

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 25 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 25 年 6 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

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、年末頃にかけて減少を続けたあと、下げ止まった）	2
（鉱工業生産は、年末頃にかけて減少を続けたあと、下げ止まりから持ち直しに向かった）	5
（設備投資は、全体として弱めの動きを続けたが、年度末にかけては下げ止まりに向かった）	7
（住宅投資は持ち直し傾向を辿り、公共投資は増加を続けた）	9
（雇用・所得環境は厳しい状態が続いたが、労働需給面では年明け以降、改善に向かう動きがみられた）	10
（個人消費は、年明け以降、消費者マインドの改善などを受けて、次第に底堅さを増した）	12
（2）物価	15
（3）海外経済	18
2. 金融面の動向	
（1）国際金融資本市場	21
（2）短期金融市場	24
（3）債券市場	25
（4）株式市場	26
（5）外国為替市場	27
（6）企業金融	30
（7）量的金融指標	34

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・・・・・・・・・・・・・・・・	36
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況・・・・・・・・・・・・・・・・	37
(2) 「経済・物価情勢の展望」とその中間評価・・・・・・・・	41
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 24年10月4、5日の会合・・・・・・・・	46
(欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢は、やや後退した状態が続いている)	
(海外経済は、減速した状態がやや強まっている)	
(わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ロ. 11月の会合・・・・・・・・	47
(欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢は、やや後退した状態が続いている)	
(海外経済は、減速した状態が続いている)	
(わが国の景気は、弱含みとなっている)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ハ. 12月の会合・・・・・・・・	49
(欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はこのところ後退している)	
(海外経済は、減速した状態が続いている)	
(わが国の景気は、一段と弱含んでいる)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ニ. 25年1月の会合・・・・・・・・	50
(国際金融資本市場における投資家のリスク回避姿勢は後退してきている)	
(海外経済は、減速した状態が続いている)	

(わが国の景気は、弱めに推移している)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ホ． 2月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	52
(国際金融資本市場における投資家のリスク回避姿勢は後退してきている)	
(海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられて いる)	
(わが国の景気は、下げ止まりつつある)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ヘ． 3月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	53
(国際金融資本市場における投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にある)	
(海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられて いる)	
(わが国の景気は、下げ止まっている)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ． 物価の安定の考え方・・・・・・・・・・・・・・・・	56
ロ． 強力な金融緩和の推進・・・・・・・・・・・・・・・・	58
ハ． 貸出増加の支援・・・・・・・・・・・・・・・・	59
ニ． 金融政策運営を巡るその他の論点・・・・・・・・	60
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
イ． 担保価格等の見直し・・・・・・・・・・・・・・・・	66
ロ． 資産買入等の基金の増額等・・・・・・・・	66
ハ． 貸出増加を支援するための資金供給の導入・・・・・・・・	67
ニ． 米ドル資金供給オペレーション等の実施期限等の延長・・・・・・・・	68
3． 金融市場調節の実施状況・・・・・・・・	69
4． 日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・	73

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	76
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	131
3. 金融政策決定会合議事要旨	199
参考計表・資料一覧	361

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 24 年度下期のわが国の経済は、海外経済の減速した状態が続いたことなどから、年末頃にかけて弱めに推移した。もっとも、年明け以降は、国内需要が家計・企業マインドの改善もあって全体として底堅く推移し、海外経済も徐々に持ち直しに向かったことなどを背景に、わが国経済には下げ止まりから持ち直しの動きがみられるようになった。

輸出は、海外経済の減速などを受けて、年末頃にかけて減少が続けたが、その後は、海外経済が徐々に持ち直しに向かう中、下げ止まった。国内需要をみると、公共投資は震災復興関連を中心に増加し、住宅投資は持ち直し傾向を続けた。個人消費は、全体として底堅く推移し、年明け以降は、乗用車購入に対する需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響が剥落し、消費者マインドの改善による押し上げ効果もみられたことなどから、次第に底堅さを増した。一方、設備投資は、製造業の減少から全体としても弱めの動きが続けたが、非製造業が底堅く推移する中、年度末にかけては下げ止まりに向かった。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産も、年末頃にかけて減少が続けたが、その後は下げ止まりから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、24 年秋以降の国際商品市況の持ち直しや年末以降の為替の円安方向への動きを反映して、マイナス幅が縮小傾向を辿った。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%で推移したが、年度末にかけては、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなった。

(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、引き続き低水準で安定的に推移した。

長期金利は、2 月中旬までは、米国長期金利につれて振れを伴いつつも、0.7%

台を中心とした狭いレンジで、概ね横ばい圏内で推移した。2月下旬以降は、金融政策を巡る思惑などを受けて投資家需要が強まったことなどから、15年度以来となる水準まで低下し、3月末には0.5%台となった。

株価は、11月中旬にかけて、概ね横ばい圏内で推移した後、米欧株価の上昇や、為替の円安方向の動きなどを受けて上昇しており、3月末には12千円台前半となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、欧州情勢を巡るテイル・リスクの後退などを背景に投資家のセンチメントが改善する中、政策を巡る思惑やわが国の貿易収支赤字などが材料視されたことなどもあって、円安方向の動きとなり、3月末時点では94円台となった。円の対ユーロ相場は、2月上旬にかけてはユーロ高方向の動きとなり、一時127円台までユーロ高が進行した。もっとも、その後は、欧州情勢の不透明感が再び意識される中、ユーロ安方向に戻しており、3月末には、120円台となった。

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。CP・社債市場では、総じてみれば、良好な発行環境が続いた。

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に増加の動きがみられた。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高は、前年比プラス幅が幾分拡大した。CP・社債の発行残高は、概ね前年並みとなった。

5. マネタリーベース（流通現金と日本銀行当座預金の合計）の前年比は、概ね2桁のプラスで推移した。マネーストック（M2）は、前年比のプラス幅が幾分拡大し、年度末には3%程度のプラスとなった。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 24年度下期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

金融経済情勢について、10月4、5日の会合では、わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっていると判断し、10月30日と11月の会合では、弱含みとなっていると判断した。12月の会合では、わが国の景気は、一段と弱含んでいると

判断し、1月の会合では、弱めに推移していると判断した。2月の会合では、わが国の景気は、下げ止まりつつあると判断し、3月の会合では、下げ止まっていると判断した。

7. 金融政策運営面では、10月から3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。

10月30日の会合では、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、①資産買入等の基金を80兆円程度から91兆円程度に11兆円程度増額すること、②金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給する、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みを創設すること、を決定した。また、デフレ脱却に向けた政府と日本銀行の取り組みについて、共有している認識を改めて明確に示すため、政府とともに「デフレ脱却に向けた取組について」を公表することとした。

12月の会合では、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、①資産買入等の基金について、91兆円程度から101兆円程度への10兆円程度の増額、②貸出増加を支援するための資金供給の詳細、を決定した。また、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との中央銀行間為替スワップ取極の期限を、26年2月1日まで1年延長することを決定した。

1月の会合では、金融緩和を思い切って前進させることとし、①消費者物価の前年比上昇率で2%の「物価安定の目標」を導入し、これをできるだけ早期に実現することを目指すこと、②資産買入等の基金の運営について、26年初から「期限を定めない資産買入れ方式」を導入すること、を決定した。また、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」を、政府と共同して公表することとした。

（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みると、164.8兆円（前年比+18.2%）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

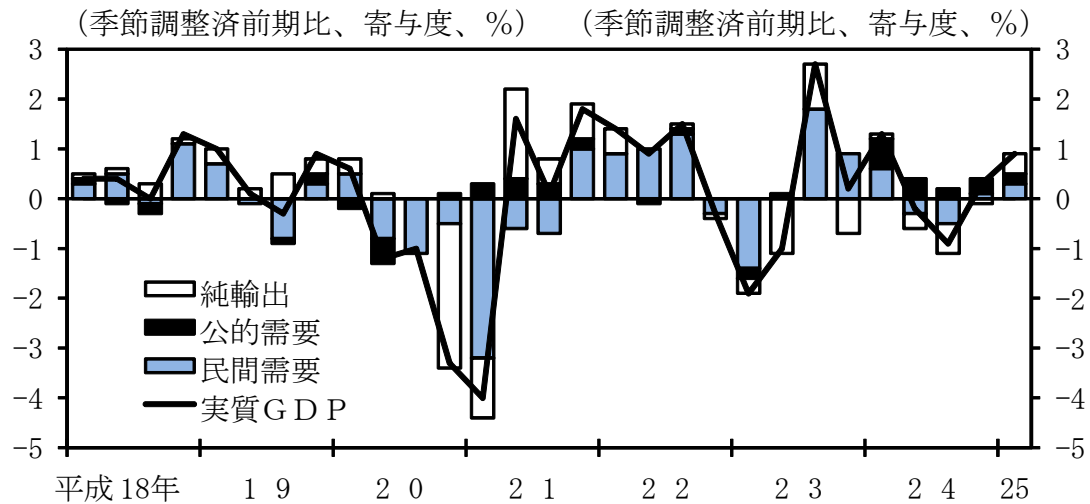
平成 24 年度下期のわが国の経済は、海外経済の減速した状態が続いたことなどから、年末頃にかけて弱めに推移した。もともと、年明け以降は、国内需要が家計・企業マインドの改善もあって全体として底堅く推移し、海外経済も徐々に持ち直しに向かったことなどを背景に、わが国経済には下げ止まりから持ち直しの動きがみられるようになった。

輸出は、海外経済の減速などを受けて、年末頃にかけて減少を続けたが、その後は、海外経済が徐々に持ち直しに向かう中、下げ止まった。国内需要をみると、公共投資は震災復興関連を中心に増加し、住宅投資は持ち直し傾向を続けた。個人消費は、全体として底堅く推移し、年明け以降は、乗用車購入に対する需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響が剥落し、消費者マインドの改善による押し上げ効果もみられたことなどから、次第に底堅さを増した。一方、設備投資は、製造業の減少から全体としても弱めの動きを続けたが、非製造業が底堅く推移する中、年度末にかけては下げ止まりに向かった。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産も、年末頃にかけて減少を続けたが、その後は下げ止まりから持ち直しに向かった。

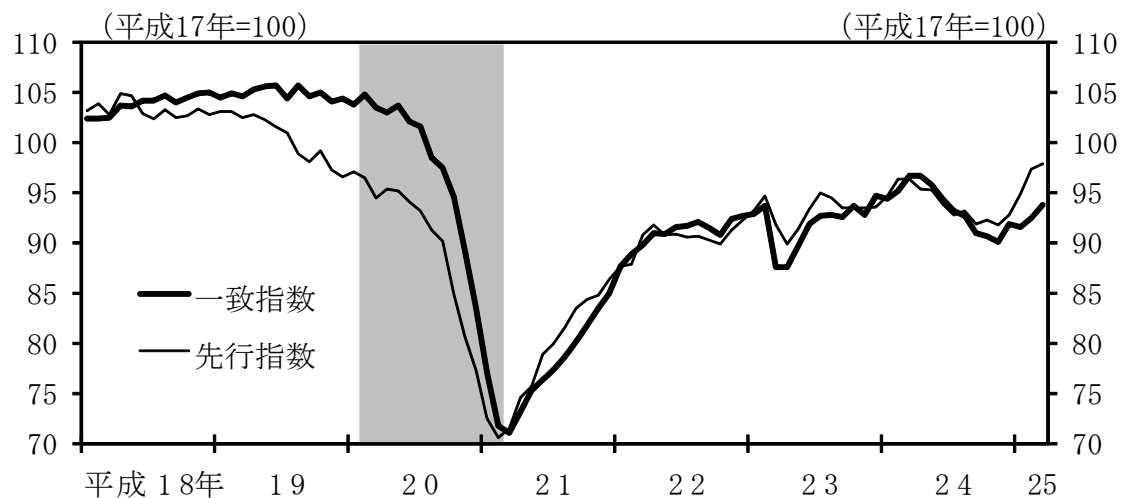
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比でみると（図表 1 (1)）、10～12 月に小幅のプラスとなったあと、1～3 月は伸び率を拡大した。半期でみると、24 年度下期は、上期対比で年率 0.5% 程度の増加となった。この間、景気動向指数は、11 月頃をボトムに、その後は緩やかな上昇傾向を辿った（図表 1 (2)）。

(図表1) 実質GDPと景気動向指数の推移

(1) 実質GDP



(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、年末頃にかけて減少を続けたあと、下げ止まった)

実質輸出は¹、海外経済の減速などを受けて、年末頃にかけて減少を続けたが、

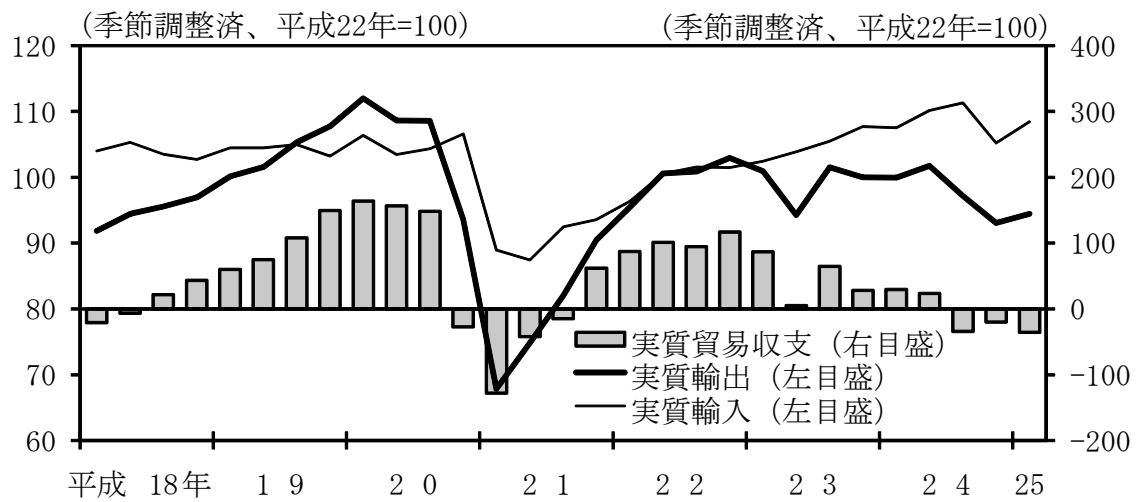
¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

その後は、海外経済が徐々に持ち直しに向かう中、下げ止まった（図表2）。地域別にみると（図表3（1））、中国を含む東アジア向けは、日中関係の影響もあって、10～12月に大幅に減少したが、1～3月は自動車関連の持ち直しなどから、減少幅を縮小させた。米国向けは、10～12月に資本財・部品がマイナスとなったことなどから減少を続けたが、1～3月は、米国の景気が底堅さを増すもとで、現地における自動車販売が堅調に推移したことなどから、緩やかな増加基調に復した。一方、EU向けは、欧州の景気が緩やかに後退するもとで、10～12月まで5四半期連続ではっきりと減少したあと、1～3月も小幅の減少を続けた。財別にみると（図表3（2））、10～12月は資本財・部品、中間財、自動車関連など多くの財で減少した。1～3月は自動車関連が小幅の増加に転じ、中間財や資本財・部品も概ね下げ止まった一方、情報関連は減少した。

実質輸入は、10～12月に一旦減少したあと、1～3月には再び増加に転じた。財別にみると、素原料は、9月に環境税導入前の駆け込みにより大幅に増加したことの反動から、10～12月に大きく減少したが、1～3月には再び増加した。中間財や資本財・部品については、国内の在庫調整や設備投資動向などを受けて、弱めの動きを続けた。この間、情報関連は、スマートフォン等を中心に増加基調を続けた（図表2）。

こうした輸出入の動きを反映して、実質貿易収支でみた純輸出は7～9月にかけて大きく減少したあと、年度後半は横ばい圏内の動きとなった。名目経常収支は、所得収支の黒字幅が概ね横ばいで推移した一方で、名目貿易・サービス収支の赤字幅が拡大したことから、全体では黒字幅が縮小した（図表4）。

(図表 2) 実質輸出入と実質貿易収支



(図表 3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

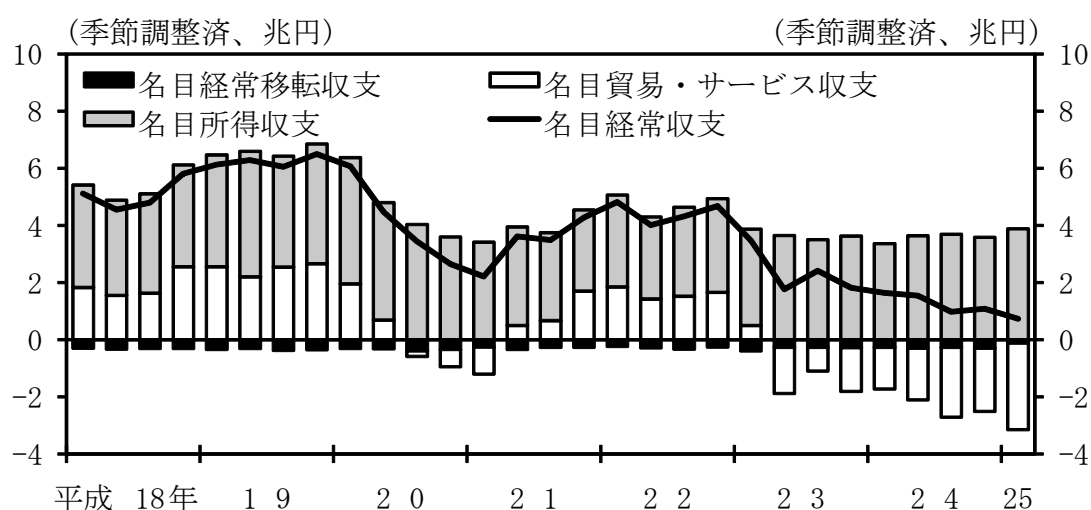
		(季節調整済前期比、%)				
		平成24年 第1四半期	2	3	4	平成25年 1
米国	<17.6>	1.9	4.6	-3.8	-3.0	2.2
E U	<10.2>	-5.7	-2.5	-6.3	-4.4	-0.4
東アジア	<51.3>	0.1	1.8	-2.6	-3.9	-1.1
中国	<18.1>	-3.6	0.7	-2.6	-9.2	-0.7
N I E s	<21.5>	-1.6	1.6	-2.5	-0.5	-0.3
A S E A N 4	<11.7>	11.0	4.0	-2.7	-1.9	-3.1
その他	<21.0>	1.1	1.4	-7.5	-5.1	3.6
実質輸出計		-0.0	1.8	-4.5	-4.2	1.5

(2) 財別

		(季節調整済前期比、%)				
		平成24年 第1四半期	2	3	4	平成25年 1
中間財	<20.4>	-1.3	5.0	0.4	-3.4	1.9
自動車関連	<23.4>	-1.5	1.5	-6.2	-5.8	0.6
情報関連	<11.2>	6.3	-1.3	-0.3	-1.9	-6.6
資本財・部品	<29.3>	0.8	0.8	-5.7	-6.5	1.2
実質輸出計		-0.0	1.8	-4.5	-4.2	1.5

(注) < >内は、24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、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

(図表4) 名目経常収支

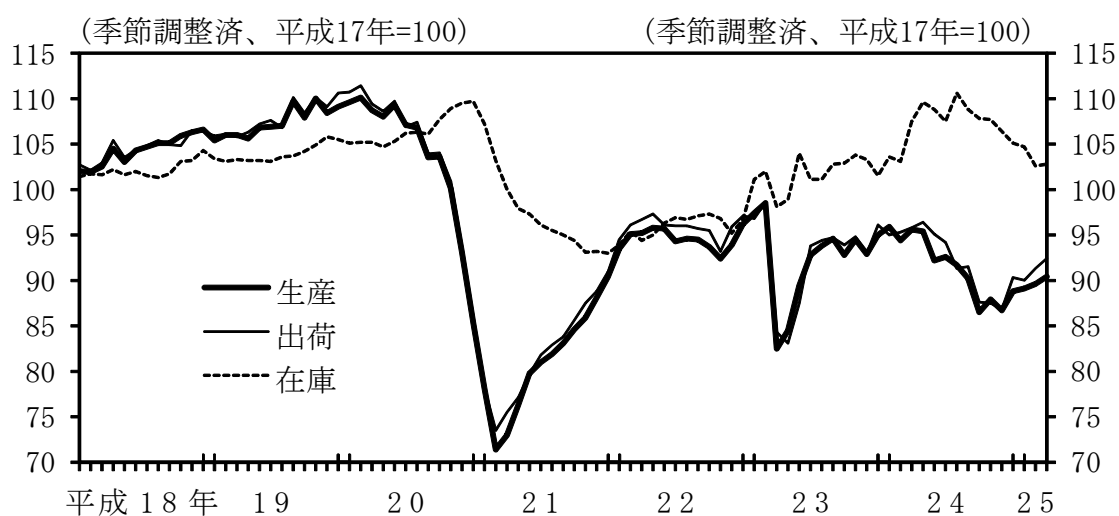


(鋳工業生産は、年末頃にかけて減少を続けたあと、下げ止まりから持ち直しに向かった)

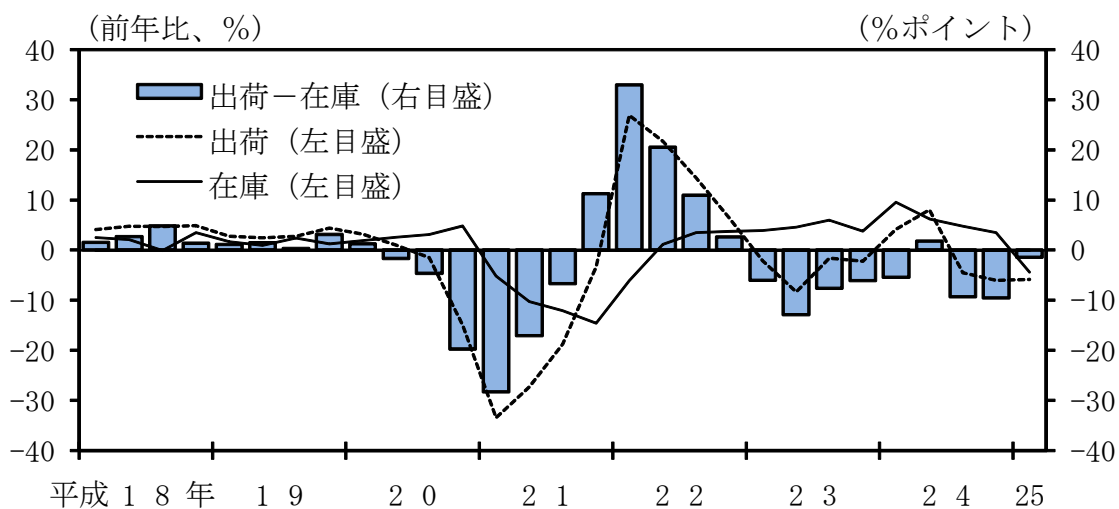
鋳工業生産は、輸出の減少などを背景に、年末頃にかけて減少を続けたが、その後は、国内外の自動車需要の持ち直しの影響などから、下げ止まりから持ち直しに向かった(図表5)。業種別にみると、輸送機械では、エコカー補助金の終了を受けた国内向けの減少に加え、日中関係の影響を受けた中国向けの落ち込みもあって、10~12月に大きく減少したが、1~3月はこれらの要因が減衰するもとで、持ち直しに転じた。電子部品・デバイス、新商品向けの作り込みを主因に大

幅に増加したあと、同商品の需要が下振れたことを受けて、反動減となった。一般機械も、内外の設備投資の弱さなどを反映して、減少傾向を続けたが、年度末にかけては下げ止まりに向かう動きもみられた。この間、出荷・在庫バランスをみると、年末頃にかけて、前年比で在庫の伸びが出荷の伸びをはっきり上回る状態が続いたが、その後は、在庫の伸びが低下するかたちで改善に向かい、年明けには在庫と出荷の伸びが概ね見合う状況となった（図表6）。

（図表5）鉾工業生産・出荷・在庫



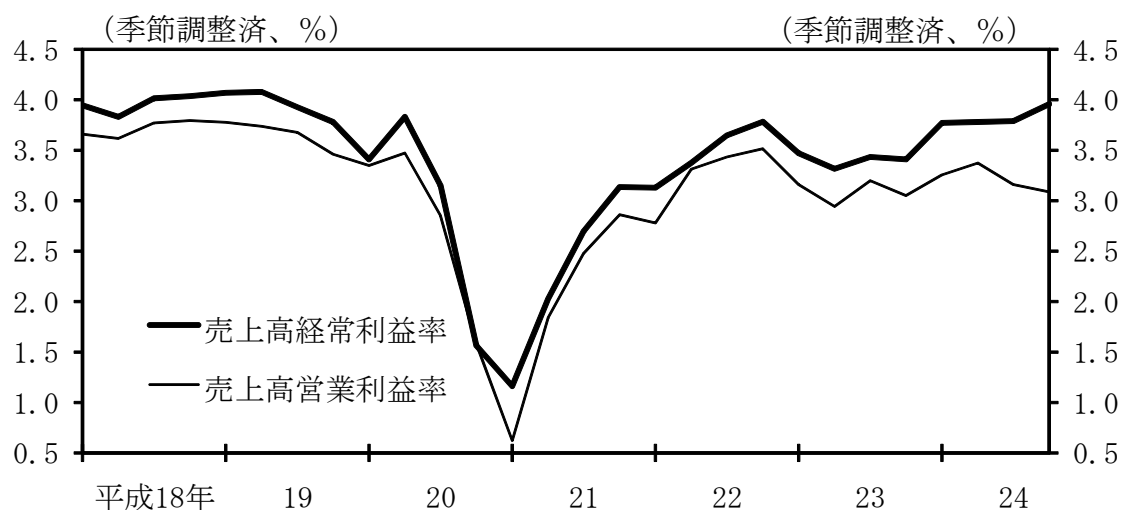
（図表6）出荷・在庫バランス



（設備投資は、全体として弱めの動きを続けたが、年度末にかけては下げ止まりに向かった）

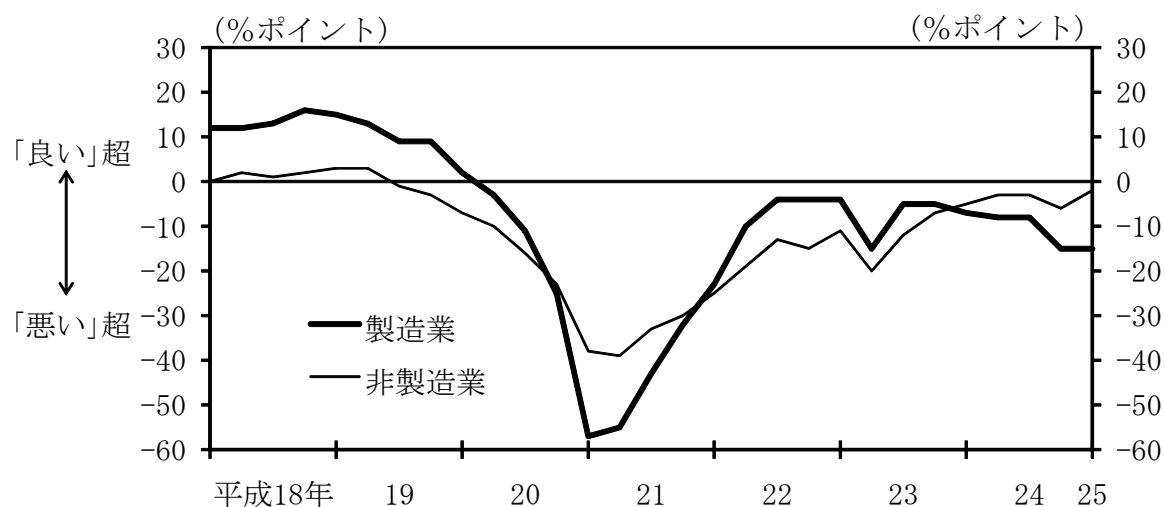
企業収益は、製造業などで海外経済減速の影響を受けつつも、総じてみれば、内需関連業種を中心に底堅さを維持した。法人企業統計で売上高経常利益率（季節調整値）の推移をみると（図表7）、7～9月に高水準で横ばいとなったあと、10～12月はさらに幾分改善した。この間、企業の業況感を短観でみると、海外経済減速の影響などから製造業を中心に慎重化したあと、年明け以降は再び改善の動きがみられた（図表8）。

（図表7）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 8) 企業の業況判断D. I. (短観)



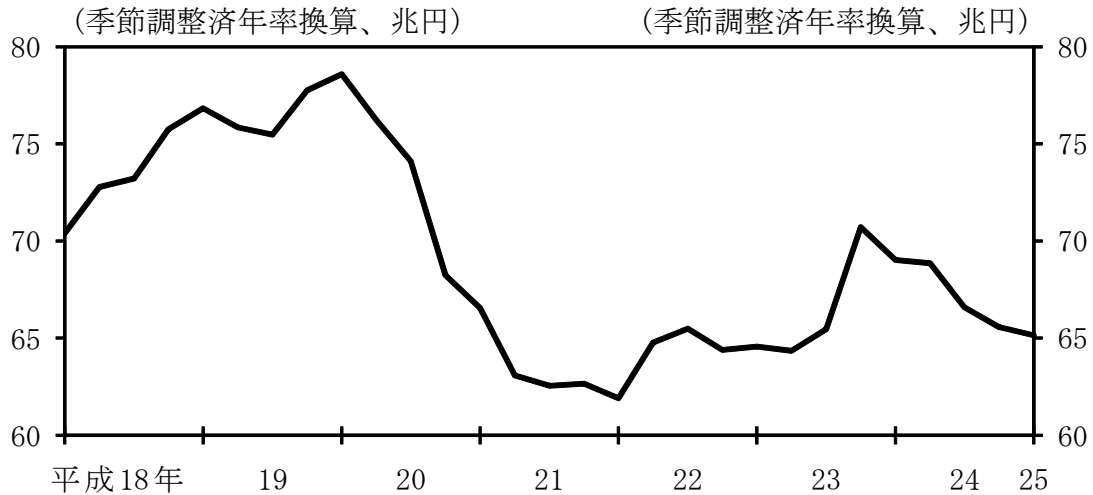
(注) 全規模合計ベース。

設備投資は、製造業の減少から全体としても弱めの動きを続けたが、非製造業が底堅く推移する中、年度末にかけては下げ止まりに向かった（図表 9 (1)）。設備投資の一致指標である資本財総供給は²、前期比でみて、10～12 月にかけて減少したあと、1～3 月は小幅に増加した（図表 9 (2)）。設備投資の先行指標をみると（図表 9 (3)）、建築着工床面積は、非製造業を中心に、増加を続けた。一方、機械受注は、製造業の減少から弱めの動きを続けたあと、年度末にかけては下げ止まった。

² 資本財総供給は、資本財の国内向け出荷に資本財の輸入を加えることにより、算出されたものである。

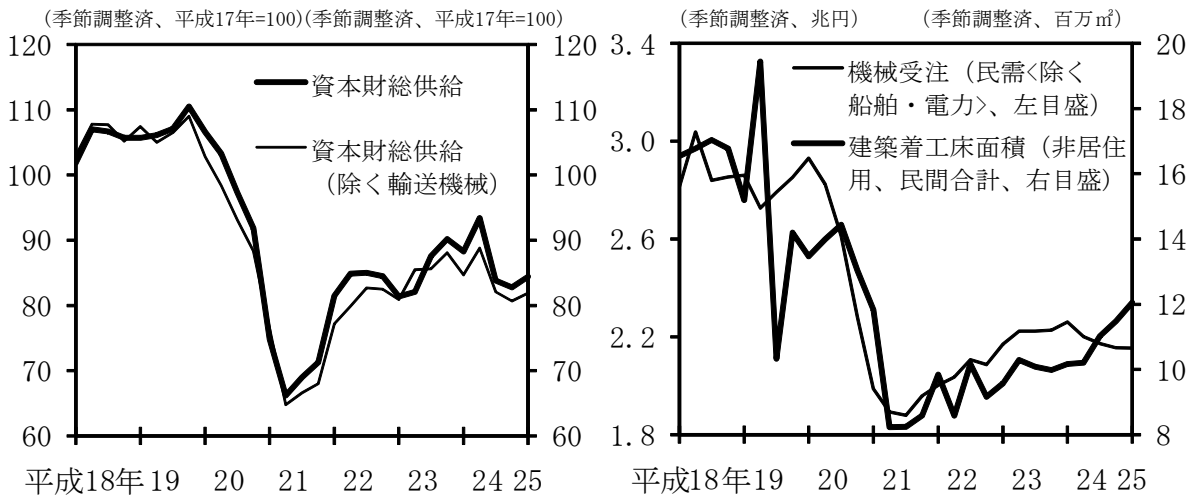
(図表 9) 設備投資

(1) 設備投資 (実質、GDP ベース)



(2) 一致指標

(3) 先行指標



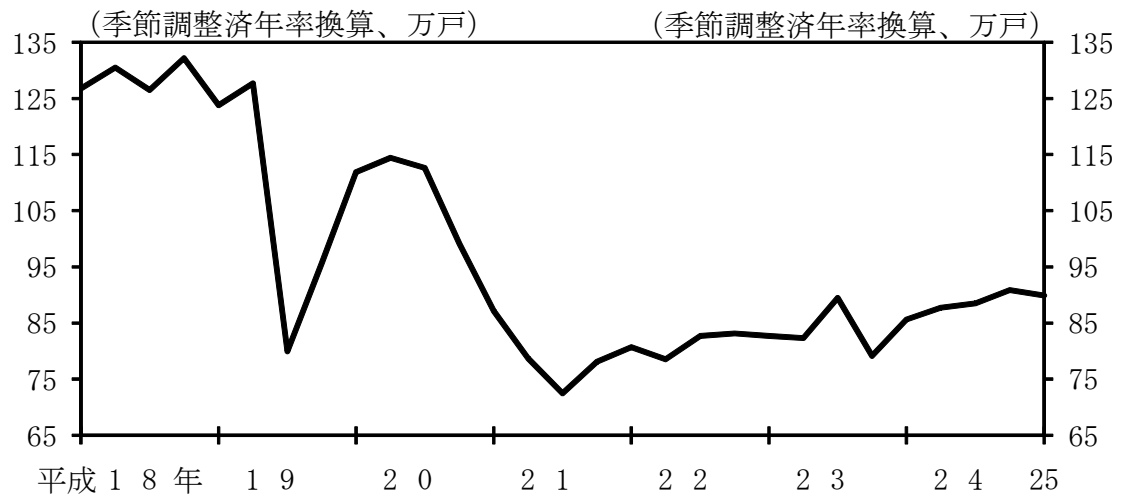
(注) 資本財総供給については、脚注 2 を参照。

(住宅投資は持ち直し傾向を辿り、公共投資は増加を続けた)

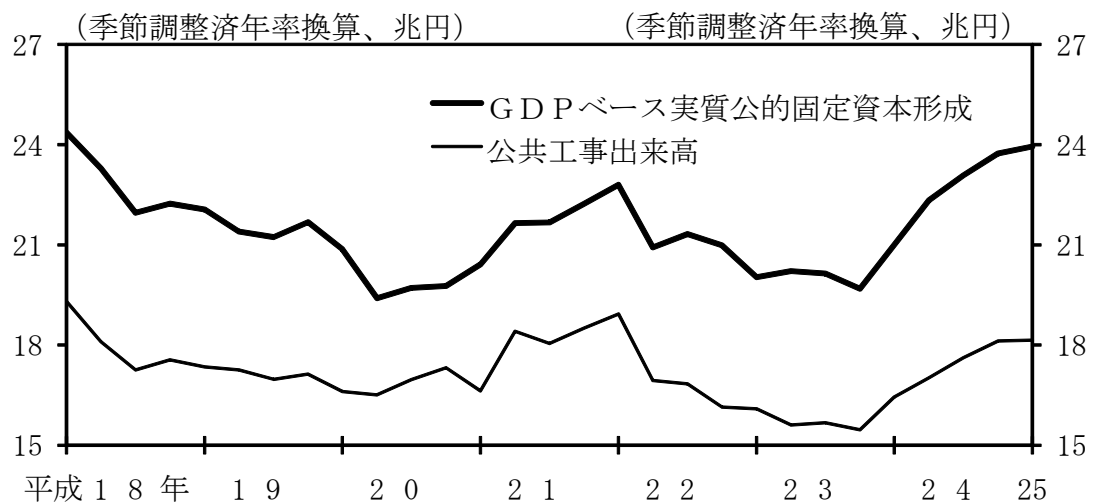
住宅投資は、被災住宅の再建もあって、持ち直し傾向を辿った (図表 10(1))。公共投資は、震災復興関連を中心に、増加を続けた (図表 10(2))。

(図表 10) 住宅投資・公共投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公共投資



(雇用・所得環境は厳しい状態が続いたが、労働需給面では年明け以降、改善に向かう動きがみられた)

労働需給面をみると(図表 11(1))、有効求人倍率は、24 年夏場以降は改善の動きが一服していたが、年明け以降、再び改善に向かった。完全失業率は、24 年夏場以降は概ね横ばいで推移してきたが、年度末にかけては再び緩やかな低下に向かう兆しがみられた。新規求人の動きをみると、輸出や鉱工業生産の動きを反映

して、年末頃にかけて、製造業で弱めの動きとなる中、全体でも伸び悩んだが、その後は再び増加傾向となった。

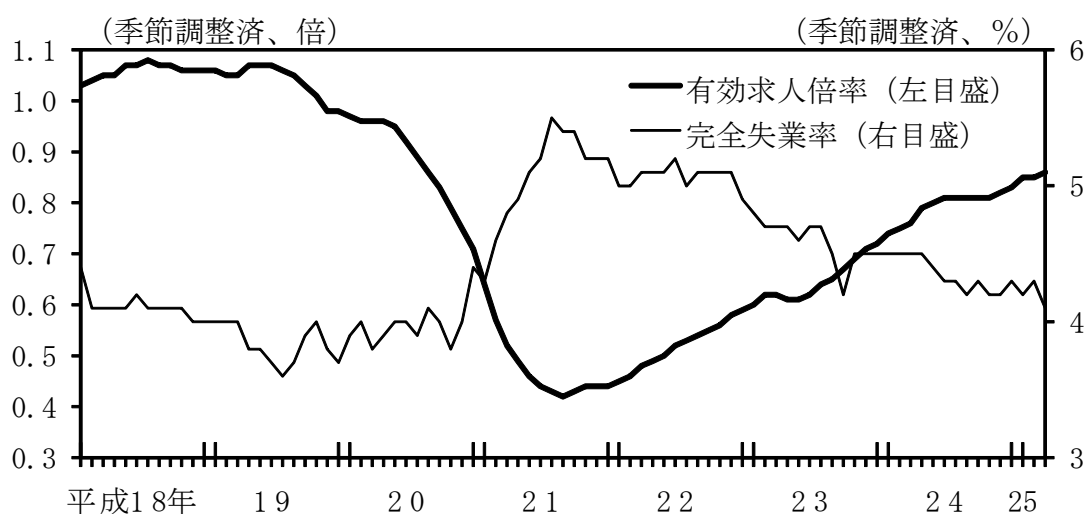
雇用面についてみると（図表 11(2)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、月々の振れを均してみれば、小幅のプラスで推移した。この間、毎月勤労統計の常用労働者数の前年比もプラスで推移したが、業種別にみると、製造業ではマイナスとなった。

賃金面では、一人当たり名目賃金は、労働時間が減少傾向を辿ったことや、これまでの厳しい企業収益を反映して特別給与が減少したことなどから、前年比で小幅のマイナスで推移した（図表 12）。

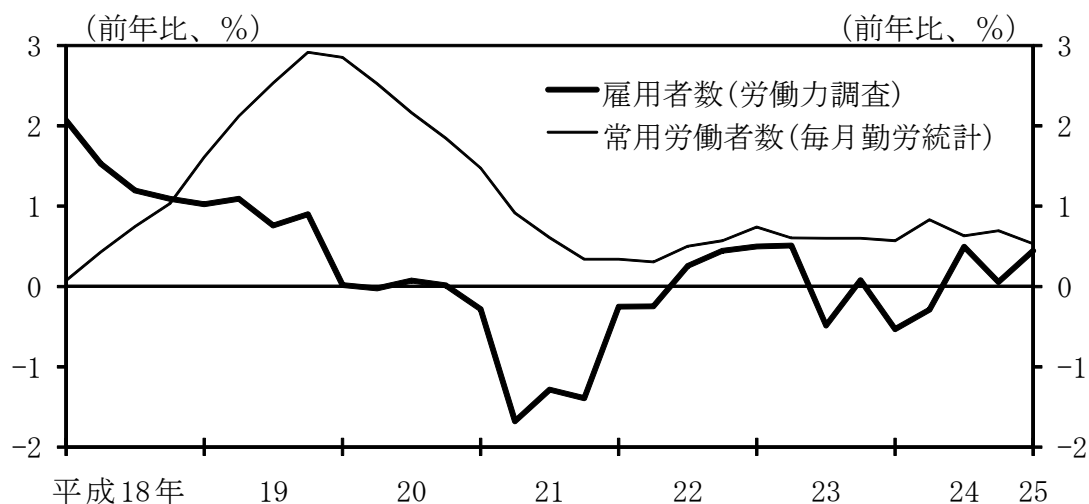
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は、振れを均してみれば、前年比で概ねゼロ％で推移した。

（図表 11） 労働需給

（１）有効求人倍率と完全失業率

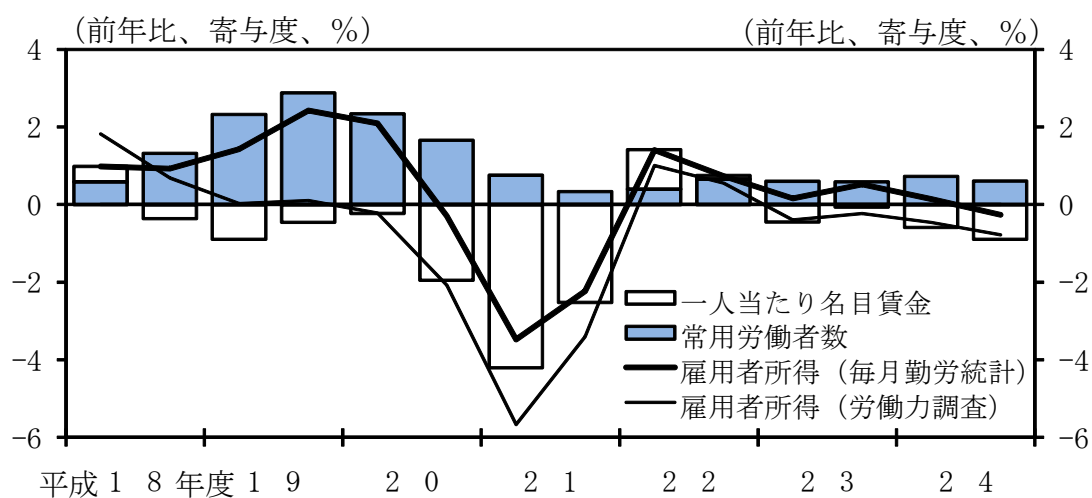


(2) 雇用者数と常用労働者数



(注) 常用労働者数（毎月勤労統計）は事業所規模 5 人以上の計数を使用。

(図表 12) 雇用者所得



(注) 雇用者所得（毎月勤労統計）は、常用労働者数（毎月勤労統計）×一人当たり名目賃金（毎月勤労統計）で算出。雇用者所得（労働力調査）は、雇用者数（労働力調査）×一人当たり名目賃金（毎月勤労統計）で算出。

（個人消費は、年明け以降、消費者マインドの改善などを受けて、次第に底堅さを増した）

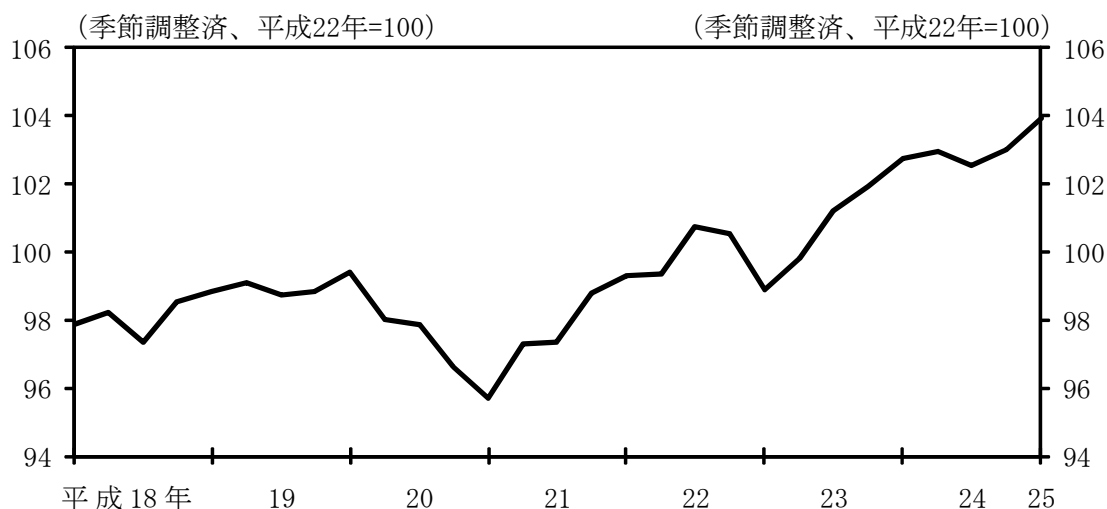
個人消費は、全体として底堅く推移し、年明け以降は、乗用車購入に対する需

要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響が剥落し、消費者マインドの改善による押し上げ効果もみられたことなどから、次第に底堅さを増した。GDPベースの実質個人消費は、10～12月に増加したあと、1～3月も高めの伸びとなった（図表13(1)）。財の消費動向を小売業販売額（実質）でみると（図表13(2)）、年末にかけて横ばい圏内で推移したあと、年明け以降は増加した。サービスの消費動向をみると（図表13(3)）、旅行取扱額は、秋口に海外旅行（中国、韓国方面）を中心に一旦減少したが、その後は再び持ち直し傾向を示した。外食産業売上高は、全体としてみれば底堅く推移した。

この間、消費者コンフィデンス関連指標は、年末にかけて、それまでの改善傾向に一服感がみられたが、年明け以降は、株価の上昇に加え、労働需給の改善もあって、はっきりと改善した（図表14）。

（図表13）個人消費

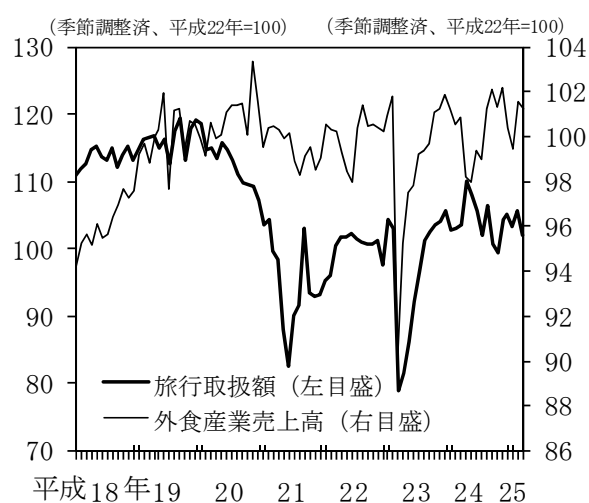
（1）個人消費（実質、GDPベース）



(2) 小売業販売額（実質）



(3) サービス消費（名目）

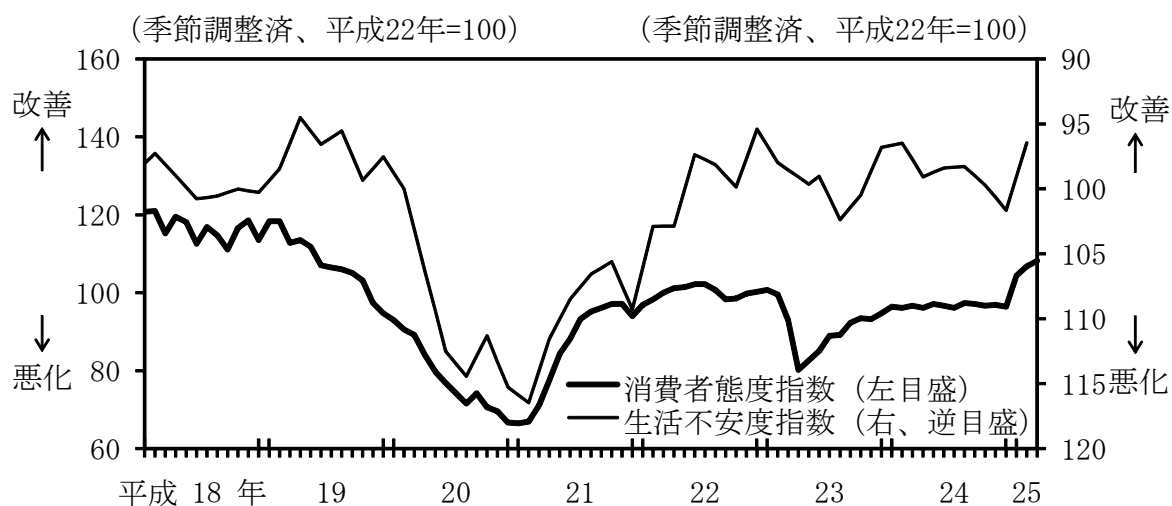


(注1) 小売業販売額は、CPI（「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの）で実質化。

(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 14) 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）、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 15）、国内企業物価の前年比は、24 年秋以降の国際商品市況の持ち直しや年末以降の為替の円安方向への動きを反映して、マイナス幅が縮小傾向を辿った。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は³、概ねゼロ％で推移したが、年度末にかけては、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなった⁴。

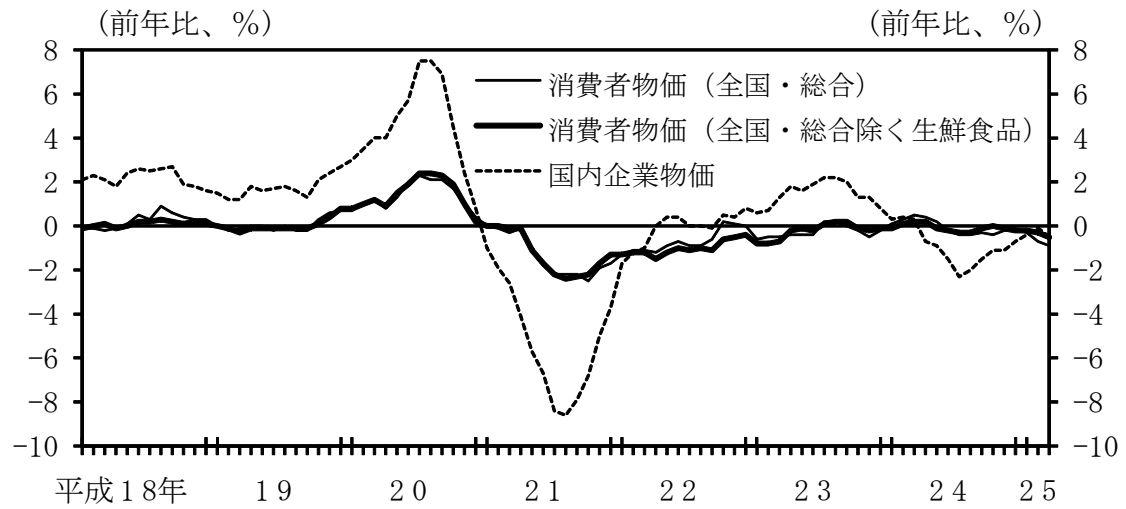
国内企業物価を 3 か月前比でみると（図表 16）、「為替・海外市況連動型」や「素材（その他）」が、国際商品市況の持ち直しや為替の円安方向への動きを反映して、プラス幅を次第に拡大した。「鉄鋼・建材関連」は、アジア市場における需給緩和の影響などから、年末にかけて下落を続けたが、その後はスクラップ類の上昇などを受けて、プラスに転じた。この間、「電力・都市ガス・水道」は、24 年央にかけての原油価格下落の影響から、マイナスを続けた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると（図表 17）、財では、石油製品がプラス寄与で推移する一方、耐久消費財がマイナス寄与を続ける中、食料工業製品が弱めに推移したこともあって、概ねゼロ％で推移したが、年度末にかけては、前年の石油製品や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなった。一般サービスについても、家賃を中心に小幅のマイナスを続けた。公共料金は、電気・都市ガス代などの動きを反映して、上昇幅が次第に鈍化した。

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

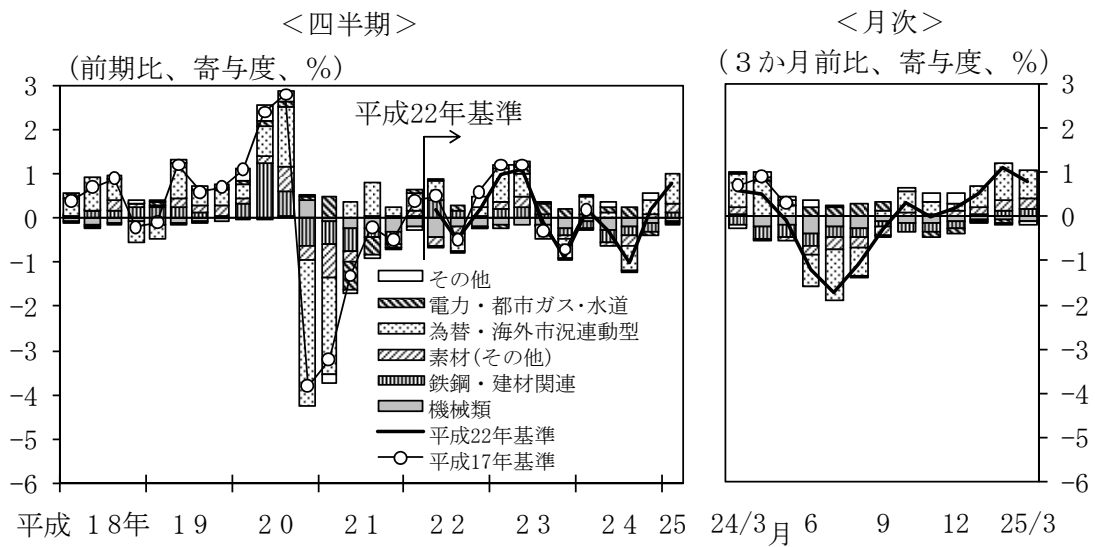
⁴ 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比マイナス幅は、概ね横ばいで推移したが、年度末にかけては、前年の耐久消費財の動きの反動から、マイナス幅を幾分拡大させた。

(図表 15) 物価



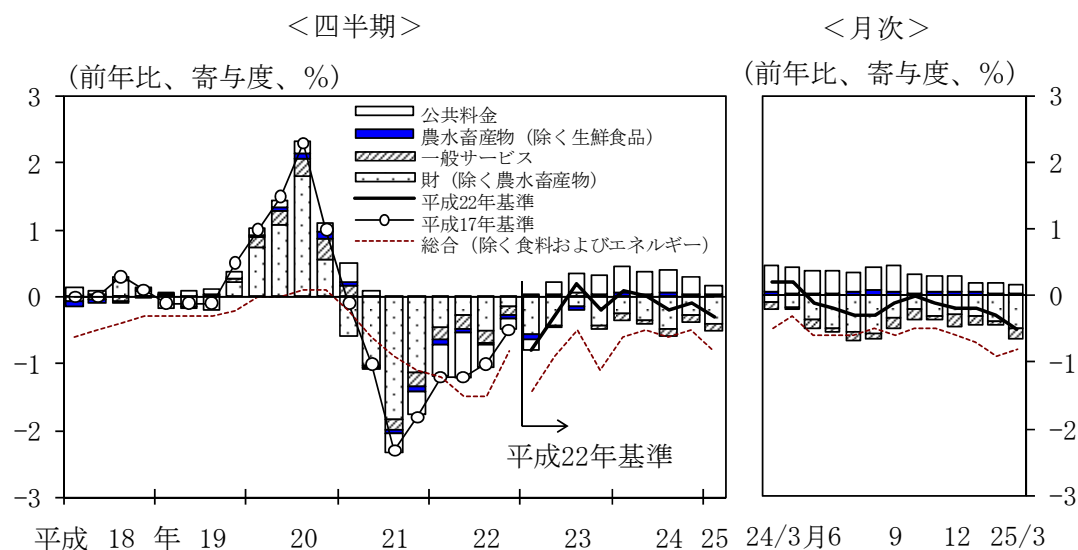
(注) 22 年以前の国内企業物価の前年比は、接続指数を用いて算出。

(図表 16) 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、はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器。

(図表 17) 消費者物価（除く生鮮食品）



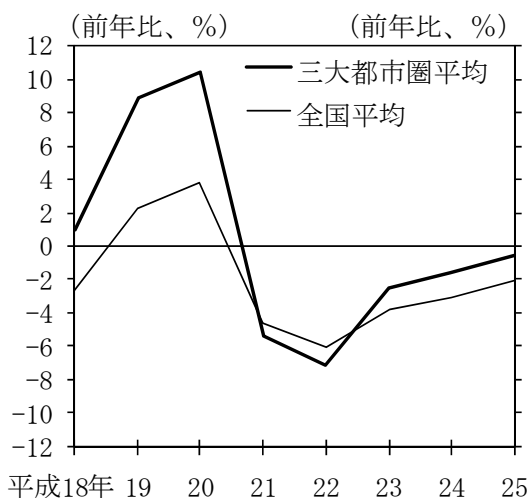
(注 1) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは「公共サービス」とあわせて公共料金とした。

(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。

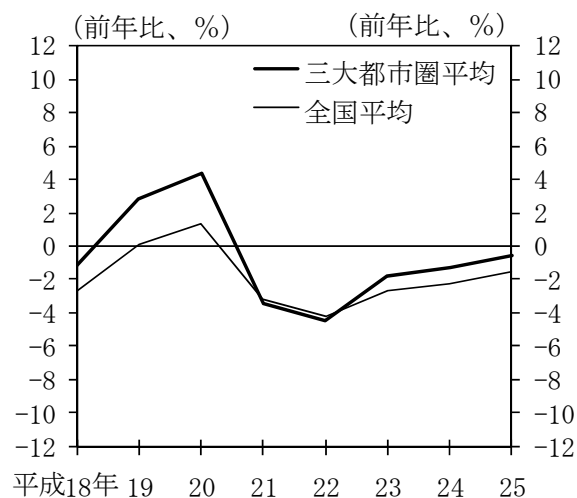
地価を地価公示でみると（図表 18）、商業地、住宅地ともに、3 年連続で前年比下落幅が縮小した。とりわけ、三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）では、前年比下落幅がかなり小幅なものとなった。

(図表 18) 地価公示

(1) 商業地



(2) 住宅地



(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

24年度下期の海外経済をみると、ユーロエリア経済が緩やかな後退を続けるなど、減速した状態が続いた。年明け以降は、米国や中国経済が次第に底堅さを増すにつれて、海外経済は、全体として減速した状態から徐々に持ち直しに向かった（図表19）。

(図表19) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		23年	24年	23年 第4四半期	24年 1	2	3	4	25年 1
米 国		1.8	2.2	4.1	2.0	1.3	3.1	0.4	2.5
欧 州	ユーロエリア	1.4	-0.6	-1.3	-0.3	-0.6	-0.3	-2.3	-0.9
	ドイ ツ	3.0	0.7	-0.6	2.5	0.6	0.9	-2.7	0.3
	英 国	1.0	0.3	-0.5	-0.3	-1.5	3.8	-1.2	1.3
東 ア ジ ア	中 国	9.3	7.8	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7
	N I E s および A S E A N 4	4.2	3.8	2.5	3.2	3.5	3.2	5.5	-

(注) N I E s および A S E A N 4 は、IMF 公表の GDP ウェイト（24年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、緩やかな回復基調が続き、年明け以降は、次第に底堅さを増していった。企業部門では、いわゆる「財政の崖」⁵を巡る不透明感の高まりなどを受けて、年末にかけて生産や設備投資の増勢が鈍化した。もっとも、年明け以降は、「財政の崖」などの不透明感が後退するもとで、企業マインドが改善し、生産も増加基調に復した。家計部門についてみると、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中、雇用情勢が着実に改善傾向を辿ったことなどを背景に、個人消費は緩やかに増加した。この間、住宅投資も、低金利の後押しもあって、低水準ながらも、持ち直しの動きが続いた。物価面をみると、総合ベース、食料・エネルギー

⁵ 米国では、25年初までに立法措置が講じられない限り、歳入、歳出双方の面から、大幅な緊縮措置が発動されることが予定されていた。これが、金融や実体経済へ負の影響を及ぼすことになるため、一般的に「財政の崖」と呼称されてきた。

を除くコアベースの消費者物価の前年比プラス幅は、いずれも概ね2%程度で安定的に推移した。

金融政策面では、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0～0.25%の範囲に据え置き、保有債券の償還分を再投資する政策およびエージェンシー保証付きモーゲージ担保证券を毎月400億ドル買い入れる政策を継続した。12月には、①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が完了した後、25年1月からは、保有国債の償還分を長期債に再投資するとともに、新たに長期国債を毎月450億ドル買い入れること、②エージェンシー保証付きモーゲージ担保证券に加えて長期国債の買い入れについても、予め期限を定めることなく「労働市場の見通しが十分に改善するまで」継続すること、③フェデラル・ファンド・レートを例外的に低い水準にする期間の見通しを、従来の期限を示す方式から「少なくとも失業率が6.5%を上回る状態にあり、1年から2年先の間のインフレ率が、委員会の長期目標である2%を0.5%を超えて上回らないと見込まれ、長期的なインフレ期待が引き続き十分にアンカーされていること」という経済指標に基づく条件を示す方式に変更すること、を決定した。

ユーロエリア経済は、緩やかな後退を続けた。輸出は伸び悩んだが、年明け以降は、徐々に底入れに向かった。一方、内需面をみると、欧州債務問題が長期化する中、緊縮財政の影響などから、設備投資、個人消費ともに減少が続いた。こうした需要動向のもとで、生産は減少を続けた。物価面をみると、財市場や労働市場の緩和的な需給環境が物価の押し下げ圧力として作用した。また、エネルギー価格の前年比も原油市況の動きなどを反映して、低下した。これらの結果、総合ベースの消費者物価の前年比は、上期中の2%台半ばの水準から下期を通じて徐々に低下し、年度末にかけては2%を下回った。

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0.75%に据え置いた。なお、23年12月および24年2月に実施した3年物の全額供給・固定金利方式のリファイナンス・オペ（実施の1年後から期限前返済が可能）についてみると、域内金融機関の流動性懸念が後退するもとで、年明け以降、期限前返済が進んだ。

英国経済は、停滞した状態が続いた。輸出が弱めの動きを続ける中、緊縮財政の影響などから個人消費は横ばいで推移し、公共投資や住宅投資も弱めの動きを続けた。物価面では、公共料金や授業料の引き上げなどを受けて、総合ベースの消費者物価の前年比は、インフレーション・ターゲット（前年比2%）を上回っ

ており、年度末にかけてプラス幅は拡大した。金融政策面では、イングランド銀行は、政策金利を 0.5% に据え置き、資産買取ファシリティの資金枠も 3,750 億ポンドに維持した。この間、2 月には、資産買取ファシリティで保有する国債の償還分を国債に再投資することを決定した。また、貸出の維持・拡大のパフォーマンスに応じ、対象先銀行などへの貸出を行う「融資のための資金調達スキーム（F L S）」を通じて、資金を供給した。

新興国・地域をみると、中国経済は、24 年秋にかけて、減速した状態が続いたが、その後は堅調な内需に支えられ、安定化に向かった。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移した。固定資産投資も、インフラ投資や不動産投資の増加から、増勢の鈍化に歯止めがかかった。輸出はウエイトの高い欧州向けを中心に弱めの動きが続いた後、年度末にかけて、持ち直しに向かった。こうした内外の需要動向のもとで、生産も増勢ペースが鈍化した状態から、次第に安定化に向かった。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、食料品価格の上昇率が高まった年末年始を除けば、2 % 程度で推移した。金融政策面では、中国人民銀行は、預金準備率および貸出や預金の基準金利といった主要政策を、いずれも据え置いた。

N I E s ・ A S E A N 諸国・地域の経済は、全体として持ち直してきたが、その動きは企業部門において、なお緩やかな状態が続いた。内需についてみると、企業マインドが依然として慎重なもとで、設備投資は N I E s 諸国・地域を中心に伸び悩んだ。一方、個人消費は雇用・所得環境や消費者心理の改善基調が続いた A S E A N 諸国を中心に、底堅く推移した。この間、弱めの動きとなっていた輸出や生産は、年度末にかけて安定化の兆しがみられ始めた。物価面をみると、春節要因による振れを除けば、総合ベースの消費者物価の前年比は、概ね安定して推移した。

新興国・地域の金融政策面では、物価が総じて落ち着くもとで、景気減速への対応や過度な資本流入の回避などから、政策金利や預金準備率を引き下げる動きが多くみられた。

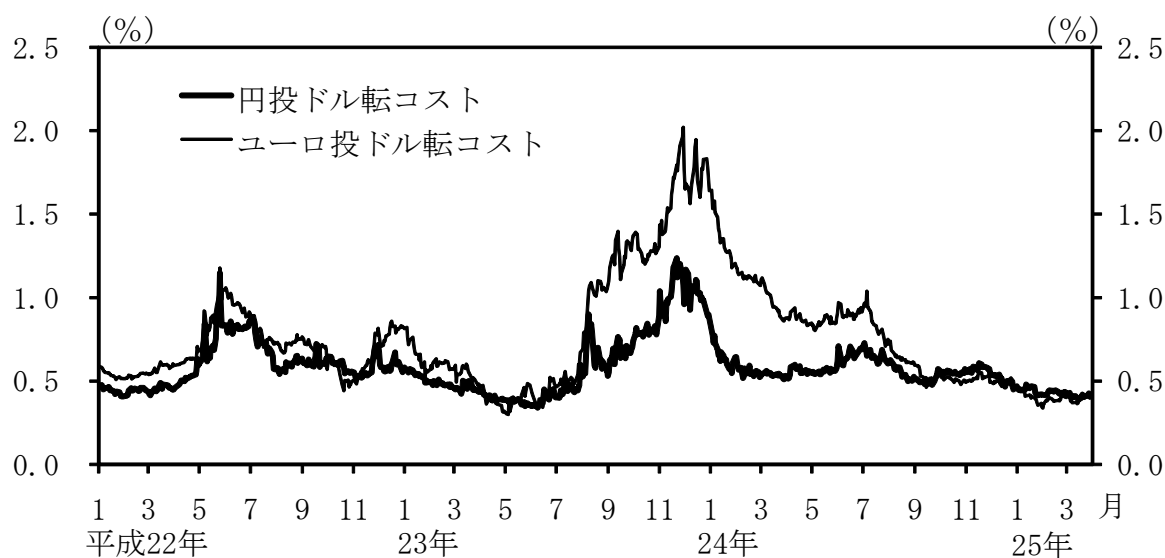
2. 金融面の動向

(1) 国際金融資本市場

平成 24 年度下期の国際金融資本市場をみると、欧州中央銀行による国債買い入れプログラム（OMT s）や欧州安定メカニズム（E S M）といったバックストップの整備や、米国連邦準備制度による追加的な金融緩和などの措置が講じられるもとで、投資家のリスク回避姿勢は総じて後退した状態が続いた。もっとも、米国の「財政の崖」を巡る不透明感の高まりやイタリアの政局不安、キプロス支援を巡る混乱などを背景に、市場はやや神経質になる局面もみられた。

短期金融市場については、欧米の中央銀行による潤沢な資金供給などを背景に、安定した状況が続いた。米ドル資金市場のターム物金利は、米国連邦準備制度の追加的な金融緩和措置などを背景に、極めて低い水準で推移したほか、ユーロ資金市場のターム物金利も、低い水準で横ばいの動きとなった。この間、為替スワップ市場をみると、ドル転コストは⁶、対ユーロ、対円ともに、緩やかに低下した（図

（図表20）ドル転コスト（3か月物）



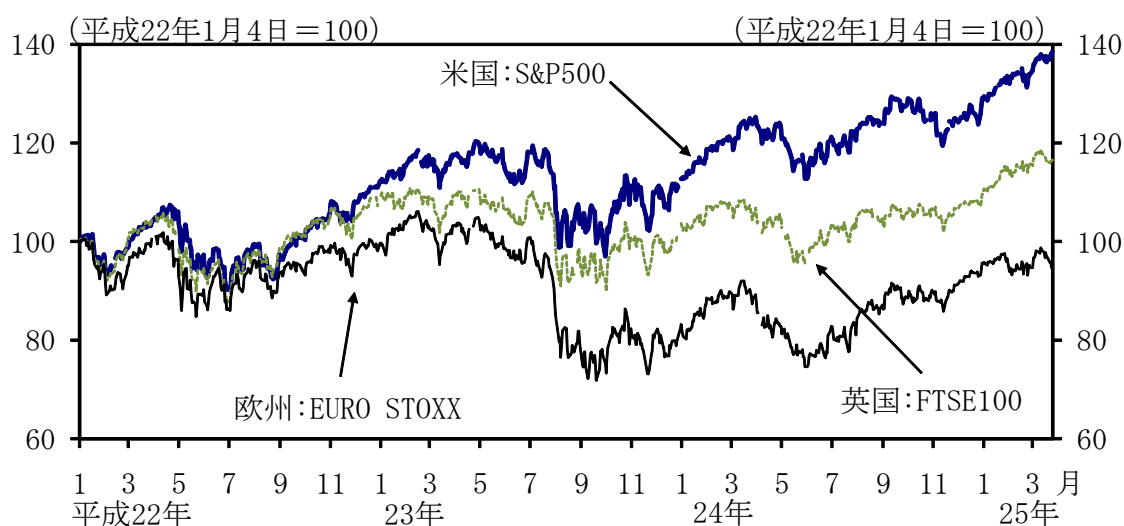
（注）ここでの円投ドル転コストは、円LIBORで調達した円を、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。ユーロ投ドル転コストは、ユーロLIBORで調達したユーロを、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。

⁶ 例えば、対円でのドル転コストとは、円をドルに一定期間交換する為替スワップ取引（円投ドル転）に要するコスト。実質的には、円を担保に米ドルを調達した場合の金利と考えることができる。

表 20)。クレジット市場の動きを社債の対国債スプレッドでみると、低格付け物を中心にやや縮小した。

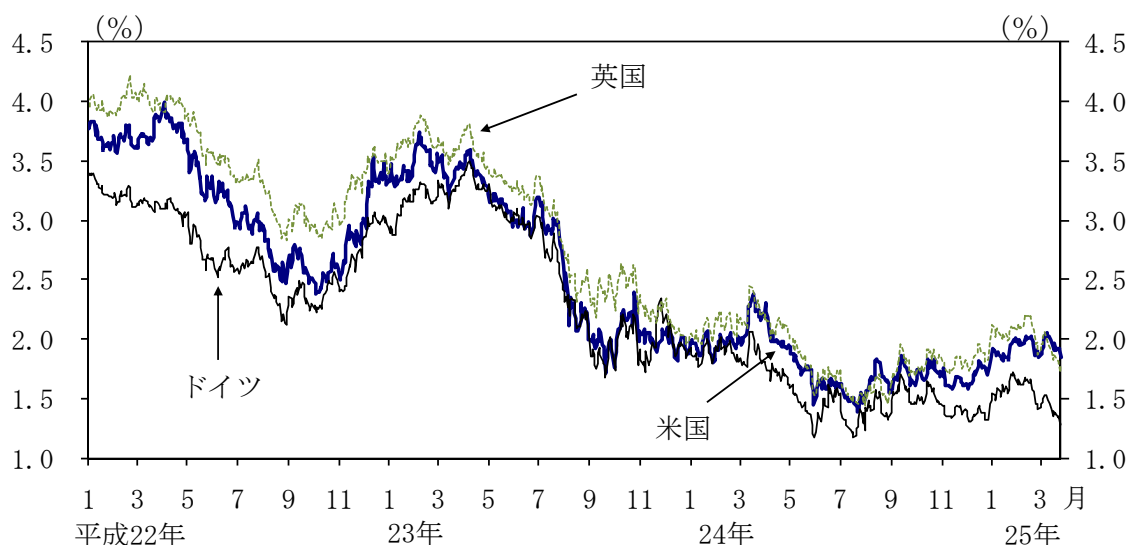
主要国の株価をみると（図表 21）、米国の「財政の崖」を巡る不透明感が高まったことなどを背景に、11 月半ばにかけて下落した。もっとも、その後は、ギリシャ支援再開での合意、米国企業の業績回復への期待、米国連邦準備制度による追加的な金融緩和措置などを受けて、上昇に転じた。米国の株価は、年明け以降、「財政の崖」が回避され、グローバル投資家のリスク回避姿勢がさらに後退する中で、上昇基調を辿った。一方、欧州の株価は、2 月以降、イタリアの政局不安やキプロス支援を巡る混乱などを背景に、振れの大きな展開となり、年度末にかけて横ばい圏内の動きに止まった。

（図表21）米欧の株価



主要先進国の長期金利（国債 10 年物利回り）は（図表 22）、各国中央銀行が積極的な金融緩和を続けるもとで、期中を通じてかなり低い水準で推移した。年末にかけては、米国の「財政の崖」を巡る不透明感の高まりやギリシャ支援問題の帰趨を背景に、リスク回避姿勢が高まるもと、追加的な金融緩和もあって、長期金利は極めて低い水準で推移した。その後は、米大統領・議会間で「財政の崖」の回避で合意し、グローバル投資家のリスク回避姿勢が後退する中、景気回復期待もあって、米国の長期金利は上昇に転じた。この間、ドイツの長期金利は、イタリアの政局不安やキプロス支援を巡る混乱などを背景に、再び低下した。

(図表 22) 米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）



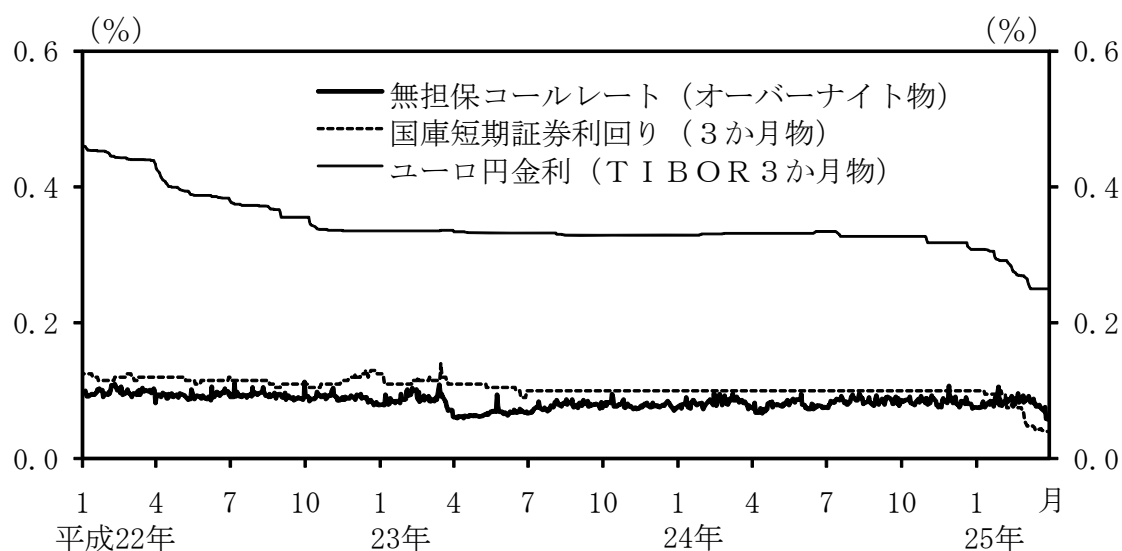
新興国・地域の金融市場をみると、株価は、米国の「財政の崖」を巡る不透明感が意識され、11 月半ばにかけて幾分下落した。その後、グローバル投資家のリスク回避姿勢が後退するもとで一旦は上昇に転じたが、高値警戒感にイタリアの政局不安も加わって上値が重くなり、年度末にかけては、キプロス支援を巡る混乱や一部新興国でのインフレ懸念などを背景に、幾分下落した。長期金利の対米国債スプレッドは縮小した。通貨については、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移した。この間、国際商品市況をみると、総じて弱含みの動きとなった。主な商品についてみると、原油は、2 月上旬にかけて上昇したが、年度末にかけて下落し、下期を通してみれば、ほぼ横ばいとなった。非鉄金属は、高水準の在庫や中国需要に対する慎重な見方などから、総じて軟調に推移した。農作物も、先行きの作況見通しに振らされる展開となる中、全般的に下落した。また、金についても、グローバル投資家のリスク回避姿勢が後退する中、下期を通じて下落基調を辿った。

（２）短期金融市場

24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、引き続き低水準で安定的に推移した。

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%程度であるもとで、期中を通じて0.1%を下回る水準で横ばい圏内で推移した（図表23）。ターム物金利をみると⁸、国庫短期証券利回りは、年明け以降、1年物まで含めて小幅に低下した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）も、緩やかな低下傾向を辿った。

（図表23）短期金融市場金利

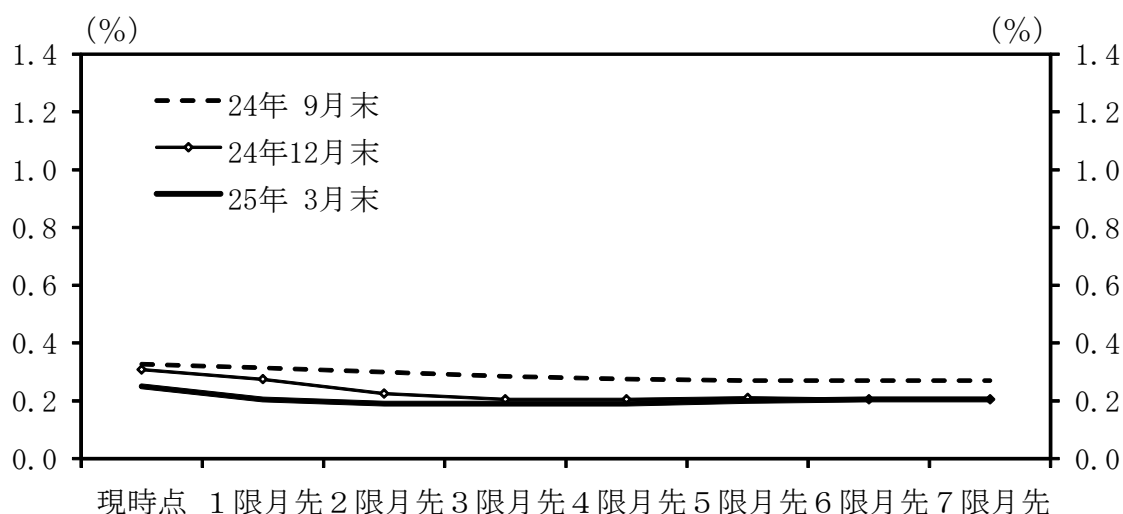


ユーロ円金利先物レートは（図表24）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む動きとなった。

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 24) ユーロ円金利先物レート

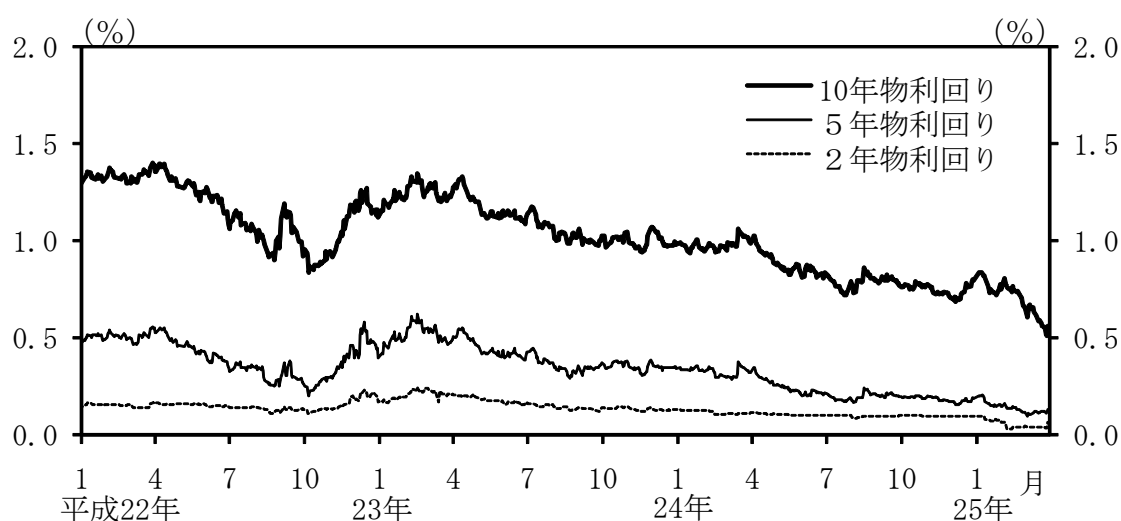


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (T I B O R 3 か月物) である。グラフでは、例えば、25 年 3 月末時点 (太い実線) における 1 限月先 (25 年 6 月央時点) のユーロ円金利の市場予想値が 0.21%、2 限月先 (25 年 9 月央時点) が 0.19%、3 限月先 (25 年 12 月央時点) が 0.19%であったことを表している。

(3) 債券市場

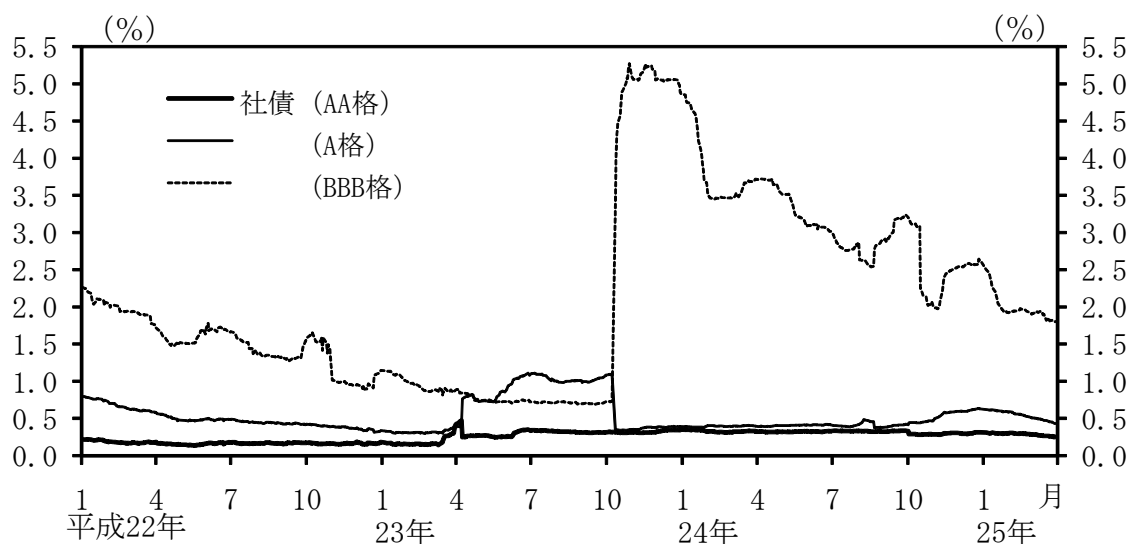
24 年度下期の債券市場の動向をみると (図表 25)、長期国債 (10 年債) の流通利回りは、2 月中旬までは、米国長期金利につれて振れを伴いつつも、0.7%台を中心とした狭いレンジで、概ね横ばい圏内で推移した。2 月下旬以降は、金融政策を巡る思惑などを受けて投資家需要が強まったことなどから、15 年度以来となる水準まで低下し、3 月末には 0.5%台となった。

(図表 25) 長期国債流通利回り



この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表 26）、一部の電力銘柄や業況悪化が懸念された銘柄を除けば、投資家の底堅い需要のもとで、期中を通じて、総じて安定的に推移した。

（図表 26）社債と国債との流通利回り格差

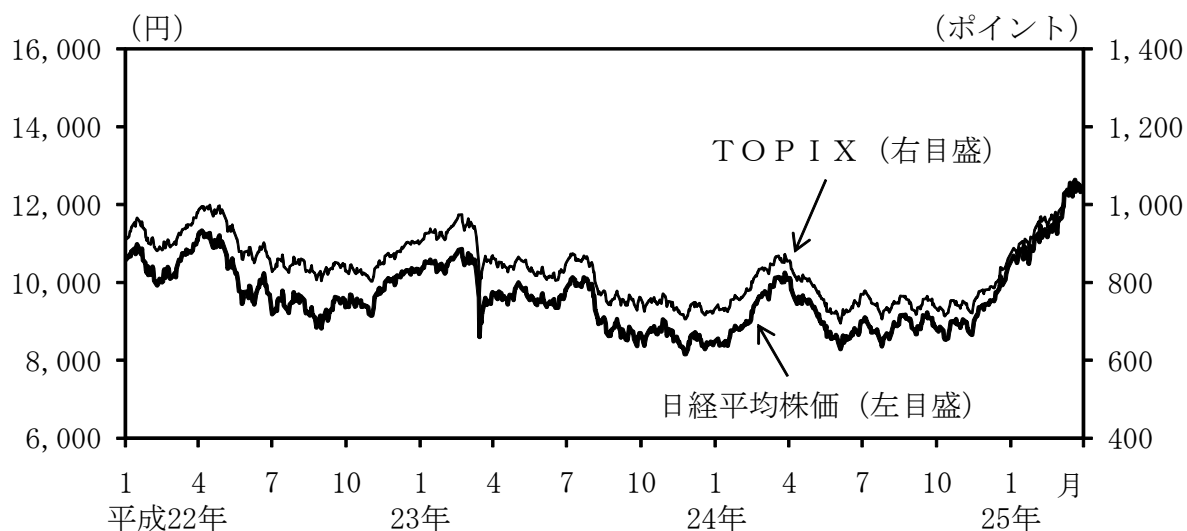


（注）社債、国債とも残存年数 5 年。ただし、社債は残存年数 3 年以上 7 年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

（４）株式市場

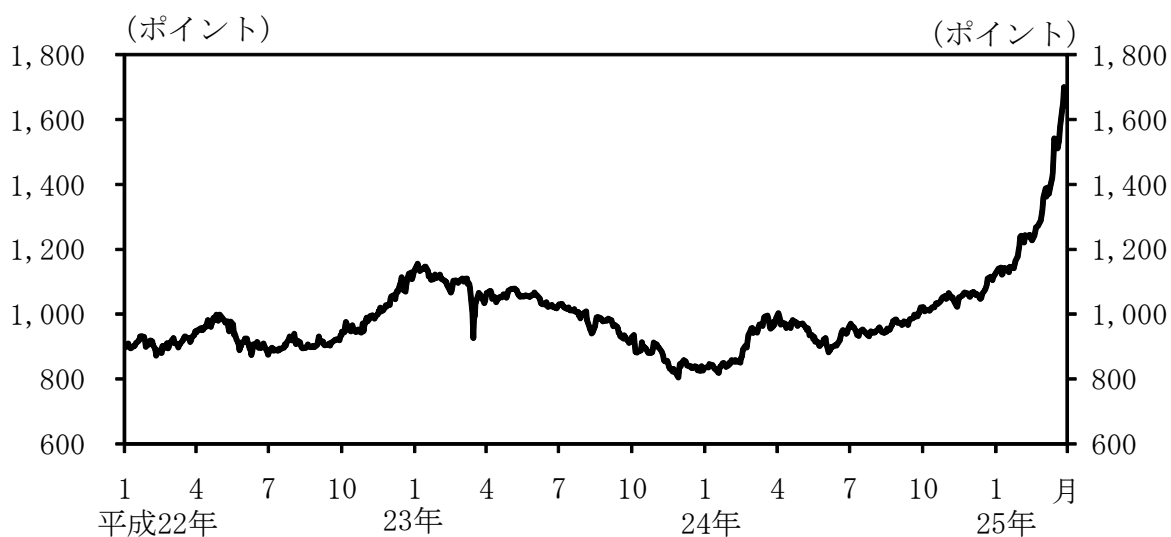
24 年度下期の株式市場の動向をみると（図表 27）、日経平均株価は、11 月中旬にかけて、概ね横ばい圏内で推移した後、米欧株価の上昇や、為替の円安方向の動きなどを受けて上昇しており、3 月末には 12 千円台前半となった。

(図表 27) 株価



不動産投資法人投資口（J－REIT）の価格は（図表 28）、配当利回りの高さなどに着目した買いもあって上昇基調を続け、3月末には20年1月以来の水準まで回復した。

(図表 28) 東証REIT指数



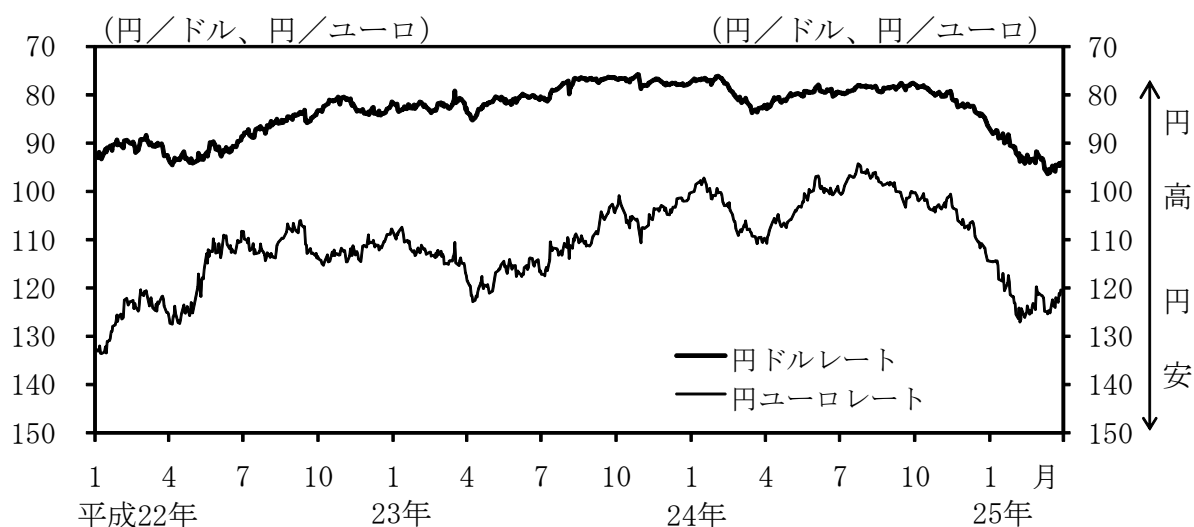
(5) 外国為替市場

24年度下期の外国為替市場の動向をみると（図表 29）、円の対ドル相場は、欧州情勢を巡るテイル・リスクの後退などを背景に投資家のセンチメントが改善す

る中、政策を巡る思惑やわが国の貿易収支赤字などが材料視されたことなどもあって、円安方向の動きとなり、3月末時点では94円台となった。

こうした中、円の対ユーロ相場は、欧州情勢を巡るテイル・リスクの後退を背景に、2月上旬にかけてはユーロ高方向の動きとなり、一時127円台までユーロ高が進行した。もっとも、その後は、欧州情勢の不透明感が再び意識される中、ユーロ安方向に戻しており、3月末には、120円台となった。

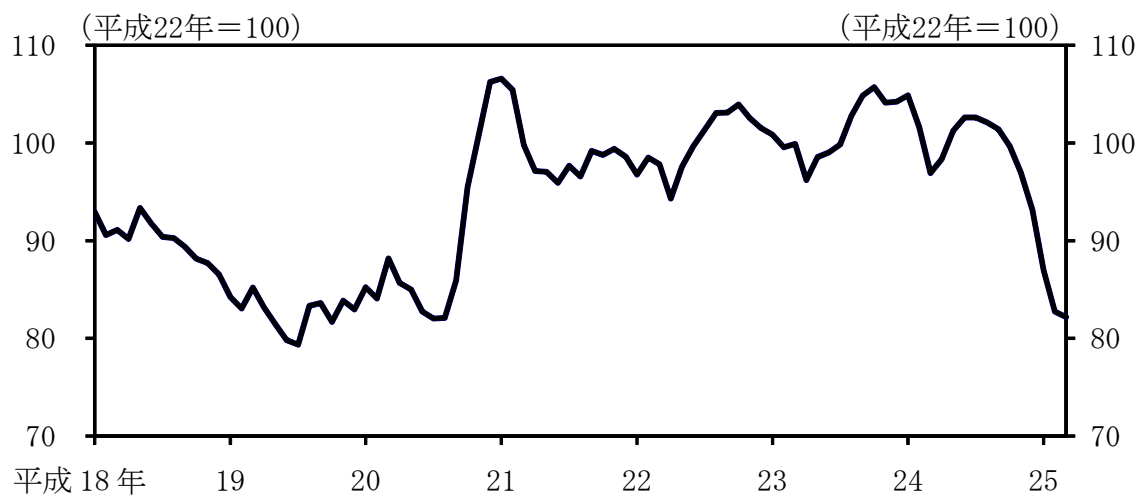
(図表 29) 円の対ドル、対ユーロレート



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⁹ (図表 30)、円安方向に進んだ。

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

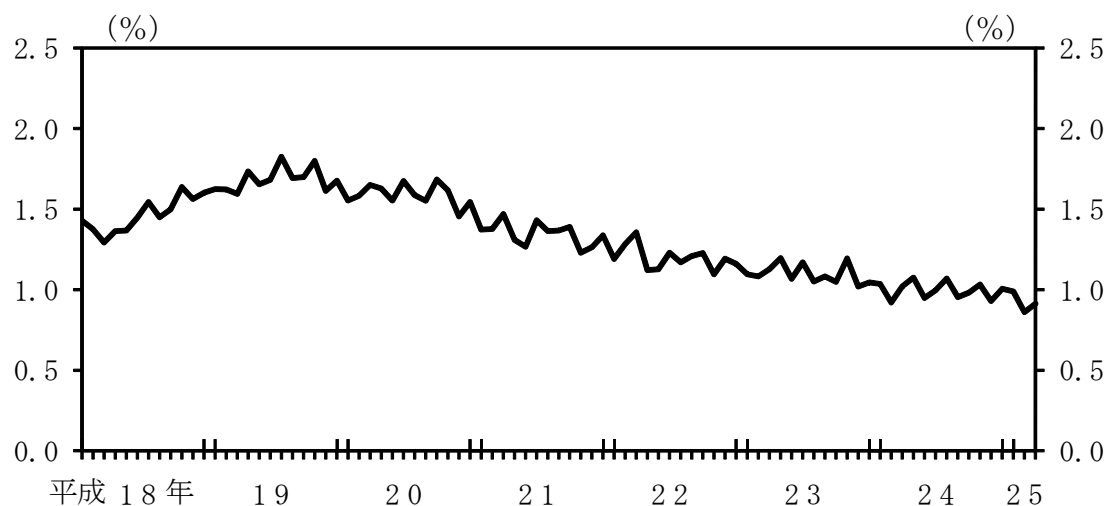
(図表 30) 円の実質実効為替レート



（６）企業金融

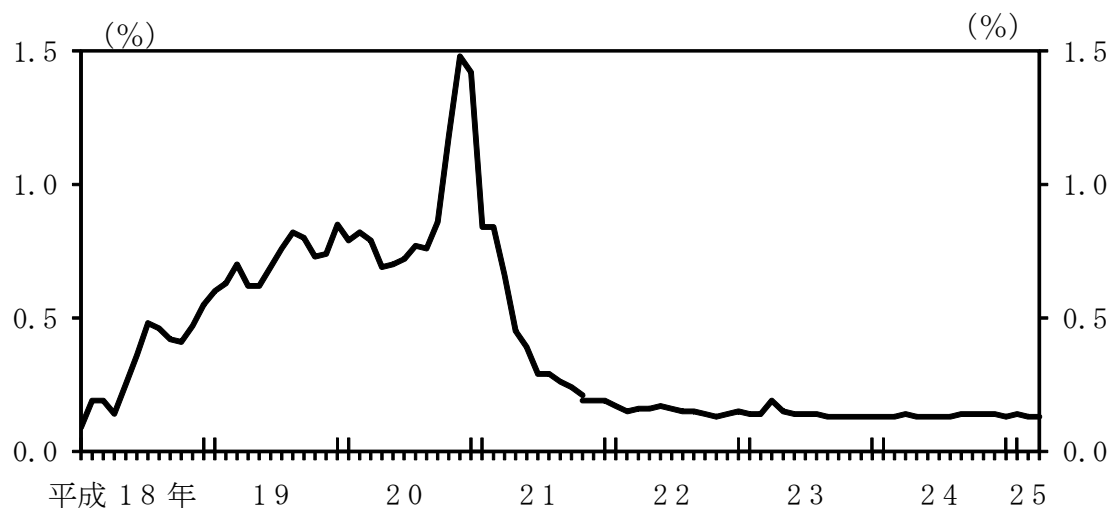
24年度下期の貸出金利をみると（図表 31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、低い水準で推移した。

（図表 31）貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、C P・社債の発行金利は（図表 32）、総じて低い水準で推移した。

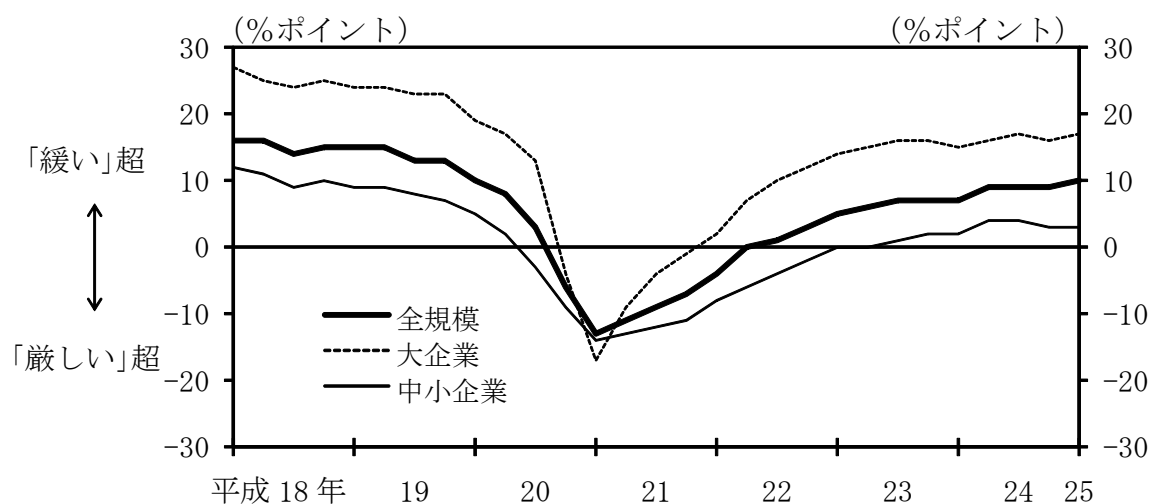
（図表 32）C P発行金利（3か月物）



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

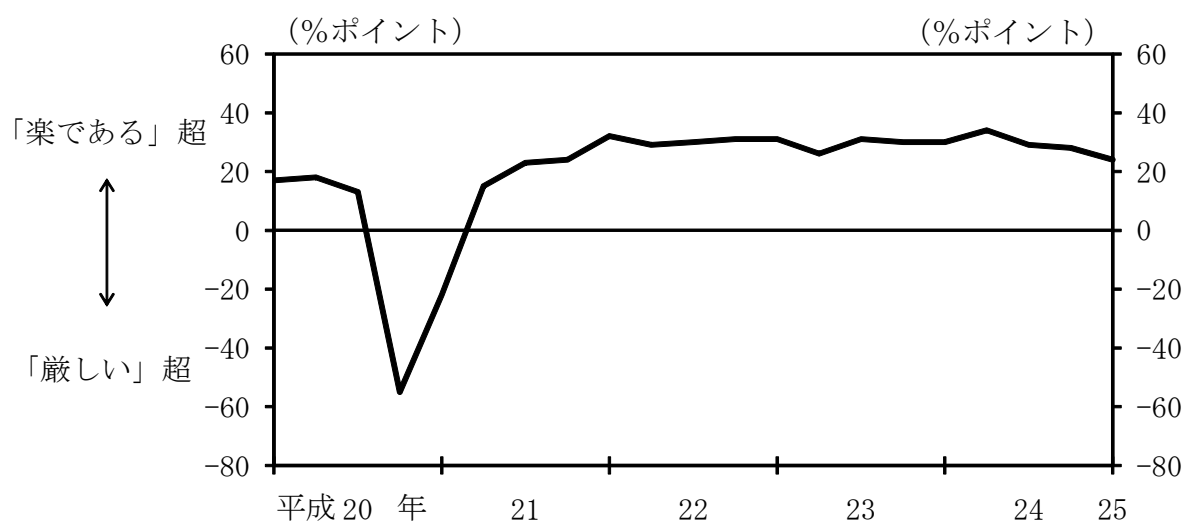
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 33）、改善傾向が続いた。C P・社債市場では（図表 34）、総じてみれば、良好な発行環境が続いた。

（図表 33）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）



（注）全産業ベース（図表 37 も同様）。

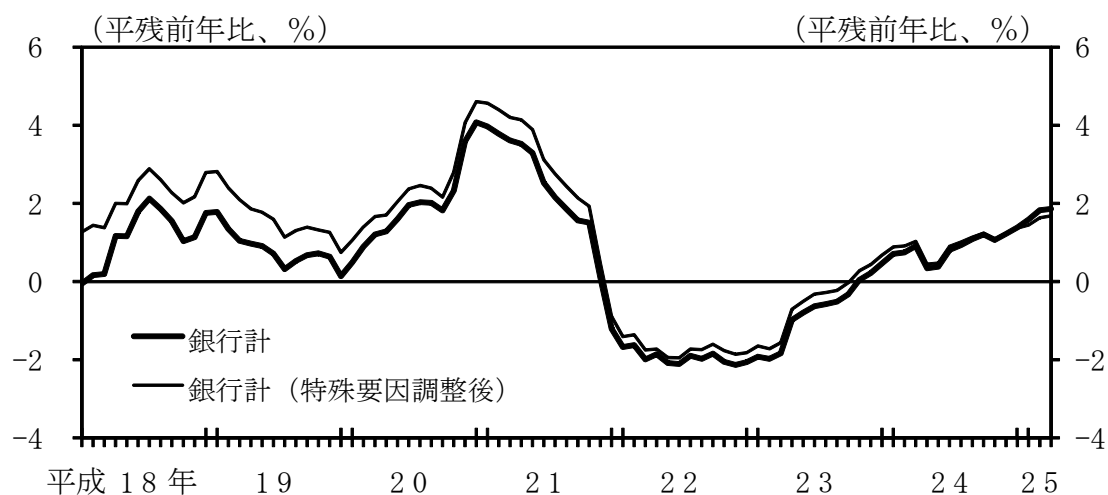
（図表 34）C P の発行環境判断D. I.（短観、発行企業ベース）



（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「C P 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「C P 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、運転資金や企業買収関連を中心に増加の動きがみられた。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高は（図表 35）¹⁰、前年比プラス幅が幾分拡大した。C P・社債の発行残高は、概ね前年並みとなった（図表 36）。

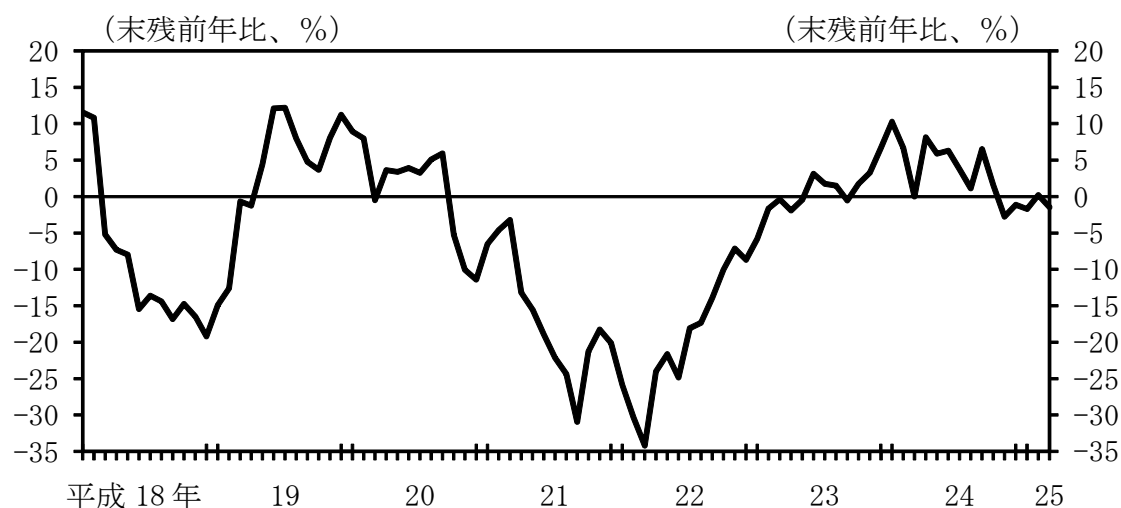
（図表 35）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、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。

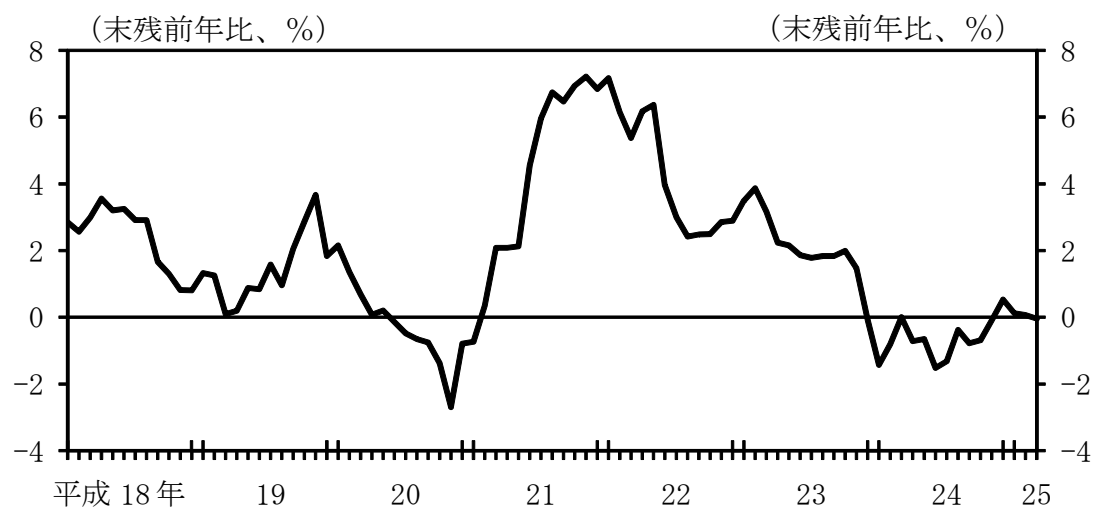
（図表 36）資本市場調達

（1）C P 発行残高



¹⁰ 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）。

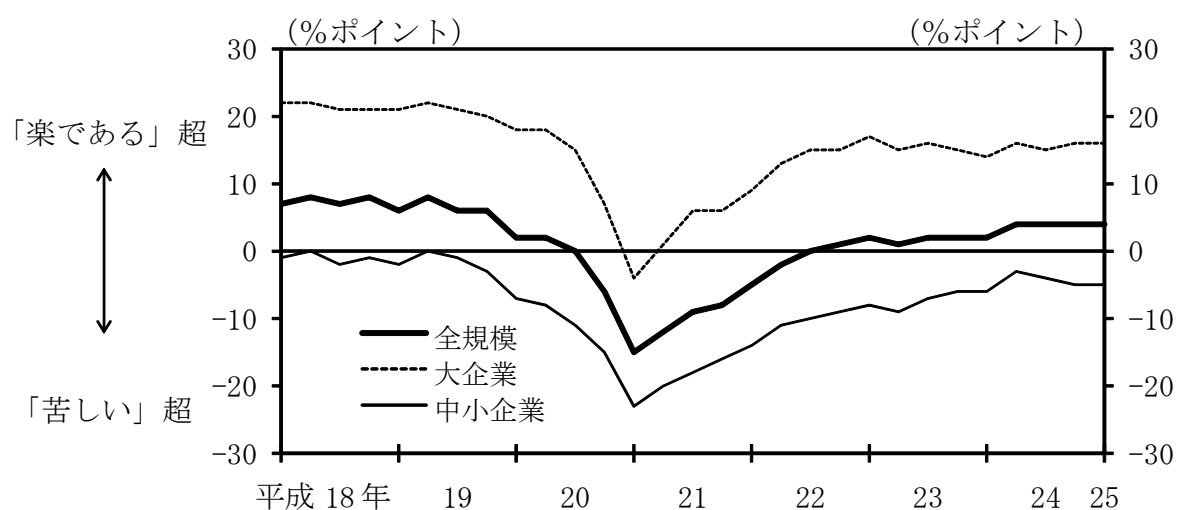
(2) 社債発行残高



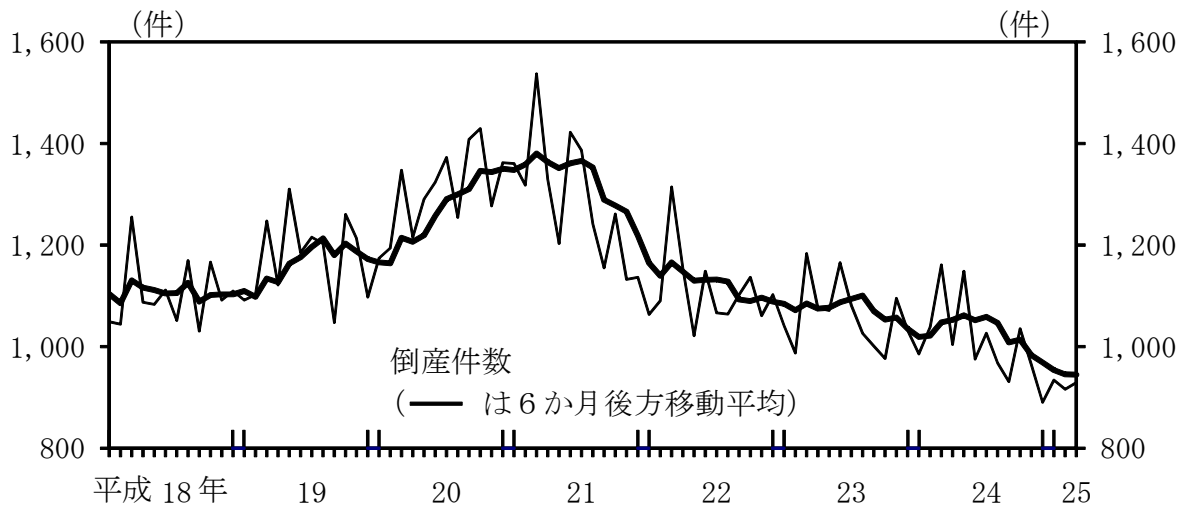
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC CPは含む）。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

企業の資金繰り判断は（図表 37）、総じてみれば、改善した状態にある。企業倒産件数は（図表 38）、低水準で推移した。

（図表 37）企業の資金繰り判断D. I.（短観）



(図表 38) 企業倒産

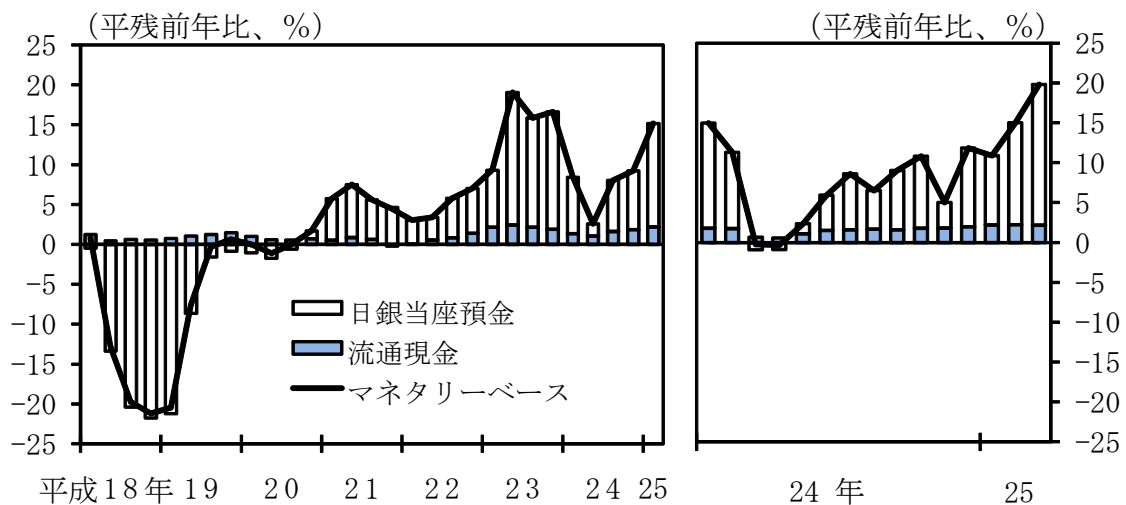


(7) 量的金融指標

24 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）の前年比は（図表 39）、概ね 2 桁のプラスで推移した。

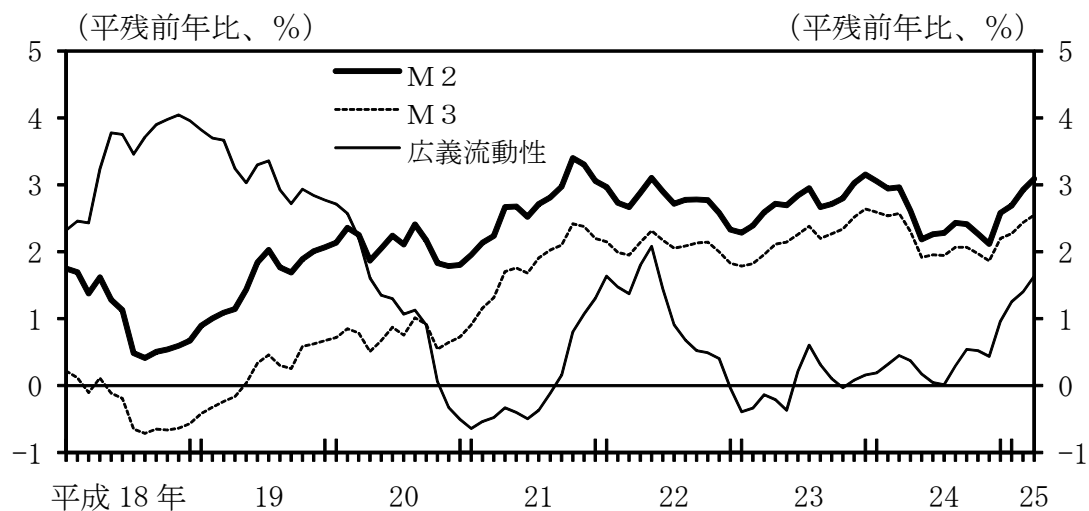
内訳をみると、日銀当座預金の残高の前年比は、前年に当座預金残高が急激に増加した反動で、11 月はプラス幅が一旦縮小したものの、年度末にかけては、日本銀行による潤沢な資金供給を反映して、プラス幅が拡大した。この間、銀行券発行高は、高めの伸びが続いた。

(図表 39) 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 40）、前年比のプラス幅は幾分拡大し、年度末には 3 % 程度のプラスとなった。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、前年比のプラス幅が幾分拡大した。

（図表 40）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。

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 24 年 10 月から 25 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）
	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）
	佐藤健裕	（審議委員）
	木内登英	（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、24 年度下期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、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)

政策委員会では、平成 24 年度下期の金融経済情勢について、「Ⅰ. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、24 年 10 月 4、5 日の会合では、景気の現状について、わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっていると判断し、先行きについては、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、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。10 月 30 日と 11 月の会合では、現状について、わが国の景気は、弱含みとなっていると判断し、12 月の会合では、わが国の景気は、一段と弱含んでいると判断した。先行きについて、11 月と 12 月の会合では、当面弱めに推移するとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、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。25 年 1 月の会合では、現状について、わが国の景気は、弱めに推移していると判断し、2 月の会合では、わが国の景気は、下げ止まりつつあると判断した。先行きについて、1 月と 2 月の会合では、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、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。3 月の会合では、現状について、わが国の景気は、下げ止まっていると判断し、先行きについては、当面横ばい圏内で推移したあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくことなどを背景に、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 41)。

物価の現状については、10 月から 3 月までのすべての会合で、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっていると判断した。先行きについては、10 月から 12 月の会合では、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられるとの見方を示し、1 月から 3 月の会合では、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられるとの見方を示した。

(図表 41) 政策委員会の経済情勢についての判断

24年 9 月	わが国の景気は、持ち直しの動きが一服している。
10月 5 日	わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている。
10月30日	わが国の景気は、弱含みとなっている。
11月	わが国の景気は、弱含みとなっている。
12月	わが国の景気は、一段と弱含んでいる。
25年 1 月	わが国の景気は、弱めに推移している。
2 月	わが国の景気は、下げ止まりつつある。
3 月	わが国の景気は、下げ止まっている。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、10 月から 3 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 42）。

10 月 30 日の会合では、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、①資産買入等の基金を 80 兆円程度から 91 兆円程度に 11 兆円程度増額すること、②金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給する、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みを創設すること、を決定した。また、デフレ脱却に向けた政府と日本銀行の取り組みについて、共有している認識を改めて明確に示すため、政府とともに「デフレ脱却に向けた取組について」を公表することとした。

12 月の会合では、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、①資産買入等の基金について、91 兆円程度から 101 兆円程度への 10 兆円程度の増額、②貸出増加を支援するための資金供給の詳細、を決定した。また、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との中央銀行間為替スワップ取極の期限を、26 年 2 月 1 日まで 1 年延長することを決定した。

1 月の会合では、金融緩和を思い切って前進させることとし、①消費者物価の

前年比上昇率で２％の「物価安定の目標」を導入し、これをできるだけ早期に実現することを目指すこと、②資産買入等の基金の運営について、現行方式での買入れが完了した後、26年初から、期限を定めず毎月一定額の金融資産を買入れる方式を導入し、当分の間、毎月、長期国債２兆円程度を含む13兆円程度の金融資産の買入れを行うという「期限を定めない資産買入れ方式」を導入すること、を決定した。また、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」を、政府と共同して公表することとした。

(図表 42) 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
24 年 10 月 5 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。
10 月 30 日	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。 資産買入等の基金を 80 兆円程度から 91 兆円程度に 11 兆円程度増額。 貸出増加を支援するための資金供給の枠組みを創設。 「デフレ脱却に向けた取組について」を公表。
11 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。
12 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。 資産買入等の基金を 91 兆円程度から 101 兆円程度に 10 兆円程度増額。 貸出増加を支援するための資金供給の詳細を決定。 カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との中央銀行間為替スワップ取極の期限を 1 年延長。
25 年 1 月 22 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。 消費者物価の前年比上昇率で 2％の「物価安定の目標」を導入。 資産買入等の基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を導入。 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」を公表。
2 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。
3 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、24 年度下期を通じて、0.3％で据え置かれた。

(注 3) 25 年 4 月 3、4 日の会合では、消費者物価の前年比上昇率 2％の「物価安定の目標」を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するため、マネタリーベースおよび長期国債・ETF の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を 2 倍以上に延長することなどを内容とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。そのもとで、金融市場調節方針は「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」とした。

(2)「経済・物価情勢の展望」とその中間評価

(「経済・物価情勢の展望」)

10月30日の会合では、24年度から26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、26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 わが国の経済をみると、24年前半の成長率は、復興関連需要が公的需要、民間需要の両面で増加するもとで、国内需要が堅調に推移したことから、年率3%程度となった。もっとも、その後は、海外経済の減速した状態が強まっていることを反映して、輸出や鉱工業生産が減少し、内需にもその影響が一部及び始めていることから、景気は弱含みとなっている。わが国経済の先行きを展望すると、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。
- ② 各年度毎の経済見通しとしては、24年度下期から25年度にかけての景気展開については、輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速が長引くもとで、当面弱めに推移するとみられる。こうした輸出・鉱工業生産の弱さは、製造業部門の支出活動を幾分抑制する方向に作用すると考えられる。国内需要については、防災・エネルギー関連の投資を含めた広い意味での復興関連需要などに支えられて、全体としてみれば底堅さを維持するとみられるが、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるほか、震災後のペントアップ需要も徐々に減衰していくとみられる。このため、国内需要が輸出の弱さを補うほどの増加を続けるとは考え難く、景気は当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。もっとも、その後は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、輸出や鉱工業生産は持ち直しに転じ、経済全体で前向きの支出活動も徐々に強まっていくと予想される。25年度の成長率は、復興関連需要による景気押し上げ効果が公的需要中心に徐々に減衰していくものの、海外経済の持ち直しが次第に明確になるにつれて、企業収益や雇用

者所得の増加を伴いながら国内民間需要がしっかりとした伸びとなるため、潜在成長率をはっきりと上回ると考えられる¹¹。25年度下期には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で発生すると予想されるため、一時的にかなり高めの成長となると考えられる¹²。26年度については、海外経済が過去の長期平均を上回る成長を実現するほか、企業収益の改善や成長期待の高まりを背景に低金利の持つ景気刺激効果も強まっていき、これが国内民間需要を下支えするとみられることなどから、消費税率引き上げに伴う変動を除いた基調でみれば、潜在成長率を幾分上回る成長経路をたどると考えられる。ただし、年度の成長率は、上期を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が出ることから、小幅のプラスにとどまる可能性が高い。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の推移をやや長い目で振り返ると、21年8月に過去最大の下落幅（-2.4%）となった後、労働や設備の稼働状況、すなわちマクロ的な需給バランスが緩やかな改善傾向を続ける中、21年末頃から下落幅は着実に縮小を続けており、最近では概ねゼロ%となっている。
- ④ 先行きの物価を巡る環境を展望すると、マクロ的な需給バランスは、前述の景気展開を反映して、当面横ばい圏内で推移するものの、その後は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな改善基調を続けると考えられる。中長期的な予想物価上昇率については、市場参加者やエコノミストの見方は振れを均してみれば概ね1%程度で安定的に推移しているほか、

¹¹ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、見通し期間の終期にかけて徐々に上昇していくが、期間平均では「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右され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。

¹² 消費税率の引き上げは、経済に対して、主として税率の引き上げ前後の駆け込み需要の発生とその反動（異時点間の代替効果）を通じて、影響を及ぼすと考えられる。物価上昇に伴う実質所得の低下を通じた影響も考えられるが、やや長い目でみて家計はわが国の厳しい財政事情を踏まえ、将来の消費税率引き上げをある程度織り込んで行動しているとみられることを勘案すると、その影響は所得の減少から機械的に計算されるほどには大きくならないと予想される。以上を踏まえて、今回の消費税率引き上げが実質GDPに及ぼす影響について定量的に試算すると、25年度の成長率を0.3%ポイント程度押し上げる一方、26年度の成長率を0.7%ポイント程度押し下げると見込まれる。なお、今回の引き上げにおいては、自動車や住宅に関する激変緩和措置の取扱いなどの詳細が現時点で固まっていないこともあり、経済への影響は不確実性が大きく、上記の試算も相当な幅をもってみる必要がある。

家計の見方にも大きな変化はみられず、見通し期間においても安定的に推移すると想定できる。国際商品市況については、このところ地政学リスクの高まりや天候要因などから原油や穀物の価格が強含んでいるものの、当面は、海外経済の減速を反映して、均してみれば横ばい圏内で推移すると想定される。その後は、新興国の経済成長に伴う食料・エネルギーの需要拡大などを背景に、基調的には緩やかな上昇傾向をたどると想定される。

- ⑤ 以上の環境を前提に、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると¹³、国内企業物価は、当面、国際商品市況が弱含みで推移することを反映して、前年比で下落するものの、25年度以降は、国際商品市況の緩やかな上昇や、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、緩やかな上昇基調に復していくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、26年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」¹⁴である1%に着実に近づいていくとみられる。

- 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（中心的な見通し）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、国際金融資本市場と海外経済の動向、企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性、消費税率引き上げの影響に関する不確実性、わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題、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。まず、景気について、前述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。また、物価に固有の要因としては、マクロ的な需給バランスに対する物価の感应度の不確実性、企業や家計の中長期的な

¹³ 消費税率の引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して試算すると、26年度の国内企業物価は2.9%ポイント、同年度の消費者物価は2.0%ポイント押し上げられる。

¹⁴ 日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念として、金融政策を運営している。その際、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を「中長期的な物価安定の目途」として数値で示していた。具体的には、「中長期的な物価安定の目途」については、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途としていた。なお、既述のとおり、25年1月の会合では、「中長期的な物価安定の目途」に代わり、「物価安定の目標」を導入した。

予想物価上昇率の動向、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目途」を念頭に置いた上で、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。

- ① 第1の柱、すなわち先行き26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。前述のとおり、わが国経済は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、26年度には、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていくとみられる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、やや長い目でみれば、日本経済は、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。
- 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。景気面では、欧州債務問題に端を発するテイル・リスクはやや後退しているが、国際金融資本市場や海外経済を巡り、なお大きな不確実性があり、重要な下振れリスクである。この間、中長期的な成長期待については、成長力強化への取り組みの成果次第では、上振れ・下振れ双方向の可能性はある。また、消費税率引き上げの経済への影響については、内外の過去の事例を踏まえると、不確実性が高い。財政の持続可能性確保へ向けた取り組みも、経済動向に大きな影響を及ぼし得る。物価面では、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度や中長期的な予想物価上昇率、国際商品市況の動向などを、注視する必要がある。
- ③ 先行きの金融政策運営については、前述の2つの柱による点検を踏まえ、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰に向けて、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化および金融機関の貸出増加の支援を通じて、適切な政策運営に努めていく。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、10月30日に公表した（背景説明を含む全文は10月31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。

（「展望レポート」の中間評価）

1月の会合では、24年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。委員は、先行きの成長率の中心的な見通しについて、24年10月の展望レポートの見通しと比べ、24年度については幾分下回るものの、25年度は各種経済対策の効果等から上振れするとみられ、26年度は概ね見通しに沿って推移すると見込まれるとの認識を共有した。

先行きの物価の中心的な見通しについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね24年10月の展望レポートで示した見通しと変わらないとの認識を共有した。委員は、26年度にかけて日本経済が潜在成長率を上回る成長経路を辿り、マクロ的な需給バランスが改善するもとで物価上昇率が徐々に高まっていき、その結果として企業や家計の予想インフレ率も緩やかに上昇していくという、見通しの前提となる基本的なメカニズムは、24年10月時点から変わっていないとの認識を共有した。

先行きの景気見通しを巡る上振れ・下振れ要因について、委員は、①国際金融資本市場と海外経済の動向、②企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性、③消費税率引き上げの影響に関する不確実性、④わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題、の4点、とりわけ①の国際金融資本市場と海外経済を巡るリスクに注意が必要との認識を共有した。物価に固有の上振れ・下振れ要因について、委員は、①マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度に不確実性があること、②企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、③輸入物価の動向、の3点との認識を共有した。

（３）金融経済情勢に関する検討

イ．24年10月4、5日の会合

（欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢は、やや後退した状態が続いている）

国際金融資本市場について、委員は、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識で一致した。多くの委員は、欧州中央銀行による新たな国債購入スキームの導入などを背景に、周縁国国債の利回りは幾分低下しているものの、市場では、スペインによるユーロ圏諸国への全面支援要請の有無や、ユーロ圏の銀行監督一元化に向けた取り組みなどを巡って、なお不透明感の強い状況が続いていると指摘した。

（海外経済は、減速した状態がやや強まっている）

海外経済について、委員は、減速した状態がやや強まっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続けたあと、次第に減速した状態から脱していくと見込まれるとの認識を共有した。減速した状態がやや強まっていることについて、何人かの委員は、欧州債務問題の影響が貿易チャネルを通じて世界経済全体に波及していることを反映して、多くの国や地域で、製造業を中心に企業マインドが悪化していると指摘した。

（わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている）

景気の現状について、委員は、海外経済の減速した状態がやや強まっているもとで、わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。委員は、輸出や鉱工業生産は、弱めとなっているとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、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、基調的な物価がどのように推移するかは慎重に見極める必要があるが、この先数か月は、石油製品価格の動向が物価の前年比押し上げに働くとみられると述べた。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要であるとの見解で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ロ. 11月の会合

（欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢は、やや後退した状態が続いている）

国際金融資本市場について、委員は、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識で一致した。多くの委員は、欧州中央銀行が整備した新たな国債購入スキームを含め、欧州当局が様々な施策を講じてきたこともあって、欧州債務問題に端を発し国際金融資本市場が大きく動揺するテイル・リスクはやや後退したとの見解を示した。米欧株価の下落について、大方の委員は、米国の大統領・議会選挙後に「財政の崖」に対する警戒感が強まっていることを反映しているという見方を示した。

（海外経済は、減速した状態が続いている）

海外経済について、委員は、米国や中国経済の一部でやや明るい動きがみられ

るものの、欧州では景気悪化に依然として歯止めがかかっておらず、全体としてみれば、減速した状態が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、弱含みとなっている）

景気の現状について、委員は、弱含みとなっているとの認識を共有した。足もとの景気の弱さについて、多くの委員は、①海外経済減速の影響、②最近における日中関係の影響、③エコカー補助金終了の影響、などを挙げた。

景気の先行きについて、委員は、当面弱めに推移するとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きも、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、製造業における稼働水準の低下や、大手スーパーにおける低価格戦略の強まりなどが、物価動向に及ぼす影響に注意する必要があると述べた。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響の広がりなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要であるとの見解で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ハ. 12月の会合

（欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はこのところ後退している）

国際金融資本市場について、委員は、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はこのところ後退しているものの、今後の市場の展開には十分注意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、EU・IMFによるギリシャ向け支援の合意やギリシャ政府による国債買い戻し、ユーロ圏の銀行監督一元化に向けた進展などを背景に、欧州情勢への懸念は幾分和らいでいると指摘した。

（海外経済は、減速した状態が続いている）

海外経済について、委員は、米国や中国経済の一部でやや明るい動きがみられるものの、欧州では景気悪化に依然として歯止めがかかっておらず、全体としてみれば、減速した状態が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、一段と弱含んでいる）

景気の現状について、委員は、輸出や鉱工業生産は減少し、設備投資などの内需にもその影響が及んできており、一段と弱含んでいるとの認識を共有した。足もとの景気について、何人かの委員は、10月展望レポートで示した想定よりも幾分弱めに推移していると述べた。

景気の先行きについて、委員は、当面弱めに推移するとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）

委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、先行きも、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、景気が下振れるとすれば、需給ギャップの縮小ペースは鈍化し、消費者物価の上昇ペースは幾分弱まる可能性があるとは指摘した。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要であるとの見解で一致した。委員は、米国の「財政の崖」を巡る大統領・議会の協議が不調に終わり、時限的な減税・給付措置の失効と歳出の自動削減の大部分が実行に移されれば、可処分所得の減少と公的需要の減少を通じて、米国景気の大きな下押し要因となるとの懸念を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

二. 25 年 1 月の会合

（国際金融資本市場における投資家のリスク回避姿勢は後退してきている）

国際金融資本市場について、委員は、今後の展開に引き続き注意していく必要があるが、欧州債務問題について、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムなど各種の安全弁が整備されるもとで、単一の銀行監督メカニズムの構築についても合意に達するなど、一定の進展がみられていることや、米国において「財政の崖」が回避されたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退してきているとの認識で一致した。

（海外経済は、減速した状態が続いている）

海外経済について、委員は、米国や中国経済の一部でやや明るい動きがみられるものの、欧州経済は引き続き緩やかに後退しており、全体としてみれば、減速した状態が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、弱めに推移している）

景気の現状について、委員は、輸出や鉱工業生産が海外経済の減速した状態が続いていることなどから減少し、設備投資が全体として弱めとなるなど、弱めに推移しているとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの認識を共有した。何人かの委員は、海外経済を巡るテイル・リスクが低下したことや、政府による緊急経済対策の効果、円安・株高などの影響が今後明確化してくることを踏まえると、先行き、緩やかな回復経路に復していく蓋然性は、相応に高まってきていると考えられるとの見解を示した。

（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）

委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ホ. 2月の会合

（国際金融資本市場における投資家のリスク回避姿勢は後退してきている）

国際金融資本市場について、委員は、今後の展開に引き続き注意していく必要はあるが、欧州債務問題について、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムなど各種の安全弁が整備されるもとで、欧州中央銀行の3年物資金供給オペの期限前返済額が市場の予想を上回ったことや、米国において、年初の「財政の崖」回避に続き、連邦債務上限の適用を一時見送る法案が可決されたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退してきているとの認識で一致した。

（海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている）

海外経済について、委員は、欧州経済が引き続き緩やかに後退しているなど、全体としてみれば減速した状態が続いているが、米国や中国経済を中心に持ち直しに向けた動きもみられているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、下げ止まりつつある）

景気の現状について、委員は、輸出の減少ペースが緩やかになってきており、鉦工業生産が下げ止まりつつあるなど、全体としても下げ止まりつつあるとの見方で一致した。また、景気全体として、1月の中間評価の見通しに概ね沿って推移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、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。

（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）

委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

物価上昇のメカニズムについて、委員は、海外経済の回復を背景とした国内経済の緩やかな回復から需給ギャップが徐々に縮小するもとで、物価上昇率が高まっていくとの認識を改めて共有した。また、その先も経済が持続的に改善していけば、企業や家計の成長期待が高まり、現実の物価上昇率や予想物価上昇率をさらに高めることにつながっていくとの見方で一致した。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの見解で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

へ. 3月の会合

（国際金融資本市場における投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にある）

国際金融資本市場について、委員は、イタリアの政治情勢などを巡って不透明感がやや高まる局面もみられたことなどを踏まえると、今後の展開については引き続き注意していく必要はあるが、総じてみれば、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムといった各種の安全弁が整備されるなど、欧州債務問題への取り組みに一定の前進がみられてきたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にあるとの認識で一致した。

（海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている）

海外経済について、委員は、欧州経済が引き続き緩やかに後退しているなど、全体としてみれば減速した状態が続いているが、米国や中国経済を中心に持ち直しに向けた動きもみられているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、下げ止まっている）

景気の現状について、委員は、輸出は下げ止まりつつあり、鉱工業生産が下げ止まっているなど、全体としても下げ止まっているとの見方で一致した。また、景気全体として、1月の中間評価の見通しに概ね沿って推移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、当面横ばい圏内で推移したあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。

（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）

委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は概ねゼロ%となっており、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

物価上昇のメカニズムについて、委員は、海外経済の回復を背景とした国内経済の緩やかな回復から需給ギャップが徐々に縮小するもとで、物価上昇率が高まっていくとの認識を改めて共有した。また、その先も経済が持続的に改善していくとの見通しが広がれば、企業や家計の成長期待が高まり、現実の物価上昇率や予想物価上昇率を更に高めることにつながっていくとの見方で一致した。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの見解で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

（４）金融政策運営を巡る議論

イ．物価の安定の考え方

24 年度下期の各会合では、金融政策運営に当たり目指す「物価の安定」の考え方とデフレ脱却に向けた取り組みについて、議論を行った。

10 月 30 日の会合では、デフレ脱却に向けた取り組みに関して、議長から、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するというきわめて重要な課題を達成するため、政府と日本銀行が最大限の努力を行うことや、それぞれが果たすべき役割について、両者が共有している認識を、改めて対外的に明確なかたちで示してはどうかとの提案があった。委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していく姿勢を改めて明確に伝えるとともに、政府が、デフレ脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠との認識を示すことで、それぞれの政策効果がより効果的なものになるとの見解で一致した。

12 月の会合では、多くの委員は、このところ、物価上昇率を巡る議論が高まっていることなどを踏まえると、次回の会合において、金融政策運営に当たり目指す中長期的な物価の安定について検討を行うことが適当との認識を示した。検討を行うに当たって、委員からは、考慮すべき論点として、①日銀法第 2 条にある「物価の安定」とは何か、②物価安定の数値的表現をどうするか、③政策の柔軟性をどう確保するか、④目指すべき物価上昇率を実現していくための金融政策手段についてどう考えるのか、⑤独立性や政府との関係についてどのように考えればよいか、といった様々な論点が挙げられた。こうした議論を受けて、議長は、必要な論点を整理し、次回の会合で報告するよう、執行部に指示した。

1 月の会合では、こうした指示に基づき執行部から報告された「物価の安定」に関する論点整理を踏まえ、委員は、金融政策運営に当たり目指す「物価の安定」に関する検討を行った。委員は、「物価の安定」の意味について、日本銀行法の定める「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」という金融政策運営の理念を踏まえると、「物価の安定」は、持続可能なものでなければならないとの認識を共有した。委員は、こうした「物価の安定」の実現を図る

うえでは、金融政策の効果が経済活動さらには物価へと波及するまでに、長期かつ可変のタイムラグが存在することを念頭に、金融面の不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら、金融政策を柔軟に運営していく必要があるとの認識を共有した。

次に、持続可能な「物価の安定」の数値的な表現を検討するに当たり、委員は、①バイアス、②のりしろ、③国民の物価観の3つの観点を踏まえる必要があるとの認識を共有した。そのうえで、大方の委員は、具体的な数値表現として「消費者物価の前年比上昇率2%」が望ましいとの認識を示した。

委員は、持続可能な「物価の安定」と整合的な物価上昇率をどう表現するかについても議論を行った。この点、多くの委員は、24年2月に「中長期的な物価安定の目途」を導入した際には、「目標」という表現を用いた場合、物価だけを意識して硬直的に金融政策を運営すると受け止められる可能性が懸念されたが、それ以降の日本銀行による情報発信の効果もあって、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解は着実に広がってきているとの認識を示した。そうした状況を踏まえ、委員は、「物価安定の目途」に代えて「物価安定の目標」という表現を用いることが、日本銀行の考え方を伝えるに当たって、分かりやすく適当であり、その英語表現については「The price stability target」とすることが相応しいとの認識で一致した。この間、複数の委員は、「物価安定の目途」に代えて「物価安定の目標」という表現を用いることには同意しつつも、その数値的な表現については、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラス、当面は1%」という表現を維持し、その実現に全力を尽くす姿勢を示すことが適当であるとの認識を述べた。

1月の会合では、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携に関して、共同声明を公表することについても議論を行った。委員は、政府と日本銀行が、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けて、連携を一段と強化することの意義は大きいとの認識で一致した。大方の委員は、現在、日本経済には持ち直しの動きがみられ、緩やかな回復経路に復していくために大事な局面にあること、また、政府が成長力強化に向けた取り組みを強力に推進することを表明していることを踏まえると、そうしたタイミングで政府と日本銀行が連携を強化し、一体となって取り組んでいく姿勢を明確に示すことは、日本経

済の回復の動きを後押しするうえで、きわめて重要であるとの見解を示した。

ロ．強力な金融緩和の推進

24 年度下期の各会合では、デフレ脱却に向けた日本銀行としての対応である強力な金融緩和の推進について、議論を行った。

10 月 30 日の会合では、委員は、経済・物価のシナリオは、海外経済、輸出、生産に加え、内需の一部でも、9 月の金融緩和の強化時にみていたよりもさらに下振れており、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするためには、金融緩和を一段と強化する必要があるとの見解で一致した。そのうえで、委員は、9 月に続き、資産買入等の基金を大幅に増額することが適当であるとの認識を共有した。委員は、基金の増額幅について、長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にするため、10 兆円規模で増額することが適当との認識で一致した。買入対象の資産について、委員は、短期国債、長期国債だけでなく、日本銀行のリスク許容度も考慮したうえで、リスク性資産も幅広く増額の対象とすべきとの認識を共有した。

12 月の会合では、多くの委員は、足もとの景気・物価情勢を踏まえると、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするためには、このタイミングで基金の増額を行うことが適当であるとの認識を示した。基金の増額幅について、委員は、10 兆円程度とし、短期国債を 5 兆円程度、長期国債を 5 兆円程度買入れることが適当との見方で一致した。増額分の積み上げを完了する時期について、委員は、現下の情勢を踏まえると、当面の景気を下支えしていくためにも、短期国債については 25 年 6 月末を目途とするのが適当であり、長期国債については、25 年中の基金の積み上げペースのバランスに配慮し、1 年間均等に積み上げるのが適当であるとの認識を共有した。

1 月の会合では、委員は、「物価安定の目標」の実現を目指して強力に金融緩和を推進するという日本銀行のスタンスを明確に示す観点から、期限を定めず毎月一定額の資産を買入れ続ける方式を導入することが望ましいとの認識を共有した。委員は、本年末の現行方式での買入れ完了後、26 年初からは、期限を定めず

毎月一定額の資産を買入れ続ける方式を導入することが適当であるとの見解で一致した。また、委員は、毎月の買入れ額について、消費者物価の前年比上昇率が1%にまで高まっていくと予想される26年中に、さらに「目標」である2%を目指し、手綱を緩めることなく、しっかり金融政策を実行していく観点から、基金の残高を10兆円程度増加させ、その水準を維持できるよう、当分の間、長期国債2兆円、短期国債10兆円、CP・社債1兆円の計13兆円程度とすることが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、「物価安定の目標」の実現には相応の時間がかかる可能性が高い中、先行きになればなるほど経済・物価情勢や累積的な金融緩和の効果などを巡る不確実性が高くなることなども踏まえ、当分の間というかたちで期間を定めずに毎月の買入れ額を決めて買入れを行っていくことは、日本銀行の金融緩和姿勢を明確に示すものであるとの見解を述べた。

ハ. 貸出増加の支援

24年度下期の各会合では、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す工夫を巡って、議論を行った。

10月4、5日の会合では、包括的な金融緩和政策の効果について、委員は、包括緩和が実体経済に及ぼす影響のうち、第1段階である金融環境への波及という点では、企業や家計が直面する金融環境は緩和した状態にあるとの認識で一致した。続いて、包括緩和が及ぼす影響のうち、第2段階である金融環境から実体経済への波及について、議論が行われた。多くの委員は、金融環境はきわめて緩和的であるが、企業の投資や支出の積極化に十分繋がっていないとの認識を示した。

こうした認識のもと、10月30日の会合では、第2段階における緩和効果の一層の浸透を図るため、委員は、金融機関の一段と積極的な行動と、企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す工夫をしていくべきとの認識を共有した。そのうえで、委員は、貸出増加を支援するための資金供給について議論を行った。委員は、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給することが適当との見解で一致した。また、委員は、資金供給の総額の上限を設定せず、無制限とすることが、金融機関の貸出増加への取り組みの大きな支えになるとの認識を共有した。具体的な枠組みについて、委員は、金融機関

の取り組みを効果的に支援していくためには、本措置の実施期間は1年程度としたうえで、資金供給の対象先は預金取扱金融機関、貸出増加の算出対象は金融機関向けを除く対民間貸出とし、円貨建て・外貨建て双方を含めて幅広く捉えることが適当との見解で一致した。成長基盤強化支援との関係について、委員は、成長基盤の強化に取り組むことと、金融機関が貸出の総額を増やすことは相互に補完的であるため、日本銀行の政策姿勢を明確化する観点からは、既存の成長基盤強化支援と新設する貸出増加支援の2つを合わせて貸出支援基金と位置付けることが適当との認識で一致した。貸出支援基金の創設には、貸付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、議長は、具体策を検討のうえ、改めて会合に報告するよう、執行部に対して指示を行った。

12月の会合では、10月30日の会合で議長から指示のあった「貸出増加を支援するための資金供給」の具体的な取り扱いについて、金融機関・協会へのヒアリング結果も踏まえ、執行部から成案の報告があった。複数の委員は、具体的な検討の結果は、金融機関にとって十分使い勝手の良いものとなっており、その融資姿勢を一段と積極化させる効果が期待できると述べた。その後、採決が行われ、「『貸出支援基金運営基本要領』の制定等に関する件」の執行部提案は全員一致で決定された。

二. 金融政策運営を巡るその他の論点

24年度下期の各会合において議論された金融政策運営を巡るその他の主な論点は、以下のとおりである。

(コミットメントのあり方)

10月から12月の会合では、「当面の『中長期的な物価安定の目途』である消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」というコミットメントの文言を巡って、議論を行った。

10月30日の会合では、複数の委員は、コミットメントの文言を変更し、それを対外公表文に明記することで、金利などへの働きかけをさらに強め、日本銀行の

緩和姿勢をより明確にすることができないかと問題提起した。これに対して大方の委員は、現時点でコミットメントの文言を修正することには慎重な見解を表明した。これらの委員は、市場金利をみると、イールドカーブの中期ゾーンまできわめて低位で、日本銀行が金融緩和を継続していくことに対して市場で疑念が生じているとは考えられず、コミットメントの文言の変更が必要な状況にはないと指摘した。

11月の会合では、何人かの委員は、金融政策による為替相場への働きかけを強める観点から、一段の工夫が必要ではないかとの問題意識を示した。このうち複数の委員は、為替市場などでは日本銀行の金融緩和姿勢に誤解や疑念が存在するとの認識を示したうえで、それらを払拭し、金融緩和効果の一層の浸透を図る観点から、コミットメントの文言を変更することが市場の予想に働きかけるうえで有効ではないかと、前回会合と同様の問題提起を行った。このうちの一人の委員は、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を通じた強力な金融緩和について、消費者物価の前年比上昇率1%を達成するまでオープン・エンドとすることを対外公表文に明記することが考えられると述べた。これに対して、多くの委員は、仮に日本銀行の金融緩和姿勢に誤解や疑念が存在しているのであれば、それは丁寧な説明を通じて解消していくべきものであると指摘した。

12月の会合では、複数の委員は、コミットメントの文言の変更により、物価の安定の実現に向けてより効果的に市場の予想に働きかけることができるのではないかと述べた。

1月から3月の会合では、金融資産の買入れと実質的なゼロ金利政策とを継続することにより、強力に金融緩和を推進する期間について、議論を行った。多くの委員は、「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指し、それぞれ必要と判断される時点まで、とすることが適当との見解を示した。これに対し、一人の委員は、将来の短期金利に関する市場の予想に働きかけるオーソドックスな緩和強化策である実質的なゼロ金利政策については、金融資産の買入れとは効果・副作用に関する知識の集積が異なることもあり、消費者物価の前年比上昇率2%が見通せるようになるまで継続して一段と強い意思を示すことが適当との見解を示した。

このほか、1月の会合では、複数の委員は、現時点で「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率で2%とすることに反対であるため、その「物価安定の目標」と関係付けるかたちで金融資産の買入れ等の継続期間を設けることにも反対であると述べた。これらの委員は、現時点では当面1%の物価上昇率を目指すことが適当であり、その際、1%に達する前に拙速な金融緩和策の後退を行う政策意図がないことを明確に示すことが望ましいとの見解を示した。こうした議論の中で、一人の委員は、先行きの金融政策運営に関するガイダンスは、今後の経済・物価情勢や累積的な金融緩和の効果を巡る不確実性の高さを十分踏まえたものとする必要があると述べた。

（補完当座預金制度の適用利率）

補完当座預金制度の適用利率について、12月の会合では、一人の委員は、①超過準備への付利は、資産買入等の基金の買入れ対象である3年以下のタームの国債金利を、現行の付利金利の水準である0.1%以下に低下させない働きをしており、基金による国債買入れの緩和効果を減殺しているため付利を撤廃すべきとの見解を示したうえで、②付利の撤廃は、退避通貨としての円の魅力を減じておくうえでも望ましいと述べた。また、この委員は、付利を撤廃したとしても、現行の金融市場調節方針のもとで市場機能は維持されとの考えを述べ、付利を撤廃する際には、資産買入等の基金や貸出支援基金にかかる貸付利率の見直しを行うことが適当であるとの見解を併せて示した。これに対して、大方の委員は、現状においては、超過準備への付利を維持することが適当との考えを示した。この点に関連して、何人かの委員は、①金利がゼロとなると、短期資金市場の流動性が著しく低下し、市場参加者が必要な時に市場から資金調達できるという安心感を損なう恐れがあること、②金融機関収益へ悪影響を与えること、③資産買入等の基金の円滑な積み上げを困難にし、基金運営の不確実性を増加させる可能性があること、④為替相場への影響も一時的にとどまるとみられること、などから、結果として、金融面から経済に働きかける力がかえって低下する可能性があるとして述べた。一人の委員は、付利の撤廃に伴うベネフィットとコストについては引き続き検討していくことが重要であるが、付利の撤廃は現在の金融緩和の枠組みの変更を招来する可能性が高いことから、時期尚早と判断していると述べた。

（資産買入等の基金の運営）

24 年度下期の各会合では、「札割れ」や買入れる長期国債の残存年限長期化など、資産買入等の基金の運営を巡って、様々な議論を行った。

2 月の会合では、年明け以降、応札額が未達となるいわゆる「札割れ」が固定金利オペで頻発していることについて、多くの委員は、基金の残高を積み上げていく過程で、資金の余剰感が強まり、札割れが発生しやすくなることは予想していたことであると述べた。そのうえで、これらの委員は、札割れの発生自体は強力な金融緩和が市場に浸透していることのひとつの表れであるとしても、基金の残高を予定通り積み上げられるよう、金融調節部署は引き続き、資金供給期間の柔軟な設定など、オペ運営面での工夫を講じていく必要があるとの認識を示した。多くの委員は、今後、固定金利オペから短期国債の買入れへの振り替えなどを検討することもあり得るとしたうえで、足もとの金融機関の固定金利オペへの消極的な応札姿勢については、資金の余剰感だけでなく、補完当座預金制度の適用利率の引き下げに関する思惑なども影響しているため、今しばらく金融機関の応札状況をみていくことが必要であると述べた。同じく 2 月の会合では、基金における長期国債の買入れについて、複数の委員は、金融機関の間で国債の売却を控える動きが広がっており、今後買入れを進める中で、買入れレートがさらに低下する可能性があるとの見方を示した。こうした点を踏まえ、今後、追加緩和が必要となった場合の選択肢として、何人かの委員は、買入れ対象年限の需給が今後さらにタイト化していく可能性を考えると、基金の積み上げを進めていくためには、残存年限のより長い国債を対象とする判断を行うこともあり得ると述べた。

3 月の会合では、固定金利オペの札割れが発生していることについて、何人かの委員は、資金供給期間の柔軟な設定など、金融調節部署によるオペ運営面での工夫の結果、固定金利オペの大きな札割れは何とか回避できていると述べた。この点に関連して、何人かの委員は、今後更に資金供給額が拡大していく中で、固定金利オペの残高積み上げはより困難化していくことが予想され、いずれは抜本的な対応が必要となる可能性が高いと述べた。この間、一人の委員は、「物価安定の目標」の実現を目指して金融緩和を推進する日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、最近みられているわが国経済の改善の動きを金融面から更に後押しする観点から、長期国債の買入れ方法について、「期限を定めない買入れ方

式」を速やかに導入し、「金融調節上の必要から行う国債買入れ」と統合する、具体的には、買入れ対象は残存期間 30 年まで、買入れ方法は市場利回りを基準とする利回り較差方式に統一し、毎月の買入れ額を少なくとも 5 兆円程度まで増額してはどうか、と述べた。そのうえで、買い入れる国債の残存期間による区分や区分別の買入れ金額等については、執行部に検討を指示したいと付け加えた。これに対し、大方の委員は、様々な選択肢の一つであるとの認識を示しつつ、現状においては、これまでの運営方針を維持することが適当との考えを示した。このうちの複数の委員は、「基金の長期国債の買入れ」と「金融調節上の必要から行う国債買入れ」の統合は、包括緩和政策の枠組みのあり方自体に関わってくるため、なお検討すべき点があると述べた。複数の委員は、どの年限の国債を、どれだけ買入れていくのかという議論は、どの期間の金利に働きかけていくのかという金融政策の根幹に関わる問題であるため、執行部に検討させる問題ではなく、決定会合で決めるべき事項であると指摘した。

（財政の持続可能性と金融政策の関係）

24 年度下期の会合では、財政の持続可能性と金融政策の関係について、継続的な議論を行った。

1 月の会合では、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携に関して、議長は、「日本銀行は、実質的なゼロ金利下において、さらに金融緩和を進めるために多額の国債を買入れており、今後さらにその金額は増えていく。こうした多額の国債買入れが、財政ファイナンスと受け取られないための配慮がより重要となっている」と述べた。これを受けて、何人かの委員は、政府が、財政運営に対する信認をしっかりと確保することも、連携を進めていくうえで重要であると述べた。

2 月の会合では、複数の委員は、長期国債買入れにおいて残存年限のより長い国債を対象とする場合、効果と副作用を十分に検討する必要があるが、分かりやすさなどの点では、基金における長期国債買入れと金融調節上の観点から行っている国債買入れを統合することも選択肢になり得ると述べた。そのうちの一人の委員は、両者を統合する場合には、銀行券ルール of 扱いをどうするかという論点が生じるが、仮に銀行券ルールを見直す場合には、政府が財政健全化について市

場の信認を確保していることが重要であると付け加えた。

3月の会合では、何人かの委員は、長期国債の買入れ方法を検討するに当たっては、中央銀行による大量の国債買入れが財政従属（fiscal dominance）ではないという信認を市場から得ることが重要であり、具体的な制度を設計する際には、こうした点に細心の注意を払う必要があると述べた。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更¹⁵

24年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、①担保価格等の見直し、②資産買入等の基金の増額等、③貸出増加を支援するための資金供給の導入、④米ドル資金供給オペレーション等の実施期限等の延長である。

イ. 担保価格等の見直し

10月4、5日の会合において、適格担保の担保価格等に関して、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、「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」、「適格外国債券担保取扱要領」および「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」を一部改正¹⁶し、所要の見直しを行うことを決定した。

ロ. 資産買入等の基金の増額等

(24年10月の会合)

10月30日の会合において、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、「資産買入等の基金運営基本要領」および「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」を一部改正し、資産買入等の基金について、以下のとおりとすることを決定した。

- ① 資産買入等の基金を80兆円程度から91兆円程度に11兆円程度増額する。その内訳は次のとおりとする。
 - ・ 長期国債の買入れおよび国庫短期証券の買入れを、それぞれ5兆円程度増額する。
 - ・ C P等の買入れを0.1兆円程度、社債等の買入れを0.3兆円程度、それぞれ増額する。
 - ・ 指数連動型上場投資信託受益権（E T F）の買入れを0.5兆円程度、不動

¹⁵ 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。

¹⁶ 本件は、10月25日から実施した。

産投資法人投資口（J－R E I T）の買入れを0.01兆円程度、それぞれ増額する。

- ② 基金の91兆円程度への増額は25年12月末までに完了する。

（12月の会合）

12月の会合において、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、「資産買入等の基金運営基本要領」を一部改正し、資産買入等の基金を91兆円程度から101兆円程度に10兆円程度増額し、その内訳については、長期国債の買入れおよび国庫短期証券の買入れをそれぞれ5兆円程度増額することを決定した。

（25年1月の会合）

1月の会合において、強力に金融緩和を推進する観点から、「資産買入等の基金運営基本要領」、「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領」、「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」、「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レーション基本要領」および「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」を一部改正し、資産買入等の基金の運営について、26年初から「期限を定めない資産買入れ方式」を導入することを決定した。

（3月の会合）

3月の会合において、バーゼル銀行監督委員会が22年12月に公表した「バーゼルⅢ：より強靱な銀行および銀行システムのための世界的な規制の枠組み」に沿って、関連する告示（平成二十四年金融庁告示第二十八号）が25年3月31日から適用されることを踏まえ、「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に定める信託の受託者選定基本要領」を一部改正し、所要の見直しを行うことを決定した。

ハ. 貸出増加を支援するための資金供給の導入

（24年10月の会合）

10月30日の会合において、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前

向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で無制限に資金供給することを決定した。また、議長は、執行部に対し、この新たな資金供給の枠組み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指示した。

(12月の会合)

12月の会合において、執行部からの報告を踏まえ、「貸出支援基金運営基本要領」および「貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領」等を制定し、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの詳細について、実施期間を26年3月末までの15か月間とすることなどを決定した。

二. 米ドル資金供給オペレーション等の実施期限等の延長

12月の会合において、最近における国際短期金融市場の状況と、これが円の金融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」等を一部改正し、米ドル、カナダドル、英ポンド、ユーロおよびスイスフランの資金供給オペレーションの実施期限を26年2月1日まで延長することを決定した。

同時に、「ニューヨーク連邦準備銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」等を一部改正し、米国連邦準備制度(ニューヨーク連邦準備銀行)、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行およびスイス国民銀行に円資金を提供するためのスワップ取極の有効期限を26年2月1日まで延長することを決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

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た。

平成 24 年度下期を通じ、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、24 年度下期を通じて、0.1％を下回る水準で概ね横ばい圏内で推移した（図表 43）。

（図表43）無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

(%)

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>
24 年 9 月 16 日～10 月 15 日	0.084
10 月 16 日～11 月 15 日	0.085
11 月 16 日～12 月 15 日	0.085
12 月 16 日～25 年 1 月 15 日	0.079
1 月 16 日～2 月 15 日	0.084
2 月 16 日～3 月 15 日	0.085
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。

資金供給オペ等（資産買入等の基金を除く）の運営状況について、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、日本銀行は、12 月 7 日、3 月 7 日に対象先への貸付を実行した結果、3 月末時点の残高は、3 兆 3,570 億円となった。また、10 月 19 日に第 1 期の貸付を実行した米ドル特則分は、その後 2 回の貸付を実行した結果、3 月末時点の残高は、34.76 億米ドルとなった。なお、「成長基盤

強化を支援するための資金供給」は、24 年 12 月より「貸出増加を支援するための資金供給」と合わせて、貸出支援基金として運営した。「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」は、月に 1 度の頻度で実施を続け、3 月末時点の残高は、4,308 億円となった（図表 44）。

資産買入等の基金の運営状況をみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで強い資金余剰感が続く中、年明け以降は、補完当座預金制度の適用利率の引き下げの思惑もあって、固定金利オペを中心に応札額が未達となる「札割れ」が発生した。こうした中、日本銀行は、期間の短い資金供給を行うことにより、札割れの回避に努め、基金の着実な積み上げに取り組んだ。この結果、3 月末時点の基金の残高は、約 72 兆円となった。

(図表 44) 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)

(億円)

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	C P 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	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	補完 貸付	貸出支援 基金	成長基盤 強化支援 資金供給
23年											
4月末	53,411	0	0	0	—	148,736	—	—	33	—	21,615
5月末	52,350	0	0	16,586	—	116,739	—	741	39	—	21,615
6月末	52,922	0	0	17,407	—	30,862	—	2,034	39	—	29,424
7月末	40,995	0	0	53,656	—	36,076	—	3,320	40	—	29,424
8月末	33,437	0	0	50,392	—	40,594	—	3,456	1	—	29,424
9月末	26,105	0	0	42,031	—	40,034	—	4,489	0	—	30,381
10月末	19,758	0	0	40,030	—	10,005	—	4,879	33	—	30,381
11月末	11,893	0	0	32,903	—	10,266	—	4,891	40	—	30,380
12月末	10,336	0	0	16,010	—	23,599	—	4,943	46	—	30,528
24年											
1月末	6,561	0	0	24,017	—	20,025	—	5,008	35	—	30,528
2月末	5,404	0	0	22,009	—	70,055	—	5,061	0	—	30,528
3月末	4,489	0	0	0	—	7,710	—	5,062	70	—	30,889
4月末	2,771	0	0	4,008	—	0	—	5,112	35	—	30,888
5月末	0	0	0	0	—	0	—	4,621	34	—	30,888
6月末	0	0	0	0	—	0	—	4,055	0	—	32,413
7月末	0	0	0	0	—	0	—	3,934	45	—	32,413
8月末	0	0	0	0	—	0	—	4,302	45	—	32,370
9月末	0	0	0	0	—	0	—	4,077	45	—	32,998
10月末	0	0	0	0	—	0	—	4,450	45	—	32,998
11月末	0	0	0	0	—	0	—	4,447	19	—	32,998
12月末	0	0	0	0	—	0	—	4,427	0	33,469	33,469
25年											
1月末	0	0	0	0	—	0	—	4,362	0	33,469	33,469
2月末	0	0	0	0	—	0	—	4,309	10	33,469	33,469
3月末	0	0	0	0	—	0	—	4,308	10	33,570	33,570

(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のうち、22年10月に資産買入等の基金が創設された時点で実施中のものは、同基金の運営として行うものに移行。また、同時点以降に行われた「固定金利方式」の共通担保資金供給オペによる貸付けは、資産買入等の基金の運営として実施。

(注3) 「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、24年6月より小口投融資に関する特則分を含む。24年12月より貸出支援基金の運営として実施。

(2) 資産買入等の基金

(3) 資金吸収オペ・その他

(億円)

(億円<米ドル資金供給オペ・成長基盤強化支援
資金供給(米ドル特則)は100万米ドル>)

	資産買入等の基金								資金吸収			その他		
		長期国債	国庫短期証券	C P 等	社債等	E T F	J - R E I T	共通担保資金供給	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	成長基盤強化支援資金供給(米ドル特則)
23年														
4月末	333,339	9,018	14,997	6,794	3,439	2,596	197	296,298	0	0	0	0	0	—
5月末	346,358	11,041	19,040	11,871	4,970	2,964	197	296,275	0	0	0	0	0	—
6月末	364,554	12,065	22,037	16,288	6,497	3,185	197	304,285	0	0	0	0	0	—
7月末	369,840	13,066	25,037	15,803	8,021	3,406	227	304,280	0	0	0	0	0	—
8月末	386,457	16,086	26,903	16,141	9,551	5,114	391	312,271	0	0	0	0	0	—
9月末	387,801	16,086	26,817	14,643	11,076	6,392	527	312,260	0	0	0	0	0	—
10月末	399,755	19,086	26,326	13,443	12,603	7,442	582	320,273	0	0	0	0	0	—
11月末	411,258	24,091	26,969	17,440	14,071	7,796	622	320,269	0	0	0	0	101	—
12月末	420,318	29,117	26,824	19,830	15,355	8,291	645	320,256	0	0	0	0	13,991	—
24年														
1月末	430,102	35,183	23,694	16,965	16,871	8,479	660	328,250	0	0	0	0	19,455	—
2月末	446,507	43,197	26,087	16,251	18,302	8,479	687	333,504	0	0	0	0	18,123	—
3月末	489,025	63,227	34,523	15,945	20,099	8,479	728	346,024	0	0	0	3	13,466	—
4月末	502,868	78,369	34,537	15,765	20,631	9,429	761	343,376	0	0	0	0	960	—
5月末	512,864	98,364	30,422	17,065	21,737	11,092	855	333,329	0	0	0	0	150	—
6月末	540,129	126,603	35,106	18,501	22,522	12,768	914	323,715	0	0	0	0	0	—
7月末	551,759	140,666	45,628	16,971	24,107	12,972	931	310,484	0	0	0	0	0	—
8月末	583,740	157,373	64,953	15,242	25,950	13,425	931	305,866	0	0	0	0	0	—
9月末	618,588	181,330	74,130	13,807	27,109	13,928	969	307,315	0	0	0	0	0	—
10月末	634,311	209,174	75,483	15,417	28,921	14,497	1,086	289,733	0	0	0	0	0	711
11月末	646,687	221,682	89,628	19,327	30,192	14,688	1,108	270,062	0	0	0	0	3	711
12月末	671,374	241,181	95,622	20,526	29,295	14,688	1,108	268,954	0	0	0	3	1	2,257
25年														
1月末	674,667	259,282	116,590	20,218	29,874	14,915	1,125	232,663	0	0	0	0	0	2,257
2月末	700,683	264,929	133,378	20,352	30,216	15,033	1,160	235,615	0	0	0	0	0	2,257
3月末	721,910	282,211	164,464	12,455	29,182	15,440	1,175	216,983	0	0	0	5	0	3,476

(注4) (3)の「成長基盤強化支援資金供給」における米ドル資金供給に関する特則分は、24年10月より実施。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成25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、164.8兆円（前年比+18.2%）となった。

資産をみると、国債は、125.4兆円（前年比+43.7%）となった。このうち、長期国債、短期国債は、資産買入等の基金による買入れの増加等により、それぞれ91.3兆円（前年比+29.2%）、34.0兆円（前年比2.1倍）となった。貸付金は、共通担保資金供給オペによる資金供給の減少等から、25.5兆円（前年比-34.6%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、資産買入等の基金を通じた資金供給を主因に、58.1兆円（前年比+68.8%）となった。発行銀行券は、83.4兆円（前年比+3.1%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ1.5兆円（前年比-18.5%）、14.5兆円（前年比+0.8%）となった。

（図表45）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目（注1））

—— 兆円、かつこ内は前年比%

	24年3月末	24年9月末	25年3月末
（資産）			
国債	87.2 (12.9)	102.9 (21.9)	125.4 (43.7)
[うち長期国債]	70.7 (19.6)	81.7 (31.8)	91.3 (29.2)
[うち短期国債]	16.6 (-8.9)	21.2 (-5.3)	34.0 (2.1倍)
コマーシャル・ペーパー等	1.6 (5.8倍)	1.4 (-5.7)	1.2 (-21.9)
社債	2.0 (9.8倍)	2.7 (2.4倍)	2.9 (45.0)
金銭の信託（信託財産株式）（注2）	1.4 (-4.5)	1.3 (-10.4)	1.4 (-3.5)
同（信託財産指数連動型上場投資信託）（注3）	0.8 (4.6倍)	1.4 (2.2倍)	1.5 (82.1)
同（信託財産不動産投資信託）（注4）	0.07 (4.1倍)	0.10 (84.3)	0.12 (61.6)
貸付金	39.0 (-30.5)	34.4 (-19.8)	25.5 (-34.6)
[うち共通担保資金供給オペ等（注5）]	39.0 (-30.5)	34.4 (-19.8)	25.5 (-34.6)
外国為替	5.9 (25.2)	4.6 (5.2)	5.5 (-5.9)
資産計	139.5 (-2.0)	149.9 (8.9)	164.8 (18.2)
（負債・純資産）			
発行銀行券	80.8 (-0.1)	80.9 (2.6)	83.4 (3.1)
当座預金	34.4 (-15.5)	44.0 (26.9)	58.1 (68.8)
政府預金	1.8 (-22.2)	1.5 (13.1)	1.5 (-18.5)
売現先勘定	14.4 (17.1)	17.4 (3.0)	14.5 (0.8)
負債・純資産計	139.5 (-2.0)	149.9 (8.9)	164.8 (18.2)

(注1) 本図表および図表 46 については、決算処理後の計数であるため、決算処理を勘案していない
図表 44 の計数とは、同じ項目であっても一致しないことがある。

(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) 共通担保資金供給オペ(資産買入等の基金の運営として行うものを含む)、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)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。

また、資産のうち、「資産買入等の基金」は 72.1 兆円(前年比+47.5%)、24 年 12 月に創設された「貸出支援基金」は 3.7 兆円となった。

(図表 46)「資産買入等の基金」の残高

—— 億円、かつこ内は前年比%

	24 年 3 月末	24 年 9 月末	25 年 3 月末
長期国債	63,142 (7.0 倍)	180,938 (11.3 倍)	281,338 (4.5 倍)
国庫短期証券	34,541 (2.6 倍)	74,152 (2.8 倍)	164,489 (4.8 倍)
コマーシャル・ペーパー等	15,949 (5.8 倍)	13,811 (-5.7)	12,457 (-21.9)
社債	19,906 (9.8 倍)	26,605 (2.4 倍)	28,873 (45.0)
指数連動型上場投資信託	8,479 (4.6 倍)	13,929 (2.2 倍)	15,440 (82.1)
不動産投資信託	736 (4.1 倍)	981 (84.3)	1,190 (61.6)
共通担保資金供給オペレーション	346,024 (20.0)	307,315 (-1.6)	216,983 (-37.3)
合計	488,778 (53.9)	617,730 (59.3)	720,769 (47.5)

(図表 47)「貸出支援基金」の残高

—— 億円

	25 年 3 月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	36,843
合計	36,843

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表 45 の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

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。

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を踏まえて、T B（1年物）の引受けにより行った。また、23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、現金償還を受けた。

多様な金融資産の買入れを行うに当たっては、買入れに伴うリスクを管理し、引当て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、資産の買入れに際し、資産ごとの買入規模の設定、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、期末における評価損益の状況を踏まえ、含み損がある場合には引当てを計上することとしているが、25年3月末は含み益超となったことから引当ては計上していない。