

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 23 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 23 年 12 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
(輸出は震災後に大幅減となったが、夏場にかけて震災前の水準を回復)	2
(生産は震災後に大幅減となったが、夏場にかけて震災前の水準を回復)	4
(設備投資は震災後に弱い動きとなったが、被災した設備の修復などから、緩やかに増加)	6
(住宅投資は震災後に弱めとなったが、供給制約の解消などに伴って持ち直しの動きが明確化した。公共投資は下げ止まりに向かった)	8
(雇用・所得環境は、一部に改善の動きがみられたものの、震災の影響もあって、総じて厳しい状態が続いた)	10
(個人消費は震災後に弱い動きとなったあと、全体としては持ち直しへ)	11
(2) 物価	14
(3) 海外経済	17
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融資本市場	20
(2) 短期金融市場	23
(3) 債券市場	24
(4) 株式市場	25
(5) 外国為替市場	26
(6) 企業金融	29
(7) 量的金融指標	33

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	35
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	36
(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表	40
(3) 各会合における検討・決定	
イ. 23年4月の会合	44
(海外経済は回復を続けている)	
(わが国経済は、震災の影響により下押し圧力の強い状態にある)	
(消費者物価の前年比下落幅は縮小を続けた後、小幅のプラスに転じている)	
(金融環境は、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(被災地金融機関を支援するための新たな枠組みの決定)	
ロ. 5月の会合	47
(海外経済は回復を続けている)	
(わが国経済は、震災の影響により下押し圧力の強い状態にある)	
(消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じていく)	
(金融環境は、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっている)	
(金融市場調節方針の維持)	
ハ. 6月の会合	48
(海外経済は、減速しつつも回復を続けている)	
(わが国の景気は、持ち直しの動きもみられている)	
(消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じている)	
(金融環境は、中小企業を中心に一部で資金繰りに厳しさが窺われる)	
(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の拡充)	
ニ. 7月の会合	50
(海外経済は、減速しつつも緩やかな回復を続けている)	
(わが国の経済は、持ち直している)	

(消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移している)

(金融環境は、総じて緩和の動きが続いている)

(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)

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

ホ. 8月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 53

(為替・金融資本市場は、不安定な動きとなっている)

(海外経済は、減速しつつも緩やかな回復を続けている)

(わが国の経済は着実に持ち直してきているが、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっている)

(消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移している)

(金融環境は、総じて緩和の動きが続いている)

(金融市場調節方針の維持)

(資産買入等の基金の増額)

へ. 9月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 56

(海外経済は減速している)

(国際金融資本市場は、振れの大きい不安定な状態となっている)

(わが国の経済は着実に持ち直してきており、生産や輸出は震災前の水準に概ね復している)

(消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移する)

(金融環境は、総じて緩和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

(東日本大震災のわが国経済への影響)・・・・・・・・・・・・・・・・ 58

(被災地の復旧・復興に向けた金融面での支援)・・・・・・・・ 59

(国際金融資本市場の緊張の高まりと為替円高)・・・・・・・・ 60

(成長基盤強化を支援するための資金供給)・・・・・・・・ 61

(消費者物価の基準改定)・・・・・・・・・・・・・・・・ 62

3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向・・・・・・・・ 64

4. 日本銀行のバランスシートの動き	68
5. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション等	71
(2) 成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則	71
(3) 米ドル資金供給オペレーションの実施期限延長のための措置	72
(4) 資産買入等の基金の増額	72
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	73
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	115
3. 金融政策決定会合議事要旨	139
参考計表・資料一覧	268

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 23 年度上期のわが国の経済は、東日本大震災の影響による供給面の制約を背景に、しばらくの間、生産面を中心に下押し圧力の強い状態が続いた。その後、被災設備やサプライチェーン等の復旧に向けた取り組みが進捗し、供給面の制約が和らぐにつれて、持ち直しに向かった。

生産や輸出は震災後に大きく落ち込んだあと、供給面の制約が和らぐにつれて持ち直し、夏場にかけて、概ね震災前の水準に復した。こうしたもとで、国内民間需要も震災後は弱い動きとなったが、家計や企業マインドの改善もあって、持ち直しに向かった。

2. 物価面では、国内企業物価の前年比は、春頃にかけての国際商品市況の上昇の影響などから、22 年度下期に比べプラス幅を拡大した。消費者物価（除く生鮮食品）は、前年比下落幅が縮小を続け、7～9月には概ねゼロ%となった。

(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。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。

長期金利は、4月上旬において、国債増発への警戒感などもあって、1.3%前後まで上昇する場面がみられた。その後は、同警戒感が幾分後退する中、米国金利が低下したこともあって、緩やかに低下し、1.0%程度での推移となった。

株価は、市場予想を上回るペースで震災からの回復が進んだことなどから、日経平均株価は一時 10,000 円台を回復した。もっとも、8月入り後は、米欧株価が大きく調整する中、為替が円高方向で推移したこともあって、9月下旬には一時 8,500 円を割るなど、大きく下落した。

為替市場では、米国経済の減速懸念の高まりから米国金利が低下したことなど

もあって、円の為替相場は、総じて円高方向の動きが続いた。8月初旬の為替介入の実施を契機に、一旦は円安方向に転じたが、米国金利が低下するもとで再び円高が進み、8月中旬には最高値を更新する場面もみられた。その後は、為替介入への警戒感もあって、76～77円台と狭いレンジ内での推移となった。

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、改善傾向が続いた。社債市場では、震災後発行を見送る動きが一時みられたが、その後は発行が再開され、発行体の裾野も広がるなど、総じて良好な発行環境となった。この間、CP市場では、総じて良好な発行環境が続いた。

資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きがみられた。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高は、減少幅の縮小傾向が続いた。社債の発行残高は前年を上回って推移したほか、CPの発行残高は前年を上回るないし概ね前年並みの水準で推移した。

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、前年の水準を大幅に上回って推移した。マネーストック（M2）は、前年比2%台後半から3%程度の増加を続けた。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 23年度上期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、4月から5月の会合では、わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にあると判断した。その後、わが国の経済について、6月の会合では、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられていると判断し、7月の会合では、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直していると判断した。8月の会合では、震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきていると判断したが、先行きについては、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっていることを指摘した。9月の会合では、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきていると判断した。

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、0～0.1%程度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。

東日本大震災への対応では、発生直後の3月の会合において、金融緩和を一段と強化することを決定した。4月6、7日の会合では、被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施することが必要と判断すると同時に、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることが適当と判断した。議長は、執行部に対し、これら2つの措置について具体的な検討を行い、次回会合において報告するよう指示した。4月28日の会合では、執行部からの報告を踏まえ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領等を決定した。

6月の会合では、金融機関が、金融面の手法を一段と広げ、わが国経済の成長基盤の強化に向けて、さらに活発に取り組むことを後押ししていく観点から、出資や動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）などを対象として、新たな貸付枠を設定することを決定した。

7月の会合では、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、米ドル・スワップ取極の期限を延長すると同時に、米ドル資金供給オペレーションの期限も24年8月1日まで延長することを決定した。

8月の会合では、景気の見通しを巡る不確実性が高く、海外情勢やそれらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性がある状況の中、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとする必要があるとの判断から、資産買入等の基金を40兆円程度から50兆円程度に10兆円程度増額し、金融緩和を強化することを決定した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

8. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、137.7兆円（前年比+14.4%）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)

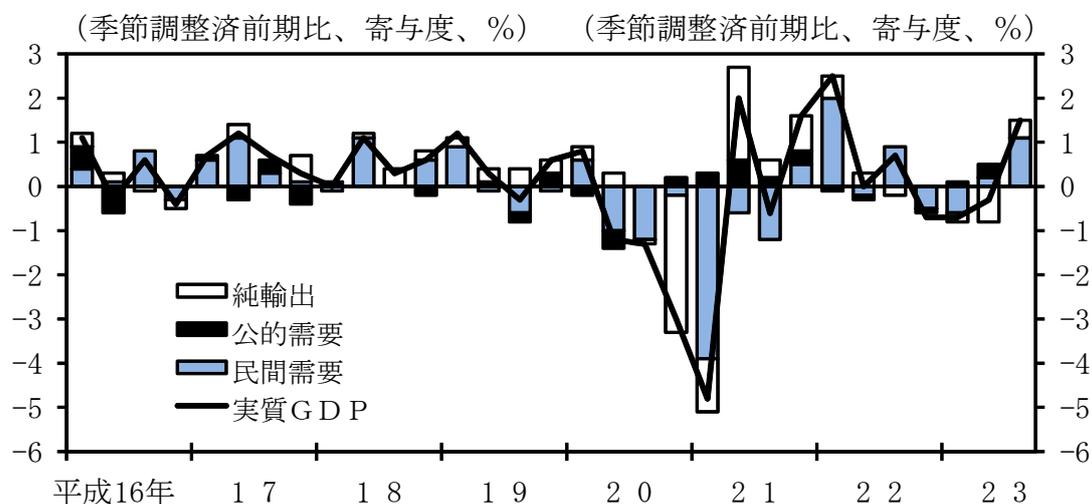
平成 23 年度上期のわが国の経済をみると、東日本大震災の影響による供給面の制約を背景に、しばらくの間、生産面を中心に下押し圧力の強い状態が続いた。その後、被災設備やサプライチェーン等の復旧に向けた取り組みが進捗し、供給面の制約が和らぐにつれて、持ち直しに向かった。

生産や輸出は震災後に大きく落ち込んだあと、供給面の制約が和らぐにつれて持ち直し、夏場にかけて、概ね震災前の水準に復した。こうしたもとで、国内民間需要も震災後は弱い動きとなったが、家計や企業マインドの改善もあって、持ち直しに向かった。

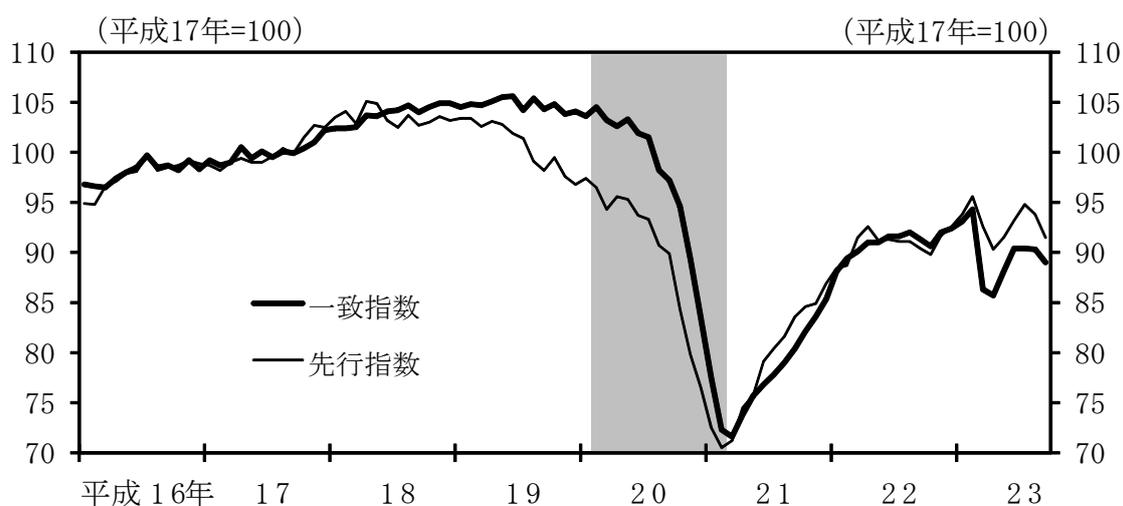
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比で見ると、4～6 月まで減少が続いたあと、7～9 月は増加に転じ、半期では 22 年度下期に減少したあと、23 年度上期は横ばい圏内の動きとなった（図表 1 (1)）。景気動向指数は、震災後にいったん悪化したあと、改善基調を辿った（図表 1 (2)）。

(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。

(輸出は震災後に大幅減となったが、夏場にかけて震災前の水準を回復)

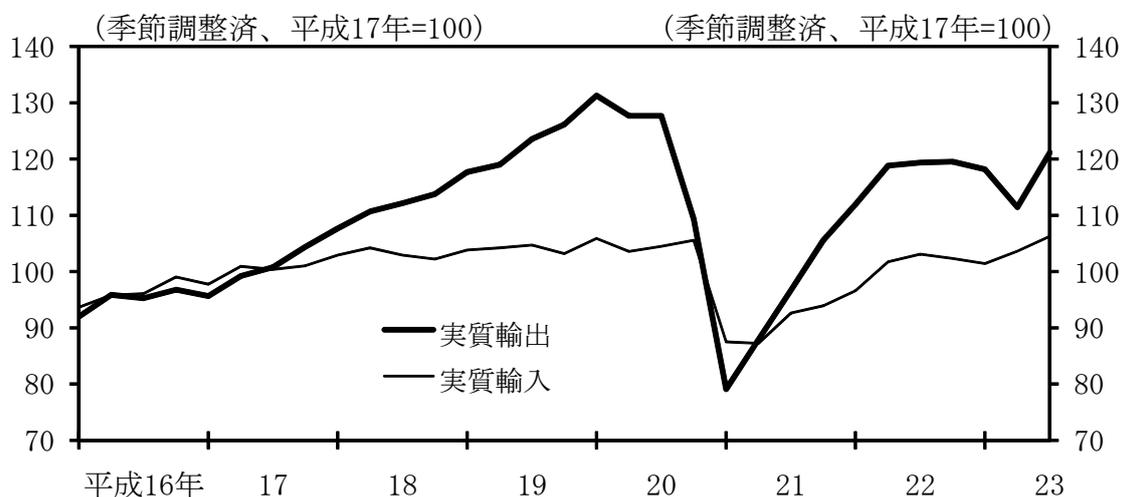
実質輸出は¹、震災後に大きく減少したが、供給面の制約が和らぐにつれて持ち

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。

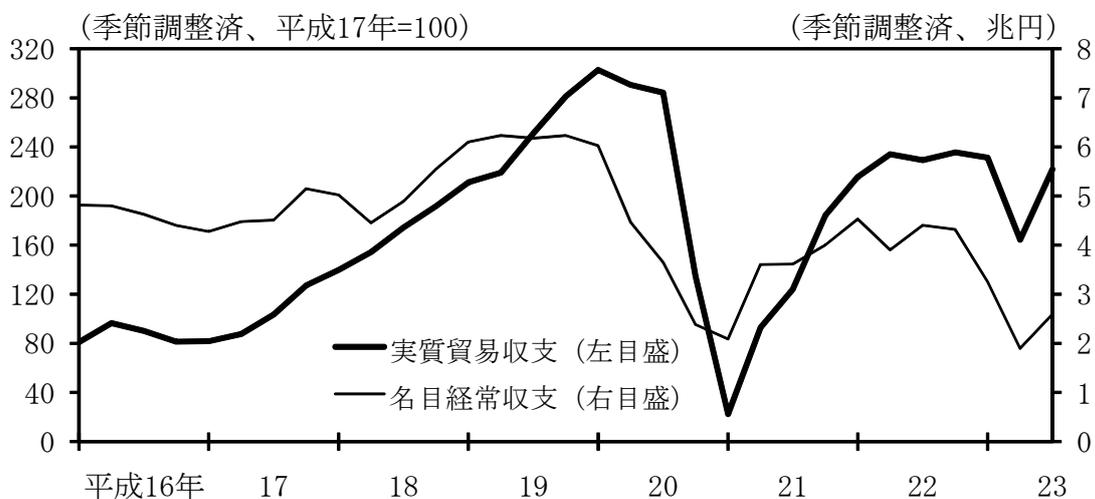
直し、夏場にかけて概ね震災前の水準に復した（図表2(1)）。実質輸入は、代替品需要や火力発電需要の高まりなどを背景に、4～6月、7～9月とも前期比で増加した。実質貿易収支でみた純輸出は、上記輸出入の動きを反映して、4～6月に大幅に減少したあと、7～9月は増加した（図表2(2)）。この間、名目貿易・サービス収支は、4～6月に赤字に転じたあと、7～9月は赤字幅を縮小した。このため、名目経常収支の黒字幅についても、4～6月に大幅に縮小したあと、7～9月は緩やかに拡大した。

(図表2) 輸出入の推移

(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支



実質輸出を地域別にみると（図表3(1)）、ほぼすべての国・地域向けで4～6月は大幅に減少したが、7～9月は大幅に増加した。財別にみると（図表3(2)）、4～6月はほとんどの財で減少したが、7～9月は自動車関連や消費財を中心に増加した。

（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3四半期	平成23年			
		4	1	2	3
米国 <15.4>	4.1	0.3	-6.5	-10.2	20.7
EU <11.3>	3.2	2.1	-3.0	-2.6	12.6
東アジア <53.3>	1.4	2.3	-1.2	-6.0	5.7
中国 <19.4>	3.6	6.8	0.5	-11.0	9.2
NIEs <23.7>	-0.3	-0.4	-2.4	-2.6	1.1
ASEAN4 <10.2>	1.4	-0.2	-1.8	-3.4	9.8
その他 <20.0>	-3.0	-2.1	0.1	-4.2	14.1
実質輸出計	0.4	0.2	-1.1	-5.7	8.7

（2）財別

（季節調整済、前期比、％）

	平成22年 第3四半期	平成23年			
		4	1	2	3
中間財 <20.6>	0.6	-0.2	-0.9	-4.4	-2.2
自動車関連 <21.6>	1.4	1.7	-8.7	-22.8	47.4
消費財 <3.4>	3.0	-1.3	-1.4	-9.4	24.4
情報関連 <10.7>	-0.8	-0.5	0.6	-2.5	6.0
資本財・部品 <29.2>	2.1	0.5	1.4	1.5	-0.5
実質輸出計	0.4	0.2	-1.1	-5.7	8.7

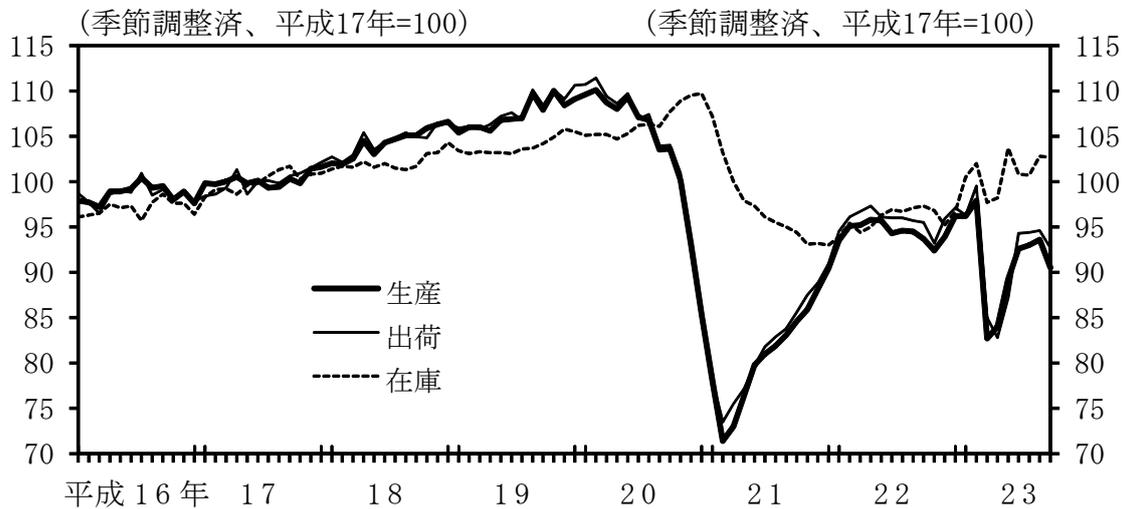
（注）< >内は、22年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

（生産は震災後に大幅減となったが、夏場にかけて震災前の水準を回復）

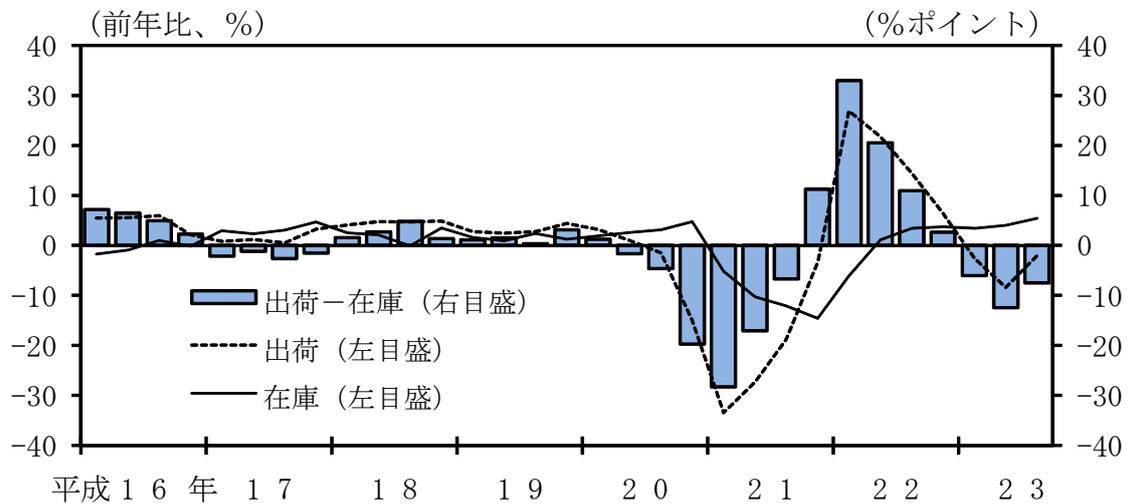
鋳工業生産は、震災後、サプライチェーンにおける障害などから、大幅に減少した。その後、供給面の制約が和らぐ中で増加し、夏場にかけて概ね震災前の水

準に復した（図表4）²。こうした中、電子部品・デバイスなどを中心に、在庫の伸びが出荷の伸びを上回る状態が続いた（図表5）。

（図表4） 鋳工業生産・出荷・在庫



（図表5） 出荷・在庫バランス

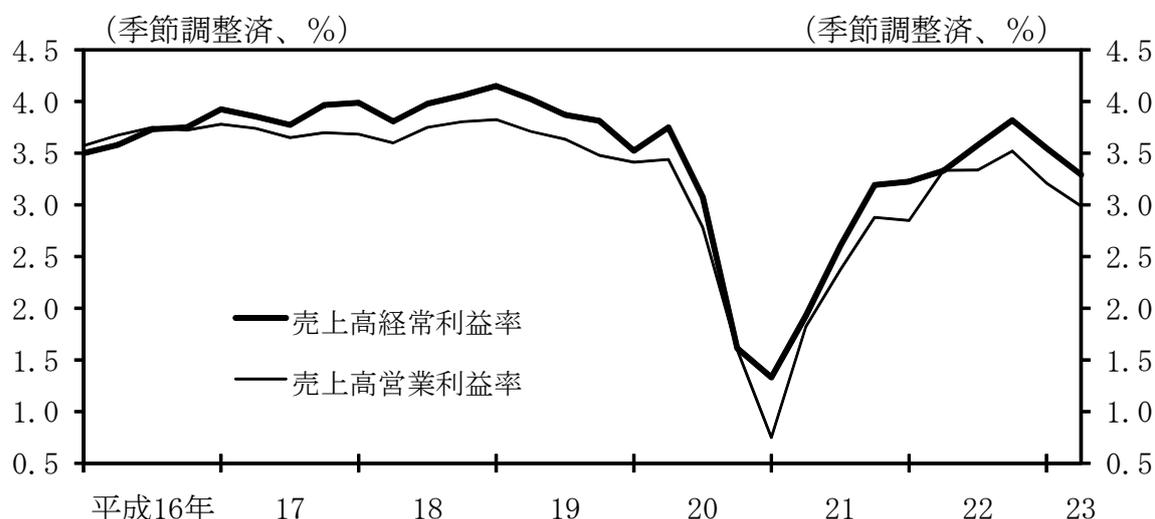


² 鋳工業生産の季節調整済の公表指数は、リーマン・ショックに伴う20年10～12月、21年1～3月の極端な落ち込みの影響を受けて、10～12月、1～3月の季節要素が小さくなり、季節調整後の計数が高めに算出される一方、4～6月、7～9月の季節調整後の計数が低めに算出されるようになっていていると考えられる。したがって、7～9月の生産水準は、実勢としては統計に表れている以上に高いと考えられる。

(設備投資は震災後に弱い動きとなったが、被災した設備の修復などから、緩やかに増加)

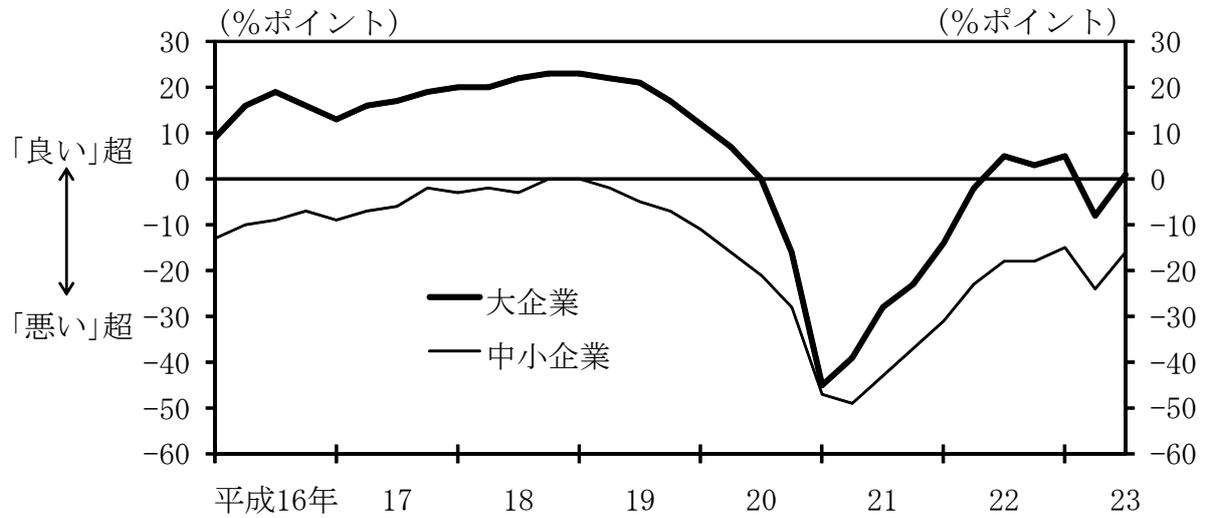
企業収益は、震災の影響により、いったん減益に転じた。法人企業統計をみると、4～6月の売上高経常利益率や売上高営業利益率（ともに季節調整値）は、既に震災の影響がみられていた1～3月対比でさらに低下した（図表6）。もっとも、その後は、経済活動の持ち直しに伴い、下げ止まりに向かったとみられる。この間、企業の業況感は、6月短観では、震災の影響がほとんど反映されなかった3月短観と比べて大幅に悪化したが、9月短観では大幅に改善した（図表7）。

(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)



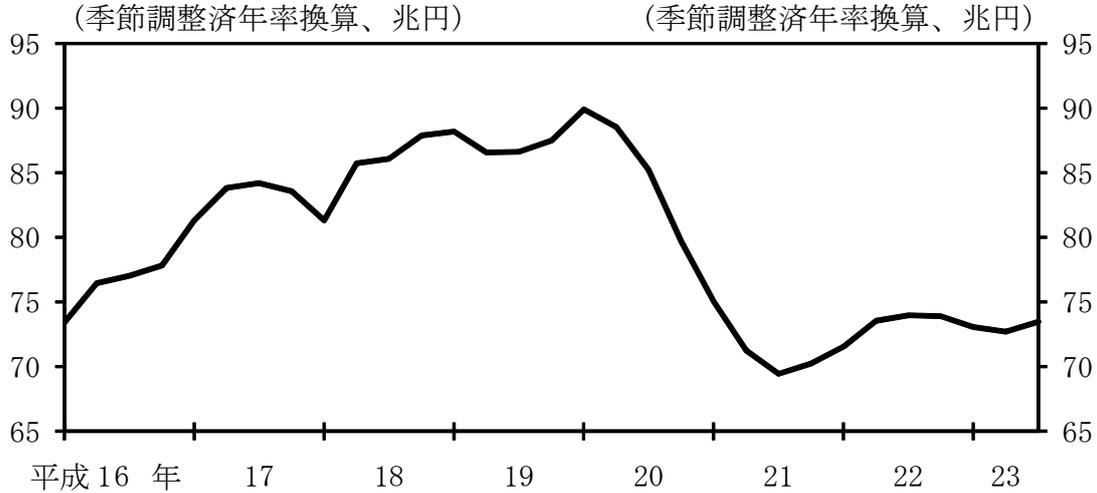
(注) 全産業ベース。

設備投資は震災後に弱い動きとなったが、その後は被災した設備の修復もあって、緩やかに増加した(図表8(1))。設備投資の一致指標である資本財総供給³についてみると、1～3月にいったん前期比で減少したあと、4～6月、7～9月と増加を続けた(図表8(2))。この間、設備投資の先行指標である機械受注や建築着工床面積は、緩やかな増加傾向を辿った(図表8(3))。

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

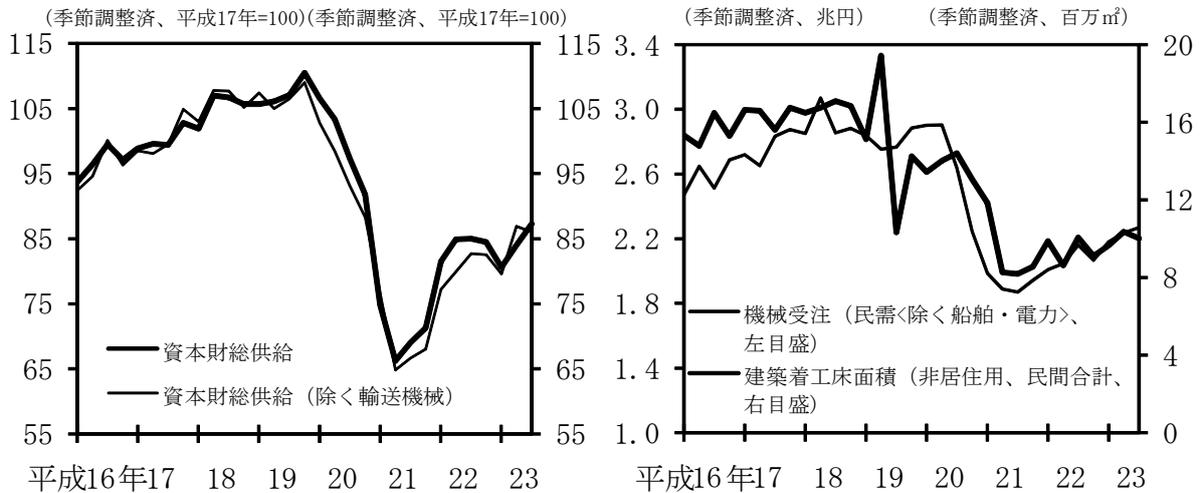
(図表 8) 設備投資

(1) 設備投資 (実質、GDP ベース)



(2) 一致指標

(3) 先行指標



(注1) 資本財総供給については、脚注3を参照。

(注2) 機械受注の17年第1四半期以前は内閣府による参考系列。

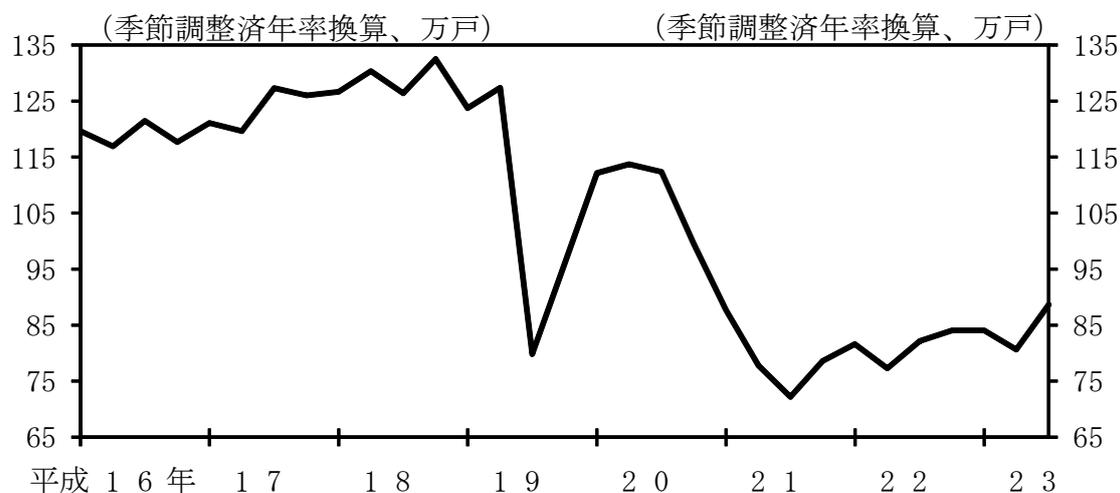
(住宅投資は震災後に弱めとなったが、供給制約の解消などに伴って持ち直しの動きが明確化した。公共投資は下げ止まりに向かった)

住宅投資は、震災後に弱めの動きとなったが、夏場には、供給制約の解消などから、持ち直しの動きが明確となった。住宅投資の先行指標である新設住宅着工

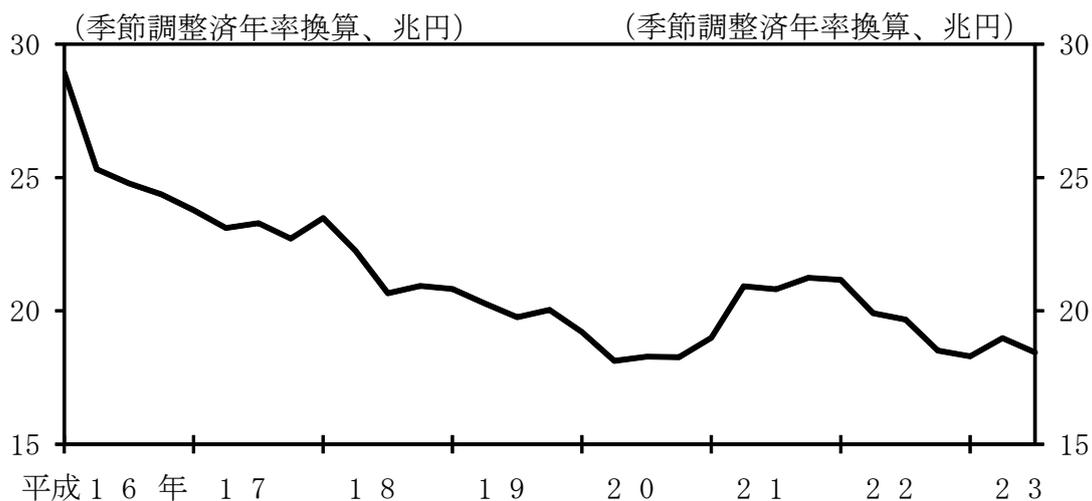
戸数をみると（図表9(1)）、4～6月は震災の影響により弱めの動きとなったあと、7～9月はサプライチェーンの修復による建設資材の供給回復などを背景に、はっきりと増加した。この間、公共投資は、今年度第1次・第2次補正予算の執行などを受けて、下げ止まりに向かった（図表9(2)）。

（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・所得環境は、一部に改善の動きがみられたものの、震災の影響もあって、総じて厳しい状態が続いた)

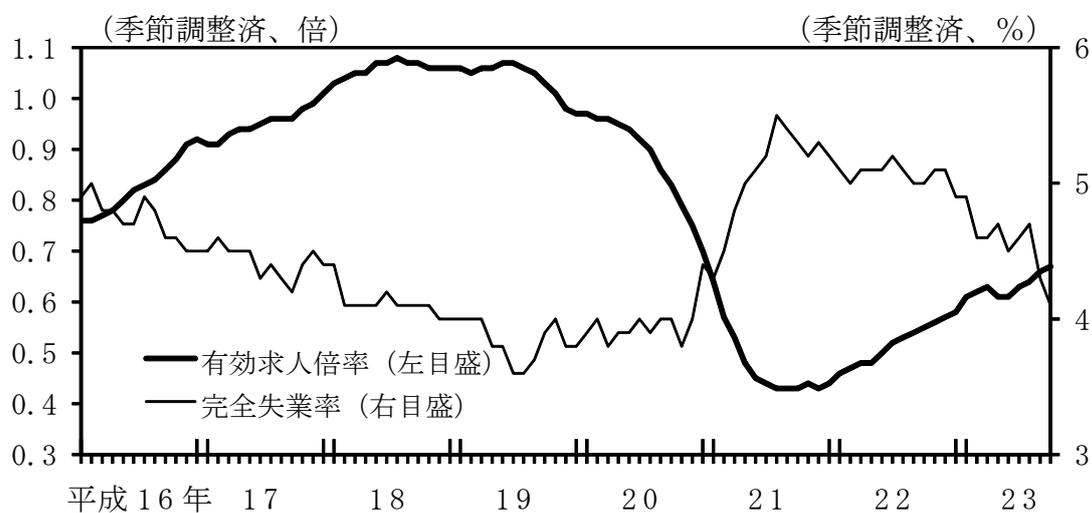
労働需給面の動きをみると、有効求人倍率は、震災後にいったん悪化したあと、緩やかに改善した。一方、完全失業率は、月々の振れを伴いつつ、低下傾向を辿った(図表 10(1))。

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、振れが大きい動きとなり、7～9月は小幅のマイナスとなった⁴。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、震災後に労働時間が減少したことや、夏季賞与が中小企業を中心に弱めとなったことなどから、23年度上期は弱めの動きとなった。以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は、前年比伸び率が緩やかに低下した(図表 11)。

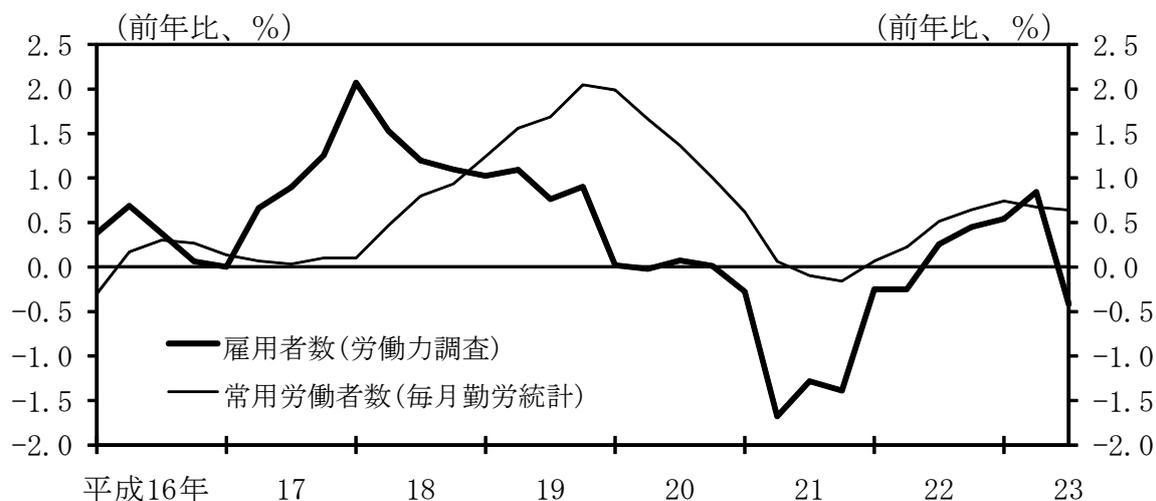
(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率



⁴ 労働力調査(完全失業率、雇用者数等)は、東日本大震災の影響により、3月以降、岩手県、宮城県、福島県の3県が除かれて集計されていたが、9月からは、これら3県分も含めて公表されることとなった。

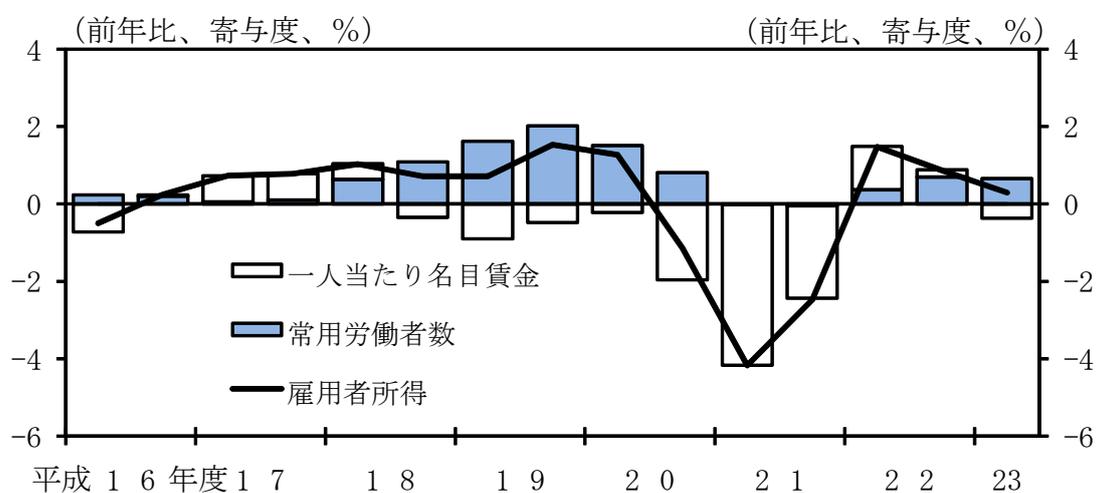
(2) 雇用者数と常用労働者数



(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) 23年3~8月の完全失業率、23年第1四半期以降の雇用者数(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。

(個人消費は震災後に弱い動きとなったあと、全体としては持ち直しへ)

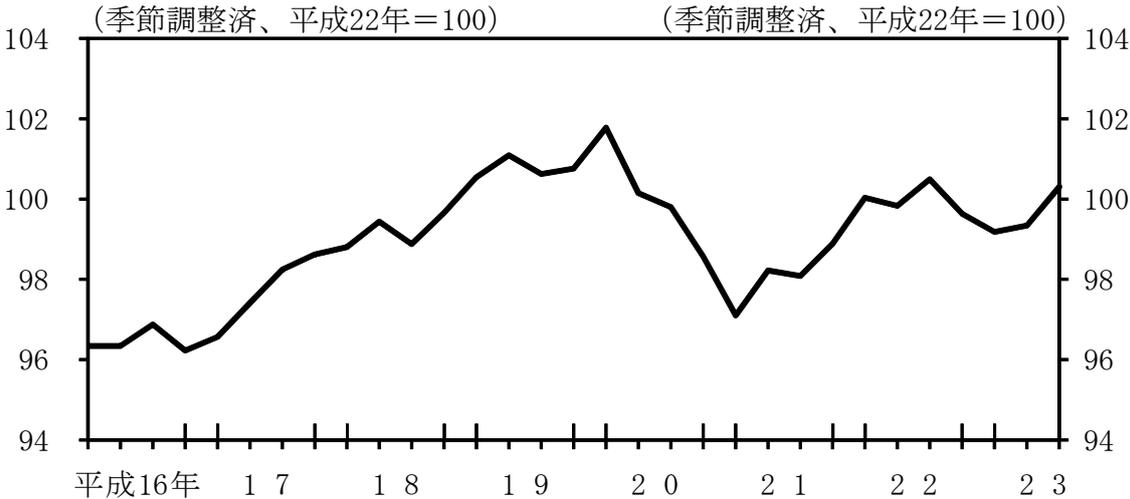
個人消費は、震災後しばらくの間、供給制約による販売減少やマインドの悪化による消費抑制傾向がみられ、弱い動きが続いた。その後、生産活動が回復し、家

計マインドが改善に向かう中で、旅行など一部には弱さがみられたが、全体としては持ち直しに向かった。GDPベースの実質個人消費は22年度下期に減少したあと、23年度上期は増加に転じた(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))、震災後は耐久消費財を中心に減少したが、その後は供給制約の解消に伴い、増加に転じた。一方、サービス消費をみると、外食産業売上高は、震災後に大きく減少したあと、振れを伴いながらも、持ち直した。旅行取扱額は、震災の影響により3月に大幅に減少したあと、4月以降は増加に転じた(図表12(3))。

この間、消費者コンフィデンス関連指標は、震災後に悪化したあと、次第に改善した(図表13)。

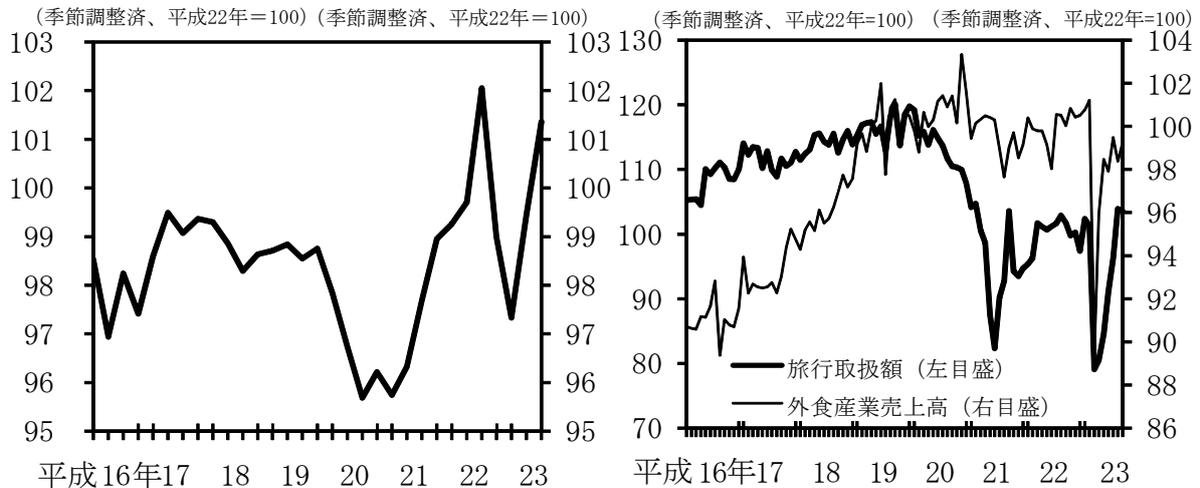
(図表12) 個人消費

(1) 個人消費(実質、GDPベース)



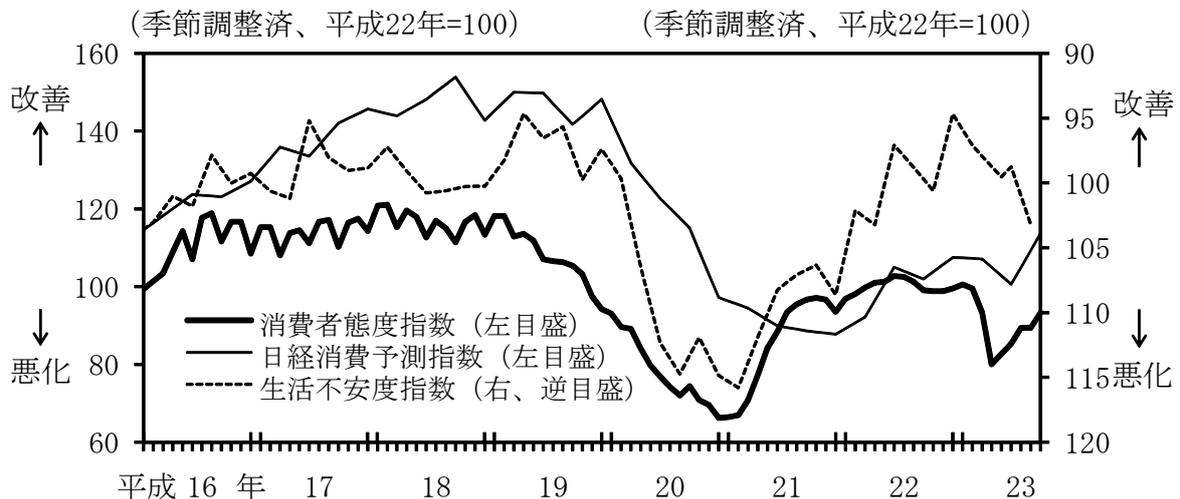
(2) 小売業販売額 (実質)

(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月以降の系列は、前年比を用いて接続している。
- (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・一般世帯 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、春頃にかけての国際商品市況の上昇の影響などから、22年度下期に比べプラス幅を拡大した。消費者物価(除く生鮮食品)は、前年比下落幅が縮小を続け、7～9月には概ねゼロ%となった⁵。

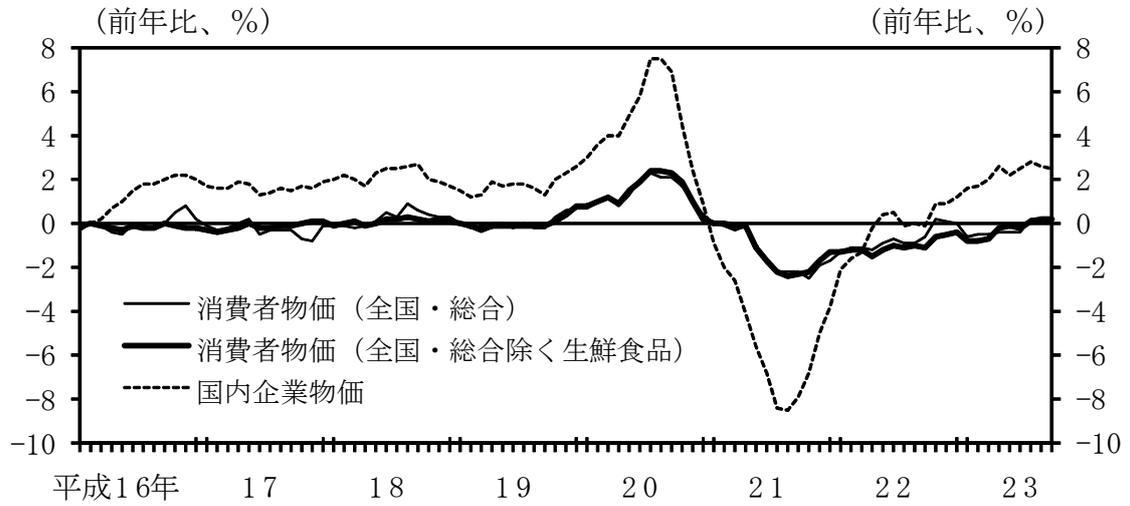
国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表15)、4～6月は、国際商品市況高の影響を受けて、「為替・海外市況連動型」、「素材(その他)」、「鉄鋼・建材関連」を中心に上昇したあと、7～9月は、国際商品市況の反落の影響から、弱含んだ。

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、石油製品や耐久消費財の動きを主因に、下落幅が縮小した(図表16)⁶。一般サービスは、ゼロ%近傍で推移した。公共料金については、電気代で既往の原油価格上昇の影響がタイムラグを伴って現れたことなどから、小幅の上昇となった。

⁵ 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。

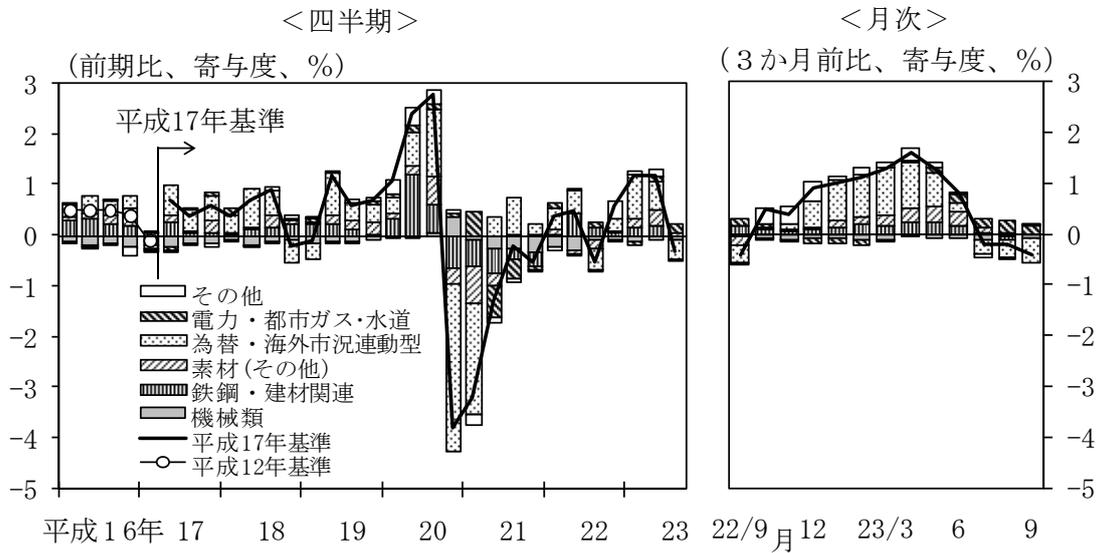
⁶ 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、消費者物価指数総合から天候要因による振れが大きい生鮮食品を除いたものである。なお、消費者物価指数については、23年8月に、それまでの17年から22年へ基準年の改定が行われた。基準改定によって、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、1～7月の平均で約0.6%ポイント下方改定された。下方改定の主因は、①前年比下落幅の大きいテレビがエコポイント制度による消費増加からウェイトが大幅に拡大したこと、②テレビに加えて、パソコンやエコ家電等の他の耐久消費財も指数水準がリセットされ、全体の指数に対する下落幅の寄与度が拡大したこと、である。

(図表 14) 物価



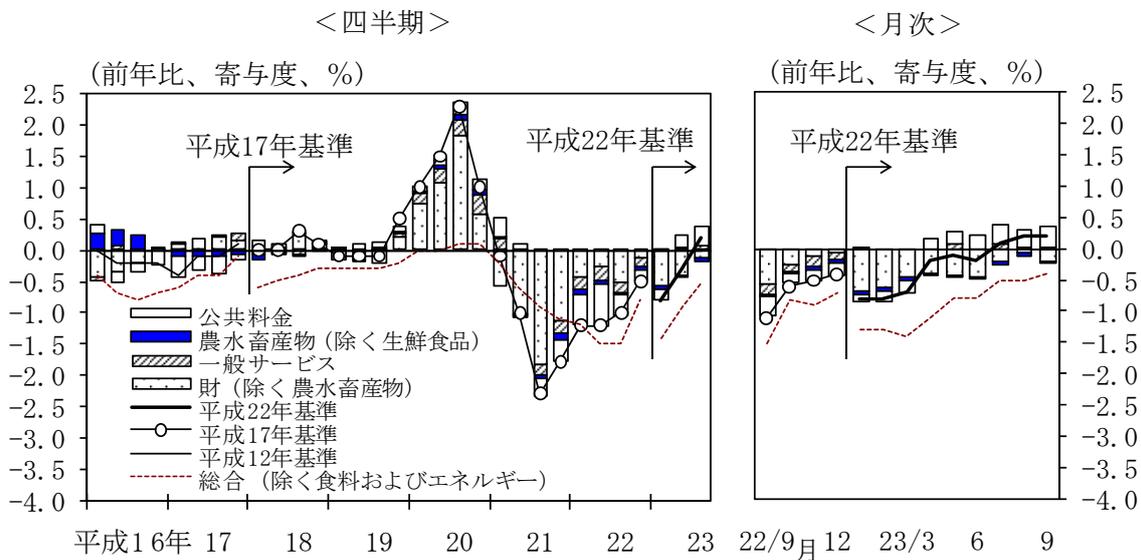
(注) 17年以前の国内企業物価の前年比は、接続指数を用いて算出。

(図表 15) 国内企業物価



(注) 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。

(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。

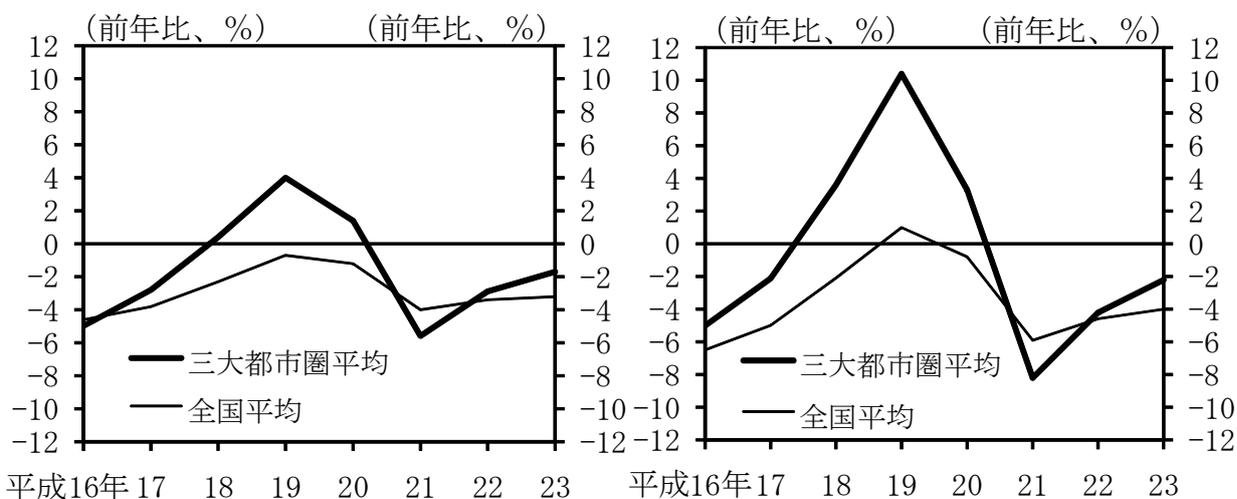
(注2) 「食料」は「酒類」を除いたもの。「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

地価を都道府県地価で見ると (図表 17)、住宅地、商業地ともに、三大都市圏を中心に、前年比の下落幅が幾分縮小した。

(図表 17) 都道府県地価

(1) 住宅地

(2) 商業地



(注) 都道府県地価は、7月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

23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）。先進国経済は成長ペースが鈍化したが、新興国・資源国経済が高めの成長を続け、世界経済を牽引した。

(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	22年 第2四半期	3	4	23年 1	2	3
米 国		-3.5	3.0	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	2.5
欧 州	ユーロエリア	-4.2	1.8	3.8	1.6	1.1	3.1	0.7	0.6
	ド イ ツ	-5.1	3.7	8.0	3.2	1.9	5.5	1.1	2.0
	英 国	-4.4	1.8	4.3	2.5	-2.0	1.6	0.4	2.0
東 ア ジ ア	中 国	9.2	10.4	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1
	N I E s および A S E A N 4	0.2	7.8	9.1	6.6	6.0	5.4	4.2	-

(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、減速しながらも、回復を続けた。個人消費は、バランスシート問題が引き続き家計支出の重石となって作用する中、既往の原油高による実質購買力の低下に加え、雇用者所得の増勢鈍化や株価の低下などを映じた家計マインドの悪化を受けて、伸びが鈍化した。この間、住宅投資は低水準で推移した。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を続けた。こうしたもとで、生産は、日本の震災によるサプライチェーン障害の下押しから減速する局面もみられたが、基調としては増加を続けた。労働市場では、雇用者数の増加ペースが鈍化し、失業率が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、財市場や労働市場の緩和的な需給環境がデフレーション圧力として作用しているものの、既往の原材料価格高騰を受けた最終製品の値上げなどから、

プラス幅が拡大した。

金融政策面では、23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%の範囲に据え置いた。また、6月末の国債の追加買入れ終了後も、償還分の再投資を実施したほか、8月初旬には、少なくとも25年央まで、フェデラル・ファンド・レートが例外的に低い水準になるとの見通しを示すなど、緩和的な姿勢を維持した。9月下旬には、長期金利の低下を促すことを企図して、保有国債の残高を変えずに平均残存期間を長期化するプログラムを公表した。

ユーロエリア経済は、明確に減速した。輸出は、海外経済の減速を受けて、横ばい圏内まで減速した。設備投資は緩やかな増加を続けたが、個人消費は、これまで堅調に推移してきたドイツなど主要国でも、欧州ソブリン問題の悪化に伴う消費マインドの低下などから、増勢が大きく鈍化した。こうしたもとの、生産は減速した。物価面をみると、既往のエネルギー価格上昇の影響が一時的な上押し圧力となったが、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するもとの、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、概ね横ばい圏内で推移した。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4月、7月にそれぞれ0.25%ずつ上げた後、1.5%で据え置いた。その後、周縁国の債務問題に対する懸念が高まる中、8月には、全額供給・固定金利方式の長期リファイナンス・オペについて、6か月物を再開するなど、潤沢な流動性の供給を強化したほか、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）を積極化した。

英国経済は、輸出が横ばい圏内まで減速する中、緊縮財政の影響などから個人消費が減速し、住宅投資も弱めの動きを続けるなど、改善の動きが一服した。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、既往の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、全体として高成長を続けた。海外経済の減速から輸出に減速感がみられたほか、物価上昇を受けて個人消費の伸びが高水準ながら幾分鈍化したものの、固定資産投資が高い伸びとなった。物価面では、食料品価格の上昇率が高まったほか、非食料品でも幅広い品目で伸び率が拡大基

調となるなど、インフレ圧力が強い状況が続いた。

N I E s・A S E A N諸国・地域の経済については、全体として回復を続けた。輸出と生産は、サプライチェーン障害に伴う日系自動車メーカーの大幅減産の影響もあって一旦減速した。夏場以降はこうした影響が剥落したが、その回復ペースは先進国経済の減速から緩やかなものにとどまった。一方、内需は良好な雇用・所得環境を背景に底堅く推移した。物価面をみると、通貨高が輸入物価の上昇を抑制する方向に作用したが、食料品・原材料高や労働需給の逼迫化を受けた賃金上昇率の高まりを背景に、インフレ圧力が強い状況が続いた。

金融政策面では、夏場にかけて、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引き締め動きが続いたが、その後はこうした金融引き締めを見送る動きのほか、一部では利下げに踏み切る動きもみられた。

2. 金融面の動向

(1) 国際金融資本市場

平成 23 年度上期の国際金融資本市場は、総じて不安定な状況が続いた。米欧の債務問題に対する懸念などを背景に、安全資産への選好とリスク性資産回避の動きが顕在化した。

短期金融市場では、ドル資金市場のターム物金利が、夏場以降、一部欧州系金融機関のドル資金調達環境の悪化を映じて、上昇した。こうした状況を受け、9 月央に主要国中央銀行が年末越えとなる 3 か月物の米ドル資金供給の実施を公表した。ユーロ資金市場のターム物金利は、欧州中央銀行による 2 度の利上げを主因に、上昇した。クレジット市場の動きをみると、短期の銀行間市場の信用スプレッドは、米欧ともに夏場以降に拡大した。これは、一部の欧州系金融機関を中心に取引先への信用リスクが次第に意識されたことを背景としている。社債の対国債スプレッドも、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景に、低格付け物を中心に拡大した。

主要国の株価をみると（図表 19）、期初の早い段階に下落に転じた後、夏場には大幅に下落、以降も概ね軟調に推移した。米国株価は、6 月下旬にかけて、市場予想に比べ弱めの経済指標やギリシャの債務問題を巡る不透明感などを受けて、下落した。その後は、良好な企業業績の発表などもあって、一旦、持ち直す局面もみられた。もっとも、夏場以降は、米欧の債務問題の帰趨や米国経済の先行きへの不透明感の高まりを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まったため、大きく下落した。ユーロエリアの株価も、概ね米国の株価と連動し、下落基調を辿った。上期中の欧州株の下落幅は、ソブリン問題が金融機関へ波及することへの懸念が強まる中、銀行株が大きく下落したため、米国を上回った。

主要先進国の長期金利（国債 10 年物利回り）は（図表 20）、上期を通じて低下を続け、夏場以降、米国、ドイツでは歴史的な水準にまで低下する局面もみられた。米国の長期金利は、6 月下旬にかけて、景気減速感の拡がりなどを背景に緩やかに低下した。その後は、一旦上昇する局面もみられたが、夏場以降は、欧州ソブリン問題への懸念が強まっていく中で、安全資産を選好する動きに加えて、米国連邦準備制度による低金利政策の長期化や一段の金融緩和観測が台頭したことで、大幅に低下した。ドイツでも、6 月下旬にかけて、ギリシャの債務問題への懸念が意識されていく中で、長期金利は緩やかな低下傾向を辿った。その後、

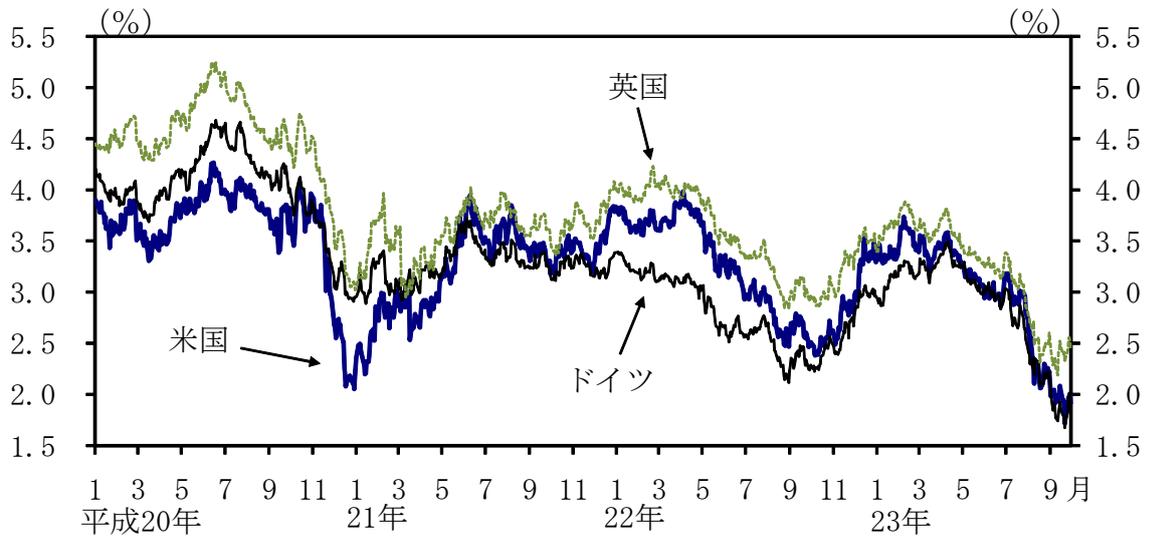
一旦は横ばい圏内の動きとなったが、夏場以降は、欧州ソブリン問題への懸念や欧州経済の先行きへの不透明感の強まりを受けて、米国同様、大きく低下した。この間、欧州周縁国に加え、一部の欧州主要国の長期金利は、ソブリン問題に対する懸念などから不安定な動きとなっており、ギリシャなど幾つかの国では記録的な水準にまで上昇した。

新興国・地域の金融市場をみると、株価は、夏場以降を中心に、世界経済の先行きや米欧債務問題への懸念の高まりを背景とするリスク回避姿勢の強まりから、下落した。また、長期金利の対米国債スプレッドは、ベースとなる米国債の利回り低下もあって、拡大した。通貨の動きをみると、夏場までは、新興国のインフレ懸念を背景とする利上げ観測が続いてきたことを背景に、振れを伴いながらも概ね自国通貨高の方向に推移した。もっとも、期末にかけては、米欧経済の影響を受けやすい中東欧や南米諸国を中心に、はっきりと減価した。この間、国際商品市況をみると、金は、投資家の安全資産への選好が強まる中、ほぼ一本調子で上昇を続け、一時最高値を更新したが、期末にかけては、大きく下落した。原油や非鉄金属は、世界経済の減速懸念の高まりなどから、期末にかけて緩やかな下落基調を辿った。

(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）

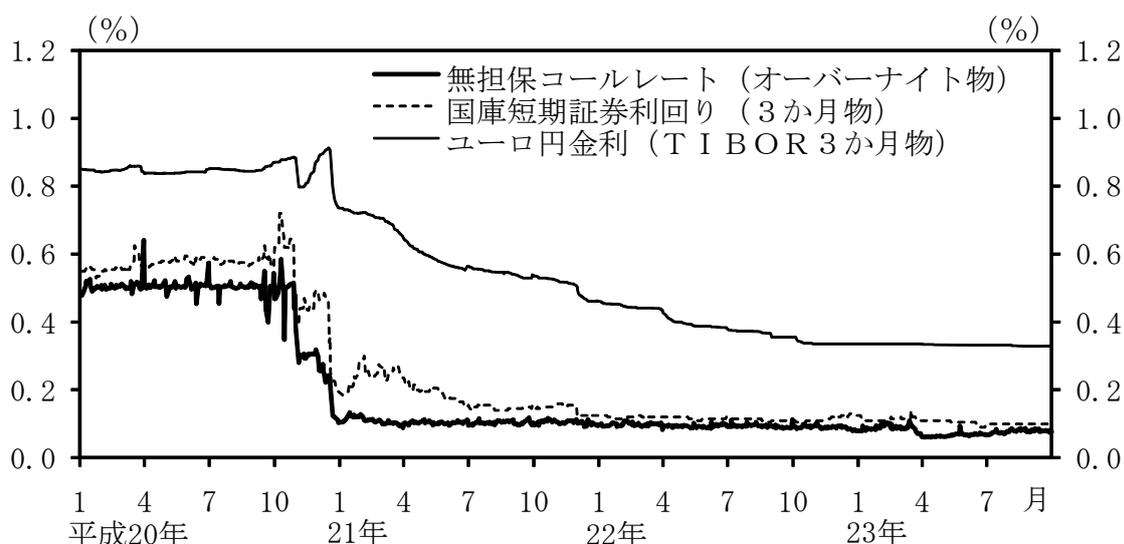


(2) 短期金融市場

23年度上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。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⁷、日本銀行の誘導目標金利が0～0.1%程度であるもとの、期中を通じて0.1%を幾分下回る水準で概ね横ばい圏内で推移した（図表21）。ターム物金利をみると⁸、国庫短期証券利回りは、長めの金利を中心に低下し、1年物まで含めて、0.1%に低下した。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

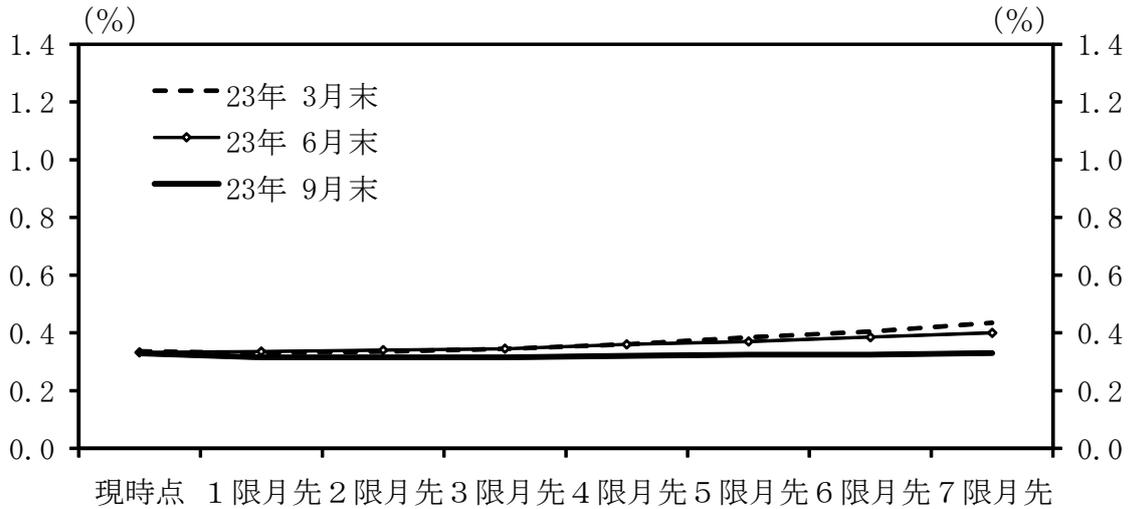


ユーロ円金利先物レートは（図表 22）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む動きとなった。

⁷ 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）。

⁸ 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 (TIBOR 3か月物) である。グラフでは、例えば、23年9月末時点 (太い実線) における1限月先 (23年12月央時点) のユーロ円金利の市場予想値が0.32%、2限月先 (24年3月央時点) が0.32%、3限月先 (24年6月央時点) が0.32%であったことを表している。

(3) 債券市場

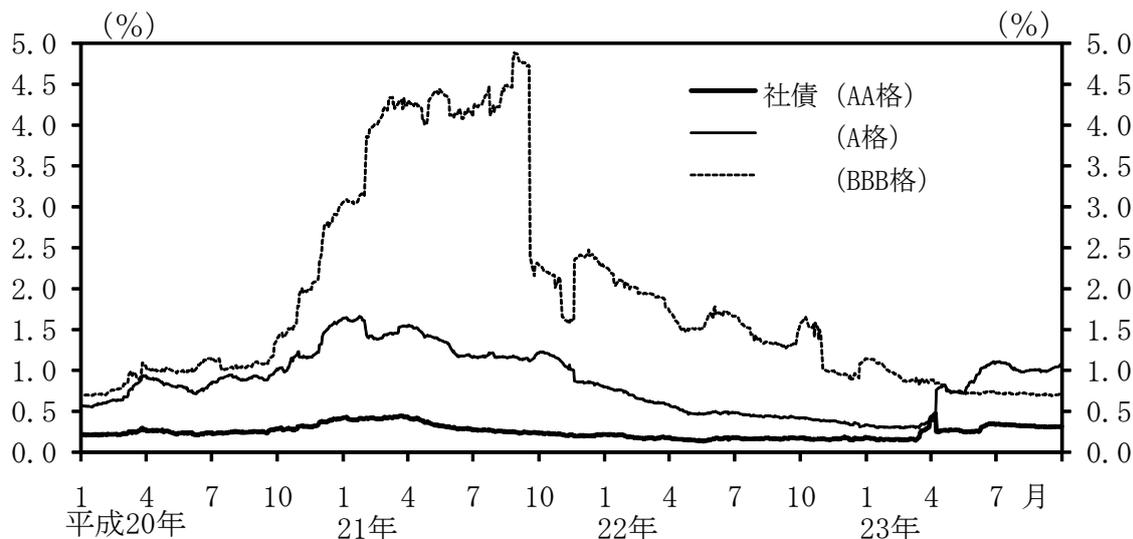
23年度上期の債券市場の動向をみると (図表 23)、長期国債 (10年債) の流通利回りは、4月上旬において、国債増発への警戒感などもあって、1.3%前後まで上昇する場面がみられた。その後は、同警戒感が幾分後退する中、米国金利が低下したこともあって、緩やかに低下し、1.0%程度での推移となった。

(図表 23) 長期国債流通利回り



社債市場については、期の前半にかけて、震災後の先行き不透明感から投資家の様子見姿勢が残る中、取引の薄い状態が続いた。その後は、電力銘柄を除けば、投資家の底堅い需要が改めて確認されるもとで、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は、緩やかな縮小基調を辿った⁹。

（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

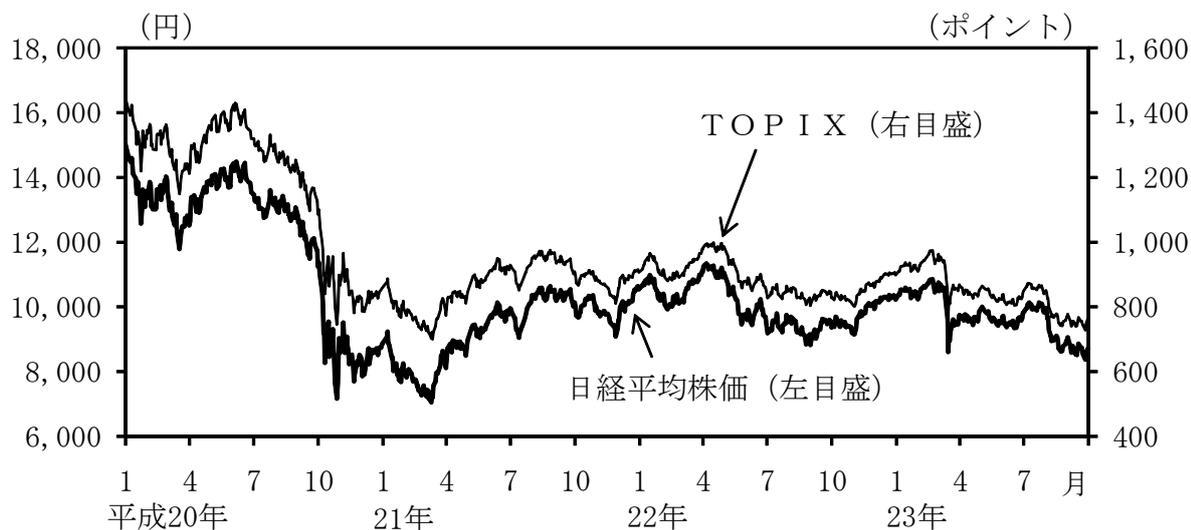
23年度上期の株式市場の動向をみると（図表 25）、株価は、6月下旬にかけては総じて横ばい圏内での推移となった後、市場予想を上回るペースで震災からの回復が進んだほか、米国株価が堅調に推移したこともあって上昇し、日経平均株価は一時10,000円台を回復した。もっとも、8月入り後は、投資家のリスク回避姿勢が強まったことを背景に米欧株価が大きく調整する中、為替が円高方向で推移したこともあって、9月下旬には一時8,500円を割るなど、大きく下落した。その後は、幾分持ち直し、9月末では8千円台後半となった。

不動産投資信託（J-REIT）の投資口価格は（図表 26）、増資等による需給悪化が意識され、総じて軟調な展開を続ける中、8月入り後には、株価が大き

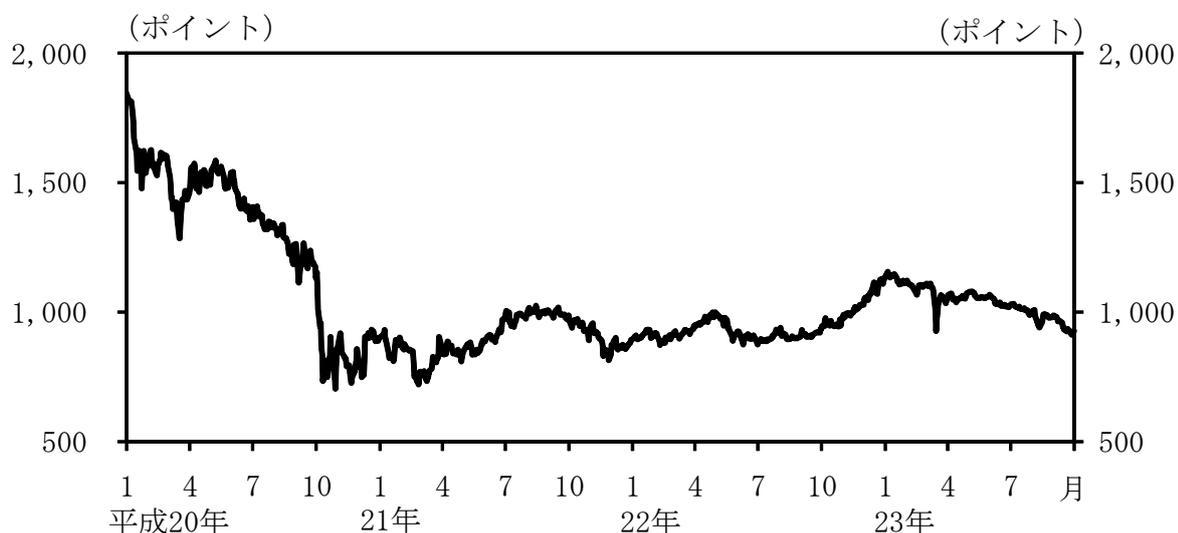
⁹ 図表 24 では、データの制約により電力銘柄を含むベースでの流通利回り格差を用いている。図表中、A格社債の国債との流通利回り格差が大きく拡大しているが、これは一部電力銘柄の格下げ（4月）や利回り格差拡大によるものである。また、7月にかけてのAA格社債の利回り格差の拡大も、電力銘柄の利回り格差拡大が主因である。

く調整する局面で、大幅に下落した。その後は、割安感が意識されるもとの、一旦上昇する場面がみられたが、9月入り後は、リスク回避姿勢が強まる中、再び大きく下落して推移した。

(図表 25) 株価



(図表 26) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

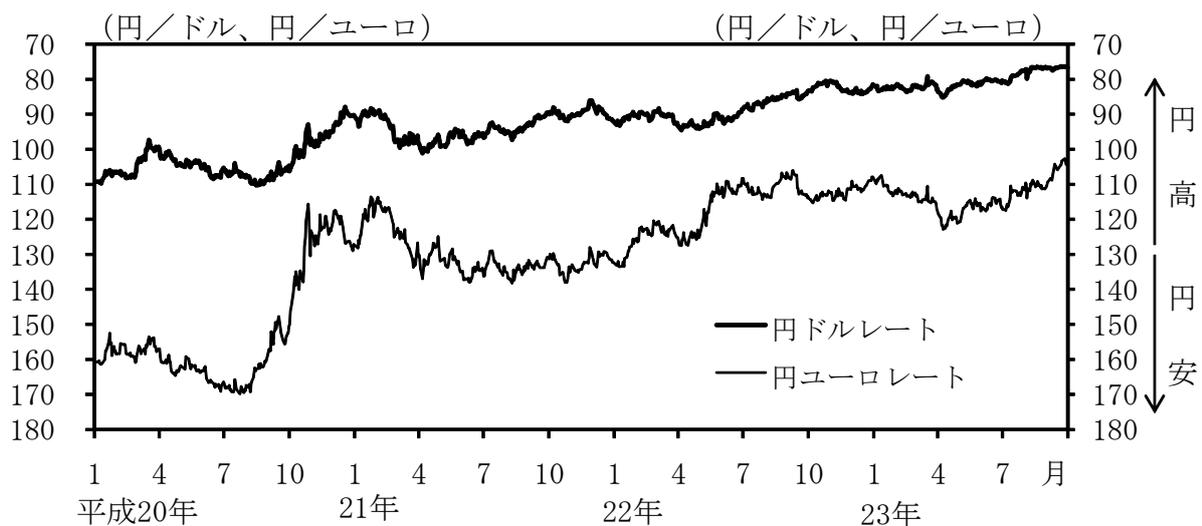
23 年度上期の外国為替市場の動向をみると (図表 27)、8月にかけて、米国経済の減速懸念の高まりから米国金利が低下したことなどもあって、円の対ドル相

場は、総じて円高方向の動きが続いた。こうした中、8月初旬の為替介入の実施を契機に、一旦は円安方向に転じたが、米国金利が低下するもとで再び円高が進み、8月中旬には最高値を更新する場面もみられた。その後は、米国金利が総じて低水準で推移する中、為替介入への警戒感もあって、76～77 円台と狭いレンジ内での推移となった。

円の対ユーロ相場は、4月には、欧州中央銀行による政策金利の引き上げもあって、120 円を上回るなどユーロ高が進む場面がみられたが、その後は、欧州周縁国の財政問題を巡る警戒感の高まりや欧州中央銀行による政策金利引き下げ観測もあってユーロ安が進行し、9月末には103 円台となった。

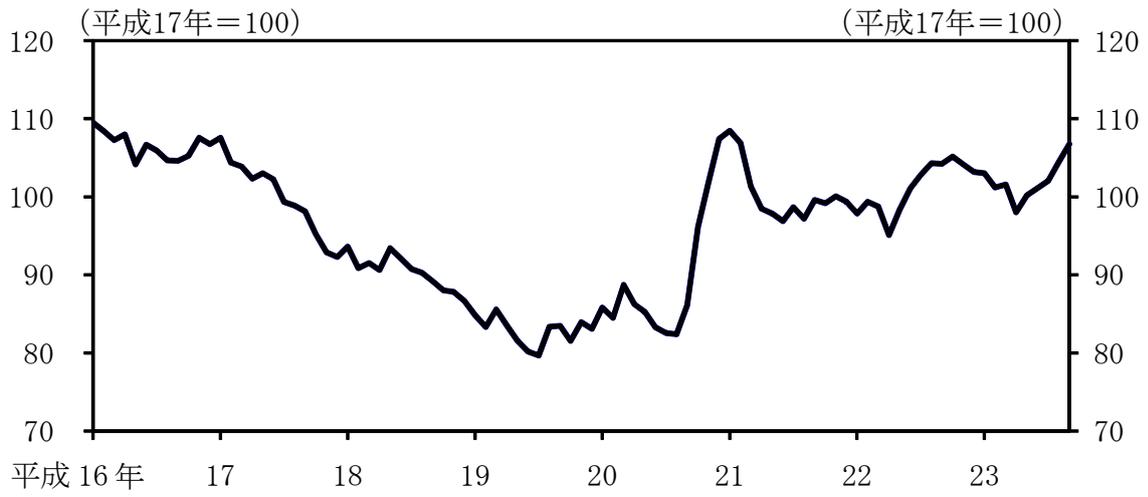
こうした為替相場動向を受けて、円の実質実効為替レートは¹⁰（図表 28）、円高方向に進んだ。

（図表 27）円の対ドル、対ユーロレート



¹⁰ 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。

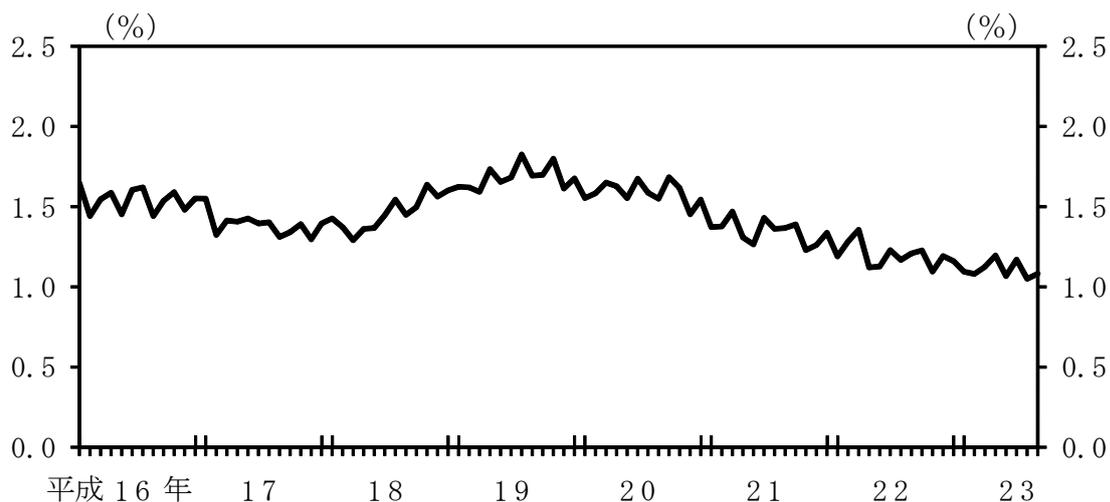
(図表 28) 円の実質実効為替レート



(6) 企業金融

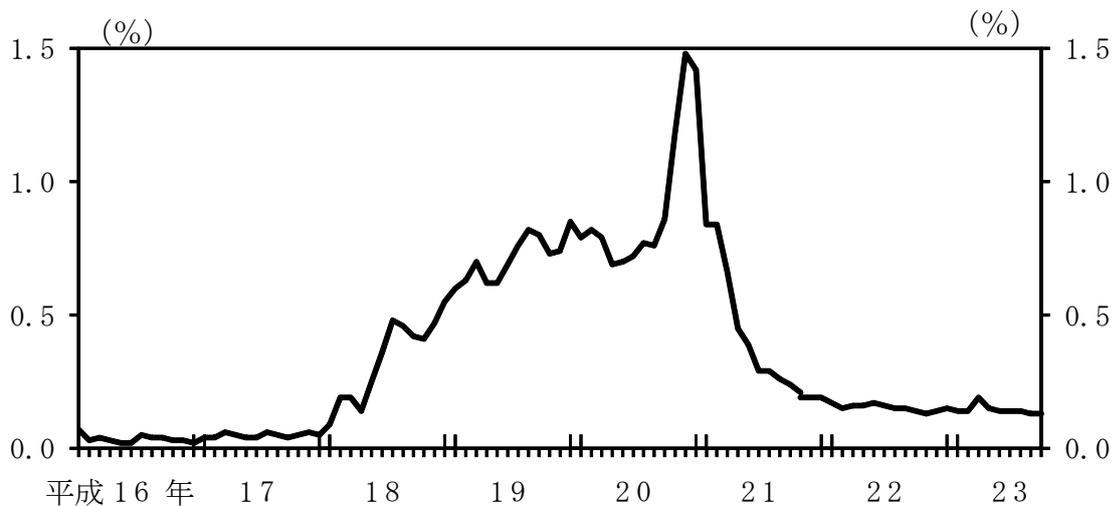
23年度上期の貸出金利の動きをみると(図表29)、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、振れを伴いつつも、低下傾向を辿った。

(図表29) 貸出約定平均金利(国内銀行、総合、新規実行分)



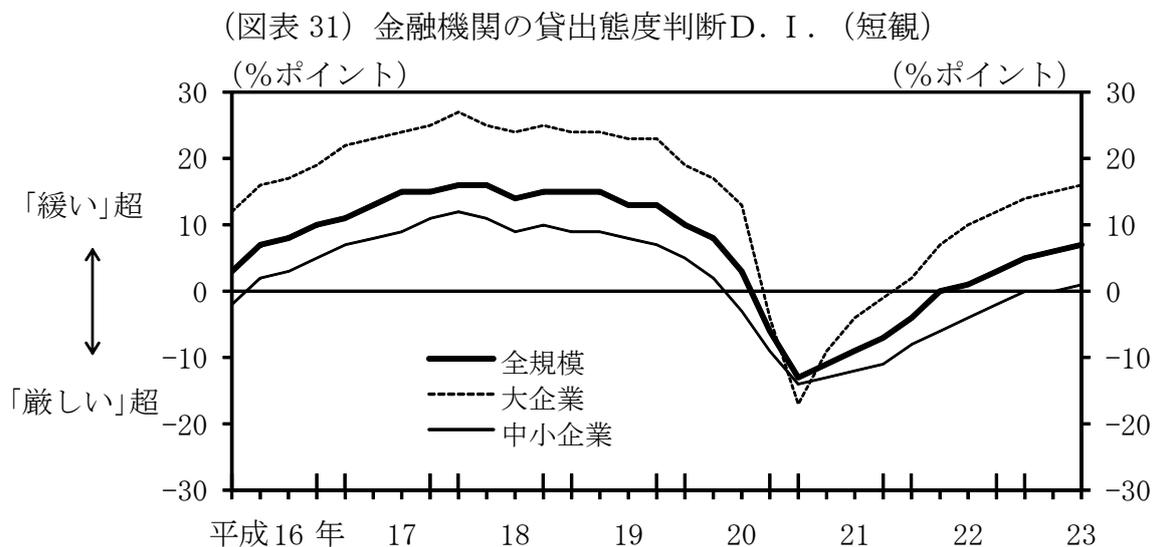
企業の短期の資金調達手段であるCPの発行金利は(図表30)、震災前と同程度となる低い水準で推移した。この間、社債の発行金利も、総じてみれば、震災前と同程度の低い水準で推移した。

(図表30) CP発行金利(3か月物)

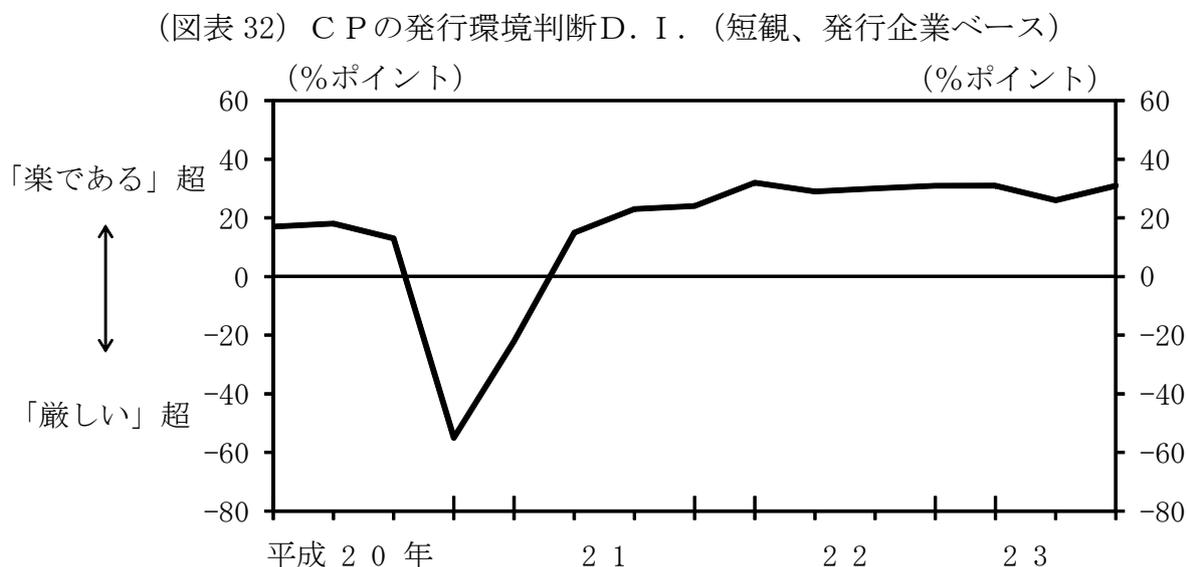


(注) 新発利回り。21年10月以前はa-1格相当以上の格付け取得先についての主要発行引き受け先平均。それ以後はa-1格相当の格付け取得先についての短期社債(電子CP)の平均。

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）、改善傾向が続いた。社債市場では、震災後発行を見送る動きが一時みられたが、その後は発行が再開され、発行体の裾野も広がるなど、総じて良好な発行環境となった。この間、CP市場では、総じて良好な発行環境が続いた（図表 32）。



(注) 全産業ベース (図表 35 も同様)。

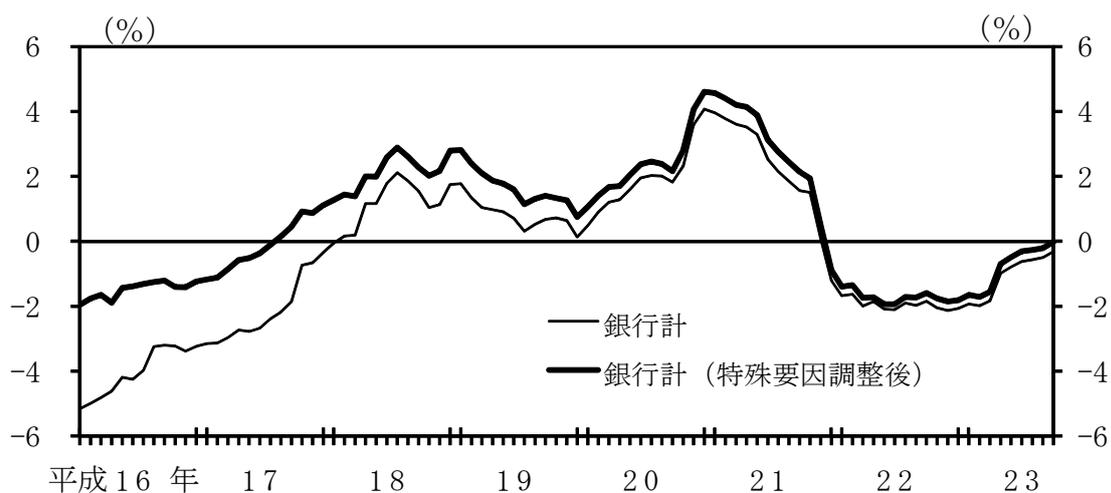


(注) 全産業・大企業のうち、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「CP残高」が一度でも存在したことがある企業のみを集計対象として、各期の「CPの発行環境」判断D. I. を集計したもの。

資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きがみられた。

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¹¹）は（図表 33）、減少幅の縮小傾向が続いた。社債の発行残高¹²は前年を上回って推移したほか、CPの発行残高は前年を上回らないし概ね前年並みの水準で推移した（図表 34）。

（図表 33）民間銀行貸出残高（平残前年比）

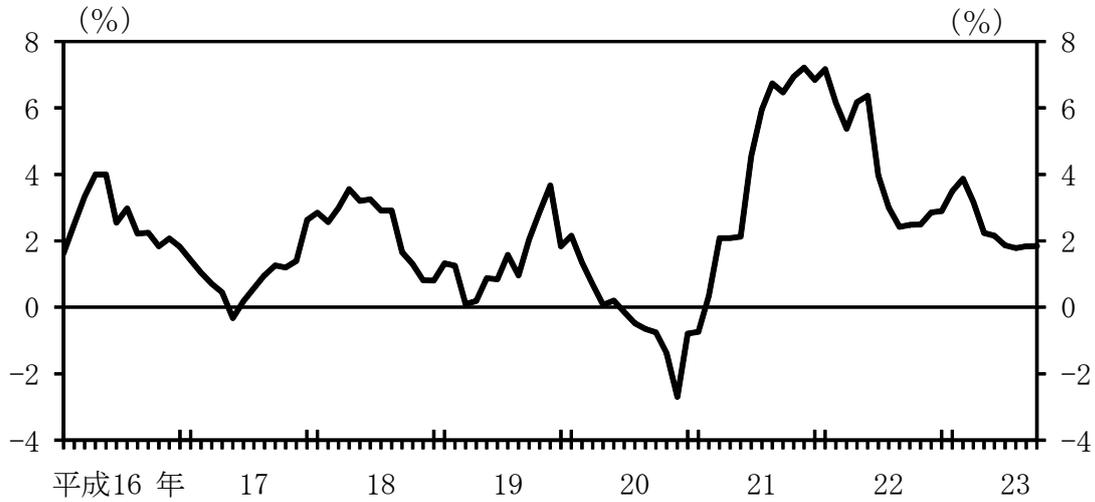


¹¹ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

¹² 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 34) 資本市場調達

(1) 社債発行残高 (末残前年比)



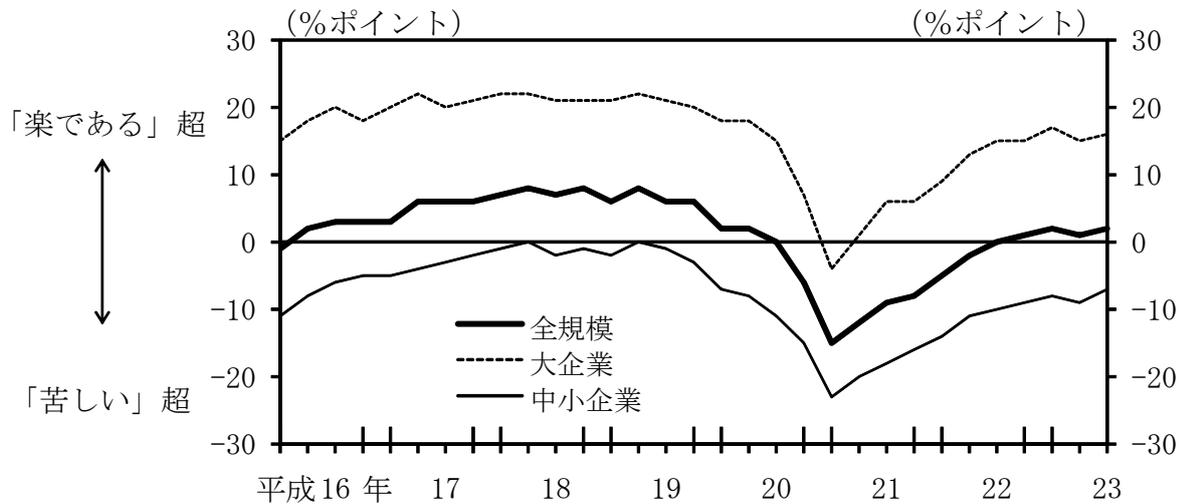
(2) CP発行残高 (末残前年比)



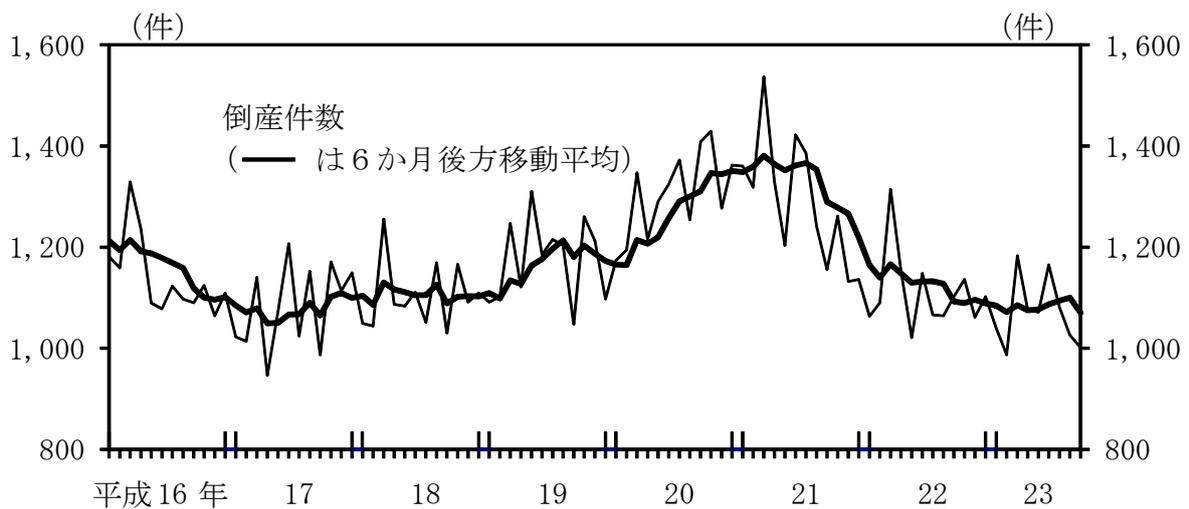
(注) 短期社債 (電子CP) の残高 (銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む)。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

企業の資金繰り判断は (図表 35)、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しいとする先がみられた。企業倒産件数は (図表 36)、低水準で推移した。

(図表 35) 企業の資金繰り判断D. I. (短観)



(図表 36) 企業倒産

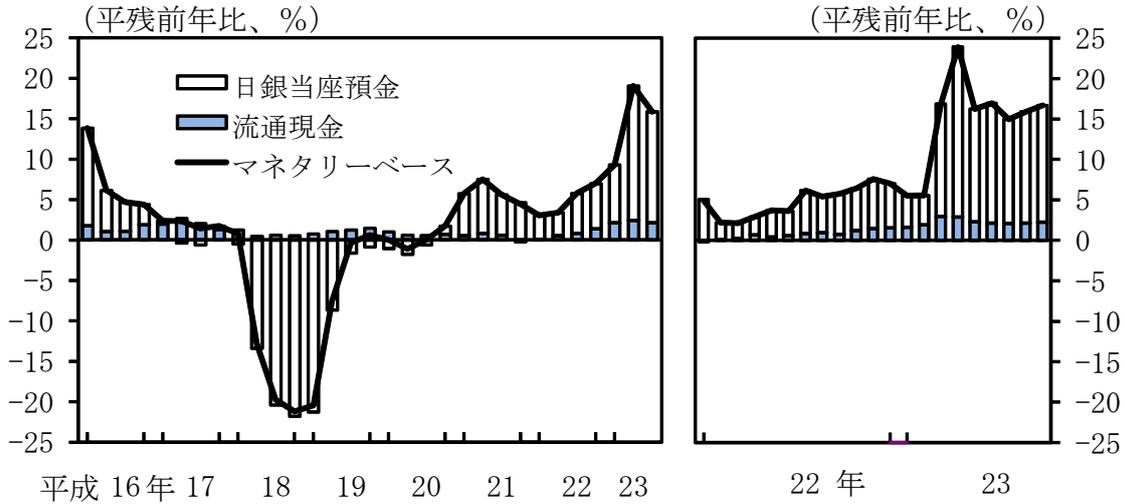


(7) 量的金融指標

23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）、前年の水準を大幅に上回って推移した。

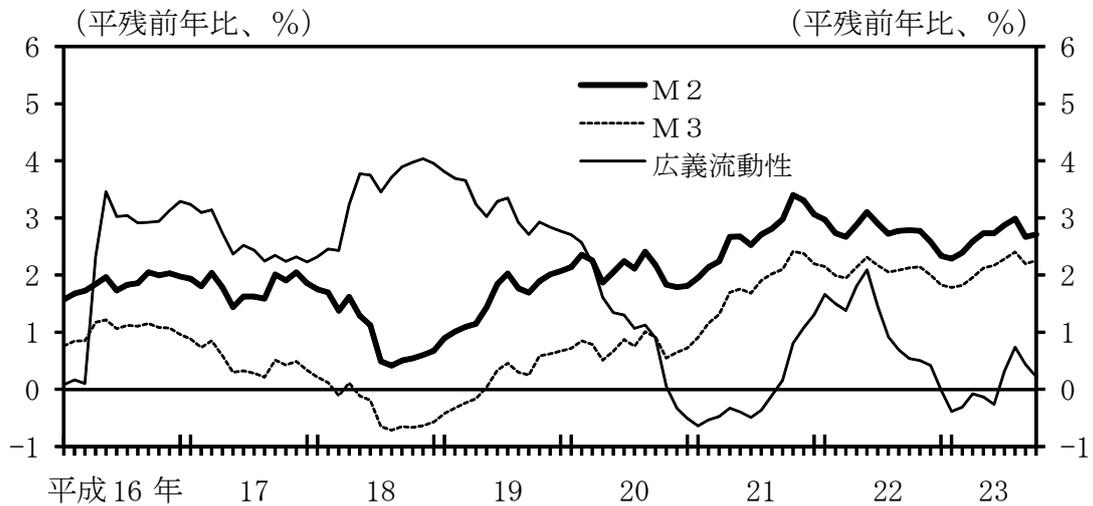
内訳をみると、日銀当座預金の残高は、日本銀行が潤沢な資金供給を行ったことを背景に、引き続き高い伸び率となった。この間、銀行券発行高は、震災等による現金需要の増大を映じて、前年比3%台後半まで一時伸び率が高まったが、その後は2%台後半まで伸び率が低下した。

(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)、民間資金調達の減少幅の縮小などを映じて、22年度下期と比べ伸び率が幾分拡大し、前年比2%台後半から3%程度の増加を続けた。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の伸びの拡大や国債の減少幅の縮小などから、22年度下期と比べて伸び率が幾分拡大した。

(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23年4月から9月までの間、計7回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	白川方明	（総裁）
	山口廣秀	（副総裁）
	西村清彦	（副総裁）
	野田忠男	（審議委員、6月13、14日会合まで出席）
	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）
	白井さゆり	（審議委員）
	石田浩二	（審議委員、7月11、12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、23年度上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)

政策委員会は、平成23年4月から5月の会合では、わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にあると判断した。先行きについては、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した。6月の会合では、わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられていると判断し、先行きについては、当面、生産面を中心に下押し圧力が残るものの、供給面での制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した。その後、7月の会合では、わが国の経済は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直していると判断し、先行きについて、供給面の制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した。8月の会合では、震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきていると判断したが、先行きについては、7月会合時の見方を維持しつつも、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっていることを指摘した。9月の会合では、わが国の経済は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきていると判断した。先行きについては、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した（図表39）。

物価面については、4月から5月の会合では、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、下落幅は縮小を続けていると判断し、先行きについては、当面、小幅のプラスに転じていくとみられるとの見方を示した。6月から8月までの会合では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のプラスとなっていると判断し、先行きも小幅のプラスで推移するとみられるとの見方を示した。9月の会合では、消費者物価指数が本年8月に平成22年基準の指数に切り替わり、前年比計数が平成23年1月分に遡って下方改定されたことを受け、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、概ねゼロ%となっていると判断した。先行きについては、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられるとの見方を示した。

(図表 39) 政策委員会の経済情勢についての判断

23年 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。
4月	わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある。
5月	わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある。
6月	わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられている。
7月	わが国の経済は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している。
8月	わが国の経済は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきている。しかしながら、このところ、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっている。
9月	わが国の経済は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている。

(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、0～0.1%程度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）。そのうえで、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よう、包括的な金融緩和政策を通じた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という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針であった。

東日本大震災への対応では、発生直後の3月の会合において、金融緩和を一段と強化することを決定した。4月6、7日の会合では、被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施することが必要と判断すると同時に、今後

の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることが適当と判断した。議長は、執行部に対し、これら2つの措置について具体的な検討を行い、次回会合において報告するよう指示した。4月28日の会合では、執行部からの報告を踏まえ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領等を決定した。

6月の会合では、金融機関が、金融面の手法を一段と広げ、わが国経済の成長基盤の強化に向けて、さらに活発に取り組むことを後押ししていく観点から、出資や動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）などを対象として、新たな貸付枠を設定することを決定した。

7月の会合では、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、米ドル・スワップ取極の期限を延長すると同時に、米ドル資金供給オペレーションの期限も24年8月1日まで延長することを決定した。

8月の会合では、景気の見通しを巡る不確実性が高く、海外情勢やそれらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性がある状況の中、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとする必要があるとの判断から、資産買入等の基金を40兆円程度から50兆円程度に10兆円程度増額し、金融緩和を強化することを決定した。

(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
23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、0～0.1％程度で推移するよう促す。 ・ 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの骨子素案を公表。 ・ 議長が執行部に対し、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションと被災地金融機関の担保適格要件の緩和に関する具体策を検討するよう指示。
4月28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、0～0.1％程度で推移するよう促す。 ・ 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領と被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則等を決定。
5月20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、0～0.1％程度で推移するよう促す。
6月14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、0～0.1％程度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について、出資や動産・債権担保融資等を対象として、新たな貸付枠を設定することを決定。
7月12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、0～0.1％程度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・スワップ取極および米ドル資金供給オペレーションの期限を延長。
8月4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、0～0.1％程度で推移するよう促す。 ・ 資産買入等の基金を40兆円程度から50兆円程度に10兆円程度増額。
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、0～0.1％程度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、23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28日の会合では、23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 わが国の経済は、23年入り後、海外経済の成長率が再び高まるもとの、震災前には、輸出や生産が増加基調に復する動きがみられるなど、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある状況となっていた。こうした状況は、今回の震災によって大きく変化している。震災後は、わが国経済が、供給面で大きな制約を受けているため、海外経済の回復を起点として輸出や生産の増加がわが国経済の回復を支えていくというメカニズムが弱まっている。
- ② 23年度前半は、下押し圧力が強い状態が続いた後、年度後半にかけては、輸出や生産がはっきりとした増加に転じるもとの、年度前半からの反動もあって、景気回復テンポが高まる可能性が高い。24年度入り後は、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も続くため、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる¹³。
- ③ 消費者物価(除く生鮮食品)の現状をみると、前年比下落幅は縮小を続けてきた。最近では、高校授業料無償化等の影響を除けば、マクロ的な需給バランスが緩やかに改善するもとの、国際商品市況高の影響もあって、消費者物価の前年比は小幅のプラスに転じている¹⁴。

¹³ 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、相当幅をもってみる必要がある。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。

¹⁴ 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った高校授業料無償化等の影響を除いている。

- ④ 先行きの物価を巡る環境を展望すると、個別の財やサービス市場では、震災の影響による供給制約が、ボトルネック状況などにつながり、これが物価上昇圧力となる可能性はあるものの、マクロ的な需給バランスは、震災の影響により供給面での制約が厳しくなると同時に、需要も減退するとみられるため、その変動については、短期的には不確実性が高い¹⁵。もともと、やや長い目でみれば、景気が緩やかな回復経路に復していくに従って、マクロ的な需給バランスは徐々に改善していくと考えられる。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。市場参加者や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%程度で安定的に推移している。国際商品市況については、新興国・資源国の高い成長などを背景に、持続的に上昇しており、先行きについても、緩やかに上昇を続けることを想定している。
- 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、マクロ的な需給バランスが改善基調で推移するもとの、国際商品市況の上昇を反映し、見通し期間を通じて上昇が続くと見込まれる。消費者物価についても、国際商品市況上昇の影響がラグを伴いつつ波及すると考えられる。加えて、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基調的にみて改善していくことから、消費者物価の前年比は、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると見込まれる¹⁶。
- 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、今回の震災の影響の不確実性の大きさ、震災を契機とした企業や家計の成長期待の変化、海外

¹⁵ もともと、マクロ的な需給バランスの計測値は、やや長い目で、かつ幅をもってみるべきものである。足もとは、電力の供給不足やサプライチェーンの障害など異例の現象が生じているため、その点に特に注意する必要がある。

¹⁶ 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。

経済の動向、国際商品市況が一段と上昇した場合の影響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。この点、震災がマクロ的な需給バランスに与える影響の評価については注意が必要である。このほか、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、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」を念頭に置いたうえで、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^{17, 18}。

- 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。上述の通り、わが国経済は、震災の影響により、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状況が続くと考えられる。もっとも、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、わが国経済は、23年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。物価面では、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していくもとので、消費者物価の前年比は、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると見込まれる。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、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとの持続的成長経路に復していくと考えられる。

- 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

¹⁷ 「中長期的な物価安定の理解」に基づき、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、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。

¹⁸ 「中長期的な物価安定の理解」については、今回の会合において点検を行った結果、「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、中心は1%程度である。」となった。

点から重視すべきリスクを点検する。景気については、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きい。さらに、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けて、新興国・資源国の経済が上振れる可能性がある。米国経済については、成長率が上振れる可能性もある一方で、バランスシート調整が景気を下押しするリスクがあるほか、欧州については、ソブリン問題の帰趨に引き続き注意が必要である。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加に繋がる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。物価面では、国際商品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つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられる。ただし、当面は、震災の影響を中心に、景気の下振れリスクを意識する必要がある。
- ④ 先行きの金融政策運営については、上述の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、「包括的な金融緩和政策」を通じた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という3つの措置を通じて、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていく。今後とも、震災の影響を始め、先行きの経済・物価動向を注意深く点検した上で、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である。

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28日に公表した（背景説明を含む全文は4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. 23年4月の会合

(海外経済は回復を続けている)

海外経済について、委員は、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで回復を続けているとの見方を共有した。

(わが国経済は、震災の影響により下押し圧力の強い状態にある)

わが国経済について、委員は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にあるとの認識で一致した。4月6、7日の会合では、委員は、被災地の工場で生産されていた部品や素材の供給に大きな制約が生じたため、被災地のみならず、広い範囲にわたって生産活動が低下しているとの認識を共有した。

先行きについて、委員は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続くものの、その後は、供給面の制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。4月6、7日の会合では、震災がわが国経済に及ぼす影響について、委員は、不確実性が非常に大きく、今後とも、供給制約の解消に向けたプロセスや、内外の需要動向など、様々な視点から丹念に点検していく必要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た後、小幅のプラスに転じている)

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、4月6、7日の会合では、委員は、下落幅が縮小を続けているとの認識を共有し、4月28日の会合では、高校授業料無償化等の影響を除けば、マクロ的な需給バランスが改善するもとで、国際商品市況高の影響もあって、小幅のプラスに転じているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、当面、小幅のプラスに転じていくとの認識で一致した。この間、4月28日の会合では、ある委員が、23年8月に予定されている消費者物価指数の基準改定により、前年比の下方修正が見込まれるものの、デフレ脱却に向けたトレンドは変化しないと述べた。

(金融環境は、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっている)

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているものの、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっているとの認識を共有した。

4月6、7日の会合では、多くの委員が、短期金融市場について、震災後、予備的な資金需要の高まりを背景に金利がやや強含んだが、日本銀行による大量の資金供給を受けて、最近では、再び落ち着きを取り戻していると指摘した。また、CP市場の動向についても、震災直後に発行スプレッドが幾分拡大したものの、日本銀行によるCP買現先オペの実施などを受けて低下に転ずるなど、足もとにかけて良好な発行環境が確保されていると述べた。社債市場については、信用スプレッドが幾分拡大する中、発行を見送る動きがみられていると指摘した。なお、震災後の金融動向について、委員は、わが国の金融機能はしっかりと維持されており、資金決済の円滑も確保されていることを確認した。

4月28日の会合では、多くの委員が、社債市場について、このところ発行の動きが徐々にみられ始めていると指摘した。

(金融市場調節方針の維持)

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%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。

4月28日の会合では、一人の委員は、原子力発電所の事故が長期化し、津波の被害や電力供給能力の不足とともに複合的な問題となっていることから、企業や家計のマインドが更に悪化し、実体経済への悪影響が強まるリスクが高まっているため、資産買入等の基金を5兆円程度増額することが適当との意見を述べた。別のある委員は、経済物価の見通しを踏まえると追加緩和の必要性は高まっているとの認識を示したうえで、現在は、以下の点を更に点検しながら、具体的な措置やタイミングを見極めていくことが重要であると述べた。すなわち、この委員は、検討の視点として、市場規模の制約等を踏まえたリスク性資産の買入余地、全体として効果を発揮している包括緩和における各措置の効果とその波及経路、

非伝統的手段の持つ副作用、効果発現ラグを踏まえた効果的な政策実施時期などを指摘した。多くの委員は、3月に資産買入等の基金の増額による追加緩和を決定した際には、その段階で経済の下振れと不確実性の増大を認識し、リスク性資産を中心に思いきった増額を行ったのであって、現時点ではその効果波及を見守っていくことが適当であるとの考えを示した。

(被災地金融機関を支援するための新たな枠組みの決定)

4月6、7日の会合では、今回の震災の影響の大きさや被災地の金融情勢を踏まえ、委員は、現在の市場への潤沢な資金供給に加え、被災地金融機関に対して長めの資金供給を行うことにより、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を資金面から支援していくことが適当であるとの見方を示した。更に、多くの委員は、今後の被災地金融機関の資金調達余力を確保する観点から、担保適格要件の緩和を図ることも併せて検討することが望ましいとの認識を示した。委員は、新たな資金供給オペレーションの基本的な枠組みを骨子素案として取り纏め、会合後に公表することが適当であるとの認識で一致した。

4月28日の会合では、4月6、7日の会合で議長から指示のあった被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションと担保適格要件の緩和の具体的な検討内容について、執行部より報告があった。

まず、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、以下の報告があった。①系統金融機関への資金供給方法は、取引先である各系統中央機関を通じて行うことが適当であると考えられる、②貸付限度額は、貸出残高のシェアに応じて1兆円の貸付総額を割り振ることを原則としつつ、極端な貸付限度額の集中が生じないように、1先当たり1,500億円の上限額を設定することが適当と考えられる、③貸付受付期間は、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応に万全を期すことを目的としていること等に鑑み、23年10月までの半年とするのが適当と考えられる。

次に、担保適格要件の緩和については、以下の報告があった。①対象金融機関は、被災地金融機関に限ることが適当と考えられる、②担保の利用範囲は、多様な本行与信に利用できる共通担保とすることが適当と考えられる、③適用期間は、

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの実施期間と合わせ、1年半後の24年10月末までとすることが適当と考えられる、④対象となる担保の種類は、被災地の企業に対する社債、手形および証書貸付債権などとするのが適当と考えられる、⑤適格要件の緩和内容とリスク管理面の工夫として、外部格付を取得していない企業については、被災地金融機関の直近の自己査定において正常先に区分されている企業の手形および証書貸付債権を適格とすることが適当と考えられる。外部格付を有する企業については、通常A格相当以上としている格付要件をBBB格相当以上まで緩和することが適当と考えられる。

委員は、上記の執行部案は妥当なものであり、これに基づいて、具体的な運営に関する基本要領の制定等を行うことが適当であるとの認識で一致し、採決の結果、全員一致で決定した。

ロ. 5月の会合

(海外経済は回復を続けている)

海外経済について、委員は、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで回復を続けており、先行きも回復を続けていくとの見方を共有した。

(わが国経済は、震災の影響により下押し圧力の強い状態にある)

景気の現状について、委員は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にあるとの認識で一致した。多くの委員は、1～3月期の実質GDP成長率が年率-3.7%と、大幅に低下したことに言及し、その背景として、震災直後に、供給制約から生産が大幅に減少し、その結果、輸出が大きく落ち込み、在庫が取り崩されたことを指摘した。

先行きについて、委員は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、23年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を共有した。

(消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じていく)

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、概ねゼロ%となっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じていくとみられるとの認識を共有した。また、委員は、消費者物価の前年比が、先行き小幅のプラスに転じていくとはいえ、8月に予定されている基準改定の結果、下方改定される可能性が高いとの認識を共有した。

(金融環境は、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっている)

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているが、中小企業を中心に一部で資金繰りに厳しさが窺われるとの見方で一致した。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のもとで、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。企業金融について、多くの委員は、CP市場の発行環境は良好であり、発行レートも、震災前の水準に復していると述べた。また、委員は、社債市場について、これまで市場においてベンチマーク的な機能を担ってきた電力債の発行が停止している中であっても、このところ、徐々に発行を再開する動きがみられると指摘した。

(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、0～0.1%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。

ハ. 6月の会合

(海外経済は、減速しつつも回復を続けている)

海外経済について、委員は、減速しつつも、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで回復を続けており、先行きも回復を続けていくという見方を共有した。ただし、多くの委員は、海外経済の先行きを巡る下振れリスクが幾分高まっ

ているとの認識を示した。

（わが国の景気は、持ち直しの動きもみられている）

景気の現状について、委員は、震災の影響により生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられているとの認識で一致した。委員は、前回5月会合後に公表された経済指標をみると、震災直後の3～4月の落ち込みはきわめて大きなものであったが、最近では供給面の制約が和らぎ始め、家計や企業のマインドも幾分改善しつつあるもとの、生産活動や国内民間需要に持ち直しの動きもみられているとの見方で一致した。また、大方の委員は、こうした生産活動の持ち直しの動き等は、震災直後の見通しと比べてやや前倒しで進捗していると述べた。

（消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じている）

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、これまでの動きは4月の展望レポート時の見通しに沿った動きであり、先行きも、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していく中で、小幅のプラスで推移するとの見方で一致した。また、委員は、消費者物価の前年比が、8月に予定されている基準改定の結果、下方改定される可能性が高いとの認識を共有した。

（金融環境は、中小企業を中心に一部で資金繰りに厳しさが窺われる）

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているが、中小企業を中心に一部で資金繰りに厳しさが窺われるとの見方で一致した。多くの委員は、企業の資金調達コストは低下傾向が続いており、企業からみた銀行の貸出態度についても、改善傾向が続いているとの見方を示した。企業金融について、多くの委員は、CP市場の発行環境は良好であり、発行レートも、震災前の水準に復していると述べた。また、大方の委員は、社債市場では、電力会社は発行できていないが、全体としてみると、発行量が着実に積み上がるなど、発行環境が改善し、良好となっていると指摘した。この間、大方の委員は、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りの厳しさが窺われる点には、引き続き、十分な注意が必要であると述べた。

(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。

(成長基盤強化を支援するための資金供給の拡充)

成長基盤強化を支援するための資金供給の今後の取扱いについて、委員は、既に貸付枠の3兆円をほぼ使い切り、このままでは新規貸付が殆ど行えない状態にある中、金融機関が、金融面の手法を一段と広げ、わが国経済の成長基盤の強化に向けて、さらに活発に取り組むことを支援する観点から、何らかの措置を講じることが適当であるとの見解を共有した。執行部が、議長の求めに応じて、資金供給の仕組みについて説明した後、委員は、具体的な制度設計について追加的な議論を行った。そのうえで、執行部が説明した、①対象とする投融資としては、出資等の資本性を有する投融資や動産・債権担保融資(いわゆる「ABL」)等とすること、②貸付期間は、投融資を支援する観点と本行財務の健全性等への考慮のバランスをとって、1回の貸付期間を従来の2倍の2年間とすること、③貸付総額は、金融機関における出資やABL等の実施状況も踏まえ、5,000億円としたうえで、極端な集中が生じないように、対象先金融機関毎の貸付額は500億円を上限とすること、に沿って追加的な措置を講じることが適当との見解で一致した。議長は、成長基盤強化を支援するための資金供給の取扱いに関する委員の意見がほぼ収斂しているとの見解を示し、他の委員がそれに同意したことから、本会合において、基本要領を含む具体的な制度の詳細を決定することとなり、採決の結果、全員一致で決定した。

二. 7月の会合

(海外経済は、減速しつつも緩やかな回復を続けている)

海外経済について、委員は、減速しつつも、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、緩やかな回復を続けており、先行きも回復を続けていくとの見方を共有した。ただし、何人かの委員は、海外経済の先行きを巡り、景気について

は下振れリスク、物価については、新興国を中心に上振れリスクが幾分高まっているとの認識を示した。

(わが国の経済は、持ち直している)

わが国の経済について、委員は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直しているとの認識で一致した。大方の委員は、震災後に大きく落ち込んだ生産活動は、供給面からの下押し圧力が弱まる中で、このところ持ち直しの動きが明確になっていると述べた。また、委員は、輸出が増加に転じているほか、国内民間需要についても、家計や企業のマインドが幾分改善するもとの、持ち直しつつあるとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、供給面の制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた復興需要の顕現化などから、23年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。24年度についても、多くの委員は、民間および政府の復興需要の増加が続くと見込まれることから、潜在成長率を上回るペースで景気が回復していくとの認識を示した。

(消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移している)

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基調的に改善していく中で、足もと、先行きとも、小幅のプラスで推移するとの見方を共有した。この間、委員は、8月に予定されている消費者物価指数の基準改定により、同指数の前年比は下方改定される可能性が高いとの認識で一致した。

(金融環境は、総じて緩和の動きが続いている)

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いているとの見方で一致した。社債市場について、多くの委員は、高格付社債のスプレッドが、震災前と概ね同じ水準まで低下しているほか、低格付社債の発行体の裾野に広がりが見られるな

ど、良好な発行環境を取り戻しているとの認識を示した。

（金融市場調節方針の維持）

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%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）

米ドル資金供給オペレーション等の期限延長について、大方の委員は、最近利用実績はないとはいえ、こうした資金供給の枠組みの存在自体が、金融市場に安心感をもたらす効果は大きいと述べた。そのうえで、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および米ドル資金供給オペレーションの期限を24年8月1日まで延長することについての執行部提案を討議し、全員一致で決定した。

（「経済・物価情勢の見通し」の中間評価）

7月の会合では、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。大方の委員は、23年度の成長率は、4月の展望レポートの見通しに比べて幾分下振れるとの認識を示した。その理由として、多くの委員は、震災直後の経済の落ち込みが予想よりも大きく、22年度第4四半期が大幅なマイナス成長となったため、23年度にかけての発射台が下振れたこと（統計上の「ゲタ」の下振れ）を指摘した。また、多くの委員は、わが国経済が、本年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくという展望レポートのシナリオは維持されており、24年度の成長率については、概ね4月時点の見通しに沿って推移するとの認識を示した。

物価面については、多くの委員が、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見方を示した。この間、複数の委員は、自らの経済・物価見通しについて、展望レポートの見通しの範囲内ではあるが、その下限近くであると述べた。

景気面のリスク要因について、多くの委員は、震災後の供給面の制約に伴う短期的な下振れリスクは、サプライチェーンの急速な修復や電力需給の改善などから、後退しているとの認識を示した。一方、多くの委員は、やや長い目でみた電力の供給制約については、不確実性が幾分増していると述べ、日本経済にマイナスの影響を与える可能性があるとは指摘した。

物価面のリスク要因について、何人かの委員は、世界経済が減速しつつも回復を続けている中、国際商品市況が一段と上昇し、わが国の物価が上振れる可能性があるとの認識を示した。一方、何人かの委員は、消費者物価指数の基準改定の影響を含め、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月の会合

(為替・金融資本市場は、不安定な動きとなっている)

冒頭、議長は、このところ、海外経済の先行きに対する不確実性が大きいもとで、為替市場においてドル安円高が進行しているほか、株価も不安定な動きとなっており、本日4日には、為替市場における一方向に偏った円高の動きが、経済・金融の安定に悪影響を及ぼしかねないことから、財務省が朝方から市場への介入を実施していると述べた。また、そうした状況を踏まえると、日本銀行としても、わが国の経済・金融情勢を点検したうえで、金融政策運営方針を速やかに決定・公表していくことが、為替・金融資本市場の安定を確保し、企業のマインドの下振れを防ぐ観点から重要であると述べた。そのうえで、当初4、5日の2日間を予定していた会合の日程を変更し、本日4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。

(海外経済は、減速しつつも緩やかな回復を続けている)

海外経済について、委員は、減速しつつも、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、緩やかな回復を続けており、先行きも回復を続けていくとの見方を共有した。そのうえで、委員は、①米国では、債務上限問題が決着をみた後も、市場では、財政健全化を巡る懸念は払拭されておらず、最近では景気の下振れ懸

念が高まっている、②欧州周縁国のソブリン・リスク問題は、全体としてみれば、依然として緊張した状態が続いている、③新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い、との認識で一致した。

（わが国の経済は着実に持ち直してきているが、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっている）

わが国の経済について、委員は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきているとの見方で一致した。また、景気の先行きについて、委員は、生産活動が回復していくにつれ、輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくものとみられるとの認識を共有した。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、経済見通しを巡る不確実性は高く、このところ、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっているとの認識を共有した。委員は、米国の財政問題と景気下振れ、欧州のソブリン・リスク問題、新興国・資源国の物価安定と成長の両立といった海外の経済・財政を巡る情勢や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性があるとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移している）

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基調的に改善していく中で、小幅のプラスで推移するとの見方で一致した。また、委員は、消費者物価の前年比が、今月予定されている基準改定により下方改定され、若干のマイナス領域を含めゼロ%近傍に一旦戻るとみられるとの認識を共有した。委員は、消費者物価の前年比が下方改定される可能性が高いことを踏まえると、新たな指数でみた場合に、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるまでには、なお時間を要するとの見方を共有した。

（金融環境は、総じて緩和の動きが続いている）

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いているとの見方で一致した。企業金融について、委員は、CP市場、社債市場ともに、全体としてみれば、良好な発行環境となっており、銀行貸出は前年比減少幅が縮小してい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、0～0.1%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増額）

資産買入等の基金の運営について、委員は、足もとおよび先行きの景気・物価情勢を踏まえ、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行を、より確かなものとする観点から、長めの金利低下やリスク・プレミアムの縮小を更に促すべく、基金を増額し、金融緩和を一段と強化する必要があるとの認識で一致した。委員は、増額の規模について、先行きの様々なリスクを念頭に置いて、この時点で十分な緩和を行うという日本銀行の政策姿勢を明確に示す観点から、インパクトのある金額とすることが適当との見解で一致し、多くの委員は、過去の増額幅である5兆円を上回る10兆円とすることが適当との考えを示した。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、当該資産の市場規模や日本銀行の財務の健全性を考慮に入れつつ、固定金利オペの拡大や幅広い資産の買入を行うことが適当との見方を示した。そのうえで、資産買入等の基金の残高の増額幅について、委員は、執行部説明に沿って、長期国債を2.0兆円程度、国庫短期証券を1.5兆円程度、CP等を0.1兆円程度、社債等を0.9兆円程度、指数連動型上場投資信託を0.5兆円程度、不動産投資信託を0.01兆円程度、6か月物の固定金利オペを5.0兆円程度、それぞれ増額することが適当であるとの認識を共有し、採決の結果、全員一致で決定した。

へ. 9月の会合

(海外経済は減速している)

海外経済について、委員は、既往の原油価格上昇による実質購買力の低下、日本のサプライチェーン障害、新興国における金融引き締めの影響などから、減速しているが、先行きは、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、全体としてみれば、堅調に推移するとの見方を共有した。ただし、①米国では、バランスシート調整圧力が引き続き経済の重石となって作用しており、景気の回復ペースがきわめて緩やかになっていること、②欧州では、ソブリン・リスク問題の影響が、金融市場の動揺やマインドの悪化を通じて、実体経済にも及び始めていること、③新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高いこと、などからみて、海外経済の先行きを巡る下振れリスクが幾分高まっているとの認識で一致した。

(国際金融資本市場は、振れの大きい不安定な状態となっている)

国際金融資本市場について、委員は、米欧の債務問題に対する懸念などから投資家のリスク回避姿勢が強まる中、米欧経済の先行きに対する見方や米国金融政策を巡る思惑などを反映して、振れの大きい不安定な状態となっているとの認識を共有した。

(わが国の経済は着実に持ち直してきており、生産や輸出は震災前の水準に概ね復している)

景気の現状について、委員は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきているとの見方で一致した。また、生産や輸出について、震災前の水準に概ね復しているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、堅調な海外需要を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた国内需要の顕現化などから、23年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中、海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響に、最も注意が必要であるとの見方で一致した。多くの委員は、足もとでは、とりわけ、欧州のソブリン・リスク問題が世界経済、ひいては日本経済を下押しするリスクが高まっていると述べた。

（消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移する）

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、平成22年基準の指数に切り替わり、下方改定されたことを受け、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。多くの委員は、既往原燃料高の最終消費財価格への転嫁が当面の下支えとなり得る一方、10月以降は、昨年引き上げられたたばこ税や傷害保険料のプラス寄与が剥落することなどから、当面、消費者物価前年比は、若干のマイナスへの振れも伴いながらゼロ%近傍で推移する可能性が高いとの見方を示した。

（金融環境は、総じて緩和の動きが続いている）

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いているとの見方で一致した。企業の資金調達コストについて、委員は、長めの市場金利が低下していることを反映して、緩やかに低下しているという見方を共有した。

（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、0～0.1%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。

当面の金融政策運営について、委員は、着実に金融資産の買入れを進め、その効果の波及を確認していくことが適当であるとの認識を共有した。また、委員は、前回8月の会合では、様々な不確定要因を相当程度前広に取り込みながら、資産買入等の基金の増額幅を、従来の5兆円刻みではなく、10兆円という思い切った

規模としたことや、「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であること、などについても、丁寧に説明していくことの重要性を改めて共有した。

(4) 金融政策運営を巡る論点

23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。

(東日本大震災のわが国経済への影響)

23年度上期の会合では、3月に発生した東日本大震災のわが国経済に対する影響を巡って、継続的に議論が行われた。

4月の会合では、わが国経済に対する震災の深刻な影響や復旧の先行きの不透明感が強く意識された。供給面について、多くの委員は、震災の直接的な影響として、東北地方を中心に生産設備が大きく毀損されていると述べた。また、委員は、被災地の工場で生産されていた部品や素材の供給に大きな制約が生じたため、被災地のみならず、広い範囲にわたって生産活動が低下しているとの認識を共有した。委員は、こうした生産活動の低下が、輸出や国内民間需要に相応の影響を及ぼしているとの見方を共有した。供給面の制約解消について、多くの委員は、今後、サプライチェーンの復旧が順調に進んだとしても、夏場にかけて、電力のピーク時需要予想に対する供給能力の不足が問題となり得るため、現時点では、供給制約が全体として解消する時期を見極めることは難しいと述べた。

5～6月の会合では、震災からの復旧が進む中で、委員は、最近の経済指標や企業からのヒアリング情報などを踏まえれば、経済活動の水準はなお低いながらも、震災直後の大幅な落ち込みからは徐々に改善していく兆しがみられるとの見方を共有した。また、サプライチェーンの障害について、委員は、依然として生産活動を制約しているが、徐々に改善方向に向かっているとの見方を示した。

7～8月の会合では、生産の動きに関連し、大方の委員は、サプライチェーンが当初の見通しを上回るペースで着実に修復されてきていると指摘した。当面の電力供給についても、多くの委員は、供給能力の増強に加え、企業や家計におけ

る節電や需要平準化の工夫などにより、当初懸念されていたほどには、経済活動の大きな制約要因になっていないと述べた。また、委員は、輸出が増加に転じているほか、国内民間需要についても、家計や企業のマインドが幾分改善するもとで、持ち直しつつあるとの見方を共有した。

9月の会合では、委員は、生産や輸出について、震災前の水準に概ね復しているとの認識を共有した。また、何人かの委員は、サプライチェーンの修復が順調に進み、懸念されていた夏場の電力問題も、民間の様々な努力により、結果的に生産活動の大きな制約となることは避けることができた、との見解を示した。

(被災地の復旧・復興に向けた金融面での支援)

23年度上期の会合では、上記の東日本大震災のわが国経済への影響についての議論と並行して、被災地の復旧・復興に向けた金融面での支援についても議論が行われた。

4月6、7日の会合では、金融面の支援のあり方について、何人かの委員は、中央銀行が有する機能を踏まえると、被災地における金融機関の活動を流動性の面から支援し、金融機能の円滑な発揮を支えることが考えられると述べた。また、多くの委員は、今後、被災地では、当座の生活資金や運転資金、復旧・復興のための資金に対する需要が高まると見込まれる一方、被災地金融機関の主たる資金調達源である預金の吸収力は低下していく可能性があるとして指摘した。これらの点を踏まえ、委員は、現在の市場への潤沢な資金供給に加え、被災地金融機関に対して長めの資金供給を行うことにより、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を資金面から支援していくことが適当であるとの認識で一致した。

同会合では、具体的な支援措置の内容についても議論が行われ、委員は、被災地金融機関に対し、長めの資金を供給するための新たな枠組みを導入することが適当との認識で一致した。更に、多くの委員は、今後の被災地金融機関の資金調達余力を確保する観点から、担保適格要件の緩和を図ることも併せて検討することが望ましいとの認識を示した。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションが導入されて以降の会合では、被災地支援に関するさらなる対応について議論が行われ、委員は、本オペレーションの目的は、あくまで、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援することであり、今後の対応については、復旧・復興資金需要が本格化してくる時期を見極めながら、どのような政策が必要となるかについて、検討を続けていく必要があるとの見解を共有した。その後、9月の会合では、本オペレーションの貸付受付期間が終了する10月末以降の取扱いについて、委員は、今後の復興資金需要の出方や、それに対する民間金融機関の取り組み、政府の対応なども踏まえつつ、改めて検討していくのが適切という認識を共有した。

(国際金融資本市場の緊張の高まりと為替円高)

23年度上期の会合では、欧州ソブリン・リスク問題などを巡って、国際金融資本市場の緊張が続いたことについて、継続的に議論が行われた。

ソブリン・リスク問題については、4月6、7日の会合以降、金融市場への影響などを巡って議論が行われ、何人かの委員は、ギリシャの債務再編を巡る市場の思惑を受けて、ソブリン・リスク問題に対する懸念が再び高まっており、今後、国際金融資本市場全体の不安定化につながることはないか、注視していく必要があるとの見解を示した。ギリシャに対する当面の流動性支援策が固まった7月以降も、多くの委員は、ギリシャに対する金融支援策は合意されたものの、ギリシャ以外の国を含めて財政状況に対する懸念は払拭されておらず、ソブリン・リスク問題が伝播するリスクは引き続き高いとみられると指摘した。また、委員は、ソブリン・リスク問題の短期的な終息は難しく、しばらく世界経済の下振れ要因となり続ける蓋然性は小さくないこと、今後さらに、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が強まっていくことにならないかどうか、一段と注意してみていく必要があること、などの認識を共有した。

この間、委員は、こうしたソブリン・リスク問題に対する懸念などから投資家のリスク回避姿勢が強まっていることを指摘したうえで、国際金融資本市場について、米欧経済の先行きに対する見方や米国金融政策を巡る思惑などを反映して、振れの大きい不安定な状態となっているとの認識を共有した。複数の委員は、こうした投資家のリスク回避姿勢の背景には先行き経済の不確実性の高まりがある

と指摘した。そのうえで、これらの委員は、米欧において、バランスシート調整の完了にはなお時間を要するとみられていることや、金融・財政政策の発動余地が縮小してきていること、さらには、必要とされるそうした政策が社会的に実行しにくい状況にあると認識されていることが、その不確実性をさらに増幅しているのではないかとの見方を示した。

投資家のリスク回避姿勢を背景に、7月以降、円高が一段と進行したことについても、議論が行われた。多くの委員は、足もとの円高が輸出や企業収益の下押し圧力として働くだけでなく、その基調が定着した場合には海外生産シフトの加速を通じて国内産業の空洞化をもたらす可能性があるとの指摘した。海外生産シフトについて、一人の委員は、円高は海外シフトを促す主因ではないが、タイミングの選択に影響を与えている可能性は大いにあるとの見方を示した。円高がマインド面に及ぼす影響に関して、複数の委員は、特に、震災に伴う供給面の制約を克服しつつある時期に円高が進むことは、企業マインドを大きく悪化させる可能性があるとの述べた。

(成長基盤強化を支援するための資金供給)

23年度上期の会合では、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の評価、および本資金供給の貸出枠が上限に達する中でのその後の取扱い等について、議論が行われた。

委員は、本資金供給の評価として、金融機関がわが国経済の成長基盤強化に向けた自主的な取り組みを進めるうえでの、「呼び水」としての役割を果たしてきたという認識で一致した。この点に関して、多くの委員は、本資金供給の対象先数が増加したことや、各金融機関の投融資枠の総額が本資金供給の貸出総額を大きく上回っていること、個別融資の平均期間が本資金供給の最長貸付可能期間を超えていることなどを指摘した。また、何人かの委員は、本資金供給は、日本経済全体の成長力の引き上げが重要であるという問題意識を高めた点でも、大きな役割を果たしたと述べた。他方、多くの委員は、本資金供給の副作用として、金融機関間の貸出金利の引き下げ競争や他行融資の肩代わりを助長しているとの批判があることを指摘した。何人かの委員は、対象先数・投融資枠の増加ペースが鈍化していることを踏まえると、競争助長という批判を招いていることは、現行

措置の呼び水効果が逡減していることの表れの可能性もあると述べた。

貸付枠の3兆円をほぼ使い切る中で、6月の会合では、本資金供給の今後の取扱いについて議論が行われ、多くの委員は、従来の枠組みによる効果が減衰していることなどを勘案すると、この枠組みにより単純に増額することは適当ではなく、出資等の資本性を有する資金供給や、従来型の担保・保証に依存しない融資を活発化させる工夫を行うことが適当ではないかと指摘した。こうした議論を受けて、出資等の資本性を有する投融資や動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）等を対象とする新たな貸付枠を設定することが決定された。

新たな貸付枠について、複数の委員は、ABLの活用に向けた取り組みを促す機能を果たしていると評価した。何人かの委員は、ABLの認知度のさらなる向上に向けて、日本銀行は資金供給以外にも、様々な努力を続けていく必要があると述べた。既存の貸付枠による資金供給が上限の3兆円に達した9月の会合では、既存の貸付枠との関係について、委員は、期落ち分や期前返済分をカバーしつつ、既存の貸付枠の貸付上限3兆円を維持するとともに、新たな貸付枠による資金供給を通じて、ABLや出資に対する金融機関の取り組みを後押ししていくことになるとの認識を共有した。

（消費者物価の基準改定）

23年度上期の会合では、消費者物価指数の平成22年基準改定を巡って、基準改定の影響や、基調的な物価の捉え方に関して、議論が行われた。

8月の会合まで、委員は、消費者物価の前年比は基準改定により下方改定される可能性が高いとの認識を共有した。4月28日の会合では、ある委員は、前年比の下方修正が見込まれるものの、デフレ脱却に向けたトレンドは変化しないと述べた。

9月の会合では、基準改定の結果を受けて、何人かの委員は、下方修正幅は事前予想の範囲内であったと評価した。また、何人かの委員は、各種の調査結果をみる限り、これまでのところ、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率は影響を受けていないとの見方を示した。別の何人かの委員は、基準改定で人々が観察す

るデータが変わったことが、中長期的な予想物価上昇率に及ぼす影響については、引き続き注意してみていく必要があると述べた。

また、同会合では、基調的な物価変動をどう捉えればよいかについて議論が行われた。何人かの委員は、基準改定の影響が小さい系列としては、価格変動の大きな品目の影響を除去した10%刈込平均値のほか、ラスパイレス連鎖指数も有用であるとの認識を示した。別の一人の委員は、現行の消費者物価指数は、薄型テレビなど購入頻度の低い数品目の価格下落の影響を大きく受けており、仮にこれら品目を取り除いて前年比を計算すれば、1%弱のプラスで推移していることを指摘した。これに対し、複数の委員は、購入頻度が低いという理由でそれらの品目を取り除くことには慎重である必要があるが、薄型テレビやパソコンなどは、海外の統計に比べて大幅な品質調整がなされている可能性が高く、そのことが消費者物価指数全体を押し下げる傾向をもたらしていることも考えられると述べた。こうした議論を経て、委員は、物価情勢を判断するうえで、物価指数の特性やその評価方法に留意することは重要であり、基調的な物価動向の適切な捉え方について今後も検討を続けていくことが大切であるとの認識を共有した。

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 23 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、0～0.1%程度で推移するよう促す」という金融市場調節方針のもとで、金融市場の安定確保のため、市場における需要を十分に満たす潤沢な資金供給を行った。また、資産買入等の基金の枠組みの中で金融資産の買入れ等を着実に進めたほか、8月の会合において、資産買入等の基金を10兆円程度増額し、総額50兆円程度とした。なお、金融市場調節方針については、「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することとした。

上記の金融市場調節の結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、23年度上期を通じて、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） ^(注)
23年3月16日～4月15日	0.071
4月16日～5月15日	0.064
5月16日～6月15日	0.070
6月16日～7月15日	0.071
7月16日～8月15日	0.078
8月16日～9月15日	0.081
9月16日～10月15日	0.080

（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。

23 年度上期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項は、①被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション等、②成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則、③米ドル資金供給オペレーションの実施期限延長のための措置、④資産買入等の基金の増額である¹⁹。

なお、上記の決定に基づき、①被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、9月28日までに、第1回目から第5回目までの資金供給として総額4,489億円の貸付けを実施した。また、②成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則については、9月6日に、出資や動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）などを対象に、第1回目の資金供給として総額381億円の貸付けを実施した。

¹⁹ 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	被災地 金融機関支 援資金供給 オペ	補完 貸付	成長基盤 強化支援 資金供給
21年													
10月末	10.5	3.8	2.8	8.2	—	10.4	—	6.7	0.05	0.2	—	0.005	—
11月末	10.2	3.8	2.8	11.8	—	10.6	—	7.1	0.02	0.2	—	0.005	—
12月末	10.4	7.0	2.8	10.2	0	15.2	3.2	7.1	0	0.2	—	0.005	—
22年													
1月末	9.9	3.6	2.7	12.0	0	16.2	6.4	6.4	—	0.2	—	0.005	—
2月末	10.2	4.0	2.4	10.6	0	23.0	9.6	5.9	—	0.2	—	0.003	—
3月末	10.0	3.0	2.0	7.8	0	22.4	10.4	5.5	—	0.2	—	0.005	—
4月末	9.0	3.0	0	3.6	0	20.8	14.4	3.9	—	0.1	—	0.005	—
5月末	8.6	4.0	0	7.6	0	22.8	17.6	2.4	—	0.1	—	0	—
6月末	9.2	3.8	0	4.2	0	21.6	20.0	—	—	0.1	—	0.004	—
7月末	9.4	0	0	7.4	0	25.0	20.0	—	—	0.1	—	0.005	—
8月末	8.3	0	0	9.6	0	28.0	20.0	—	—	0.04	—	0.005	—
9月末	7.7	0	0	7.8	0	27.8	20.8	—	—	0.02	—	0.004	0.5
10月末	7.3	0	0	7.6	—	5.0	—	—	—	0.01	—	0.003	0.5
11月末	7.6	0	0	5.2	—	12.8	—	—	—	0.002	—	0.004	0.5
12月末	7.4	0	0	0.6	—	16.7	—	—	—	—	—	0.004	1.5
23年													
1月末	6.5	0	0	0	—	15.6	—	—	—	—	—	0.004	1.5
2月末	5.8	0	0	1.6	—	14.4	—	—	—	—	—	0.003	1.5
3月末	5.5	0.1	0.6	0	—	25.1	—	—	—	—	—	0.02	2.2
4月末	5.3	0	0	0	—	14.9	—	—	—	—	—	0.003	2.2
5月末	5.2	0	0	1.7	—	11.7	—	—	—	—	0.1	0.004	2.2
6月末	5.3	0	0	1.7	—	3.1	—	—	—	—	0.2	0.004	2.9
7月末	4.1	0	0	5.4	—	3.6	—	—	—	—	0.3	0.004	2.9
8月末	3.3	0	0	5.0	—	4.1	—	—	—	—	0.3	0.0001	2.9
9月末	2.6	0	0	4.2	—	4.0	—	—	—	—	0.4	0	3.0

(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。

(注5) 「成長基盤強化支援資金供給」の残高は、23年9月より出資等に関する特則分を含む。

(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								
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	0.01	0.002	24.8
23年								
1月末	27.2	0.5	0.9	0.1	0.1	0.04	0.002	25.6
2月末	29.3	0.6	1.0	0.2	0.2	0.08	0.005	27.2
3月末	31.8	0.9	1.3	0.3	0.2	0.19	0.02	28.8
4月末	33.3	0.9	1.5	0.7	0.3	0.26	0.02	29.6
5月末	34.6	1.1	1.9	1.2	0.5	0.30	0.02	29.6
6月末	36.5	1.2	2.2	1.6	0.6	0.32	0.02	30.4
7月末	37.0	1.3	2.5	1.6	0.8	0.34	0.02	30.4
8月末	38.6	1.6	2.7	1.6	1.0	0.51	0.04	31.2
9月末	38.8	1.6	2.7	1.5	1.1	0.64	0.05	31.2

(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	0.09
0	0	0	0	0.04
0	0	0	0	0.05
0	0	0	0	0.01
0	0	0	0	0
0	0	0	0	—
0	0	0	0	—
0	0	0	0	0.02
0	0	0	0	0.02
0	0	0	0	0.02
0	0	0	0	0.0004
0	0	0	0	0.0001
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6) 「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、137.7兆円（前年比+14.4%）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、かっこ内は前年比%

	22年9月末	23年3月末	23年9月末
(資産)			
買現先勘定	0 (皆減)	0.6 (-87.4)	0 (—)
国債	76.7 (12.1)	77.3 (5.8)	84.4 (10.0)
[うち長期国債]	55.5 (20.1)	59.1 (17.7)	62.0 (11.6)
[うち短期国債]	21.1 (-4.6)	18.2 (-20.5)	22.4 (6.0)
コマーシャル・ペーパー等	— (皆減)	0.3 (皆増)	1.5 (皆増)
社債 ^(注1)	0.02 (-94.0)	0.2 (18.2)	1.1 (71.8倍)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注2)	1.5 (19.8)	1.5 (4.9)	1.4 (-7.4)
金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注3)	— (—)	0.2 (皆増)	0.6 (皆増)
金銭の信託（信託財産不動産投資信託） ^(注4)	— (—)	0.02 (皆増)	0.05 (皆増)
貸付金	36.1 (19.7)	56.1 (56.9)	42.9 (18.9)
[うち共通担保資金供給オペ等 ^(注5)]	36.1 (19.7)	56.1 (56.9)	42.9 (18.9)
外国為替	4.6 (-7.8)	4.7 (-6.6)	4.4 (-5.6)
資産計	120.3 (3.4)	142.4 (16.9)	137.7 (14.4)
(負債・純資産)			
発行銀行券	76.9 (1.2)	80.9 (4.6)	78.9 (2.6)
当座預金	20.2 (14.9)	40.8 (73.8)	34.6 (71.7)
政府預金	1.2 (-43.8)	2.4 (-22.0)	1.3 (11.4)
売現先勘定	16.3 (11.4)	12.3 (5.6)	16.9 (3.8)
負債・純資産計	120.3 (3.4)	142.4 (16.9)	137.7 (14.4)

（注1）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月末および23年9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。23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)、成長基盤強化を支援するための資金供給および被災地金融機関を支援するための資金供給オペによる貸付金の残高。

以下では、23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、23年9月末の資産の内訳をみると、国債は、84.4兆円(前年比+10.0%)となった。うち長期国債は、引き続き買入額が償還額を上回ったことから、62.0兆円(前年比+11.6%)となった。貸付金は、資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペ(固定金利方式)による資金供給および成長基盤強化支援資金供給の増加に加え、被災地金融機関を支援するための資金供給オペを導入したことから、42.9兆円(前年比+18.9%)となった。

資産のうち、「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9月末

長期国債	16,058
国庫短期証券	26,834
コマーシャル・ペーパー等	14,646
社債	10,994
指数連動型上場投資信託	6,392
不動産投資信託	532
共通担保資金供給オペレーション	312,260
合計	387,716

一方、負債の内訳をみると、23年9月末の当座預金残高は、資産買入等の基金を通じた資金供給を主因に、34.6兆円(前年比+71.7%)となった。日本銀行券の発行残高は、78.9兆円(前年比+2.6%)となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ1.3兆円(前年比+11.4%)および16.9兆円(前年比+3.8%)と

なった。

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

すなわち、償還期限が到来した長期国債の借換えは、資産の流動性を確保する等の観点から、前期までと同様にT B（1年物）の引受けにより行った。また、22年度中に長期国債より借換え引受けを行ったT B（1年物）については、売却しまたは現金償還を受けた。

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ている。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ているほか、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ている。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9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442億円、24億円の引当てを計上している。

5. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更²⁰

(1) 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション等

平成23年4月6、7日の会合において、東日本大震災にかかる被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施することが必要と判断し、貸付総額を1兆円とすることなどを内容とする骨子素案を取り纏めた。また、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることが適当と判断し、議長より執行部に対し「これら2つの措置について具体的な検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう」指示があった。

これに基づく執行部からの報告を踏まえ、4月28日の会合において、被災地の金融機関を対象に、適切な金融調節の実施を通じて、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するとともに、今後の被災地の金融機関の資金調達余力を確保する観点から、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」および「被災地金融機関を支援するための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23年10月31日までの時限措置として、「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」を24年10月31日までの時限措置として、それぞれ制定した²¹。

(2) 成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則

6月の会合において、金融機関が、金融面の手法を一段と広げ、わが国経済の成長基盤の強化に向けて、さらに活発に取り組むことを支援する観点から、成長基盤強化を支援するための資金供給について、出資や動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）などを対象として、5,000億円を上限とする新たな貸付枠を設定することとし、「成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則」を制定した。

²⁰ 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。

²¹ 本件のうち、「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」は、5月23日から実施した。

(3) 米ドル資金供給オペレーションの実施期限延長のための措置

7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レーション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24年8月1日まで延長することを決定した。

(4) 資産買入等の基金の増額

8月の会合において、金融緩和を一段と強化し、これを通じて、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行を、より確かなものとする観点から、「資産買入等の基金運営基本要領」等を一部改正し、資産買入等の基金を10兆円程度増額し、50兆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²²。

²² 8月4日に認可を申請し、8月5日、認可を取得。