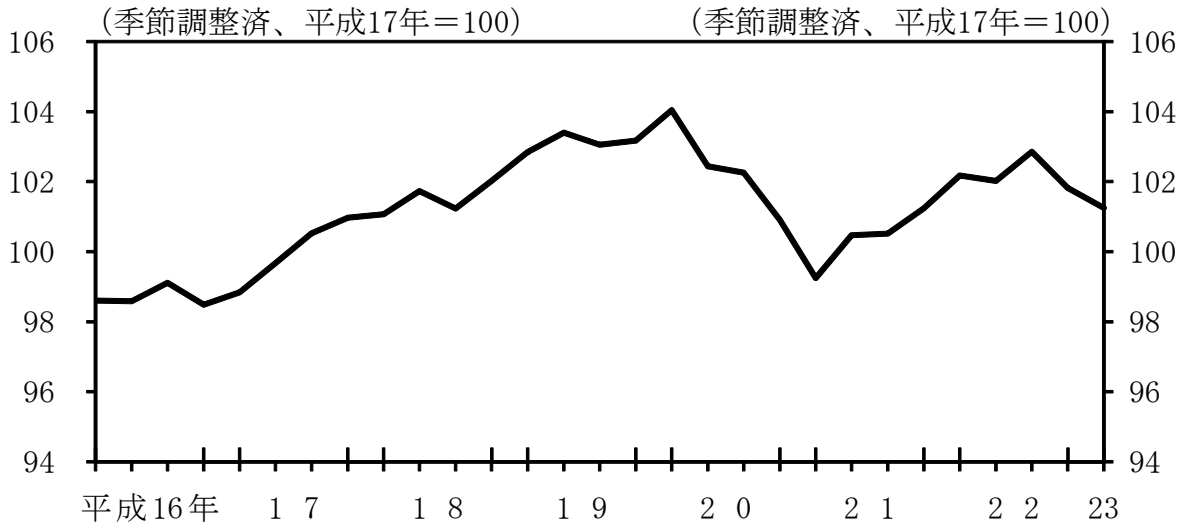
#### (個人消費は持ち直しの動きがみられたが、震災後は抑制傾向)

こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、10～12月に一部の財で駆け込み需要の反動がみられた後、震災前までは持ち直しの動きがみられた。しかし、震災後は、一部の必需品への需要が高まった一方で、先行き不透明感を背景とする消費者マインドの慎重化が個人消費を下押しする動きがみられた。GDPベースの実質個人消費は2期連続で減少した(図表 12(1))。財消費の動きを小売業販売額(実質)で見ると(図表 12(2))、駆け込み需要の反動から大きく減少した後、震災前までは持ち直しの動きがみられたが、震災後は耐久消費財の減少を主因に減少した。一方、サービス消費をみると、旅行取扱額や外食産業売上高は、震災前までは横ばい圏内で推移したが、震災後は大きく減少した(図表 12(3))。

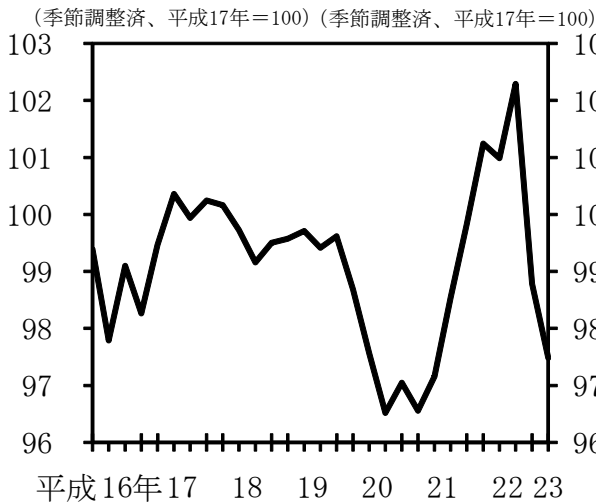
この間、消費者コンフィデンス関連指標は、震災前までは改善したが、震災後は悪化した(図表 13)。

(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)

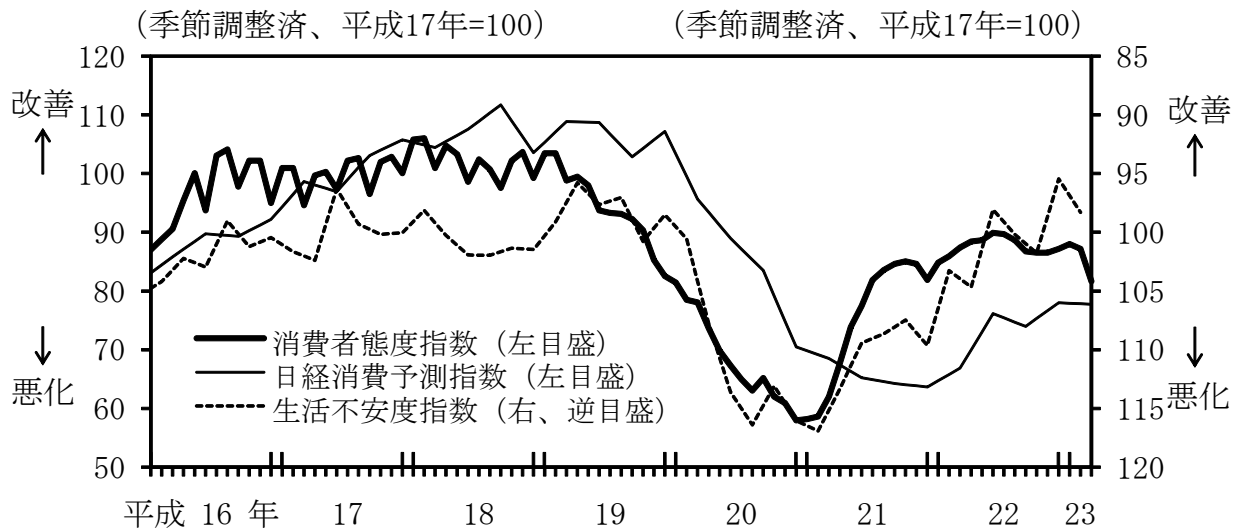


(注1) 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。

(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)、国内企業物価の前年比は、国際商品市況の上昇の影響などから、年度末にかけて、上昇基調で推移した。消費者物価 (除く生鮮食品)<sup>4</sup>の前年比下落幅は、縮小を続けた<sup>5 6</sup>。

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)、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。なお、10~12 月はたばこ税の引き上げの影響により「その他」が上昇した。

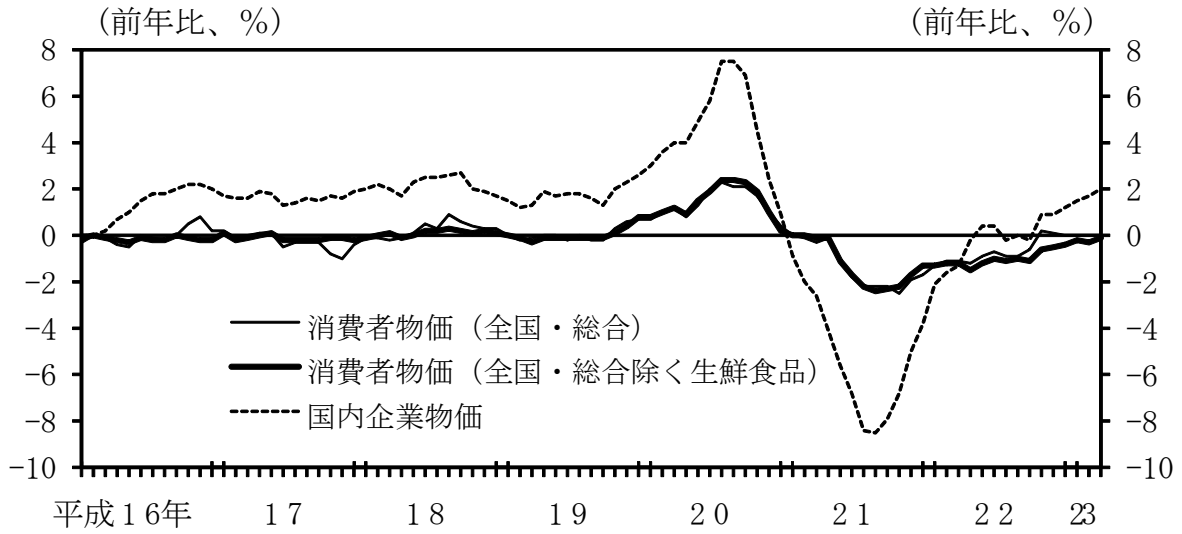
消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比について、内訳をみると、財価格は、石油製品や被服の上昇もあって、年度末にかけて、小幅の上昇となった。一般サービスは、下落幅が縮小した。公共料金については、電気代で既往の原油価格下落の影響がタイムラグをもって現れていることなどから、下落幅がやや拡大した (図表 16)。

<sup>4</sup> 「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。

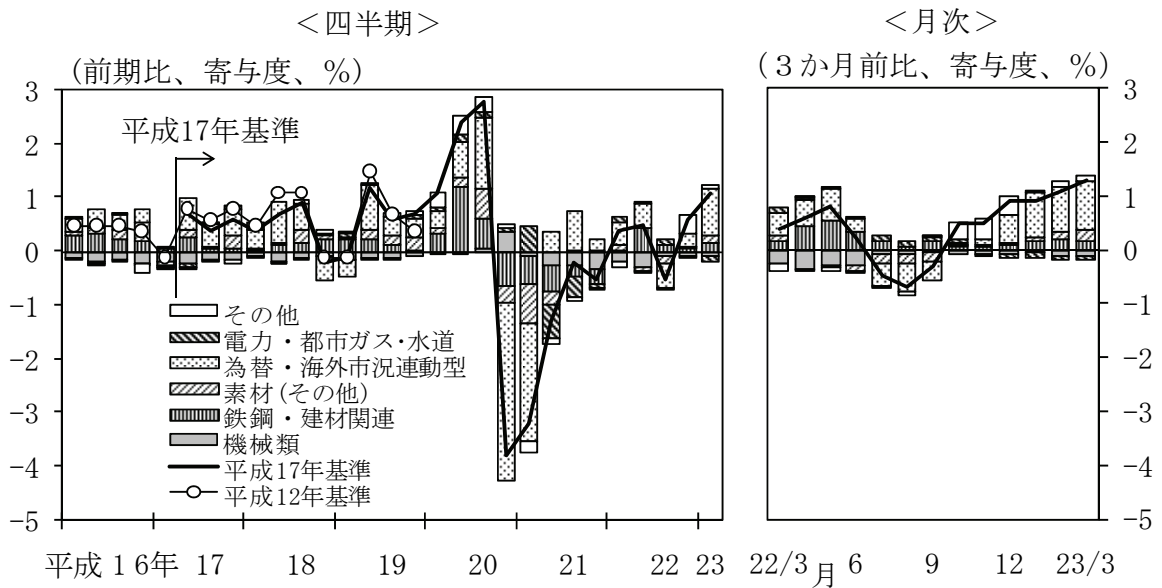
<sup>5</sup> 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比も、下落幅は縮小傾向を辿った。

<sup>6</sup> ただし、全国の消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比は、22 年 4 月以降、高校授業料の無償化の影響により -0.5% 程度押し下げられている。一方、22 年 10 月以降、たばこ税増税の影響により +0.3% ポイント程度、傷害保険料の引き上げの影響により +0.1% ポイント程度、それぞれ押し上げられている。

(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。

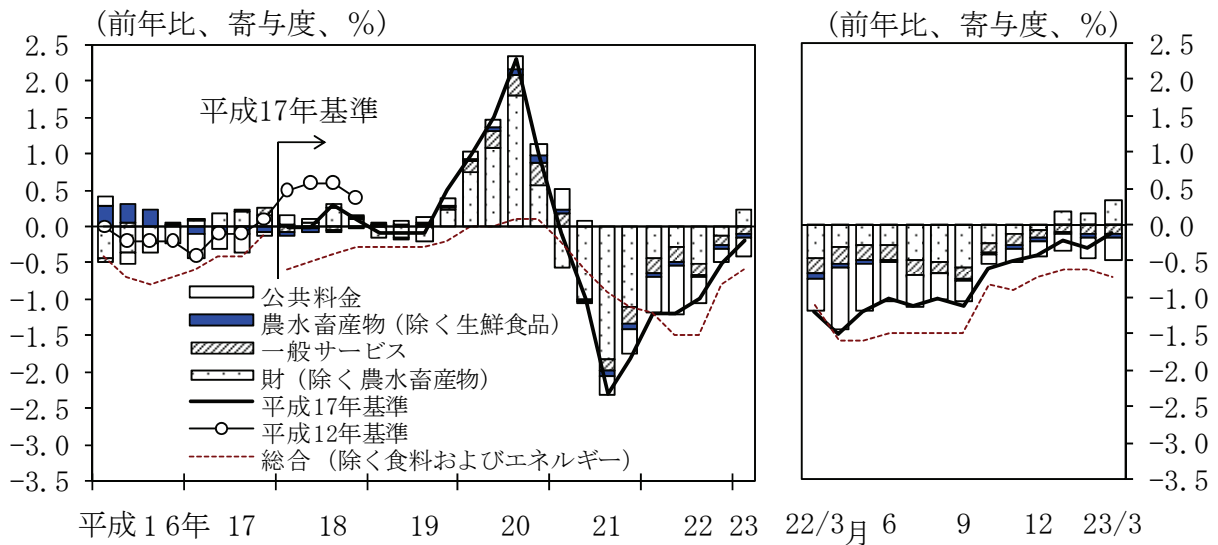
(注2) 平成12年基準の19年第4四半期は10月の値。



(図表 16) 消費者物価 (除く生鮮食品)

< 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。

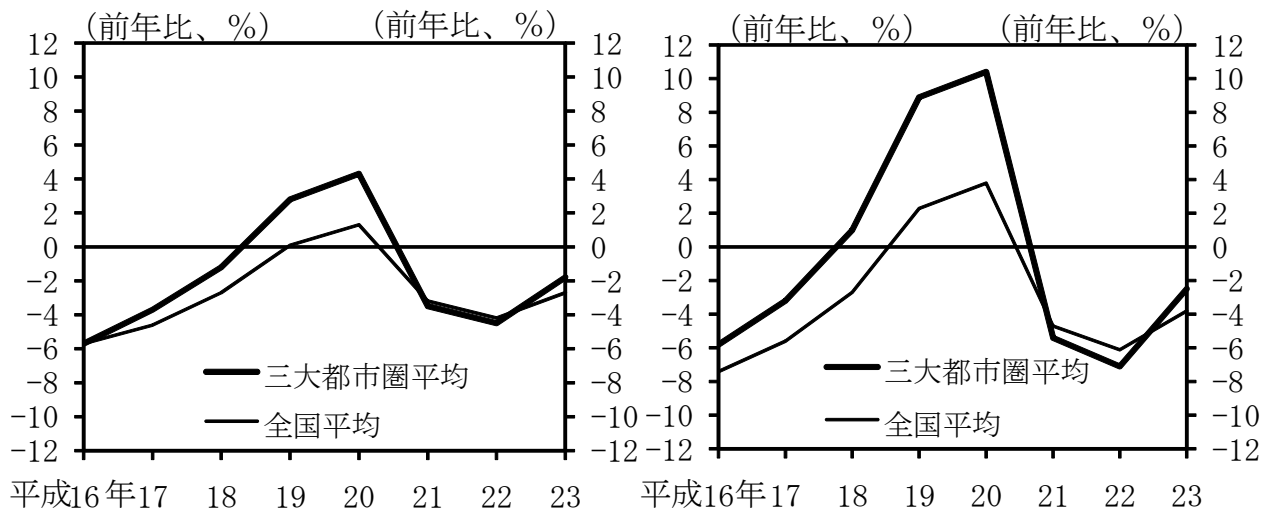
(注 2) 「食料」は「酒類」を除いたもの。「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

地価を地価公示でみると (図表 17)、全国平均、三大都市圏ともに、前年比の下落幅は縮小した。

(図表 17) 地価公示

(1) 住宅地

(2) 商業地



(注) 地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

### (3) 海外経済

22年度下期の海外経済は、秋口には成長ペースが幾分鈍化していたが、基調としては、好調な新興国・資源国経済に牽引される形で回復を続けた（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、%)

		21年	22年	21年 第4四半期	22年 1	2	3	4	23年 1
米 国		-2.6	2.9	5.0	3.7	1.7	2.6	3.1	1.8
欧 州	ユーロエリア	-4.1	1.8	0.8	1.6	4.0	1.4	1.1	3.3
	ドイ ツ	-4.7	3.6	2.0	2.1	8.7	3.2	1.5	6.1
	英 国	-4.9	1.3	1.9	0.8	4.3	2.9	-1.9	2.0
東 ア ジ ア	中 国	9.2	10.3	11.4	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7
	N I E s および A S E A N 4	0.2	7.7	5.8	9.6	9.0	6.6	6.1	-

(注) N I E s および A S E A N 4 は、IMF公表のGDPウェイト（22年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、在庫投資の増勢鈍化などから、秋口にかけて減速する局面もみられたが、緩和的な金融環境による下支えもあって、基調としては回復を続けた。輸出は新興国向けを中心に増加を続け、設備投資も緩やかに増加した。こうしたもとで、生産は緩やかな増加を続けた。個人消費については、株価上昇や年末に実施された財政刺激策の効果などから堅調に推移した。ただし、バランスシート問題は引き続き家計支出の重石となって作用した。この間、住宅投資は低水準で推移した。労働市場では、雇用者数が増加しているものの、失業率はなお高水準圏内で推移するなど、雇用環境の改善に向けた動きは限定的なものにとどまった。

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、エネルギー価格の上昇などから拡大した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、財市場における緩和的な需給環境や賃金の低い伸びを背景に、低めの伸びにとどまった。

金融政策面では、22年度下期中、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、11月には、6,000億ドルの国債の追加買い入れを決定するなど、緩和的な姿勢を維持した。

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。輸出が新興国向けを中心に増加したほか、個人消費や民間設備投資も緩やかに増加した。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境がディスインフレ圧力として作用したが、既往のユーロ安や原油など国際商品市況の上昇などから、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅が拡大した。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実施するなど、潤沢な流動性の供給を継続した。また、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）を継続した。

英国経済は、緊縮財政の影響から住宅投資が弱めの動きとなる一方、輸出の増加などを受けて生産が堅調に推移するなど、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して作用し続けたが、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の影響などから、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、引き続きインフレーション・ターゲット（前年比2%）の水準を上回って推移した。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、中国経済は、総じて高成長を続けた。輸出と生産が増加を続けたほか、個人消費も家計の所得水準の向上などを背景に堅調に推移した。また、固定資産投資も高い伸びを続けた。物価面では、食料品価格がプラス幅を拡大したほか、非食料品も伸び率を高めるなど、インフレ圧力が強まった。

N I E s ・ A S E A N 諸国・地域の経済は回復を続けた。在庫投資などの増勢鈍化から秋にかけて成長ペースが一旦減速したが、内外需ともに増加基調を続ける中、出荷・在庫バランスが改善し、生産も増加した。この間、設備投資はこれまで高めの伸びを続けていたこともあって増勢が鈍化した。物価面をみると、既往の通貨高が輸入物価の上昇を抑制する方向に作用したが、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料の価格上昇や内需の増加による需給の逼迫化によって、インフレ圧力が強まった。

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 年度下期の国際金融資本市場をみると、北アフリカ・中東情勢の緊迫化や東日本大震災の発生などを受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まる局面もみられたが、総じてみれば、世界経済が回復を続ける中、安定的な状況が続いた。

短期金融市場では、ターム物金利が、ドル資金市場では横ばい圏内で推移した一方、ユーロ資金市場では欧州中央銀行による全額供給方式の長期リファイナンス・オペの縮小観測や利上げ観測の高まりを背景に幾分上昇した。クレジット市場では、米欧ともに、短期の信用スプレッドは振れを伴いながらも低位横ばい圏内で推移した。社債の対国債スプレッドは、高格付け物が低位で安定的に推移し、低格付け物は緩やかな縮小傾向を辿った。

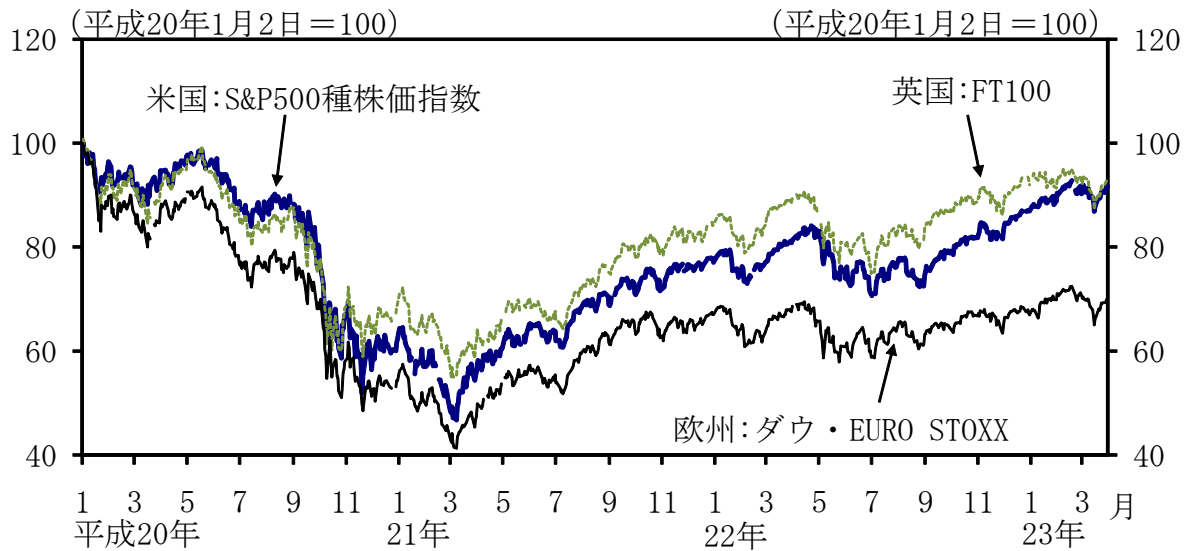
主要国の株価をみると（図表 19）、一時的に下落する局面もみられたが、均してみれば上昇基調を辿った。すなわち、米国株価は、秋口以降、金融・財政両面の景気刺激策や良好な経済指標の公表を受けて、上昇傾向を辿った。2 月半ばから 3 月中旬にかけては、北アフリカ・中東情勢の緊迫化や日本の震災発生を契機に、投資家のリスク回避姿勢が強まったことから下落したが、日本の震災が世界経済に与える影響は限定的であるとの見方が拡がる中、企業の良好な収益見通しもあって、株価は持ち直した。ユーロエリアの株価は、欧州周縁国の財政問題から下落する局面もみられたが、総じてみれば、概ね米国の株価と連れる動きとなった。

先進国の長期金利（国債 10 年物利回り）についてみると（図表 20）、米国では、緩慢な景気回復テンポや連邦準備制度の追加金融緩和観測などを背景に、11 月初まで低位で推移したが、その後は、減税措置延長などの景気刺激策の影響もあり、経済見通しが改善する中で、上昇した。本年入り後は、均してみれば、横ばい圏内の動きとなった。欧州主要国の長期金利も、概ね米国と同様の動きとなったが、ドイツでは、欧州中央銀行の利上げ観測の高まりを受け、幾分上昇テンポを速めた。この間、欧州周縁国の長期金利は、ソブリン・リスク問題が燻ぶる中、高水準で不安定な動きを続けた。

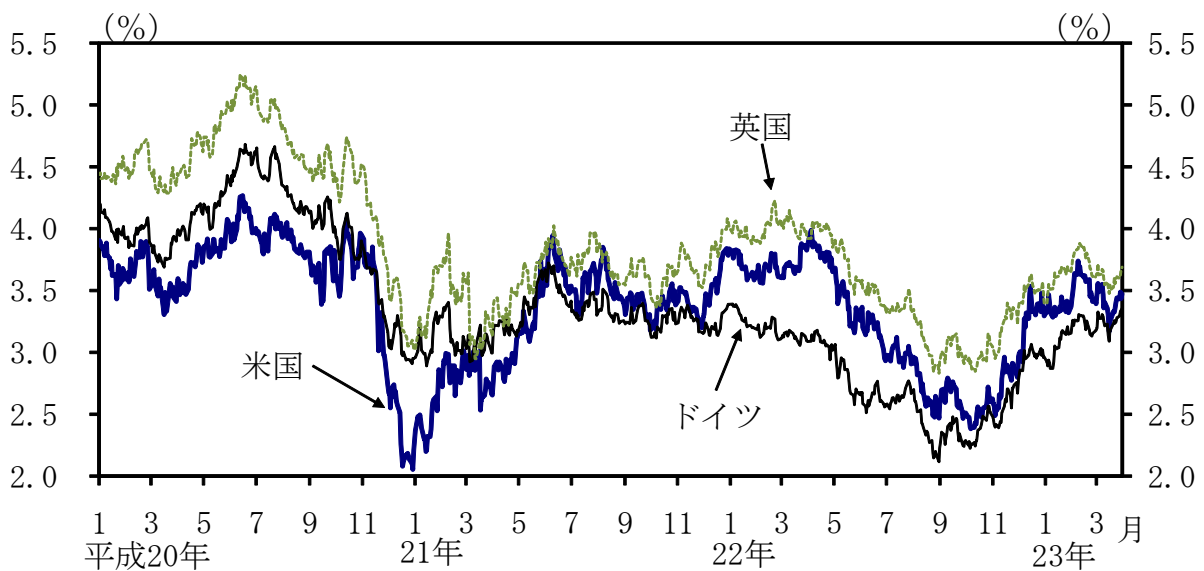
新興国・地域の金融市場をみると、株価や通貨は、良好なファンダメンタルズを背景に、上昇傾向を続けた。また、国債利回りの対米国債スプレッドは、海外からの資金流入基調が続く中で縮小傾向を辿ったが、本年入り後は、インフレ懸

念の高まりなどから、やや不安定な動きとなる局面もみられた。この間、国際商品市況をみると、新興国の高成長が続く中、地政学リスクの高まりや天候要因などの供給ショックに、投資資金の流入の影響も加わって、上昇基調が続いた。

(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)

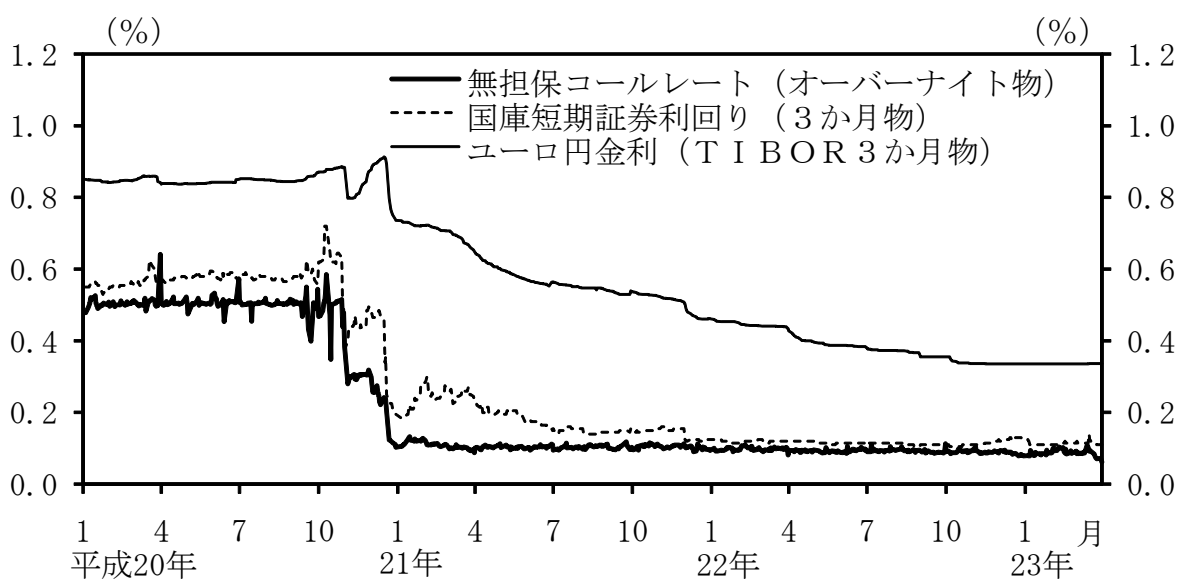


## (2) 短期金融市場

22年度下期のわが国の短期金融市場では、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける中、短期金利は、引き続き低水準で推移した。震災直後には、資金の出し手が一時的に資金放出を慎重化させ、予備的資金需要の高まりがみられたが、日本銀行が、即日物の資金供給オペを含め、大量の資金供給を実施するもとの、落ち着きを取り戻した。

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<sup>7</sup>、10月に日本銀行が誘導目標金利を0.1%前後から0~0.1%程度に変更したあと、0.1%を幾分下回る水準で概ね横ばいの動きとなった（図表21）。ターム物金利をみると<sup>8</sup>、国庫短期証券利回りは、長めの金利を中心に幾分強含む場面もみられたが、1年物まで含めて、0.1%台で推移した。この間、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、横ばい圏内で推移した。

(図表 21) 短期金融市場金利

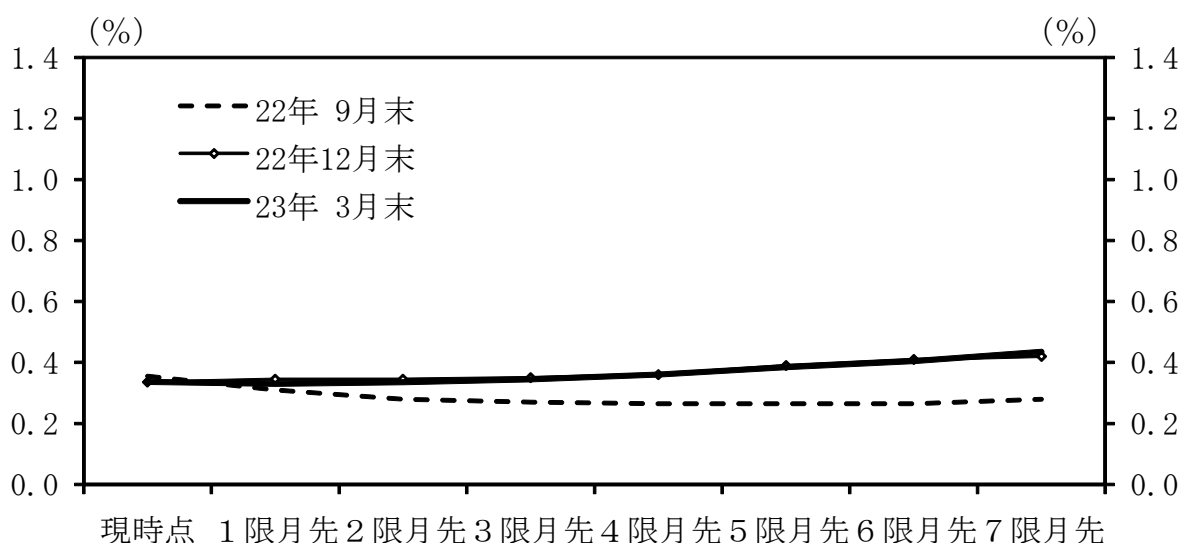


ユーロ円金利先物レートは（図表 22）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む動きとなった。

<sup>7</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

<sup>8</sup> ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

(図表 22) ユーロ円金利先物レート

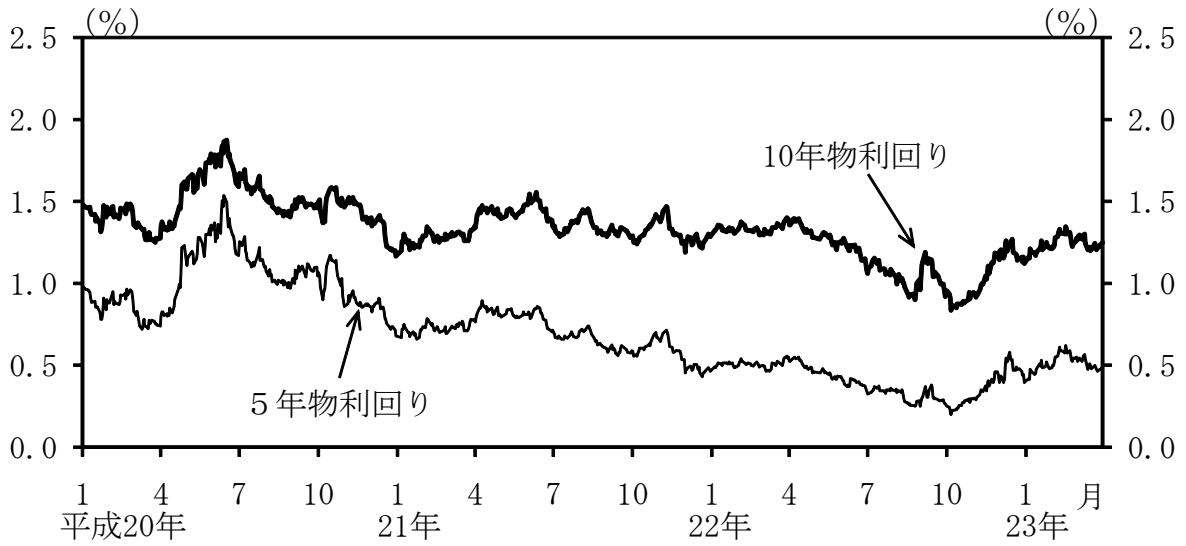


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (T I B O R 3か月物) である。グラフでは、例えば、23年3月末時点 (太い実線) における1限月先 (23年6月央時点) のユーロ円金利の市場予想値が0.33%、2限月先 (23年9月央時点) が0.34%、3限月先 (23年12月央時点) が0.35%であったことを表している。

### (3) 債券市場

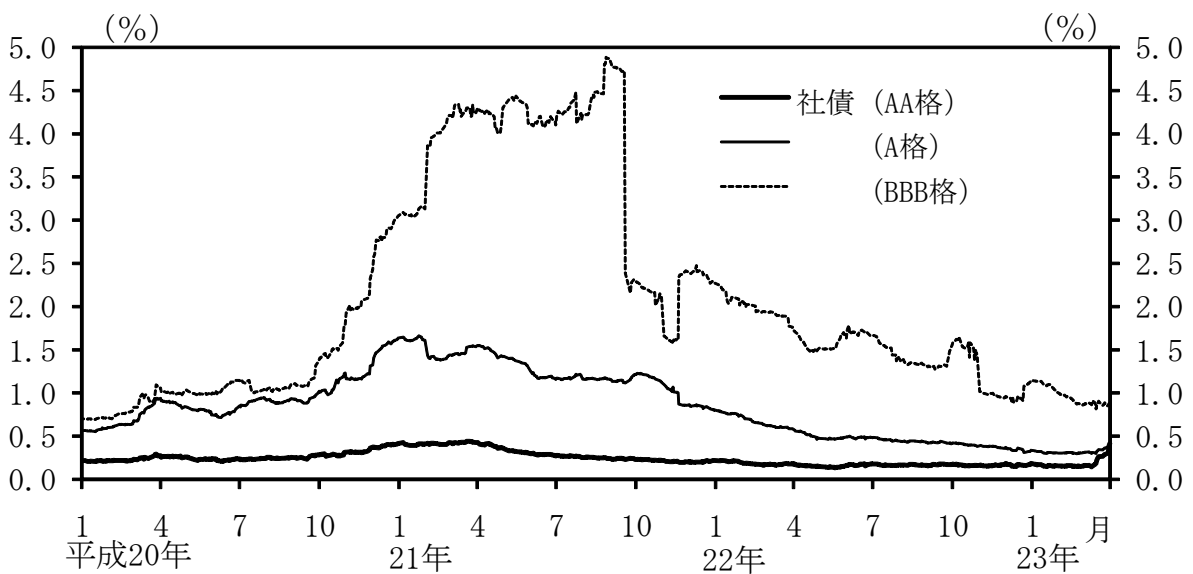
22年度下期の債券市場の動向をみると (図表 23)、長期国債 (10年債) の流通利回りは、12月にかけて、米国金利が上昇したことや、それを契機に投資家のポジション調整の動きがみられたことなどから、上昇した。その後は、米国金利の上昇が一服し、投資家のポジション調整の動きも一巡する中で、総じて小動きの展開となった。震災後から3月末にかけては、株価が弱含む局面で低下したあと、需給懸念などから幾分戻し、1.2%台での推移となった。

(図表 23) 長期国債流通利回り



社債市場については、投資家の底堅い需要がみられたほか、資産買入等の基金を通じた社債買入れの効果もあって、国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表 24)、緩やかな低下基調を辿った。ただし、震災後は、先行き不透明感が高まる中で、投資家が様子見姿勢をとり、取引の薄い状態となった。こうしたもとので、信用スプレッドは、幾分拡大した。

(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。

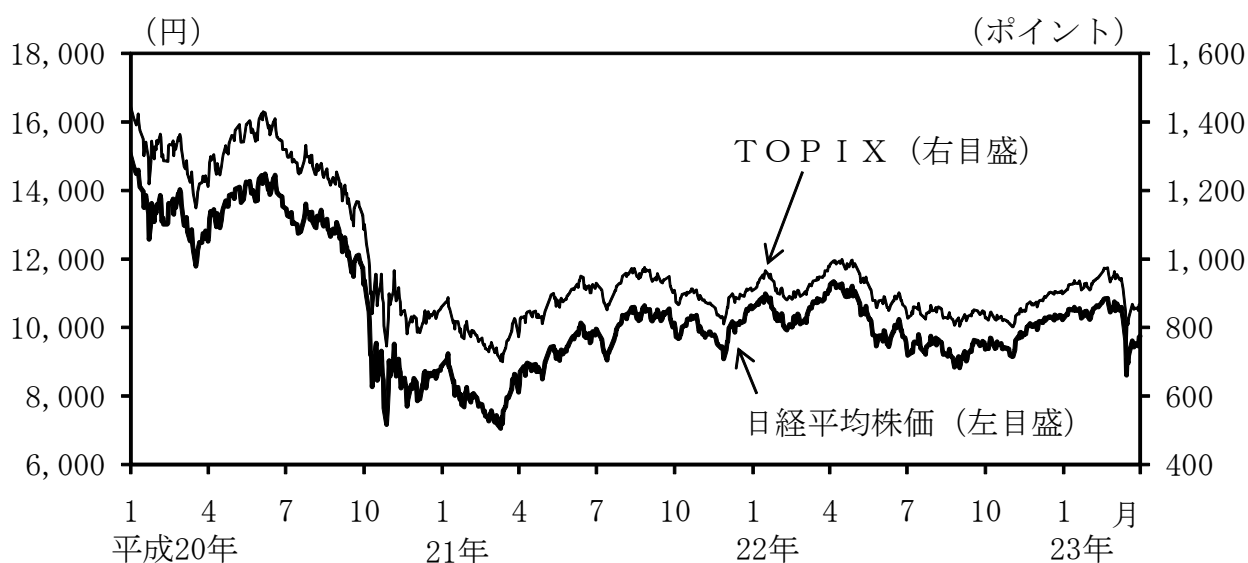


#### (4) 株式市場

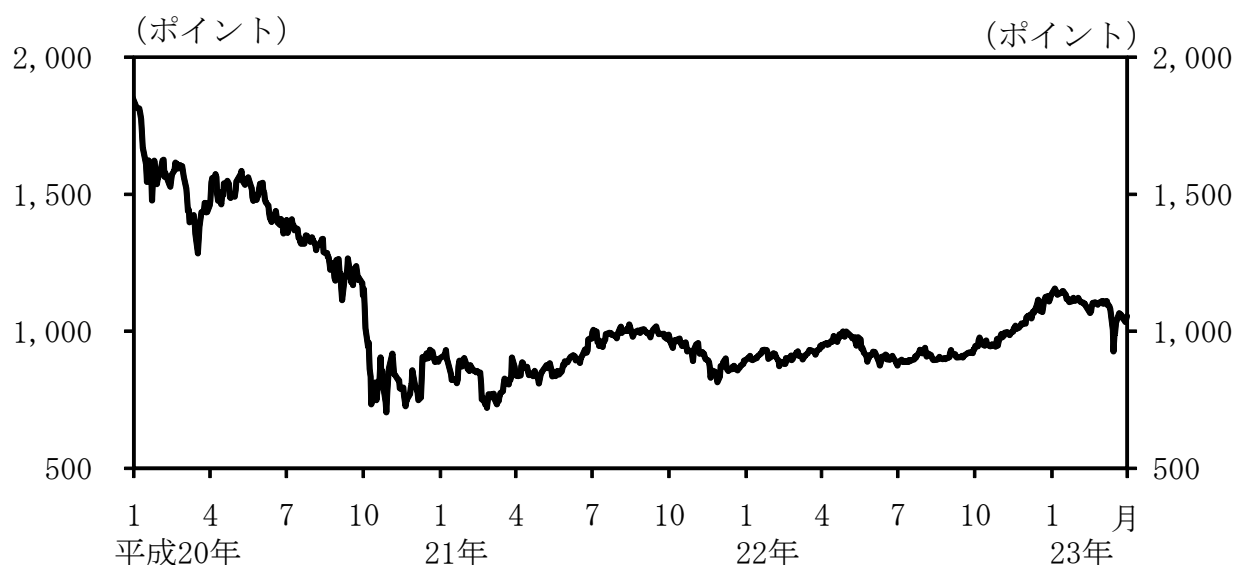
22年度下期の株式市場の動向をみると(図表25)、株価は、震災前までは、米国株価が堅調な動きとなったことに加え、海外投資家による買いが継続してみられたことなどから、総じて堅調に推移した。この間、市場参加者からは、資産買入等の基金を通じた指数連動型上場投資信託(ETF)の買入れによって、株価の下値不安が低下したとの見方も聞かれた。震災後は、日経平均株価が、一時8,500円割れとなるなど、大きく下落したが、その後、投資家が徐々に落ち着きを取り戻す中で、3月末には9千円台半ばまで回復した。

不動産投資信託(J-REIT)の投資口価格は(図表26)、10月以降、日本銀行が資産買入等の基金を通じた買入方針を決定した効果もあって、東証REIT指数が20年10月以来の1,100ポイントを回復する場面もみられるなど、水準を切り上げた。震災後は、一旦大きく下落したが、日本銀行による買入増額決定が下値不安を軽減したこともあり、買い戻しの動きが広がった。

(図表25) 株価



(図表 26) 東証REIT指数



#### (5) 外国為替市場

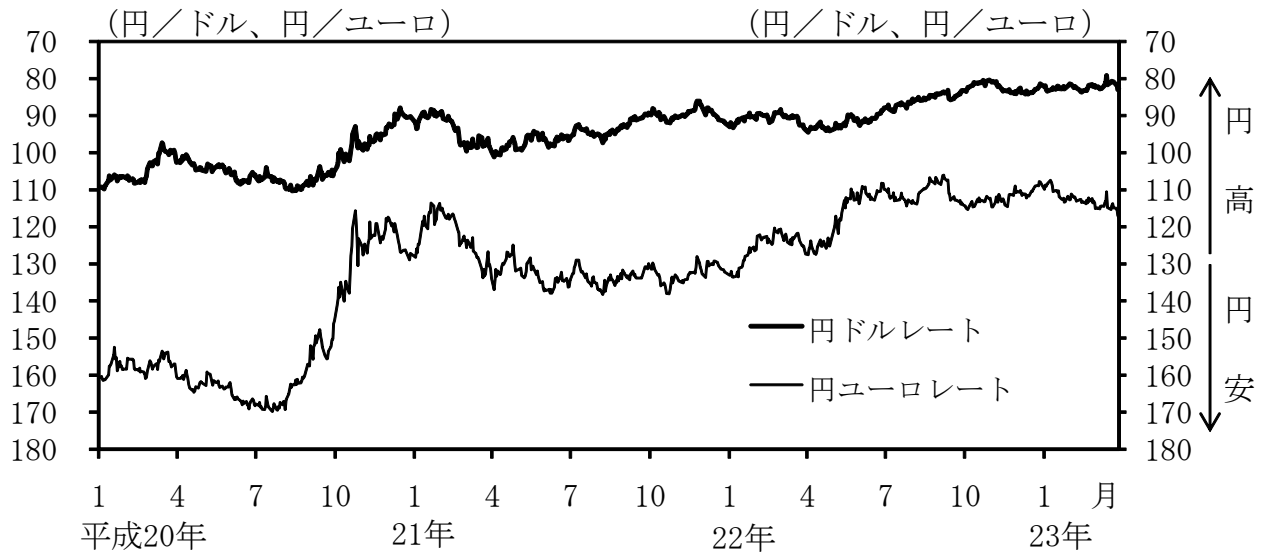
22年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表 27)、円の対ドル相場は、10月までは、円高方向の動きがみられたが、11月以降は、米国における追加金融緩和期待の後退や、それに伴う米国債利回りの上昇などから円安傾向を辿り、11月下旬から12月にかけては、一旦、84円台まで減価した。その後、80～83円台での動きを続けたが、震災後には、一時、既往最高値となる76円台をつける場面もみられた。こうした中、米国、英国、カナダ当局および欧州中央銀行との協調介入が実施され、3月末にかけて、83円台まで水準を戻した。

円の対ユーロ相場は、一部欧州周縁国の財政問題やユーロ圏の金融政策の動向に振られる展開を辿ったが、総じてみれば、110～115円台での推移となった。

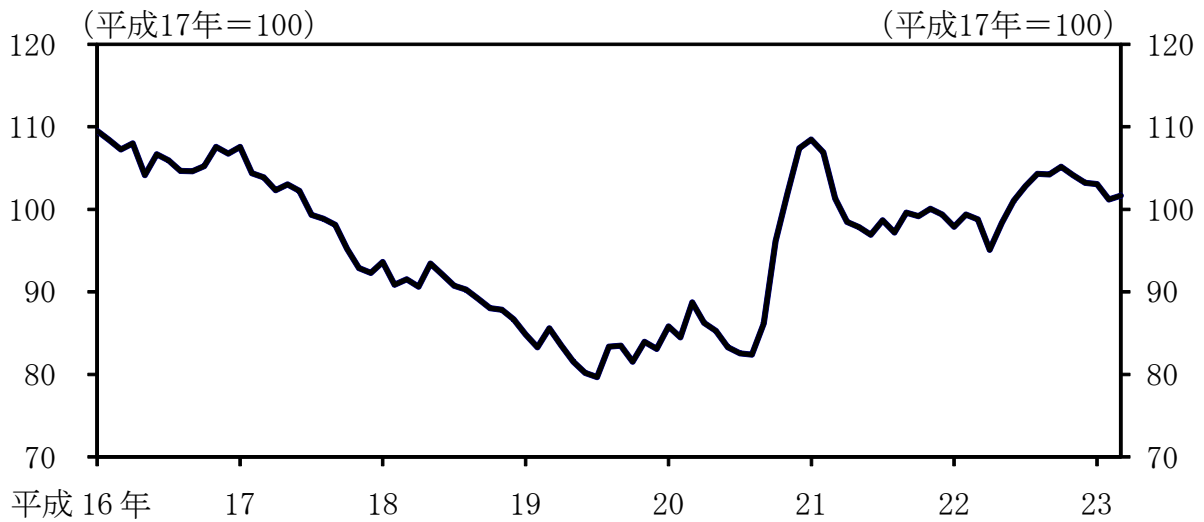
この間、円の実質実効為替レートは<sup>9</sup>(図表 28)、総じてみれば、横ばい圏内で推移した。

<sup>9</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整した上で、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。

(図表 27) 円の対ドル、対ユーロレート

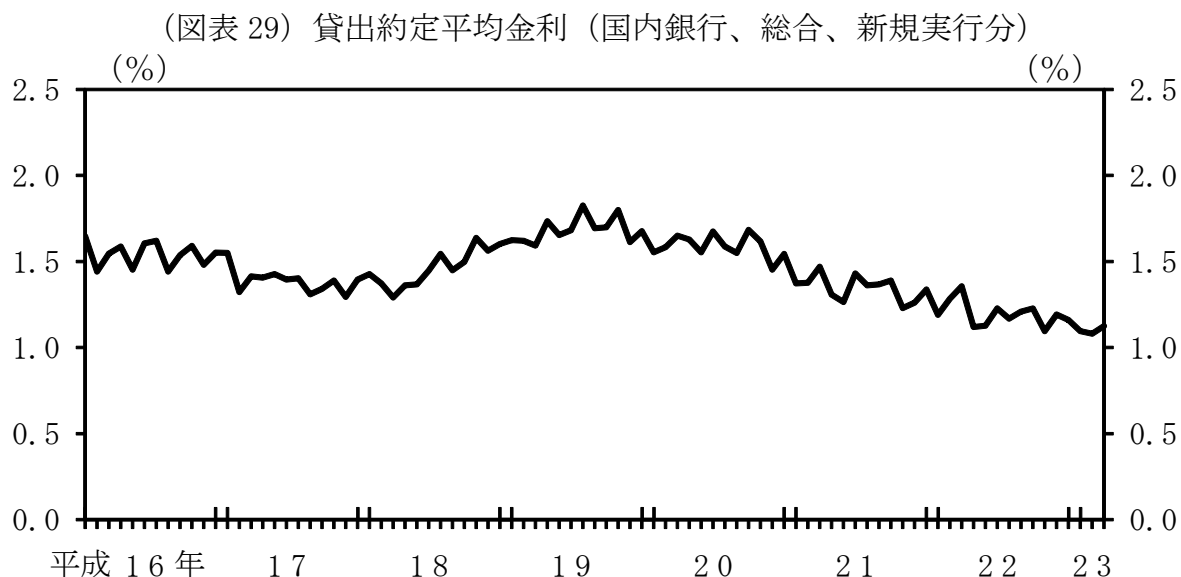


(図表 28) 円の実質実効為替レート



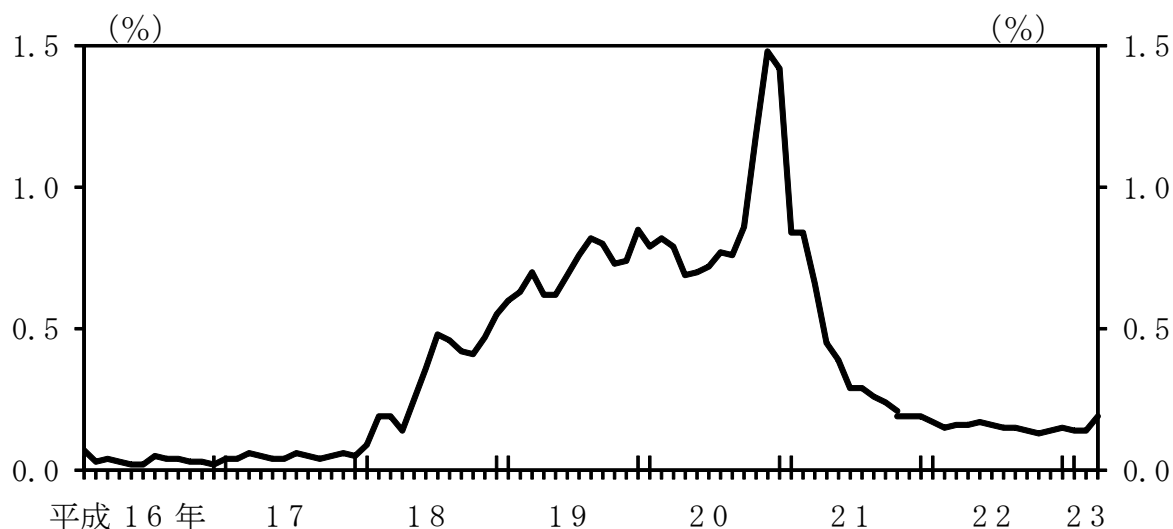
## (6) 企業金融

22年度下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。



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)、震災前までは、低水準横ばい圏内で推移した。この間、社債の発行金利も低水準で推移した。震災後、CPの発行金利は一時的に拡大したが、日本銀行のオペの効果もあってその後は低下し、概ね震災前の水準に戻った。社債市場では、信用スプレッドの実勢が幾分拡大した。

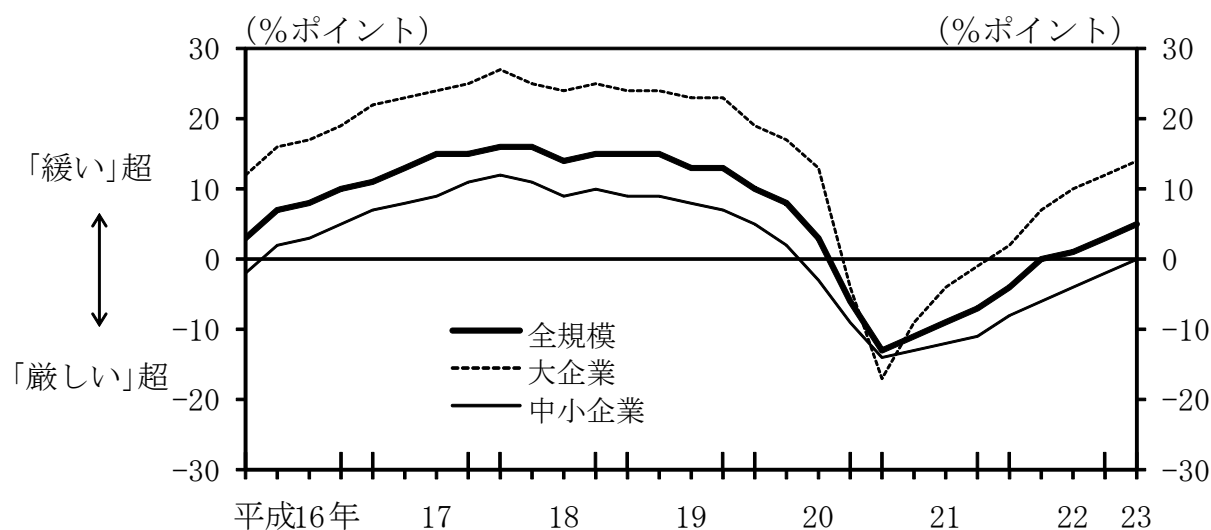
(図表 30) CP発行金利（3か月物）



(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。

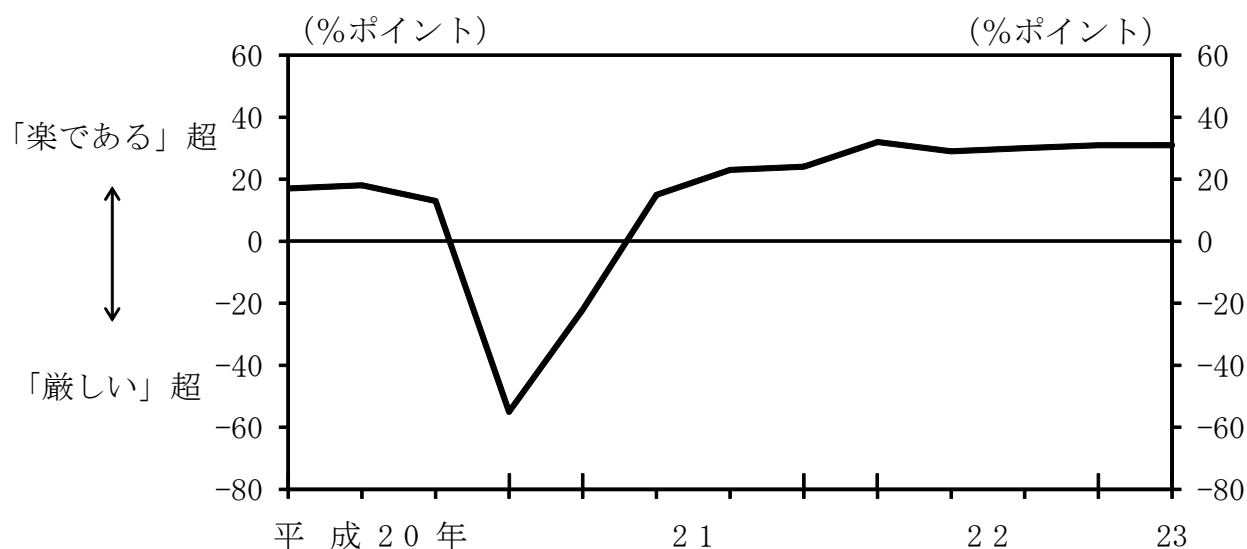
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 31）、改善が続いた。この間、震災前には、CP・社債市場では、社債の発行体の裾野が広がるなど、発行環境は一段と良好になっていた（図表 32）。震災後は、社債市場では、信用スプレッドの実勢が幾分拡大する中、発行を見送る動きがみられたが、CP市場では、総じて良好な発行環境が続いた。

(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（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。

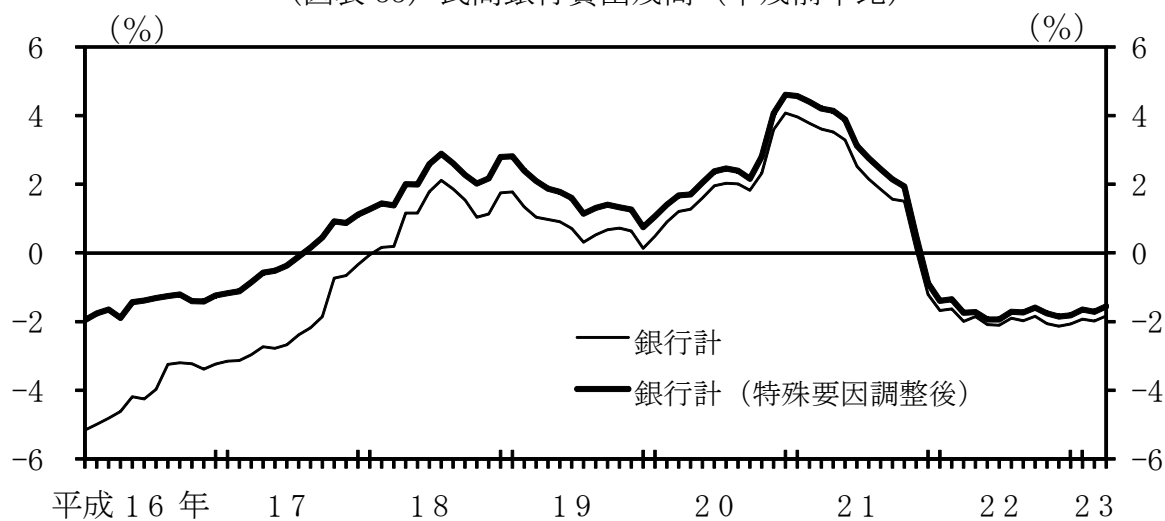
資金需要面をみると、震災前までは、運転資金需要、設備資金需要の後退に加え、一部に、これまで積み上げてきた手許資金を取り崩す動きがみられたこともあって、企業の外部資金需要は減少した。震災後は、一部の企業で運転資金需要の増加や手許資金の積み増しといった動きがみられた。

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<sup>10</sup>）は（図表 33）、引き続き減少した。一方、社債の発行残高<sup>11</sup>は前年を上回って推移したほか、CPの発行残高は減少幅が縮小傾向を辿った（図表 34）。

<sup>10</sup> 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

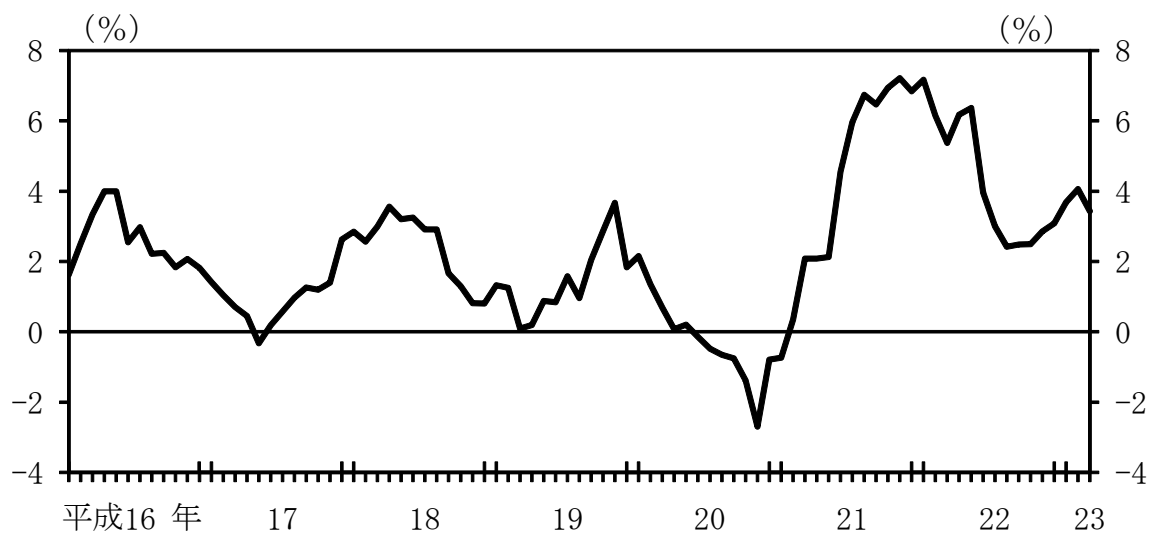
<sup>11</sup> 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門（居住者）が発行した普通社債の残高。証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 33) 民間銀行貸出残高 (平残前年比)

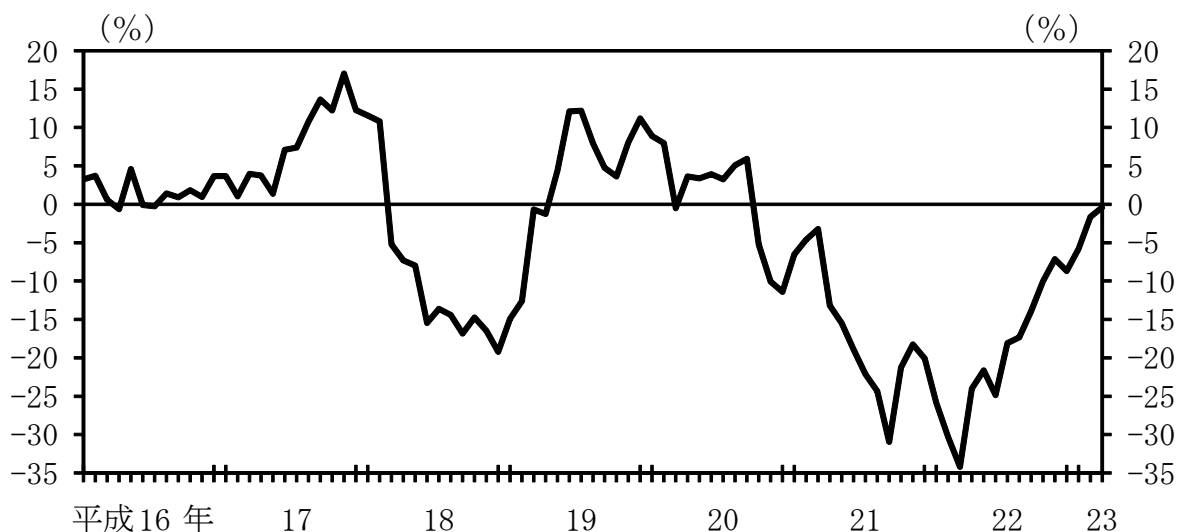


(図表 34) 資本市場調達

(1) 社債発行残高 (末残前年比)



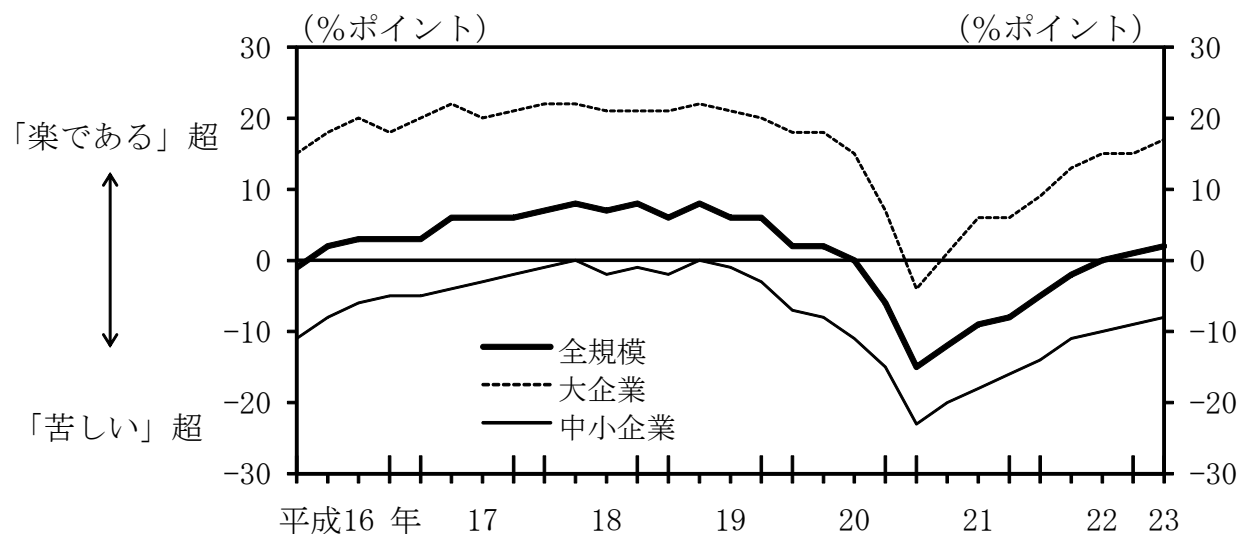
(2) CP発行残高（末残前年比）



(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。

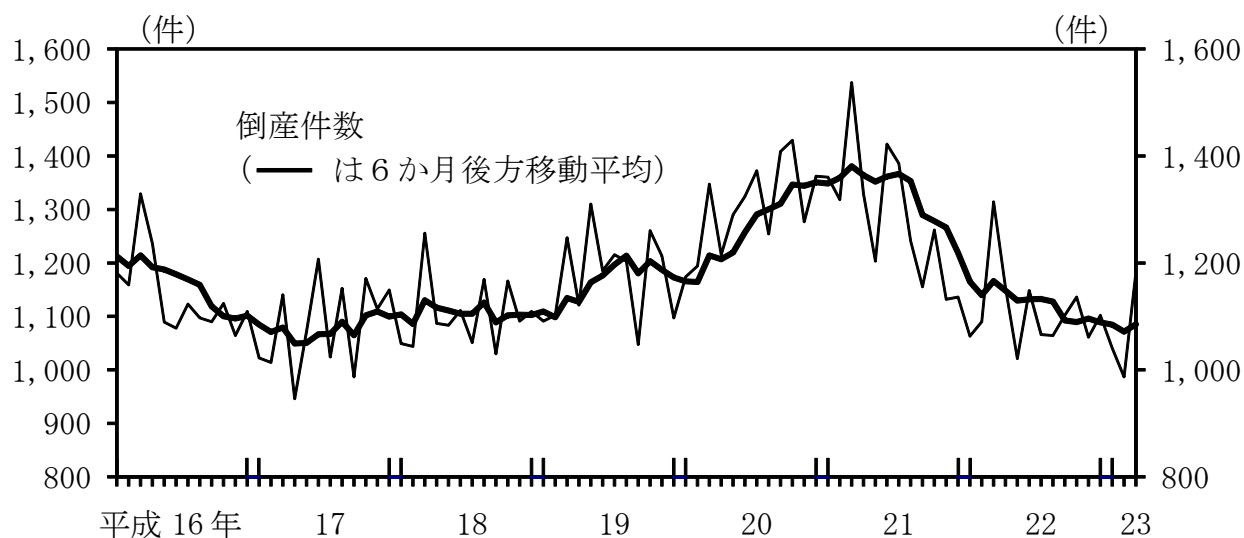
企業の資金繰り判断は（図表 35）、震災前までは、「楽である」とする先が「苦しい」とする先を上回るどころまで改善してきたが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられた。また、企業倒産件数は（図表 36）、引き続き減少傾向を辿った。

（図表 35）企業の資金繰り判断D. I.（短観）





(図表 36) 企業倒産

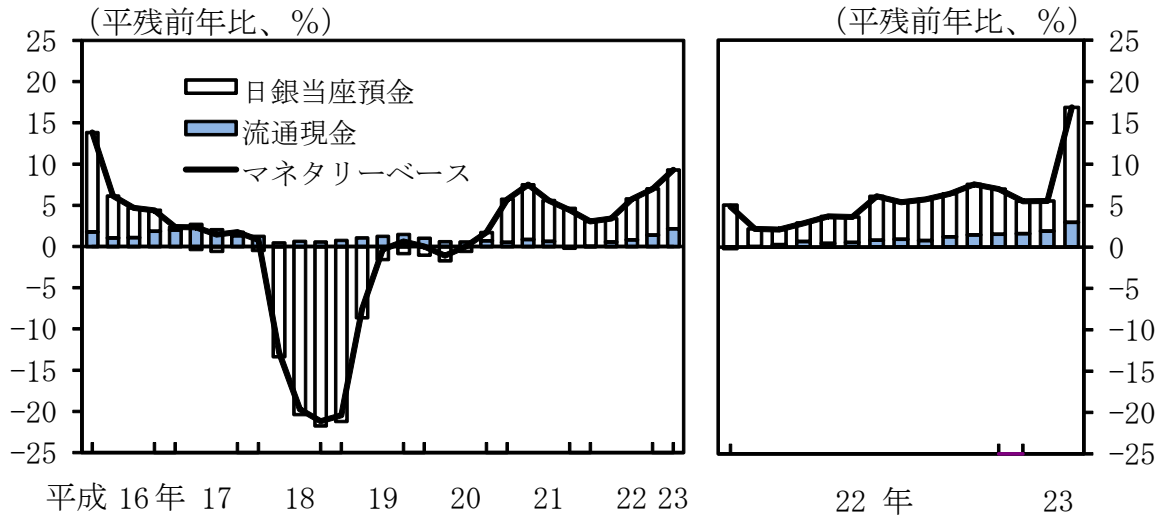


### (7) 量的金融指標

22年度下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、震災後には伸び率が大きく高まった。

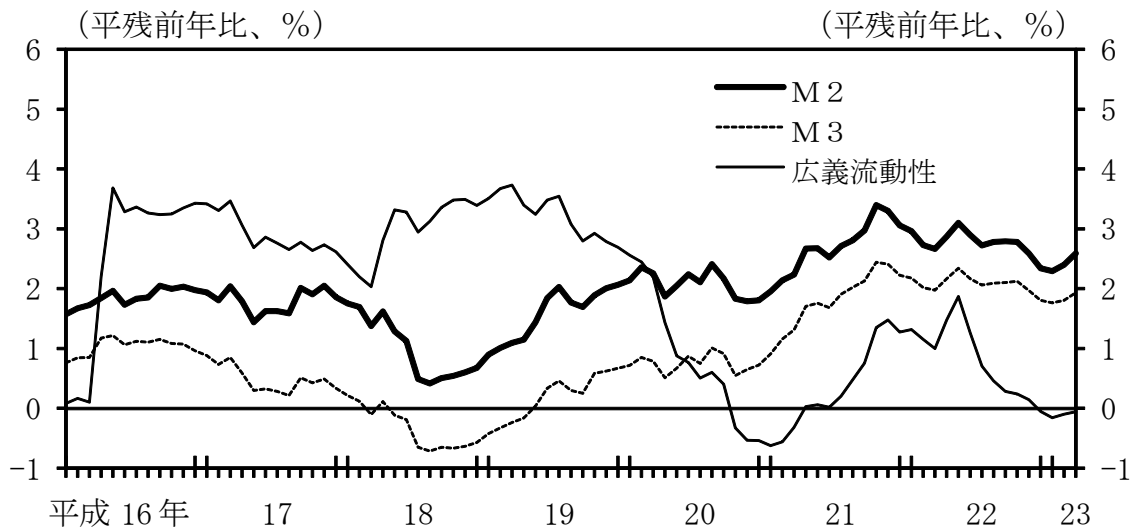
内訳をみると、日銀当座預金の残高は、大幅な増加を続けた。震災後には、日本銀行が潤沢な資金供給を行ったことを背景に、一段と増加し、3月は前年比9割程度の伸び率となった。この間、銀行券発行高は、前年比2%前後の伸びとなっていたが、3月は震災等による現金需要の増大を主因に前年比3%台後半まで伸びが高まった。

(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）、財政純支出の縮小や民間資金調達の減少幅の拡大などを映じて、上期と比べ伸び率が幾分低下し、前年比 2% 台の増加となった。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、M2 の伸びの低下や国債保有の減少幅の拡大などから、上期と比べて伸び率が幾分低下し、前年比 0% 前後の伸びで推移した。

(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。

## Ⅱ. 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10月から23年3月までの間、計7回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	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）

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年度下期中の金融政策運営に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向、③日本銀行のバランスシートの動き、④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 22 年 10 月 4、5 日の会合では、わが国の景気について、緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、改善の動きが弱まっていると判断した。また、先行きについて、需要刺激策の効果の減衰などから景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、緩やかな回復経路に復していくとの見通しを示した。その後、11 月から 23 年 1 月の会合では、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられると判断した。また、先行きについては、11 月と 12 月の会合では、景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、緩やかな回復経路に復していくとの見方を示し、1 月の会合では、景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し、緩やかな回復経路に復していくとの見通しを示した。2 月の会合では、わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつあり、先行きについては、改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していくとの見方を示した。3 月の会合では、中心的な見通しとしては 2 月会合時の見方を維持しつつも、東日本大震災によって、わが国は、地理的にも広範囲な被害を受けており、当面、生産活動の低下が見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念されることを指摘した（図表 39）。

物価面では、10 月 4、5 日の会合において、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の下落幅は縮小傾向を維持しているものの、今後、景気の下振れなど実体経済活動の動きが物価面に影響を与える可能性には、注意が必要であるとの見方を示した。その後、11 月から 2 月までの会合では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランス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判断し、先行きもこうした傾向を続けていく可能性が高いとの見通しを示した。3 月の会合では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小を続けており、先行きの中心的な見通しとしては、当面、小幅のプラスに転じていくとの見方を示した。ただし、23 年 8 月の

基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高いことを、あわせて指摘した。

(図表 39) 政策委員会の経済情勢についての判断

22年 9月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。
10月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、改善の動きが弱まっている。
11月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。
12月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。
23年 1月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。
2月	わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある。
3月	わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつある。先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、緩やかな回復経路に復していくという判断を維持した。もっとも、今回の地震によって、わが国は、地理的にも広範囲な被害を受けており、当面、生産活動の低下が見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念される。

### (金融政策運営)

金融政策運営面では、10月4、5日の会合において、金融緩和を一段と強力に推進するため、①金利誘導目標の変更、②「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、③資産買入等の基金の創設、という3つの措置からなる「包括的な金融緩和政策」の実施を決定した。このうち、①については、実質ゼロ金利政策を採用していることを明確化するため、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を、従来の「0.1%前後」から「0～0.1%程度」に変更した。②については、時間軸を明確化するため、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続するとともに、その際の判断基準が「中長期的な物価安定の理解」であることを確認した。③については、

国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）など多様な金融資産の買入れ（5兆円程度）と固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（30兆円程度）を行うため、臨時の措置として、総額35兆円規模の資産買入等の基金をバランスシート上に創設することとした。議長は、執行部に対し、資産買入等の基金の創設について具体的な検討を行い、改めて報告するよう指示した。

以後、金融市場調節方針については、3月までのすべての会合において、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」とする方針を維持した（図表40）。

また、10月28日の会合では、執行部からの報告を踏まえ、資産買入等の基金の総額や買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を決定した。11月の会合では、資産買入等の基金を通じて行うETFおよびJ-REITの買入について、買入対象の詳細や信託銀行を受託者とする買入方式などの具体的な運用を定める買入基本要領等を決定した。

東日本大震災発生直後の3月の会合では、金融緩和を一段と強化することを決定した。まず、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期していくこととした。また、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが实体经济に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とすることを決定した。

この間、12月の会合では、ニューヨーク連邦準備銀行から、各国中央銀行との米ドル・スワップ取極の期限を23年8月1日まで延長することとしたいとの申し出があったことを受け、わが国金融機関の外貨資金繰りに特段の懸念が生じているわけではないが、各国中央銀行との協調の観点を踏まえつつ、金融調節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、申し出どおり期限を延長することとし、所要の措置を講じることを決定した。

(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10月5日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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、0～0.1％程度で推移するよう促す（公表後直ちに実施）。</li> <li>・ 金利誘導目標の変更、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、資産買入等の基金の創設、という3つの措置からなる「包括的な金融緩和政策」の実施。</li> <li>・ 議長が執行部に対し、資産買入等の基金の創設について、買入れ条件や方法等に関する具体策を検討するよう指示。</li> </ul>
10月28日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>・ 資産買入等の基金の総額や買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を決定。</li> </ul>
11月5日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>・ 資産買入等の基金を通じて行う指数連動型上場投資信託および不動産投資信託の買入についての具体的な運用を定める買入基本要領等を決定。</li> </ul>
12月21日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>・ ニューヨーク連邦準備銀行との間での米ドル・スワップ取極の期限を延長。</li> </ul>
23年1月25日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> </ul>
2月15日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> </ul>
3月14日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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、0～0.1％程度で推移するよう促す。こうした調節方針のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期していく。</li> <li>・ リスク性資産を中心に資産買入等の基金を増額。</li> </ul>

(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年度下期を通じて、0.3％で据え置かれた。

## (2) 「経済・物価情勢の展望」の公表

10月28日の会合では、22年度から24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、24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示した。

- ① 景気の現状をみると、緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることなどから、改善の動きが弱まっている。22年度後半については、海外経済の減速や耐久消費財に関する政策効果の反動といった要因に加え、このところの円高の影響もあり、景気改善テンポが鈍化する可能性が高い。このため、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はいえず、7月の中間評価時点の見通しに比べて下振れると考えられる<sup>12</sup>。
- ② 23年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとの、設備や雇用の過剰感も徐々に解消していくため、わが国経済は緩やかな回復経路に再び復していくと考えられる。24年度は、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとの、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる<sup>13</sup>。
- ③ 消費者物価(除く生鮮食品。以下同じ。)の現状をみると、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとの下落しているが、基調的にみると前年比下

---

<sup>12</sup> ただし、22年度の成長率の下振れについては、GDP統計の21年度下期の計数が下方修正されたことに伴い、22年度への発射台(年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前年比)が低くなったことなど、統計上の要因による部分も大きい。

<sup>13</sup> 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく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、推計手法に依存する面が大きいほか、今後のデータ蓄積を経てより正確な認識が可能になる性格のものであるため、相当幅をもって見る必要がある。なお、今回の震災の影響による供給制約については、一時的であり、やや長い目でみた供給能力の増加ペースに相当する潜在成長率には基本的に影響しないと考えられる。



落幅は縮小を続けている<sup>14</sup>。

- ④ 先行きの物価を巡る環境を展望すると、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、景気が緩やかな回復傾向を辿るもとで、引き続き、徐々に改善していく姿を想定している。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化は窺われず、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。このうち、エコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定している。国際商品市況は、新興国・資源国経済が高めの成長を続けることなどを背景に、緩やかに上昇していくことを想定している。他方、最近の円高の動きは、輸入物価を通じ、当面、国内の物価の下押し圧力として作用すると考えられる。
- ⑤ 以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、為替円高の影響を受けつつも、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動きなどを反映し、見通し期間を通じて緩やかな上昇が続くと見込まれる。消費者物価指数は、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改善していくことなどから、今後とも、前年比下落幅は縮小していくと考えられる。ただし、金融危機後の需要の落ち込み幅が極めて大きかったうえに、景気回復ペースが緩やかなため、需給バランスが改善していくには相応の時間を要する。このため、先行きの消費者物価の前年比の改善ペースも緩やかなものとなり、前年比プラスの領域に入るのは23年度中になると考えられる。その後、24年度にかけてプラス幅が拡大していくものと見込まれる<sup>15</sup>。
- ⑥ 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、先進国経済の動向、

---

<sup>14</sup> 22年度の消費者物価指数については、物価の基調的な動きを判断するため、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無償化等の影響を除いている。

<sup>15</sup> 今回の消費者物価の見通しは、現行の平成17年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について23年8月に22年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を23年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

新興国・資源国経済の動向、企業や家計のマインドの動き、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、上下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、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有の要因としては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率、マクロ的な需給バランスやそれが物価に及ぼす影響を把握する上での不確実性の大きさ、輸入物価の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「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<sup>16 17</sup>。

① 第1の柱、すなわち先行き24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中心的な見通しについて点検する。上述のとおり、わが国経済は、先行き、景気改善テンポが一旦鈍化した後、緩やかな回復経路に復していくとみられる。物価面では、引き続き、消費者物価指数の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。マクロ的な需給バランスの改善テンポが緩やかなものとなることを踏まえると、前年比プラスの領域に入るのは23年度中となり、その後、24年度にかけてプラス幅を拡大させていくものと見込まれる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実に歩みを進めていくものと考えられる。

② 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、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクにも注意が必要である。物価面

---

<sup>16</sup> 22年度下期には、「中長期的な物価安定の理解」については、「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」としていた。

<sup>17</sup> 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。ただし、実質ゼロ金利政策の継続については、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないこと」を条件としている。

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。

③ 以上の2つの柱による点検を踏まえ、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ために、以下の3つの措置により、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。第1に、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続する。また、資産買入等の基金の創設・活用を通じて、長めの市場金利の低下とリスク・プレミアムの縮小を促す。これらの「包括的な金融緩和政策」を通じてより強力な金融緩和を推進していく。第2に、多様な資金供給オペレーションを活用して、引き続き、金融市場の安定確保に万全を期していく。第3に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を通じて、金融機関や企業の前向きな取り組みを後押しするとともに、成長基盤強化に資する金融市場の整備などに向けて貢献していく。日本銀行は、今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、中央銀行として、適切に政策対応を行っていく方針である。

④ 本展望レポートでは、24年度までの期間を念頭に置きながら、主として需要面の動向に焦点を当てて経済見通しを説明してきたが、これに加えて、中長期的な観点を踏まえた供給面からの分析も必要である。わが国の場合、成長率の趨勢的な低下、あるいは少子高齢化の進展といった中長期的ないし構造的な要因が経済に大きな影響を与えており、長期に亘る需要の低迷やデフレもそうした根源的な問題の表れである。わが国経済の生産性を引き上げ、成長力を高めていくためには、金融機関を含め、企業家精神に基づく民間企業の積極的な活動が何よりも重要である。そのためには、市場の活力が最大限に発揮できるような政府による取り組みも不可欠である。民間経済主体と政府のそれぞれの努力が相俟って、成長力の強化に向けて着実に前進していくことが強く期待される。こうした取り組みのもとで、日本銀行としても、わが国経済の発展に向け、極めて緩和的な金融政策の効果が最大限発揮されるよう、中央銀行としての貢献を続けていく考えである。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、10月28日に公表した（背景説明を含む全文は10月29日に公表）。これを受けて、その後の会合では、①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、②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10月4、5日の会合

##### （海外経済は回復を続けているもののそのペースは鈍化している）

委員は、海外経済は回復を続けているものの、そのペースは鈍化しているとの見方で一致した。先進国経済については、多くの委員が、バランスシート調整圧力を抱える中で、景気回復のペースは緩やかなものにとどまるという見方を示した。新興国経済については、多くの委員は、内需を中心になお高めの成長を続けているものの、輸出や生産が幾分減速していると指摘した。

##### （国際金融資本市場はなお不安定な動きとなっている）

国際金融資本市場について、何人かの委員は、一頃に比べれば、市場における世界経済の先行きを巡る懸念は幾分和らぎ、リスク回避姿勢も幾分後退しているとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、欧州周縁国の国債の対独国債スプレッドが拡大した状態にあるなど、欧州ソブリン問題はなお燻っているうえ、各国の金融政策運営を巡る思惑などから為替相場の大きな変動がみられるなど、国際金融資本市場は、なお不安定な動きとなっていると述べた。

##### （わが国の景気は緩やかに回復しつつあるものの改善の動きが弱まっている）

委員は、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や、為替円高による企業マインド面への影響等を背景に、改善の動きが弱まっているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、エコカー補助の終了やタバコ増税前の駆け込み需要の反動、更には猛暑効果の剥落によって、しばらくの間、景

気改善テンポが鈍化した状況が続く可能性が高いとの見通しを共有した。もっとも、その後は、海外経済の回復傾向が持続するとの前提のもとで、わが国経済も緩やかな回復経路に復していくとの認識を示した。

#### **（景気の先行き見通しは中間評価と比べて下振れて推移する可能性が高い）**

こうした見通しについて、多くの委員は、7月の中間評価で示した見通しと比較すると、成長率は下振れて推移する可能性が高いとの評価を示した。景気見通しを巡るリスク要因について、委員は、米欧経済のバランスシート調整の帰趨や不安定な金融市場動向など、先進国経済には下振れリスクが大きいという認識で一致した。また、多くの委員は、為替円高について、輸出や企業収益などを通じた経路に加え、企業や家計のマインド面に与える影響を通じて、経済の下押し圧力として作用する可能性があるとは指摘した。そのうえで、多くの委員は、米国を中心とする海外経済の不確実性の高まりや、為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、経済の下振れリスクには、なお注意が必要であるという認識で一致した。

#### **（物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は後ずれする可能性）**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、委員は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、下落幅が縮小傾向にあり、先行きもこうした傾向を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。物価見通しを巡るリスク要因については、多くの委員が、景気の下振れリスクが大きい状況を踏まえ、こうした実体経済活動の動きが物価面に影響を与える可能性などには注意が必要であると述べた。これらの議論を踏まえ、委員は、物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、従来の想定に比べて後ずれする可能性が強まっているとの見方で一致した。

#### **（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。委員は、CP・社債市場について、良好な発行環境が続いているとの見方で一致した。また、多くの委員は、企業の資金繰りについて改善の動きが続

いているとの認識を共有した。

### （包括的な金融緩和政策の実施）

こうした経済・物価情勢に関する検討結果を踏まえ、委員は、金融緩和を一段と強力に推進する必要があるとの判断で一致した。委員は、オーバーナイト金利の低下余地がなくなっているもとで、金融緩和を強化するためには、追加的な緩和余地がまだ残っている新たな領域に金融政策の対象を拡張するとともに、幅広く政策措置を実施することが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員が、新たな領域として、長めの市場金利の低下や各種リスク・プレミアムの縮小を促していくことが適当であるとの見方を示した。

委員からは、具体的な措置として、金利誘導目標の変更、時間軸の明確化、多様な金融資産の買入れなどが挙げられた。このうち、金利誘導目標の変更については、多くの委員が、金融緩和の一段の強化に伴って一層潤沢な資金供給が行われる場合、オーバーナイト金利にこれまで以上の低下圧力がかかる可能性が高いと述べ、金融緩和効果を十分に発揮するためには、オーバーナイト金利の誘導目標を0～0.1%程度として、0.1%からやや大きく下方に乖離することを明示的に許容することが適当であるとの見解を示した。時間軸の明確化については、委員は、物価の安定が展望できるようになったと判断するまで実質ゼロ金利政策を継続していくことを対外的に明確にすることが望ましいとの見方で一致し、その際の判断基準として、「中長期的な物価安定の理解」が適当であるとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、実質ゼロ金利政策の継続にあたっては、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検したうえで問題が生じていないことを条件とすることが必要との見解で一致した。資産買入等の基金の創設については、委員は、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促していくためには、多様な資産を買入れることが有力な方法であり、日本銀行のバランスシート上に基金を創設して実施することが適当であるとの認識で一致した。そのうえで、買入れ対象資産として、多くの委員は、長期国債、国庫短期証券、CP、ABC P、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）を含めることが適当との見解を共有した。買入れの規模については、ある委員が、各種金融資産の市場規模と日本銀行の取りうるリスク量とを総合的に勘案すれば、長期国債、国庫短期証券の合計で3.5兆円程度、CP、ABC P、社債

の合計で1兆円程度、政府の認可が下りればETFやJ-REITの合計で0.5兆円程度とし、1年間程度の期間で買入れを進めていくのが適当ではないかと述べ、他の多くの委員もこうした見方を共有した。

これらの議論を経て、委員は、金融市場調節方針の変更、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、資産買入等の基金の創設を実施することが適当であり、政策効果を高める観点から、これらの政策を束ねて、「包括的な金融緩和政策」として打ち出すことが望ましいとの認識を示した。そのうえで、資産買入等の基金の創設については、買入れ条件や方法等に関する具体的な検討を行う必要があるため、議長より執行部に対し、具体策を検討のうえ、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した。この間、ある委員は、買入対象資産の検討対象に国債を加えることについて、①国債の買入れは債券市場の過熱やバブルにつながるリスクが高いこと、②市場において財政ファイナンスを目的とするものとの誤解を与えかねず、かえって長めの市場金利に悪影響を及ぼす懸念があることを理由として、反対した。

## ロ. 10月28日の会合

### (海外経済は回復を続けているもののそのペースは鈍化している)

海外経済について、委員は、回復を続けているものの、そのペースは鈍化しているとの見方で一致した。先行きの見通しについて、委員は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、新興国・資源国経済の高成長が続く中で、成長率が再び高まっていく姿が想定されるとの認識を共有した。

### (わが国の景気は緩やかに回復しつつあるものの改善の動きが弱まっている)

わが国の経済の現状について、委員は、緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることに加え、エコカー補助終了前の駆け込み需要や猛暑効果の反動がみられることから、改善の動きが弱まっているとの認識で一致した。先行きについては、多くの委員が、10月4、5日の会合では、物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期が後ずれする可能性が高いと判断したが、その後、包括緩和を導入したことや、政府の緊急総合経済対策が明らかに

なったこともあって、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実な歩みを進めていくという認識を示した。

#### **（消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けている）**

消費者物価（除く生鮮食品）の現状について、委員は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると前年比下落幅は縮小を続け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、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で、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、下落幅は縮小していくとの見方を示した。

#### **（金融環境は緩和方向の動きが続いている）**

委員は、わが国の金融環境について、日本銀行の強力な金融緩和策などの効果もあって、緩和方向の動きが続いているとの認識を共有した。また、大方の委員は、包括的な金融緩和政策の効果について、景気・物価の下振れリスクの抑制に寄与するとの見方を示した。

#### **（金融市場調節方針の維持）**

次回会合までの金融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、0～0.1%程度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。

#### **（資産買入等の基金を運営するための基本的な事項の決定）**

10月4、5日の会合で示された方針に従い、資産買入等の基金を運営するための基本的な事項について、執行部より報告があった。

大方の委員は、執行部案は妥当であり、これに基づき、基金の総額や、買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を定めることが適当であるとの認識で一致し、これに基づき、具体的な運営に関する基本要領等を決定した。また、委員は、資産買入から生じるリスクを管理し、引



当や損失が生じた場合の処理などを適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していく必要があるとの認識で一致した。何人かの委員は、こうした財務の健全性に関する考えについて、政府の理解が得られることを期待していると述べた。買入れの実施時期については、準備が整った金融資産から、順次、速やかに買入れを開始する必要があるとの意見が共有された。多くの委員は、相対的に準備に時間がかかるとみられるETFとJ-REITの買入れについても、市場での期待が高まっているだけに、他の資産の買入れからあまり間を置くことなく開始することが望ましいと述べた。この点について、複数の委員は、ETFとJ-REITの買入れに関する基本要領を早期に審議・決定することを目的に、次回の金融政策決定会合を前倒しして開催することが適当であるとの見解を述べ、他の委員もこれに同意した。

## ハ. 11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、先行きは、新興国・資源国の高成長に牽引される形で、再び成長率が高まっていく蓋然性が高いとの認識で一致した。ただし、米国経済については、緩やかな回復が続いているが、バランスシート調整の圧力を抱える中で、景気回復のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの見解が共有された。

### (わが国景気は緩やかに回復しつつあるものの改善の動きに一服感がみられる)

委員は、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産が横ばい圏内の動きとなるなど、改善の動きに一服感がみられるとの認識で一致した。景気の先行きについて、委員は、改善テンポの鈍化した状況がしばらく続くものの、その後は、緩やかな回復経路に復していくとみられるとの見方を共有した。

### (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、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、下落幅は縮小傾向にあり、先行き

もこうした傾向を続けていく可能性が高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、0～0.1%程度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。

### **(資産買入等の基金の枠組みの整備)**

委員は、資産買入等の基金を通じた資産の買入れについて、所要の事務手続きを早期に整えたうえで、準備が整った資産からできる限り速やかに買入れを進めていくことが重要であるとの認識で一致した。この点について、何人かの委員は、基金による資産買入れを速やかに実施に移し、日本銀行の金融緩和に向けた姿勢を更に明確に示していくことは、日本銀行が、適時・適切に政策対応するというメッセージの強化を通じて市場心理の安定化につながるとの見解を示した。委員は、執行部からの説明を受けて、早期買入開始が可能な国債から、順次、買入れを開始することが適切であり、またその旨を事前に対外公表しておくことが望ましいとの見解を共有した。更に、委員は、執行部から説明があったETFおよびJ-REITに関する追加検討の内容について、適切であり、本会合で基本要領等を決定することが適当との認識で一致した。そのうえで、今回の会合の決定により、リスク性資産を含む総額35兆円の資産買入等の基金の枠組みが整ったことから、順次、資産の買入を進め、包括的な金融緩和政策の早期の効果波及を図っていくこととされた。

### **(成長基盤強化を支援するための資金供給は呼び水効果を徐々に発揮)**

複数の委員は、成長基盤強化を支援するための資金供給について、金融機関が、成長基盤強化に向けた自主的な取り組み姿勢を積極化させており、期待された呼び水効果が徐々に発揮されつつあるとの認識を示した。

## 二. 12月～23年1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、海外の金融経済情勢について、海外経済は減速しつつも回復を続けており、先行きは、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、再び成長率が高まっていく蓋然性が高いとの認識で一致した。

### (国際金融資本市場は全体としては落ち着いているが不安定な動きもみられる)

国際金融資本市場について、委員は、米国経済の先行きに対する市場の見方が好転する中で、全体としてみれば落ち着いているが、欧州では、ソブリン・リスク問題の再燃などから依然として不安定な動きが続いているとの見方を示した。

また、1月の会合では、国際商品市況の上昇の背景について、多くの委員は、天候不順による供給不安の高まりなどの一時的な要因を指摘しつつも、基本的には、新興国の経済成長に支えられた需要の増加による部分が大きいとの見解を示した。複数の委員は、実需面での動きに加えて、コモディティの金融商品化が進んでいるもとの、先進国の金融緩和も背景となって、投機資金の流入が拡大していることが市況の押し上げ要因になっているとの見方を示した。

### (わが国の景気は緩やかに回復しつつあるが改善の動きに一服感がみられる)

委員は、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられるとの認識で一致した。景気の先行きについては、景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し、緩やかな回復経路に復していくとの見方が共有された。その背景として、多くの委員は、世界経済の成長率が再び高まっていくにつれて、輸出が再び緩やかに増加していくほか、駆け込み需要の反動減が個人消費や生産面に与えている影響が減衰していくことを指摘した。また、1月の会合では、多くの委員は、わが国経済が緩やかな回復経路に復していく蓋然性が、これまでに比べて高まっ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、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的には下落幅が縮小を続けており、先行きもこうした傾向が続く可能性が高いとの認識で一致した。

### **(金融環境は引き続き緩和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、12月の会合では、緩和方向の動きが強まっているとの見解を、1月の会合では、引き続き、緩和の動きが強まっているとの見解を、それぞれ共有した。

### **(包括的な金融緩和政策は効果を発揮)**

包括的な金融緩和政策の効果について、大方の委員は、基金を通じた多様な金融資産の買入れと長めの資金供給は、長めの金利を押し下げる方向で作用しているとの認識を示した。ただし、多くの委員は、海外の長期金利上昇につれた長期金利の上昇などの影響もあって、その効果がみえにくくなっているとも指摘した。また、リスク・プレミアムの縮小を促す効果としては、社債スプレッドの縮小やJ-REIT価格の上昇が指摘された。多くの委員は、包括緩和は、全体として金融環境を更に緩和方向へと進める効果を発揮しているとの見解を示した。

### **(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、0～0.1％程度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。

### **(米ドル資金供給オペレーション等の期限延長の決定)**

12月の会合では、委員は、ニューヨーク連邦準備銀行との米ドル・スワップ取極の期限を23年8月1日まで延長することなどについての執行部提案を討議し、全員一致で決定した。

### （成長基盤強化を支援するための資金供給）

12月の会合では、委員は、成長基盤強化を支援するための資金供給についても議論した。多くの委員は、第2回目の資金供給の結果を踏まえて、本資金供給が定着してきたと指摘したうえで、狙いとした「呼び水」効果も徐々に発揮されつつあるという認識を共有した。

### （「経済・物価情勢の見通し」の中間評価）

1月の会合では、10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。10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、22年度の成長率は、過去のGDP実績値の改定により22年度の発射台が高まったこと（統計上の「ゲタ」の上振れ）や年度の前半の実績がやや強めとなったこともあって上振れるものの、23年度および24年度の成長率については、概ね10月の見通しに沿って推移するとの認識で一致した。

物価については、委員は、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）ともに、23年度は、国際商品市況高の影響などから、やや上振れる一方、24年度は概ね見通しに沿って推移するとの見方で一致した。もっとも、23年度の消費者物価の見通しについて、ある委員は、上振れの程度は小幅にとどまっており、先行きの不透明感も高いことを踏まえれば、現時点で上振れをあまり強調すべきではないと付言した。

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、概ね上下にバランスしているとの認識を示した。大方の委員は、上振れリスクとして、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた新興国・資源国の経済の強まりを指摘した。多くの委員は、新興国について、短期的には、引き続き景気の上振れリスクを念頭に置きつつ、より長い目でみた場合に、金融引き締めが遅れが景気の振幅を拡大させ、結果として持続的成長を損なう可能性がある点についても、注意が怠れないとの見方を示した。一方、下振れ要因としては、大方の委員が、先進国経済の動向を挙げた。このうち、米国については、多くの委員が、景気の先行きに対する懸念は一頃に比べて後退しているものの、バランスシート調整の重石から、景気は上に弾みにくく、下に振れやすい状況が続くとの見解を

示した。欧州については、多くの委員が、相対的なリスクの高まりを指摘した。

物価面のリスク要因については、多くの委員が、新興国の高成長に伴い、国際商品市況が一段と上昇した場合、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。また、多くの委員が、夏場に予定されている消費者物価指数の基準改定にも言及した。

## ホ. 2月の会合

**(海外経済は回復を続けておりその成長率は再び高まってきている)**

委員は、海外経済は、新興国・資源国経済の高成長に牽引されるかたちで回復を続けており、その成長率は再び高まってきているとの認識で一致した。米国経済は回復が続いているほか、ユーロエリア経済も、全体としてみれば、緩やかに回復しているとの見解で一致した。また、中国経済は、高成長を続けており、NIEs、ASEAN経済も、全体として回復を続けているとの認識が共有された。

**(国際金融資本市場には政情不安や国際商品市況を巡る不確実性がある)**

国際金融資本市場を巡る新たな不安定要因として、大方の委員は、1月末以降拡大している北アフリカ・中東の政情不安を指摘した。国際商品市況の上昇について、多くの委員は、今回の市況高は様々な要因が複合的に絡んだ現象であり、それだけに、先行きを巡る不確実性は高いとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、今後の市況動向次第では、各国の景気や物価の振幅が拡大し、世界経済の持続的な成長の妨げとなる可能性があるとして指摘した。

**(わが国の景気は改善テンポが鈍化した状態から徐々に脱しつつある)**

委員は、わが国の景気について、昨年秋口以降の改善テンポが鈍化した状態から徐々に脱しつつあるとの認識で一致した。その理由として、大方の委員は、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引されるかたちで再び高まってきているもとで、輸出や生産が、増加基調に復する動きをみせている点を指摘した。先行

きについては、輸出や生産が緩やかに増加していくほか、個人消費も、駆け込み需要の反動が薄まるにつれ、再び持ち直していくとみられることから、景気改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していくとの見方が共有された。

#### **（消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けている）**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、基調的にみると下落幅が縮小を続けており、先行きも、こうした傾向が続く可能性が高いとの認識で一致した。この間、本年8月に予定されている消費者物価指数の基準改定について、何人かの委員が、連鎖基準方式による指数の動きなどからみて、消費者物価指数の前年比は下方改定される可能性が高く、このことを念頭に置きながら物価動向を点検していくことが必要との認識を示した。

#### **（金融環境は引き続き緩和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、引き続き、緩和の動きが強まっているとの認識で一致した。企業金融面については、CP・社債市場では、社債発行体の裾野の拡大が続くなど、発行環境は一段と良好になっているほか、銀行の貸出金利は緩やかに低下しており、企業の資金調達コストも低下傾向を辿っているとの見解が示された。

#### **（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、0～0.1%程度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. 3月の会合**

冒頭、議長は、3月11日に発生した東日本大震災によって大きな被害が生じている状況を踏まえ、日本銀行としても、この震災がわが国の経済・金融情勢に与える影響を点検し、金融政策運営方針を速やかに決定・公表していくことが、国

民心理の安定や金融資本市場の安定を確保するうえで重要であるとの見方を示した。そのうえで、当初 14、15 日の 2 日間を予定していた会合の日程を変更し、14 日中に会合を終了するよう議事を進めることを提案した。本提案は、全員一致で承認された。

#### **（わが国の経済・物価情勢の先行きを巡る不確実性が大きく高まっている）**

わが国の経済情勢について、委員は、東日本大震災の影響を定量的に評価するだけの情報が乏しい現時点では、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつあるという判断を維持しつつも、経済・物価情勢の先行きを巡る不確実性が大きく高まっていると判断することが適当との見方で一致した。また、委員は、今回の震災が生産活動を中心にわが国の経済活動に及ぼす影響は小さくないほか、企業や家計のマインドの悪化を通じて、先行き、わが国の経済活動にマイナスの影響を及ぼしていく可能性があるとの認識を共有した。

#### **（消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けている）**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、下落幅が縮小を続けているとの見方を示した。先行きについては、当面、小幅のプラスに転じていく可能性が高いという認識で一致した。なお、委員は、本年 8 月に予定されている 22 年基準への改定に伴って、消費者物価指数の前年比が下方改定される可能性が高いとの見方を共有した。また、複数の委員は、基準改定が物価上昇率に及ぼす影響について十分意識して対外情報発信を行う必要があると指摘した。

#### **（金融市場調節方針の維持と潤沢な資金供給）**

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、0～0.1%程度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、こうした方針のもとで、金融市場の安定確保を図るため、市場の状況に応じて弾力的かつ潤沢な資金供給を実施し、資金調達を巡る安心感を市場に醸成することが重要であるとの認識を示した。



### (資産買入等の基金の増額)

議長は、金融経済の情勢認識を踏まえると、金融政策面から対応することが適当であり、国民の不安心理の高まりや企業マインドの悪化、金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりなどがみられることに鑑みれば、リスク性資産を中心に資産買入等の基金の増額を行うことが考えられるとの見方を示した。執行部が、議長の求めに応じて基金の増額の具体的な案について説明した後、多くの委員は、家計・企業のマインド面の悪化や市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済へ悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を増額し、金融緩和を一段と強化することが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、資産買入等の基金による資産の買入残高の上限については、執行部説明に沿う形で、長期国債を 0.5 兆円程度、国庫短期証券を 1 兆円程度、CP等・社債等を各 1.5 兆円程度、指数連動型上場投資信託を 0.45 兆円程度、不動産投資信託を 0.05 兆円程度、それぞれ増額することが適当であるとの認識を示した。

これらの議論を踏まえ、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を 5 兆円程度増額し、40 兆円程度とすることが決定された。ただし、ある委員は、買入増額対象資産をすべてリスク性資産とするべきとの理由から、反対した。

### (4) 金融政策運営を巡る論点

22 年度下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。

#### (包括的な金融緩和政策の評価)

22 年度下期の会合では、10 月 4、5 日の会合で決定した包括的な金融緩和政策について、その効果等を巡って議論が行われた。

まず、長めの市場金利の低下を促す効果について、大方の委員は、基金を通じた多様な金融資産の買入れと長めの資金供給が、金利を押し下げる方向で作用し

たとの認識を示した。ただし、海外の長期金利上昇につれて長期金利が上昇した局面では、包括的な金融緩和政策の効果が見えにくくなっているとの指摘もあった。また、わが国の長期金利の上昇幅が、株価が上昇するもとでも、他の先進国に比べて小幅にとどまっている局面では、包括的な金融緩和政策は金利上昇を抑制する効果をもたらしているとの見方が示された。更に、多くの委員は、長めの金利に働きかけていくという政策目的に関連して、日本銀行は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針であることを粘り強く説明していくことで、時間軸に対する市場の信認を確保していくことが重要であるとの認識を共有した。

リスク・プレミアムの縮小を促す効果については、委員は、社債スプレッドが低格付け債を中心に縮小していること、基金の買入れ対象となっていないものも含め、REIT価格が上昇していること、J-REITやETFの取引高が増加したことなどから、投資家の投資スタンスの積極化や金融仲介の円滑化を促す方向で効果が発揮されているとの見方を共有した。また、多くの委員は、社債の発行体の裾野が広がるなど、企業金融を巡る環境も着実に改善しており、包括緩和は、全体として金融環境を更に緩和方向へと進める効果を発揮しているとの見解を示した。そのうえで、委員は、今後とも、こうした効果と、資源配分の歪みや市場機能の低下といった副作用の両方を点検しつつ、政策を行っていく必要があるとの見方を共有した。

### (成長基盤強化を支援するための資金供給の評価)

22年度下期の会合では、22年6月に導入した成長基盤強化を支援するための資金供給について、その効果や副作用等を巡って議論が行なわれた。

本措置の効果として、委員は、金融機関が成長基盤強化に向けた自主的な取り組み姿勢を積極化しており、狙いとした「呼び水」効果が徐々に発揮されつつあるとの認識を共有した。12月の会合では、12月7日に実施した第2回目の資金供給について、金額、対象先数が第1回目と比べて概ね倍増したほか、個別投融資の対象分野が、第1回目と同様、多岐にわたっているなど、本資金供給が定着してきたとの見方が共有された。委員は、「呼び水」効果のひとつの現れとして、金融機関が、自らの顧客基盤や地域性に応じて多様な取り組みを一段と活発に進

めているほか、本資金供給への参加を機に専用のファンドや投融資制度を創設し、中には日本銀行からの借入限度額を上回る投融資枠を設定する例もみられていると指摘した。一方、12月以降の会合では、何人かの委員が、本措置の副作用として金融機関の貸出競争が厳しくなったとの指摘があると述べた。この間、2月会合では、何人かの委員は、今後の取り扱いとの関連で、本資金供給の目的を踏まえ、成長基盤強化に向けた「呼び水」としての機能が十分かどうかといった点を見極めていくことが重要であると述べた。

### （国際商品市況上昇の背景とわが国経済に与える影響）

12月以降の会合では、国際商品市況に関し、原油、非鉄金属、穀物など多くの品目で上昇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、国際商品市況上昇の背景については、多くの委員が、天候不順や自然災害による供給不安の高まりという一時的な供給面の要因を指摘しつつも、基本的には、新興国経済の高成長という実需面の要因との見方を示した。また、複数の委員は、こうした実需面での動向に加え、コモディティの金融商品化が進んでいるもとで、先進国の金融緩和も背景に、投機資金の流入拡大が市況の押し上げ要因になっているとの見解を示した。更に、2月の会合では、北アフリカ・中東における最近の地政学リスクの高まりも、原油を中心に、追加的な市況押し上げ要因として作用していると指摘された。

国際商品市況の上昇がわが国経済に及ぼす影響について、多くの委員は、市況の一段の上昇が新興国の高成長を背景としたものであれば、新興国向け輸出の増加や投資収益の増加といったプラス面もあると指摘した。一方、複数の委員は、交易条件の悪化が企業収益や実質所得に悪影響を与える可能性を指摘した。ただし、為替相場が円高方向にあることが市況上昇によるコスト面への影響を減殺する側面もあるとの認識も示された。

物価面への影響としては、多くの委員が、新興国・資源国経済の高成長を背景とした市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性があるとして指摘した。他方で、何人かの委員は、マクロ的な需給バランスがなお緩和状態にあるこ

とや、企業の厳しい競争環境を踏まえると、市況上昇が最終消費財の価格へ転嫁される程度は限定的なものにとどまるとの見方を示した。この間、ある委員は、国際商品市況を巡る不確実性は高く、先行き市況が過熱し、その後大きく反落した場合には、わが国の物価も上下に振れる可能性があるとの見方を示した。

なお、こうしたリスク要因に関する議論の中で、委員は、金融のグローバル化やインデックス取引の拡大を背景に、コモディティ市況や株価を含め、市場間の価格変動の相関が高まっていることなどを踏まえると、リスクを個々に評価するのではなく、それらが同時に顕現化し、その影響が相乗的に拡大する可能性も念頭に置いておく必要があると指摘した。

### **（東日本大震災のわが国経済に対する影響）**

東日本大震災の発生を受け、会合日程を短縮して開催した3月の会合では、震災の経済・金融情勢への影響等について、議論が行われた。

まず、何人かの委員は、東北地方を中心とした生産設備や物流施設、社会インフラ等の大きな被害に加え、発電所の被災に伴い、電力の供給制約が経済活動の下押し圧力となる点を指摘した。また、被災地域に素材・部品工場が多く立地していることから、サプライチェーンを通じて生産活動の停滞が国内外に広く波及する可能性もあるとの見方も示された。

次に、多くの委員は、深刻な被害状況や電力の安定供給を巡る懸念の高まりなどから、企業や家計のマインドが悪化する可能性があるとの見方を共有した。また、複数の委員は、今回の地震が、一段の国際商品市況高によって交易条件の悪化が懸念される中で発生したことも、マインド面を通じた経済の下振れリスクをより高めていると指摘した。

更に、中期的な影響について、何人かの委員が、官民による復興に向けた活動が経済を押し上げる可能性があるものの、規模や時期については、不確実性が大きいとの見方を示した。

金融環境については、何人かの委員が、先行きを巡る不透明感の高まりから株

価や長期金利が下落しており、今後、金融市場においてリスク回避姿勢が一段と強まる可能性を指摘した。そうした中で、何人かの委員は、金融市場の安定確保を図るため、市場の状況に応じて弾力的かつ潤沢な資金供給を実施し、資金調達を巡る安心感を市場に醸成することが重要であると述べた。

以上の議論を踏まえ、委員は、今回の地震が生産活動を中心にわが国の経済活動に及ぼす影響は小さくないほか、企業や家計のマインドの悪化を通じて、先行きの経済活動にマイナスの影響を及ぼしていく可能性があるとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、わが国経済は、時間はかかるとしても、今回の地震の影響を乗り越えていくことが期待できると付け加えた。

### 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年度下期入り後、10月4、5日の会合では、当面の金融市場調節方針について、実質ゼロ金利政策を採用していることを明確化するため、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を、従来の「0.1%前後」から「0～0.1%程度」に変更した。また、同会合では、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していくことを明確化した。

その後、平成22年度下期を通じて、上記方針に従い、市場におけるレート形成状況等を踏まえながら、機動的な運営を実施した。資金供給オペレーションにおいては、オファー額に対して応札額が下回る「札割れ」も発生した。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を幾分下回る水準で推移した（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) <small>(注)</small>
22年9月16日～10月15日	0.090
10月16日～11月15日	0.092
11月16日～12月15日	0.091
12月16日～23年1月15日	0.083
1月16日～2月15日	0.091
2月16日～3月15日	0.089
3月16日～4月15日	0.071

（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 年度下期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項<sup>18</sup>は、次のとおりである。

10 月 4、5 日の会合では、適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、所要の見直しを行った。また、固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率、成長基盤強化を支援するための資金供給の貸付利率および資金供給円滑化のための補完当座預金制度における適用利率については、当分の間、0.1%とすることを決定した。

また、10 月 4、5 日の会合では、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託、不動産投資信託など多様な資産の買入れと固定金利方式の共通担保資金供給オペを行うため、臨時の措置として、総額 35 兆円の基金（資産買入等の基金）をバランスシート上に創設することを検討するとした。そこで示された方針に従い、10 月 28 日の会合では、資産買入等の基金について、具体的な運営に関する基本要領等を決定し、基金を創設した。11 月の会合では、資産買入等の基金における指数連動型上場投資信託および不動産投資信託の買入について、具体的な運用等を定める買入基本要領等を決定した。

12 月の会合では、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、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、米ドル資金供給オペレーションの実施期限の延長等を行うための措置を決定した。

3 月の会合では、東日本大震災の発生を踏まえ、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが实体经济に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を 5 兆円程度増額し、40 兆円程度とすることを決定した。

---

<sup>18</sup> 詳細は、II. 5. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

(図表 42) 短期金融市場調節手段等の残高

## (1) 資金供給オペ等 (資産買入等の基金を除く)

(兆円)

	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)	固定 金利方式	共通担保 資金供給 オペ (全店)	固定 金利方式	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	成長基盤 強化支援 資金供給
21年												
4月末	8.1	7.9	2.6	12.4	—	8.0	—	6.2	0.9	0.1	0.0	—
5月末	8.0	7.4	2.8	14.0	—	10.0	—	7.2	0.5	0.1	0.0	—
6月末	8.6	6.3	2.8	7.6	—	9.2	—	7.5	0.2	0.2	0.0	—
7月末	9.1	5.0	2.8	11.6	—	10.8	—	7.3	0.2	0.2	0.0	—
8月末	9.6	4.2	2.8	14.4	—	11.2	—	7.3	0.1	0.2	0.0	—
9月末	10.9	7.0	2.8	10.4	—	12.8	—	6.9	0.1	0.3	0.0	—
10月末	10.5	3.8	2.8	8.2	—	10.4	—	6.7	0.0	0.2	0.0	—
11月末	10.2	3.8	2.8	11.8	—	10.6	—	7.1	0.0	0.2	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	—
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	—
2月末	10.2	4.0	2.4	10.6	0.0	23.0	9.6	5.9	—	0.2	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	—
4月末	9.0	3.0	0.0	3.6	0.0	20.8	14.4	3.9	—	0.1	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	—
6月末	9.2	3.8	0.0	4.2	0.0	21.6	20.0	—	—	0.1	0.0	—
7月末	9.4	0.0	0.0	7.4	0.0	25.0	20.0	—	—	0.1	0.0	—
8月末	8.3	0.0	0.0	9.6	0.0	28.0	20.0	—	—	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
10月末	7.3	0.0	0.0	7.6	—	5.0	—	—	—	0.0	0.0	0.5
11月末	7.6	0.0	0.0	5.2	—	12.8	—	—	—	0.0	0.0	0.5
12月末	7.4	0.0	0.0	0.6	—	16.7	—	—	—	—	0.0	1.5
23年												
1月末	6.5	0.0	0.0	0.0	—	15.6	—	—	—	—	0.0	1.5
2月末	5.8	0.0	0.0	1.6	—	14.4	—	—	—	—	0.0	1.5
3月末	5.5	0.1	0.6	0.0	—	25.1	—	—	—	—	0.0	2.2

(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) 「固定金利方式」の共通担保資金供給オペによる貸付けは21年12月より開始。22年10月に資産買入等の基金が創設された際、当該時点に実施中のものは同基金の運営として行うものに移行。

(注3) 「企業金融支援特別オペ」による貸付けは22年3月に完了。

(注4) 「CP等買入オペ」および「社債買入オペ」による買入れは21年12月に完了。資産買入等の基金におけるCP等・社債等買入残高は含まない。



(2) 資産買入等の基金

	資産買入等の基金							
	長期国債	国庫短期証券	CP等	社債等	ETF	J-REIT	共通担保資金供給	
21年								
4月末	—	—	—	—	—	—	—	—
5月末	—	—	—	—	—	—	—	—
6月末	—	—	—	—	—	—	—	—
7月末	—	—	—	—	—	—	—	—
8月末	—	—	—	—	—	—	—	—
9月末	—	—	—	—	—	—	—	—
10月末	—	—	—	—	—	—	—	—
11月末	—	—	—	—	—	—	—	—
12月末	—	—	—	—	—	—	—	—
22年								
1月末	—	—	—	—	—	—	—	—
2月末	—	—	—	—	—	—	—	—
3月末	—	—	—	—	—	—	—	—
4月末	—	—	—	—	—	—	—	—
5月末	—	—	—	—	—	—	—	—
6月末	—	—	—	—	—	—	—	—
7月末	—	—	—	—	—	—	—	—
8月末	—	—	—	—	—	—	—	—
9月末	—	—	—	—	—	—	—	—
10月末	22.4	—	—	—	—	—	—	22.4
11月末	23.5	0.2	0.2	—	—	—	—	23.2
12月末	26.3	0.5	0.7	0.1	0.1	0.0	0.0	24.8
23年								
1月末	27.2	0.5	0.9	0.1	0.1	0.0	0.0	25.6
2月末	29.3	0.6	1.0	0.2	0.2	0.1	0.0	27.2
3月末	31.8	0.9	1.3	0.3	0.2	0.2	0.0	28.8

(3) 資金吸収オペ・その他

(兆円<米ドル資金供給オペは100億米ドル>)

資金吸収			その他	
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
0.0	0.0	0.0	0.0	4.0
0.0	0.0	0.0	0.0	2.5
0.0	0.0	0.0	0.0	1.8
0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	—
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(注5) 「米ドル資金供給オペ」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23年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、142.4兆円（前年比+16.9%）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、かっこ内は前年比%

	22年3月末	22年9月末	23年3月末
(資産)			
買現先勘定	5.0 (-58.3)	0.0 (皆減)	0.6 (-87.4)
国債	73.1 (13.7)	76.7 (12.1)	77.3 (5.8)
[うち長期国債]	50.2 (17.7)	55.5 (20.1)	59.1 (17.7)
[うち短期国債]	22.9 (5.8)	21.1 (-4.6)	18.2 (-20.5)
コマーシャル・ペーパー等	— (皆減)	— (皆減)	0.3 (皆増)
社債 <sup>(注1)</sup>	0.2 (4.0倍)	0.0 (-94.0)	0.2 (18.2)
金銭の信託（信託財産株式） <sup>(注2)</sup>	1.4 (23.5)	1.5 (19.8)	1.5 (4.9)
金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託） <sup>(注3)</sup>	— (—)	— (—)	0.2 (皆増)
金銭の信託（信託財産不動産投資信託） <sup>(注4)</sup>	— (—)	— (—)	0.02 (皆増)
貸付金	35.8 (9.3)	36.1 (19.7)	56.1 (56.9)
[うち共通担保資金供給オペ等 <sup>(注5)</sup> ]	35.8 (9.4)	36.1 (19.7)	56.1 (56.9)
外国為替	5.0 (-53.8)	4.6 (-7.8)	4.7 (-6.6)
資産計	121.8 (-1.7)	120.3 (3.4)	142.4 (16.9)
(負債・純資産)			
発行銀行券	77.4 (0.6)	76.9 (1.2)	80.9 (4.6)
当座預金	23.5 (5.9)	20.2 (14.9)	40.8 (73.8)
政府預金	3.0 (27.1)	1.2 (-43.8)	2.4 (-22.0)
売現先勘定	11.7 (12.3)	16.3 (11.4)	12.3 (5.6)
負債・純資産計	121.8 (-1.7)	120.3 (3.4)	142.4 (16.9)

（注1）22年3月末および22年9月末については、企業金融円滑化の支援のために買入れた社債の残高。23年3月末については、資産買入等の基金により買入れた社債の残高。

（注2）信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式（受渡しベース）など（未収配当金等を含む）。

（注3）信託銀行を通じて買入れた指数連動型上場投資信託受益権（受渡しベース）など（未収分配金を含む）。

(注4) 信託銀行を通じて買入れた不動産投資法人投資口(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。

(注5) 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月末および23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年度下期中の日本銀行のバランスシートの動きについて概説する。

まず、23年3月末の資産の内訳をみると、国債は、77.3兆円(前年比+5.8%)となった。うち短期国債は、国庫短期証券買入オペによる資金供給の減少等から、18.2兆円(前年比-20.5%)となった一方、長期国債は、引き続き買入額が償還額を上回ったことから、59.1兆円(前年比+17.7%)となった。貸付金は、共通担保資金供給オペ(固定金利方式)による資金供給の増加および成長基盤強化支援資金供給の導入に加え、東日本大震災後、金融市場の安定確保のために行った共通担保資金供給オペ(金利入札方式)による資金供給の増加から、56.1兆円(前年比+56.9%)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、0.6兆円(前年比-87.4%)となった。

資産のうち、22年10月にバランスシート上に新たに創設した「資産買入等の基金」の残高および内訳は、下表のとおりとなった。

(図表44)「資産買入等の基金」の内訳

— 億円、23年3月末

長期国債	9,007
国庫短期証券	13,499
コマーシャル・ペーパー等	2,743
社債	2,035
指数連動型上場投資信託	1,851
不動産投資信託	178
共通担保資金供給オペレーション	288,292
合計	317,606

一方、負債の内訳をみると、23年3月末の当座預金残高は、東日本大震災後、金融市場の安定確保を目的に潤沢な資金供給を行ったことを主因に、40.8兆円(前年比+73.8%)となった。日本銀行券の発行残高は、同震災発生以降の銀行券需

要の急増等を映じて、80.9兆円（前年比+4.6%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ2.4兆円（前年比-22.0%）および12.3兆円（前年比+5.6%）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。

また、資産買入等の基金による多様な金融資産の買入れについては、同買入れから生じるリスクを管理し、引当や損失が生じた場合の処理などを適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していくこととした。具体的には、他の金融調節の結果保有する資産とは分別管理することとしたほか、当該資産の買入れに当たっては、資産ごとの買入上限額の設定、信用力の確認、買入銘柄の分散など、リスク管理面での工夫を行った。また、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）および金銭の信託（信託財産不動産投資信託）については、23年3月末における評価損益の状況等を踏まえ、その含み損に対して、それぞれ22億円、1億円の引当てを行った。

## 5. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>19</sup>

### (1) 担保価格等の見直しの実施

平成22年10月4、5日の会合において、適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、日本銀行の資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、これを見直すことを決定し、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」、「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」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」等の一部改正を行った<sup>20</sup>。

### (2) 固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率等に関する特則

10月4、5日の会合において、固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率、成長基盤強化を支援するための資金供給の貸付利率および資金供給円滑化のための補完当座預金制度における適用利率については、当分の間、年0.1%とすることを決定した。

### (3) 資産買入等の基金の創設

10月4、5日の会合において、多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペを行うため、臨時の措置として、バランスシート上に基金を創設することを検討することとし、「資産買入等の基金の創設について具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう」議長より執行部に対し指示があった。

これに基づく執行部からの報告を踏まえ、10月28日の会合において、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下とリスク・プレミアムの縮小を促す観点から、総額35兆円の資産買入等の基金を創設することとし、「資産買入等の基金運営基本要領」等を制定した。また、資産買入等の基金における指数連動型

<sup>19</sup> 決定の詳細はⅢ. 2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

<sup>20</sup> 本件は、10月28日から実施した。

上場投資信託および不動産投資信託の買入れ等に関し、日本銀行法上の認可を申請することを決定した<sup>21</sup>。

#### **(4) 資産買入等の基金における指数連動型上場投資信託等の買入等開始のための措置**

11月の会合において、「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」等を制定し、資産買入等の基金における指数連動型上場投資信託および不動産投資信託の買入等の開始を決定した。

#### **(5) 米ドル資金供給オペの実施期限延長のための措置**

12月の会合において、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、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、米ドル資金供給オペの実施期限の延長を図るべく、「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23年8月1日まで延長することを決定した。

#### **(6) 資産買入等の基金の増額**

平成23年3月の会合において、東日本大震災の発生を踏まえ、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、「資産買入等の基金運営基本要領」等を一部改正し、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とすることを決定した。また、このうち、指数連動型上場投資信託および不動産投資信託の増額等に関し、日本銀行法上の認可を申請することを決定した<sup>22</sup>。

---

<sup>21</sup> 10月28日に認可を申請し、同日、認可を取得。

<sup>22</sup> 3月14日に認可を申請し、3月15日、認可を取得。