

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 25 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 25 年 12 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、持ち直し傾向を辿った）・・・・・・・・	2
（鉱工業生産は、緩やかな増加基調に復した）・・	5
（設備投資は、企業収益が改善するもとで、次第に持ち直した）・・	6
（住宅投資は持ち直しが明確になり、公共投資は増加を続けた）・・	9
（雇用・所得環境には、改善の動きがみられた）・・	10
（個人消費は、消費者マインドが好転し、雇用・所得環境にも改善の動きがみられた中で、底堅く推移した）・・	12
（2）物価・・・・・・・・・・・・・・・・	14
（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・・・・・・・・	25
（3）債券市場・・・・・・・・	26
（4）株式市場・・・・・・・・	27
（5）外国為替市場・・・・・・・・	29
（6）企業金融・・・・・・・・	31
（7）量的金融指標・・・・・・・・	35
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・・・・・・・・	37
2. 金融政策決定会合における検討・決定	

(1) 概況・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	38
(2) 「経済・物価情勢の展望」とその中間評価・・・・・・・・	42
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 25年4月3、4日の会合・・・・・・・・	46
(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、減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている)	
(わが国経済は、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている)	
(消費者物価の前年比は足もと小幅のマイナスとなっているが、予想物価 上昇率の上昇を示唆する指標がみられる)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ロ. 5月の会合・・・・・・・・	47
(投資家のリスクテイク姿勢はやや強まっている)	
(海外経済は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている)	
(わが国の景気は、持ち直しつつある)	
(消費者物価の前年比は、マイナスとなっている。予想物価上昇率につい ては、上昇を示唆する指標がみられる)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ハ. 6月の会合・・・・・・・・	49
(海外経済は、徐々に持ち直しに向かっている)	
(わが国の景気は、持ち直している)	
(消費者物価の前年比は、マイナスとなっている。予想物価上昇率につい ては、上昇を示唆する指標がみられる)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ニ. 7月の会合・・・・・・・・	50
(米欧を中心とする世界的な長めの金利の上昇や新興国からの資金の流出がみられた)	
(海外経済は、全体としては徐々に持ち直しに向かっている)	
(わが国の景気は、緩やかに回復しつつある)	
(消費者物価の前年比は、足もとではゼロ%となっている。予想物価上昇 率については、上昇を示唆する指標がみられる)	

（金融環境は、緩和した状態にある）	
ホ．８月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	51
（国際金融資本市場は、落ち着きを取り戻しつつある）	
（海外経済は、全体としては徐々に持ち直しに向かっている）	
（わが国の景気は、緩やかに回復しつつある）	
（消費者物価の前年比は、プラスに転じている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる）	
（金融環境は、緩和した状態にある）	
ヘ．９月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	53
（国際金融資本市場は、神経質な展開となっている）	
（海外経済は、全体としては徐々に持ち直しに向かっている）	
（わが国の景気は、緩やかに回復している）	
（消費者物価の前年比は、０％台後半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる）	
（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．「量的・質的金融緩和」の導入等・・・・・・・・	55
ロ．「量的・質的金融緩和」導入後の債券市場の動向等・・・・・・・・	59
（５）金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
イ．「量的・質的金融緩和」の導入に伴う措置・・・・・・・・	63
ロ．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の実施期限の延長	63
３．金融市場調節の実施状況・・・・・・・・	64
４．日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・	68
Ⅲ．金融政策決定会合における決定の内容	
１．金融政策運営に関する決定事項等・・・・・・・・	70
２．金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・・・・・	98
３．金融政策決定会合議事要旨・・・・・・・・	135
参考計表・資料一覧・・・・・・・・	270

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 25 年度上期のわが国の経済は、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅く推移し、海外経済も徐々に持ち直しに向かうもとで、年央頃には緩やかな回復経路に復した。

輸出は、上述した海外経済の動きなどを背景に、持ち直し傾向を辿った。国内需要をみると、公共投資は増加を続け、住宅投資も持ち直しが明確になった。個人消費は、消費者マインドが好転し、雇用・所得環境にも改善の動きがみられた中で、底堅く推移した。前期まで弱めの動きを続けていた設備投資も、企業収益が改善するもとで、次第に持ち直した。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかな増加基調に復した。

2. 物価面では、国内企業物価の前年比は、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、年度初にプラスに転じ、その後はプラス幅を緩やかに拡大した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、年央にプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大した。予想物価上昇率は、全体として上昇したとみられる。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、長めのターム物を含めて、金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

長期金利は、5 月下旬にかけて、米国長期金利や本邦株価の上昇などを背景に上昇した。その後は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」による国債買入れを進めるもとで、米欧長期金利が上昇する中にも緩やかに低下し、9 月末には 0.6% 台となった。

株価は、5 月中旬にかけて、米国株価の上昇や為替の円安方向の動きなどを受けて上昇を続けたが、その後、投資家による利益確定の売りなどを背景に下落した。6 月中旬以降は、米国株価などにつれて振れており、9 月末には 14

千円台半ばとなった。

為替市場では、円の対ドル相場は、5月中旬にかけて、米国経済指標の予想比上振れや日米の金融政策の方向性を巡る思惑などから円安方向の動きとなったが、その後、本邦株価の下落を眺めて円高方向の動きとなった。6月中旬以降は、米国金融政策を巡る思惑や本邦株価の動向などを材料に振れを伴いながら推移しており、9月末には97円台となった。円の対ユーロ相場は、5月中旬にかけて、円安方向の動きとなったあと、振れを伴いながら推移しており、9月末には132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市場では、良好な発行環境が続いた。社債市場でも、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、緩やかに増加した。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は、プラス幅が幾分拡大し、9月には2%台前半のプラスとなった。社債発行残高の前年比も、プラスで推移した。CP発行残高の前年比は、マイナスで推移した。

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、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は9月には4割台半ばとなった。マネースtock（M2）は、前年比のプラス幅が幾分拡大し、9月には3%台後半のプラスとなった。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 25年度上期中には、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、4月3、4日および26日の会合では、わが国経済は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられていると判断した。5月の会合では、わが国の景気は、持ち直しつつあると判断し、6月の会合では、持ち直していると判断した。7月および8月の会合では、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあると判断し、9月の会合では、緩やかに回復していると判断した。

7. 金融政策運営面では、4月3、4日の会合で、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

すなわち、日本銀行は、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。このため、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更したうえで、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倍以上に延長するなど、次のとおり、量・質ともに次元の違う「量的・質的金融緩和」を導入することとした。

①マネタリーベース・コントロールの採用

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を「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。」とする。

②長期国債買入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。

③ETF、J-REITの買入れの拡大

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

④「量的・質的金融緩和」の継続

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

また、「量的・質的金融緩和」の導入に伴って、資産買入等の基金を廃止すること、いわゆる「銀行券ルール」を一時停止すること、巨額の国債買入れと極めて大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うために、市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換の場を設けること、を決定した。

そのほか、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および被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置を1年延長することとした。

その後の各会合では、「量的・質的金融緩和」のもとで、上記の金融市場調節方針（上記①）を決定し、資産の買入れ方針（上記②および③）を継続した。また、上記④の「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。

（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みると、208.9兆円（前年比+39.3%）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)

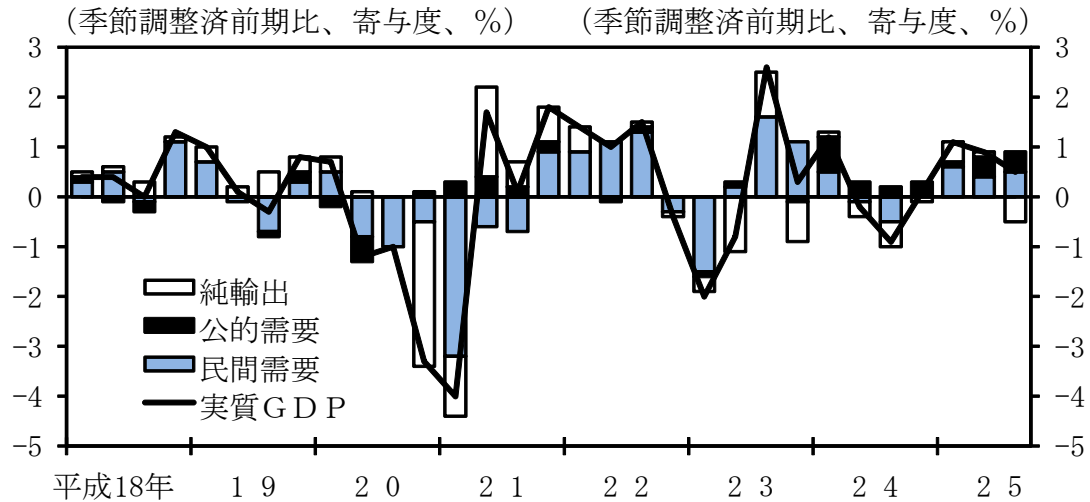
平成 25 年度上期のわが国の経済は、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅く推移し、海外経済も徐々に持ち直しに向かうもとで、年央頃には緩やかな回復経路に復した。

輸出は、上述した海外経済の動きなどを背景に、持ち直し傾向を辿った。国内需要をみると、公共投資は増加を続け、住宅投資も持ち直しが明確になった。個人消費は、消費者マインドが好転し、雇用・所得環境にも改善の動きがみられた中で、底堅く推移した。前期まで弱めの動きを続けていた設備投資も、企業収益が改善するもとで、次第に持ち直した。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかな増加基調に復した。

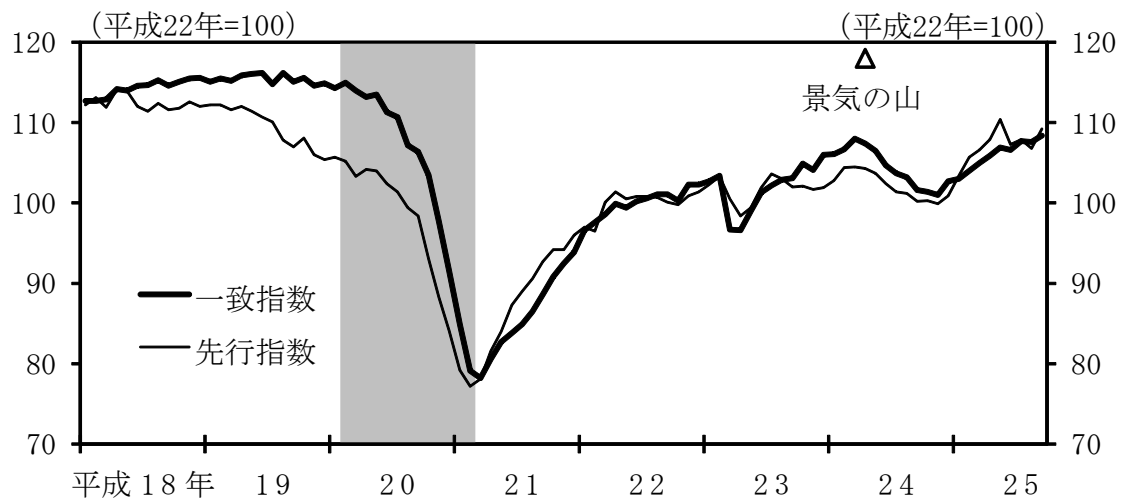
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比でみると（図表 1 (1)）、4～6 月が 1～3 月に続いて高めの伸び率となったあと、7～9 月は幾分減速しつつもプラスの伸びを続けた。半期でみると、25 年度上期は、24 年度下期対比で年率 3 % 台半ばの増加となった。この間、景気動向指数は、緩やかな上昇傾向を辿った（図表 1 (2)）。

(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、持ち直し傾向を辿った)

実質輸出は¹、海外経済が徐々に持ち直しに向かう中で、持ち直し傾向を辿った

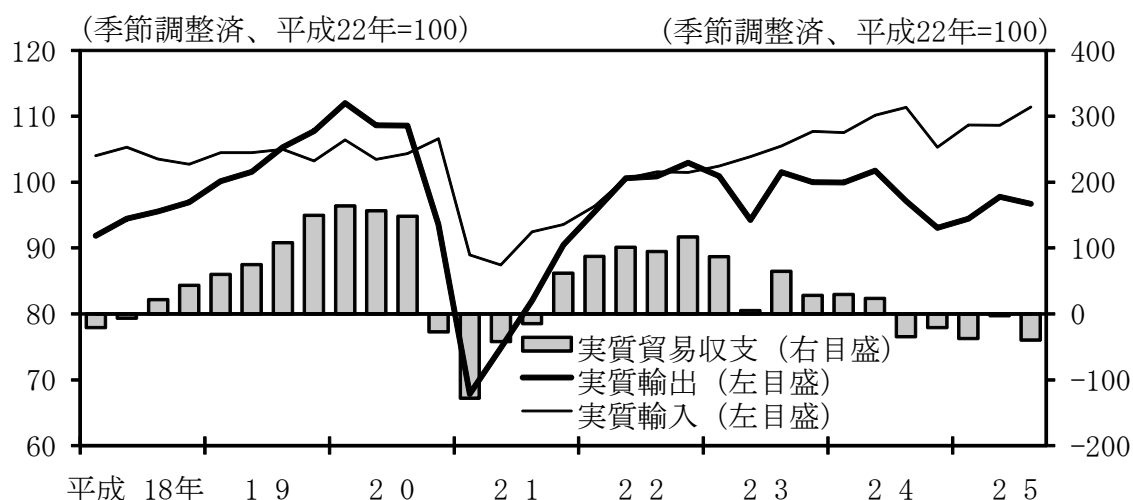
¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

(図表2)。地域別にみると(図表3(1))、米国向けは、振れを伴いつつも、米国景気が緩やかに回復するもとで、昨年末以降の為替相場動向の影響もあって、自動車関連を中心に増加基調を辿った。昨年度は減少が続いたEU向けも、今年度入り後は欧州の景気が後退局面を脱するにつれて、下げ止まりから持ち直しに向かった。一方、東アジア向けについては、自動車関連を中心に中国向けが再び増加に向かったものの、N I E s 向けが一進一退の動きとなったほか、A S E A N 向けが減少を続けた。財別にみると(図表3(2))、4～6月は自動車関連がはっきりと増加したほか、資本財・部品などで下げ止まりの動きがみられた。7～9月は自動車関連が引き続き増加したほか、資本財・部品、情報関連などにも緩やかな持ち直しの動きがみられた。

実質輸入は、4～6月に一旦横ばいとなったあと、7～9月には再び緩やかに増加した(図表2)。財別にみると、素原料は前期の大幅増加の反動から、4～6月に減少したあと、7～9月は概ね横ばいとなった。中間財は為替相場動向の影響もあって、4～6月に弱めとなったあと、7～9月は、鉱工業生産の動きにあわせて、緩やかに増加した。情報関連は、スマートフォン等を中心に増加傾向を辿った。資本財・部品については、国内における在庫調整進捗や設備投資動向を反映して、次第に持ち直しに転じた。

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、基調としては、緩やかな持ち直し傾向を辿った。名目経常収支については、所得収支の黒字幅が緩やかな拡大傾向を辿る中、名目貿易・サービス収支の動きを反映して、4～6月に黒字幅が拡大したあと、7～9月は黒字幅を縮小させた(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

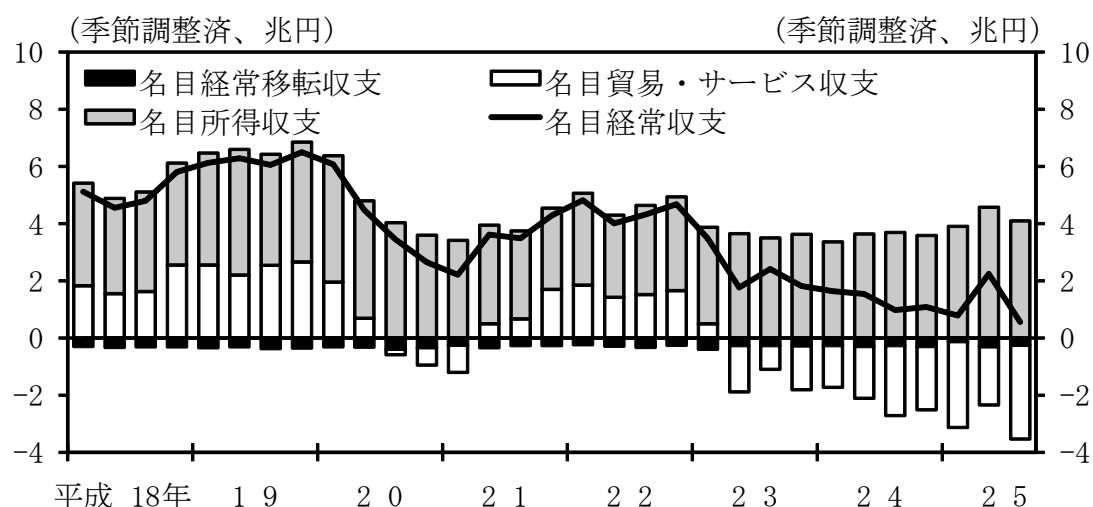
		(季節調整済前期比、%)				
		平成24年 第3四半期	4	平成25年		
				1	2	3
米国	<17.6>	-3.7	-3.0	2.2	7.5	-1.4
E U	<10.2>	-6.3	-4.4	-0.4	0.4	7.9
東アジア	<51.3>	-2.6	-3.9	-1.1	3.8	-2.1
中国	<18.1>	-2.6	-9.2	-0.7	7.0	2.2
N I E s	<21.5>	-2.5	-0.5	-0.3	4.2	-4.1
A S E A N 4	<11.7>	-2.7	-1.9	-3.1	-1.6	-4.9
その他	<21.0>	-7.5	-5.1	3.6	1.0	-1.8
実質輸出計		-4.5	-4.2	1.5	3.5	-1.1

(2) 財別

		(季節調整済前期比、%)				
		平成24年 第3四半期	4	平成25年		
				1	2	3
中間財	<20.4>	0.4	-3.4	1.8	1.8	-0.1
自動車関連	<23.4>	-6.2	-5.8	0.6	6.0	3.1
情報関連	<11.2>	-0.3	-1.9	-6.4	0.8	0.2
資本財・部品	<29.3>	-5.6	-6.5	1.2	0.3	1.0
実質輸出計		-4.5	-4.2	1.5	3.5	-1.1

(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。N I E sは、韓国、台湾、香港、シンガポール。A S E A N 4は、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

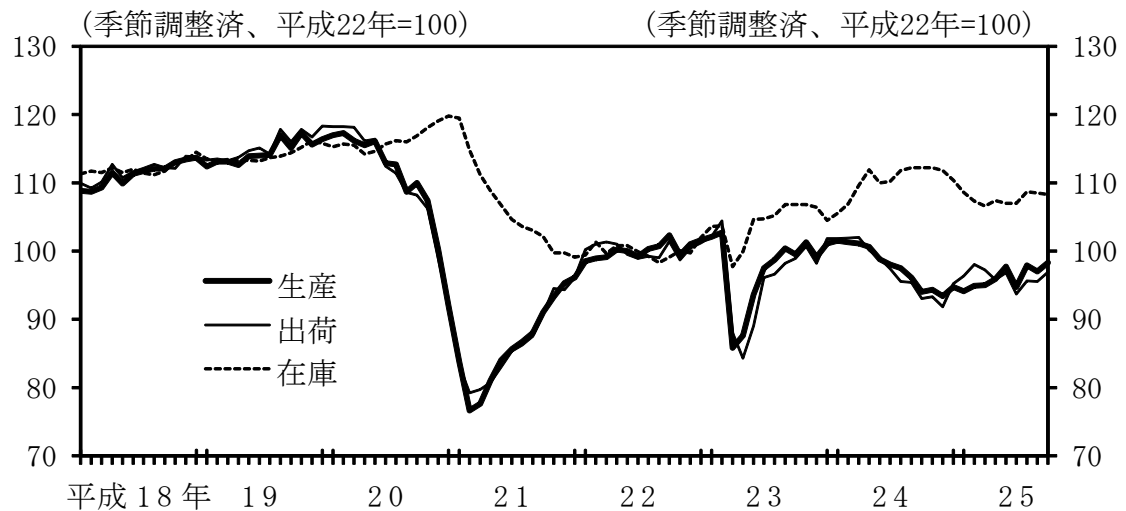
(図表 4) 名目経常収支



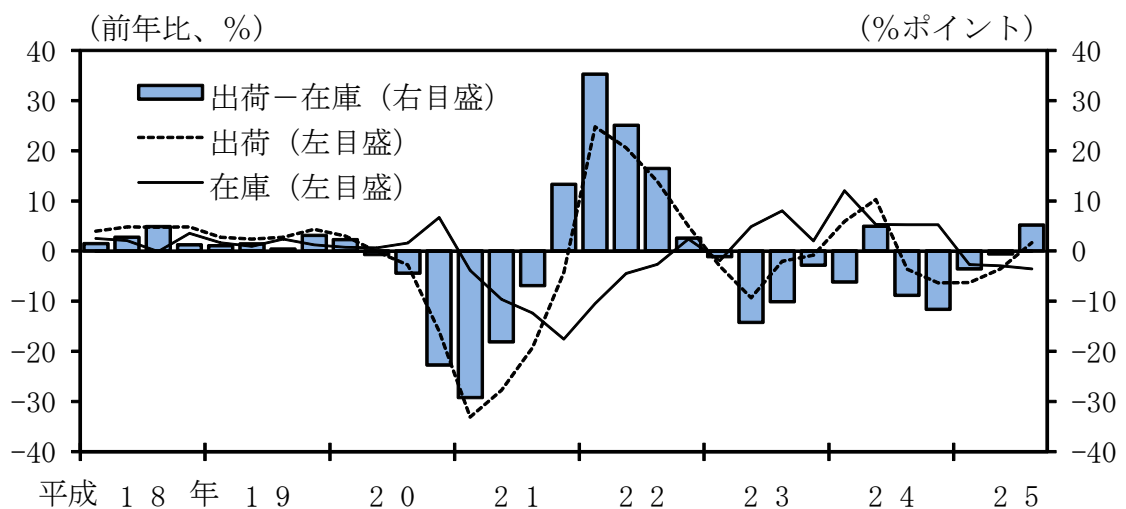
(鉱工業生産は、緩やかな増加基調に復した)

鉱工業生産は、国内需要が底堅く推移し、輸出が持ち直し傾向を辿るもとで、緩やかな増加基調に復した(図表 5)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)では、国内向けが底堅く推移する中、輸出向けも、日中関係の影響で一旦落ち込んだ中国向けが改善傾向を辿り、米国やその他地域向けも堅調に推移したことから、4～6月に高めの伸びを示したあと、7～9月は高水準で横ばいとなった。鉄鋼や化学も、輸送機械の生産持ち直しの波及効果に加えて、一部で為替相場の影響を受けた輸出増・輸入減の動きがみられたことから、増加傾向を辿った。電子部品・デバイス、それまで生産の下押しに作用していた在庫調整が終了するもとで4～6月にかけて持ち直し、7～9月はスマートフォンの新商品向けの部品を中心に増加した。はん用・生産用・業務用機械も、内外の設備投資動向を反映して、持ち直しの動きがみられた。この間、出荷・在庫バランスをみると、年央頃にかけて、前年比で出荷の伸びが在庫の伸びに見合う状況となり、その後は、出荷の伸びが在庫の伸びを幾分上回る状況まで改善した(図表 6)。

(図表 5) 鋳工業生産・出荷・在庫



(図表 6) 出荷・在庫バランス



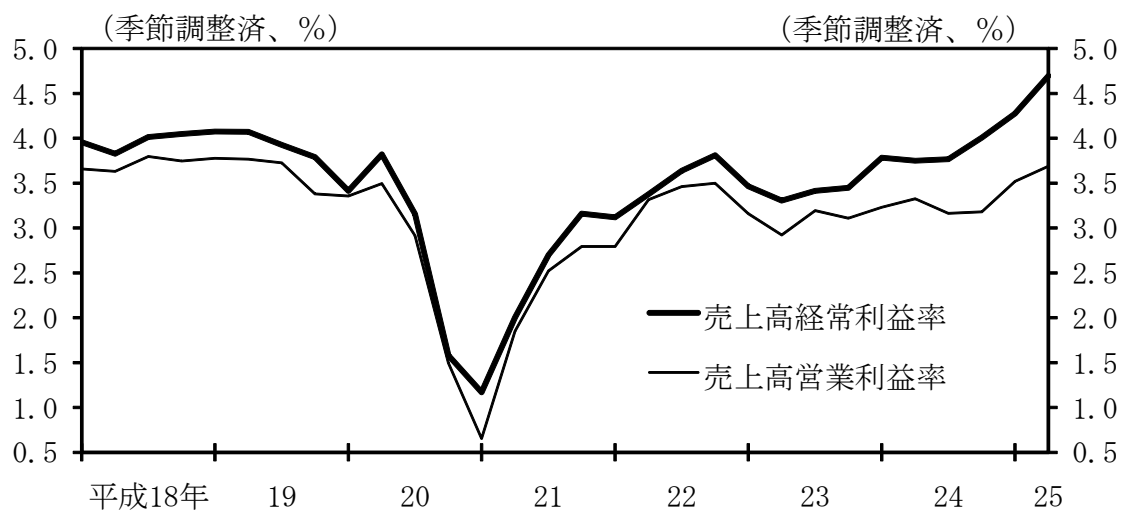
(設備投資は、企業収益が改善するもとで、次第に持ち直した)

企業収益は、国内需要が底堅く推移し、輸出が持ち直し傾向を辿るもとで、為替相場の動きにも支えられて、改善した。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）、1～3月、4～6月は、為替相場の影響もあって、改善が明確化した²。この間、企業の業況感を短観でみると、上記の内外

² 為替相場の影響については、大企業を中心に、円ベースでの輸出価格の上昇のほか、海外からの受取利息・配当金が円ベースで膨らんでいる効果も含まれているとみられる。

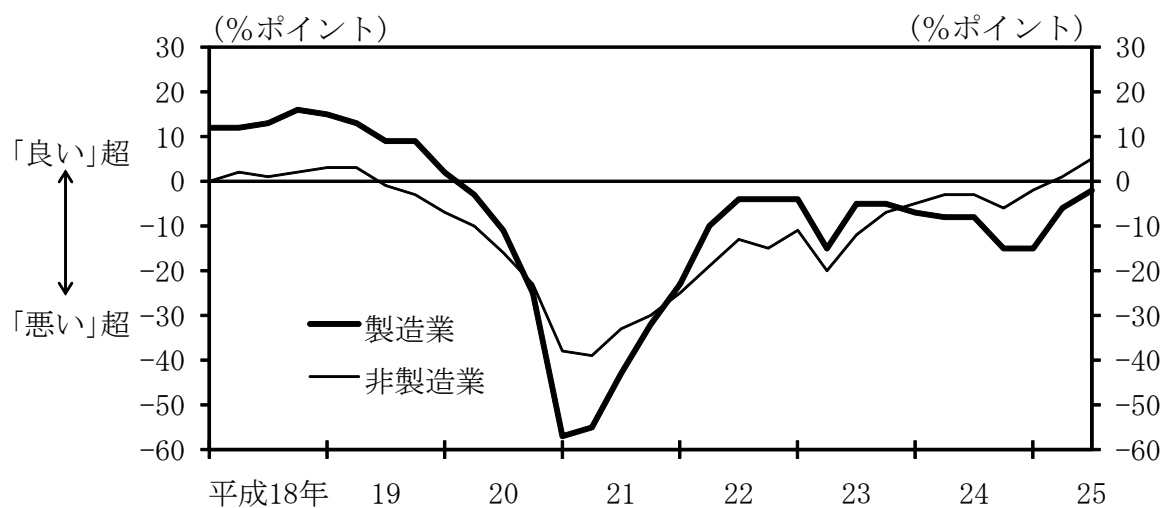
需要の動向を受け、製造業、非製造業とも、幅広い業種で改善の動きが続いた（図表8）。

（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）



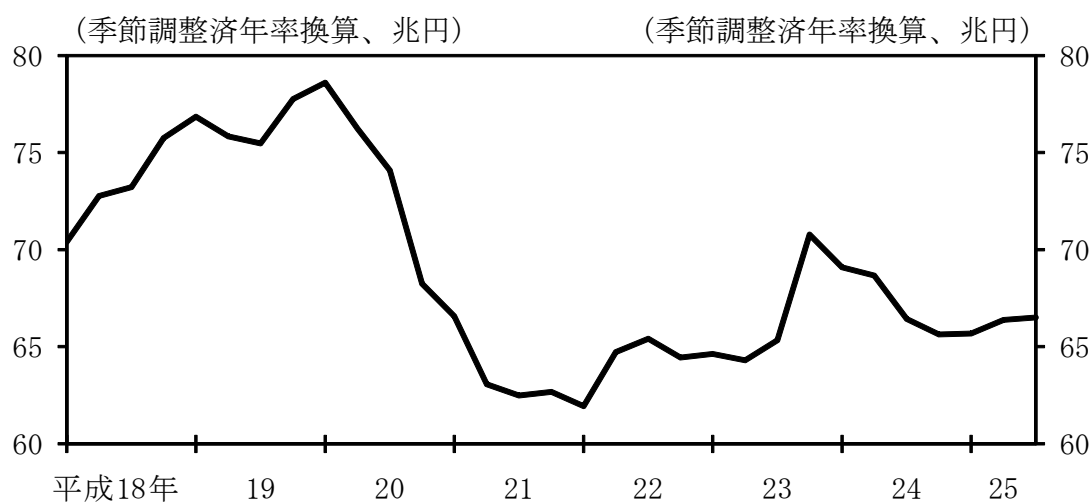
（注）全規模合計ベース。

設備投資は、企業収益が改善するもとの、非製造業の底堅さに加え、製造業でも前向きの動きがみられ始めたことから、全体として次第に持ち直した（図表9

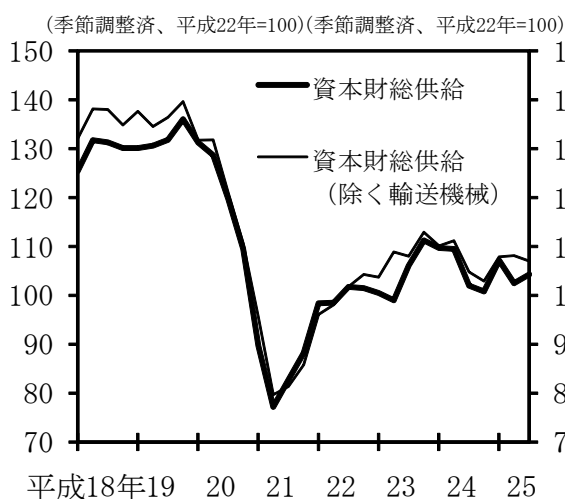
(1))。設備投資の一致指標である資本財総供給は³、振れを伴いつつも持ち直し傾向を辿った（図表9(2)）。設備投資の先行指標をみると（図表9(3)）、建築着工床面積は、非製造業を中心に、増加傾向を続けた。また、機械受注は、非製造業が振れを均せば堅調に推移する中、製造業は、4～6月に増加に転じたあと、7～9月は伸びを高めた。

（図表9）設備投資

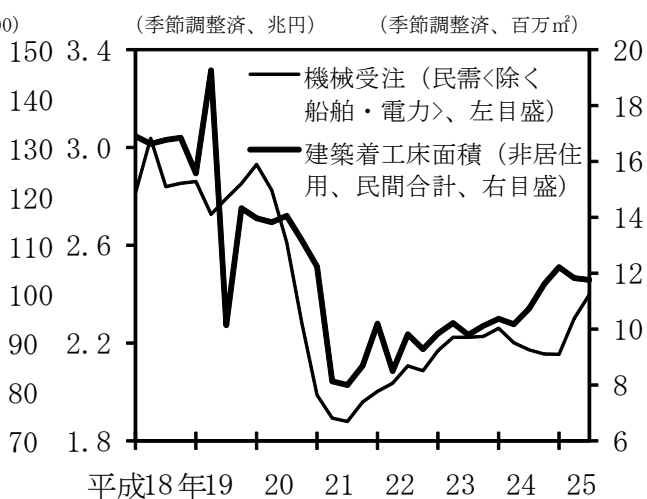
（1）設備投資（実質、GDPベース）



（2）一致指標



（3）先行指標



（注）資本財総供給については、脚注3を参照。

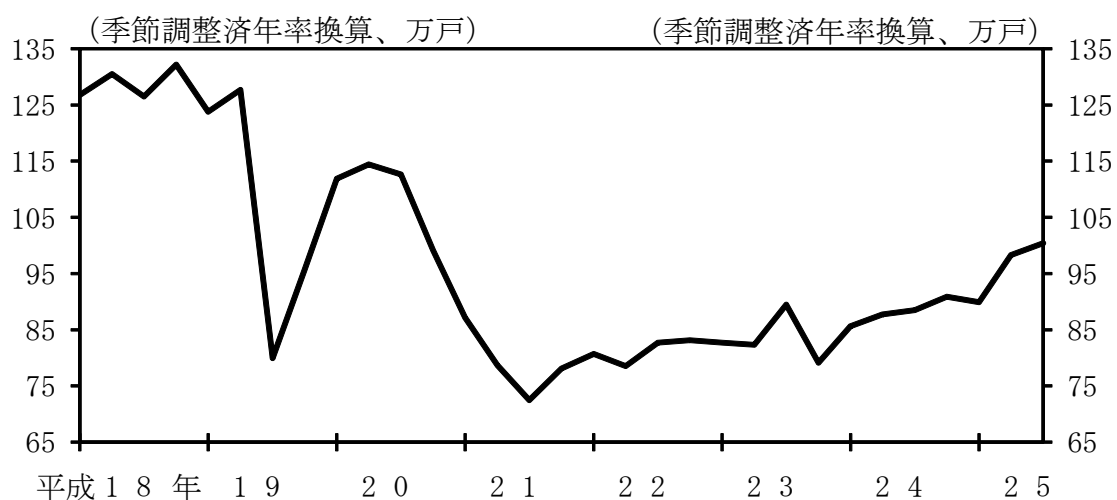
³ 資本財総供給は、資本財の国内向け出荷に資本財の輸入を加えることにより、算出されたものである。

(住宅投資は持ち直しが明確になり、公共投資は増加を続けた)

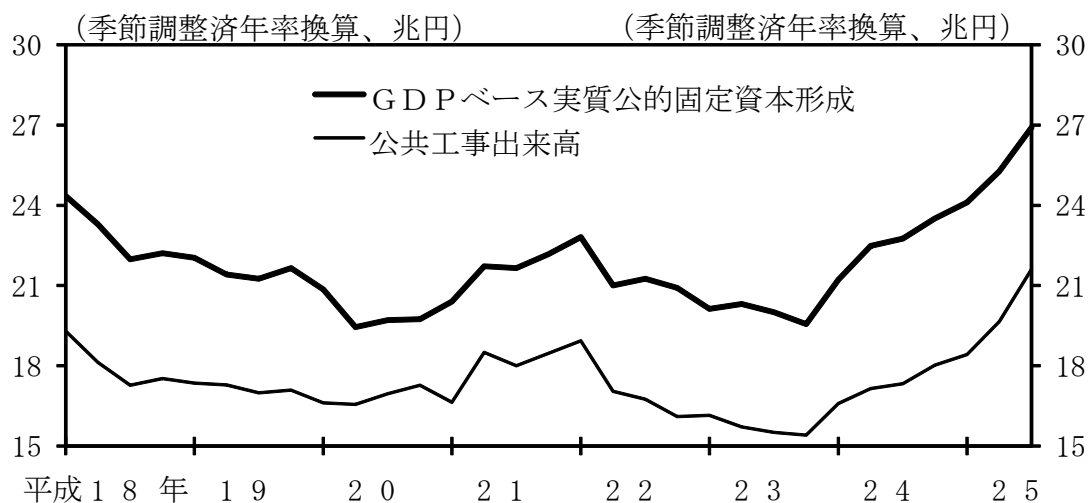
住宅投資は、低金利環境のもとで、リーマン・ショック以降に抑制されていた需要が顕在化する中で、消費税率引き上げ前の駆け込みの影響もあって、持ち直しが明確になった(図表 10(1))。公共投資は、各種経済対策の効果から、増加を続けた(図表 10(2))。

(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・所得環境には、改善の動きがみられた）

労働需給面をみると（図表 11(1)）、完全失業率は、振れを伴いつつも緩やかな低下傾向を辿った。新規求人は、今年度上期を通じて増加傾向を続けた。このため、有効求人倍率も、緩やかな改善傾向を続け、リーマン・ショック以前の水準を回復した。

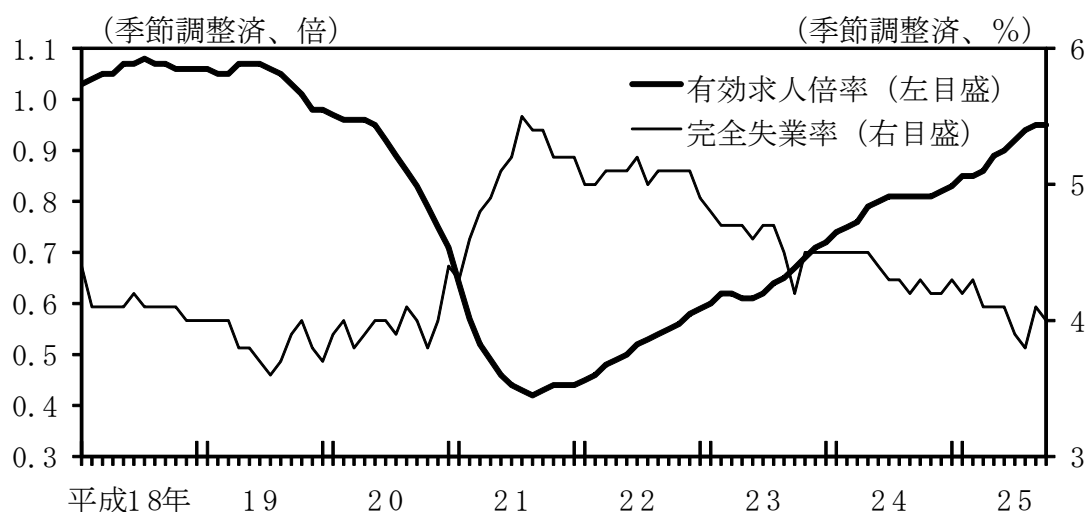
雇用面についてみると（図表 11(2)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、非製造業の動きを背景に、4～6月にプラス幅を拡大させたあと、7～9月は同程度のプラス幅を維持した。毎月勤労統計の常用労働者数も、製造業では減少が続いたが、非製造業の増加に支えられて、全体でも前年比プラス幅を緩やかに拡大した。

賃金面では、一人当たり名目賃金の前年比は、パート比率の趨勢的な上昇が下押し要因として作用しつつも、一般労働者の一人当たり給与やパート労働者の時間当たり給与の改善、さらには夏季賞与の3年振りの増加を背景に、全体でも下げ止まりの動きがみられた（図表 12）。

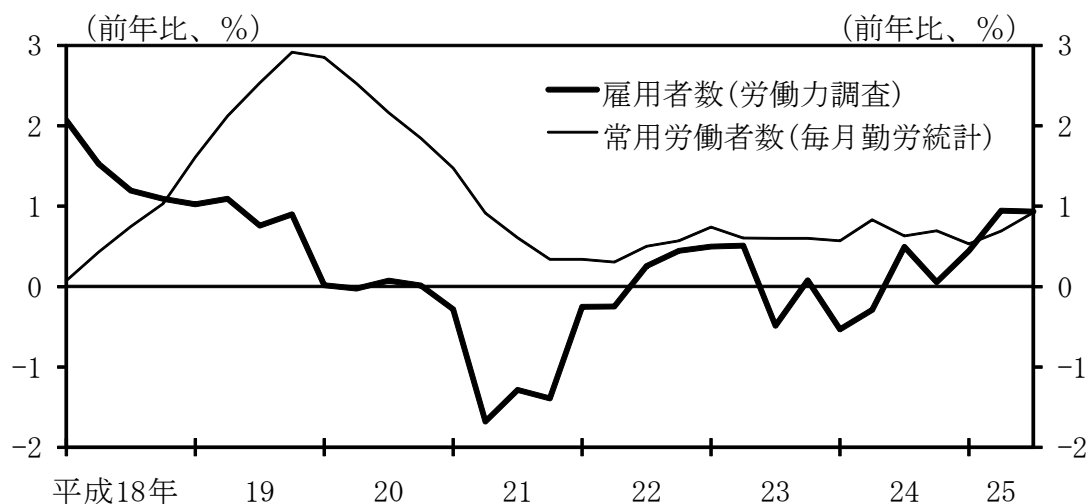
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比は、プラスに転じた。

（図表 11）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

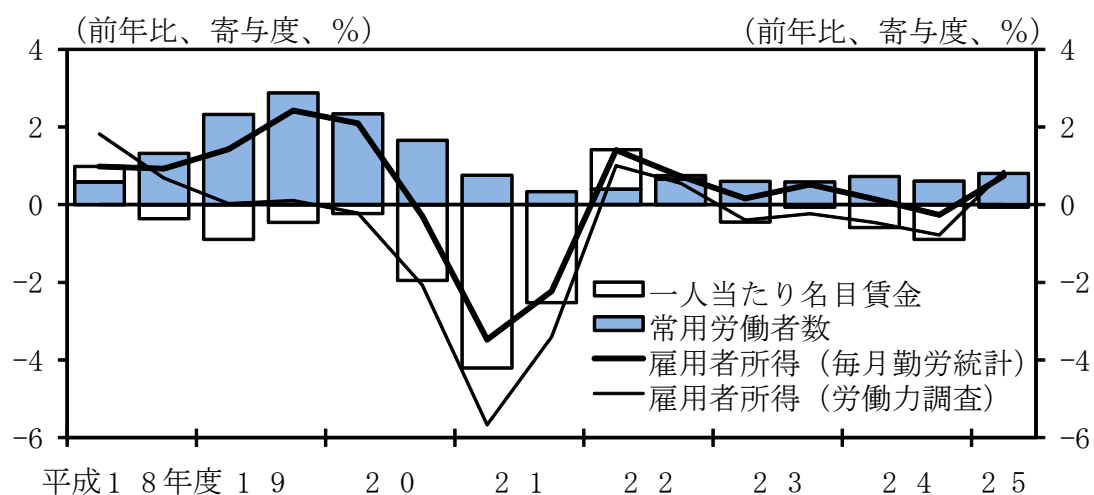


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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。

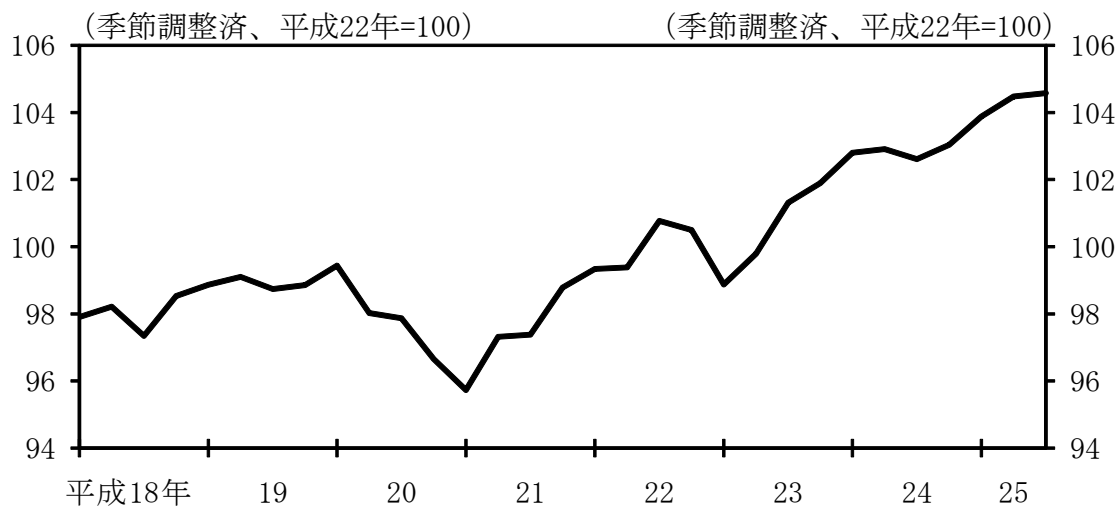
（個人消費は、消費者マインドが好転し、雇用・所得環境にも改善の動きがみられた中で、底堅く推移した）

個人消費は、消費者マインドが好転し、雇用・所得環境にも改善の動きがみられた中で、底堅く推移した。GDPベースの実質個人消費は、1～3月に続いて4～6月が高めの伸びを示したあと、7～9月も底堅い動きを続けた（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)）、4～6月に高い伸びとなったあと、7～9月は反動減となるなど、振れを伴いつつも、均してみると底堅く推移した。サービスの消費動向をみると（図表 13(3)）、旅行取扱額や外食産業売上高は、全体として底堅く推移した。

この間、消費者コンフィデンス関連指標は、昨年末以降の株価上昇などを受けて好転したあと、雇用・所得環境の改善の動きなどから、高めの水準を維持した（図表 14）。

（図表 13） 個人消費

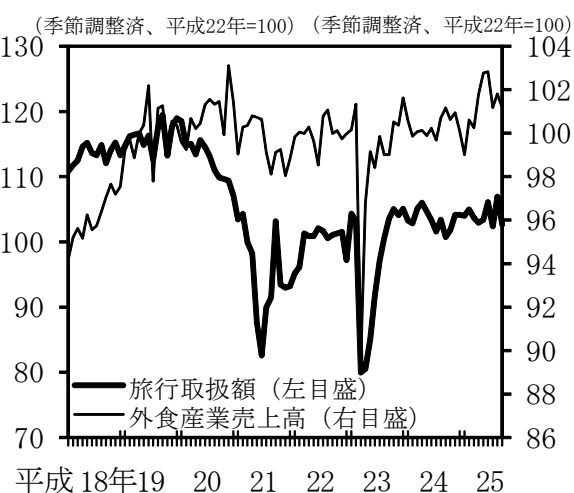
（1） 個人消費（実質、GDPベース）



(2) 小売業販売額（実質）



(3) サービス消費（名目）

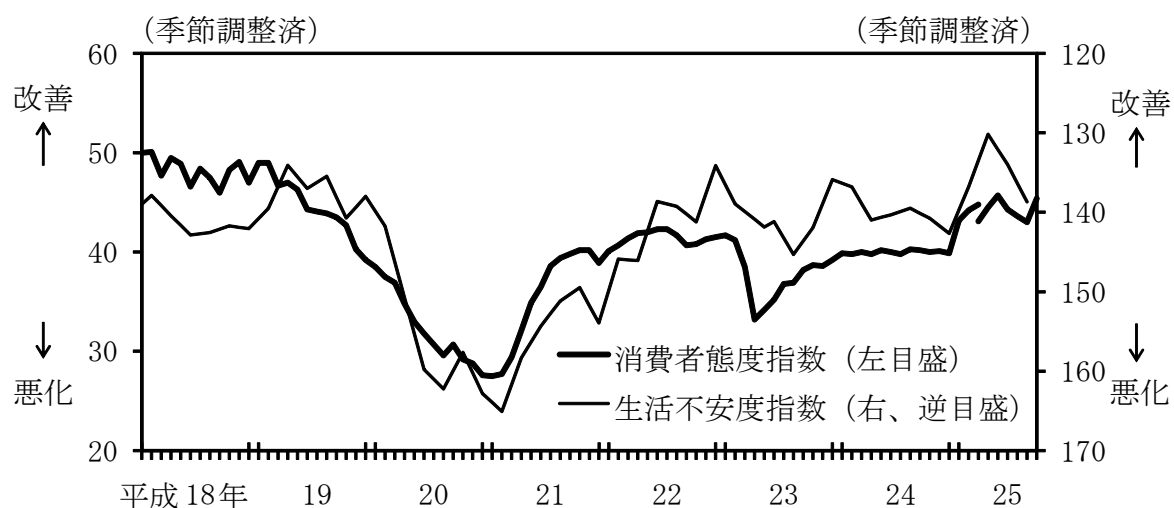


(注1) 小売業販売額は、CPI（「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの）で実質化。

(注2) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。また、19年4月および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1) 消費者態度指数（調査客体＜25/4月以降＞：全国・一般世帯 約5,700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。

(注2) 消費者態度指数は、25/4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、25/3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。なお、郵送調査ベースの25/3月の値は試験調査による参考値。

（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、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、年度初にプラスに転じ、その後はプラス幅を緩やかに拡大した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は⁴、年央にプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大した⁵。

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」は、春頃に一旦マイナスに転じたが、その後は原油市況の動きを受け、小幅の上昇となった。「電力・都市ガス・水道」は、為替相場動向が燃料費調整制度を通じて押上げに寄与したことなどから、はっきりとした上昇を続けた。「鉄鋼・建材関連」や「素材（その他）」については、為替相場の動きを受けた輸入原材料コストや輸入競合品価格の上昇の影響などから、小幅の上昇を続けた。この間、「機械類」は緩やかな下落傾向を続けた。

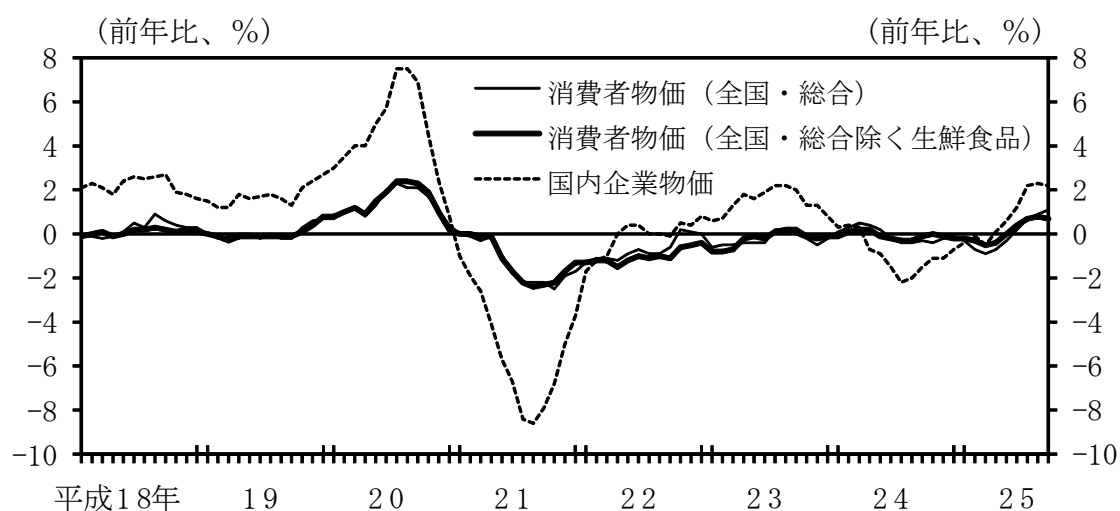
消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると（図表 17）、財では、石油製品がプラス幅を拡大し、耐久消費財がマイナス幅を徐々に縮小させたほか、食料工業製品などでは為替相場の動向を受けたコスト高を転嫁する動きがみられたことから、財全体でも夏場以降にプラスに転じた。公共料金は、電気代や保険料などの動きを反映して、プラス幅を拡大した。この間、一般サービスについては、家賃が弱めの動きを続けた一方、外食が小幅のプラスに転じ、他のサービスもごく緩やかな改善傾向を辿ったことから、全体としてはマイナス幅を幾分縮小させた。

この間、予想物価上昇率は（図表 18）、全体として上昇したとみられる。

⁴ 「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。

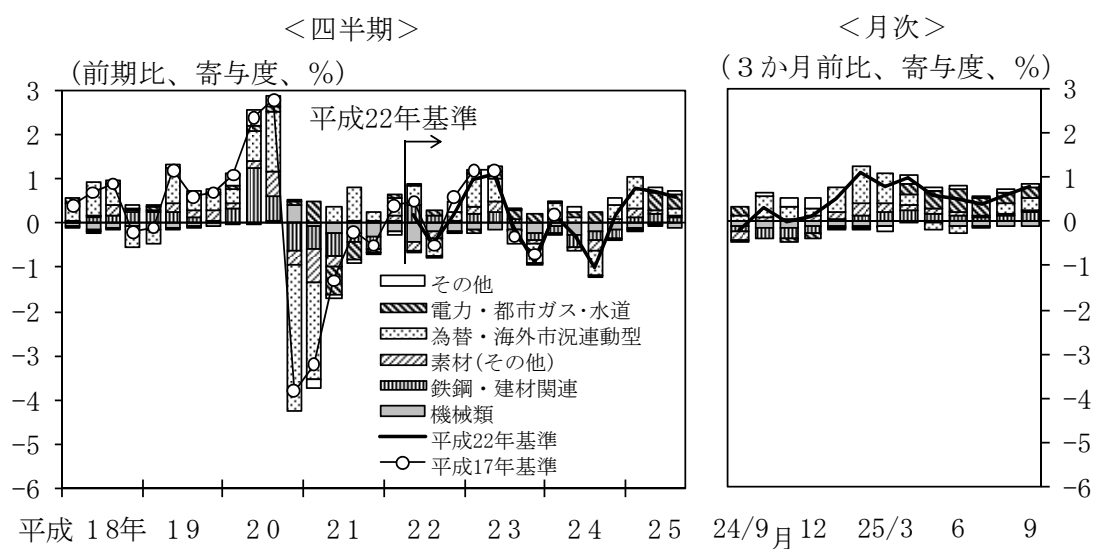
⁵ 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、マイナス幅が緩やかな縮小傾向を辿った。

(図表 15) 物価



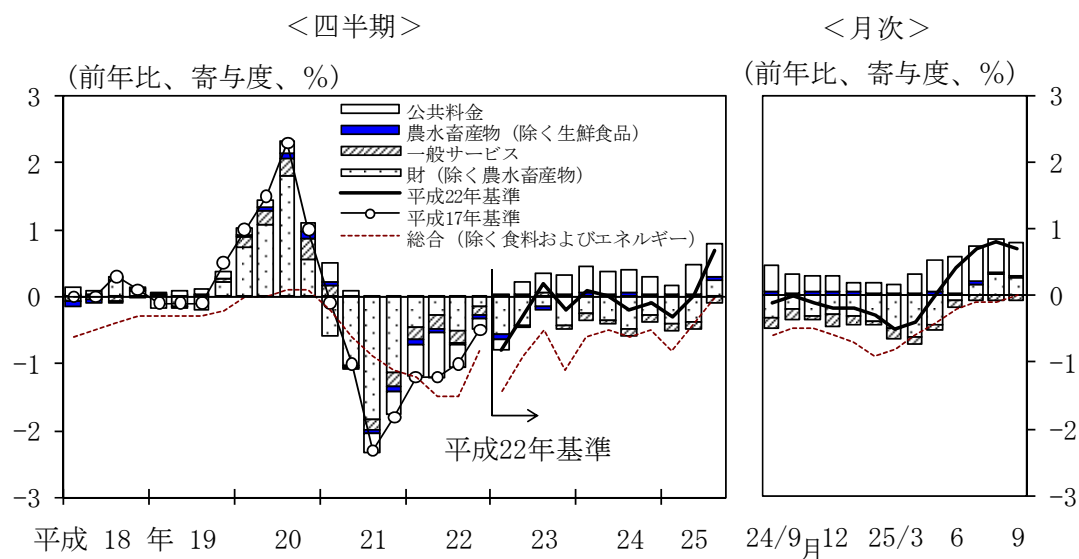
(注) 22 年以前の国内企業物価の前年比は、接続指数を用いて算出。

(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。

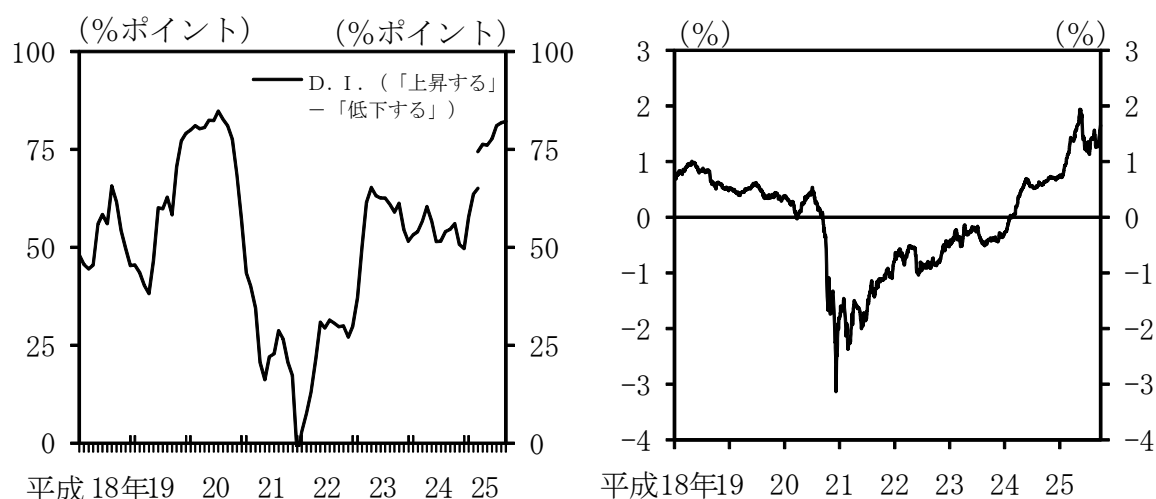
(図表 18) 予想物価上昇率

(1) 家計の予想物価上昇率

(消費動向調査＜総世帯＞)

(2) 市場参加者の予想物価上昇率

(物価連動国債の B E I)



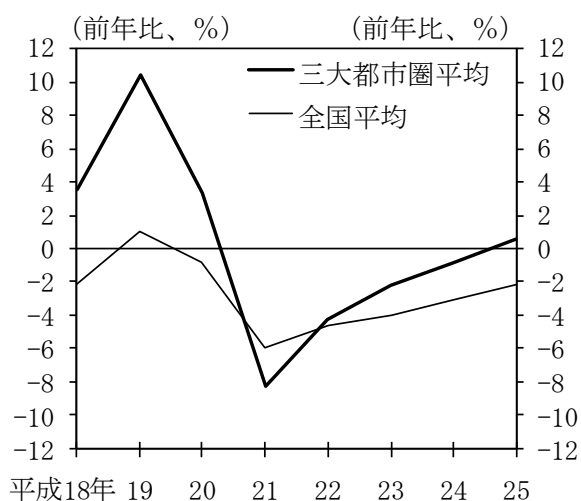
(注 1) 消費動向調査では、各世帯が 1 年後の物価見通しを回答。25 年 4 月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。なお、調査方法変更後の 25 年 3 月は試験調査による参考値。

(注 2) B E I は、固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。それぞれの時点で残存期間が最も長い物価連動国債（足もとは 30 年 6 月償還の銘柄）の利回りを使って算出。

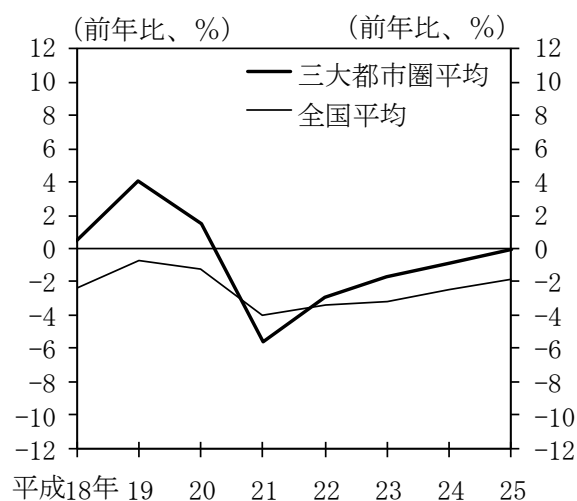
地価を都道府県地価（7月時点）でみると（図表19）、全国・全用途平均の前年比はマイナスを続けたが、マイナス幅は前年7月時点から縮小した。地域別にみると、三大都市圏では、商業地が平成20年以降、5年振りにプラスに転じたほか、住宅地も概ね下げ止まったことから、全体でも+0.1%と、小幅ながら5年振りのプラス転化となった。地方圏でも、商業地、住宅地ともに、2年連続で前年比マイナス幅が縮小した。

（図表19）都道府県地価

（1）商業地



（2）住宅地



（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

25 年度上期の海外経済をみると、地域や業種など一部に緩慢な動きを伴いつつも、全体としては徐々に持ち直しに向かった（図表 20）。

(図表20) 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	24年 第2四半期	3	4	25年 1	2	3
米 国		1.8	2.8	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	2.8
欧 州	ユーロエリア	1.6	-0.7	-1.2	-0.5	-2.0	-0.9	1.1	0.4
	ド イ ツ	3.3	0.7	-0.3	0.8	-1.8	0.0	2.9	1.3
	英 国	1.1	0.1	-1.8	2.5	-1.2	1.5	2.7	3.2
東 ア ジ ア	中 国	9.3	7.7	7.6	7.4	7.9	7.7	7.5	7.8
	N I E s および A S E A N 4	4.2	3.8	3.5	3.2	5.6	3.5	3.8	-

(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、堅調な民需を背景に回復基調を続けた。ただし、年初からの社会保障税減税の打ち切りにつき、3月初には歳出自動削減措置が発動されるなど財政面からの下押し圧力がかかったことから、回復ペースは緩やかなものにとどまった。家計部門についてみると、個人消費は、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調を続けた。また、住宅投資も持ち直し基調を辿った。企業部門では、総じてマインドが慎重なもとで、国防関連支出の減少も加わって、生産や設備投資の持ち直しに向けた動きは緩慢となった。もっとも、夏場以降、企業マインドは次第に改善した。物価は、総じて落ち着いて推移した。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プラス幅は、2%を幾分下回る水準で推移した。総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅も、均してみると、同様に2%を幾分下回る水準で推移した。

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%の範囲に据え置いたほか、先行きの政策金利に

ついて、「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限り、フェデラル・ファンド・レートを現在の例外的に低い水準に維持することが適切」との見方を維持した。資産買入れプログラムについては、長期国債を毎月450億ドル、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券を毎月400億ドル買い入れる政策を継続したほか、保有債券の償還分を再投資する政策も継続した。

ユーロエリア経済は、緊縮財政が継続していることなどもあって、緩やかな後退を続けてきたが、4～6月の実質成長率が7四半期振りにプラス転化するなど、全体として底入れした。設備投資は減少基調を続けた。一方、輸出は底入れし、個人消費も、金融市場の落ち着きなどを受けたマインドの改善を背景に、下げ止まった。こうした需要動向を受けて、生産は底入れした。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引き続き物価の押し下げ圧力として作用し、エネルギー・非加工食品を除くコアベースの消費者物価の前年比プラス幅は、1%台前半まで徐々に縮小した。総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、上期を通じて1%台前半から半ばで推移した。

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、5月に0.75%から0.50%に引き下げた後、その水準に据え置いた。また、7月には、先行きの政策金利について、「現在の経済・物価見通しを前提とすると、長期にわたり、現在、またはそれを下回る水準に維持されると考えられる」との見方を示した。

英国経済は、持ち直しに転じた。雇用環境の改善に政策効果も加わり、個人消費や住宅投資が増加に転じた。輸出についても、ユーロエリア経済の底入れなどを背景に、下げ止まった。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、引き続きインフレーション・ターゲット（前年比2%）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。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（FLS）」も継続した。また、8月には、先行きの金融政策運営について、「18～24か月先のインフレ見通しが2.5%を上回らないなど一定の条件が維持される限り、失業率が7%に低下するまで、政策金利を引き上げず、資産買取ファシリティの残高も減額しない」との見方を示した。

新興国・地域をみると、中国経済は、内需を中心に、安定した成長が続いた。

輸出は、総じて弱めの動きが続いたが、期末にかけて持ち直しの動きがみられてきた。他方、個人消費は良好な雇用・所得環境のもとで、安定した伸びが続いた。固定資産投資は、インフラや不動産投資を中心に、堅調に推移した。こうした内外の需要動向のもとで、生産は安定した伸びが続き、期末にかけては素材を中心に幾分伸びを高めた。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、政府目標の3.5%を下回る水準で推移した。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。この間、金融機関の貸出金利について、中国人民銀行の定める貸出基準金利の0.7倍を下限として定めてきたが、これを、7月に撤廃した。

N I E s ・ A S E A N諸国・地域の経済は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まった。個人消費は、自動車販売での政策効果の反動や消費者マインドの慎重化などを背景に、A S E A Nを中心に、減速した。また、輸出は期末にかけて持ち直しの兆しもみられ始めたが、期中を通じ弱めの動きが続いた。これらの影響から、生産の持ち直しに向けた動きも一服し、設備投資も、機械投資を中心に伸び悩んだ。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギーや生鮮食料品価格の上昇幅の縮小を主因として、年央にかけて若干低下し、その後も低めの水準で推移した。もっとも、一部の国では、燃料補助金を削減した影響などから、石油製品を中心に前年比のプラス幅が拡大した。

新興国・地域の金融政策面では、国・地域ごとに区々の動きとなった。すなわち、中東欧を中心に、景気減速への対応などから政策金利を引き下げる動きが引き続きみられた。一方で、夏場以降は、経常赤字国を中心に、通貨防衛や物価上昇への対応などの観点から、政策金利を引き上げる動きが散見された。

2. 金融面の動向

(1) 国際金融資本市場

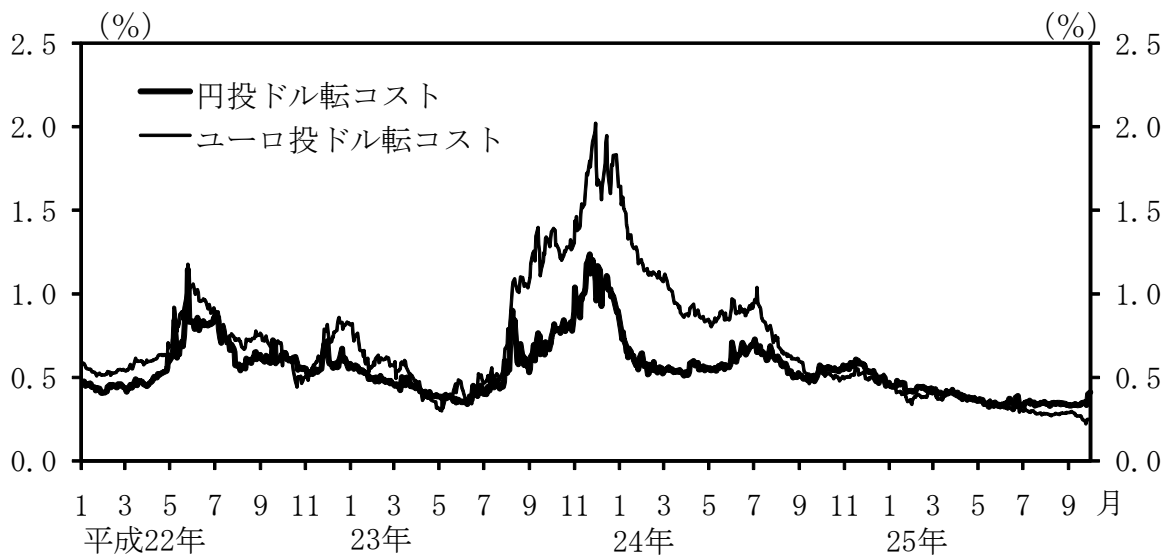
平成 25 年度上期の国際金融資本市場をみると、当初は、懸念された米国における「財政の崖」が回避されたことや⁶、欧州債務問題に関連した市場での緊張度が緩和したことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態が続いた。もっとも、5 月頃から、投資家のリスク回避姿勢が徐々に強まり、市場ではボラティリティの上昇を伴いつつ、神経質な展開となった。新興国経済の成長モメンタムの鈍化や構造面でのぜい弱性、米国金融政策を巡る思惑や中東情勢の不透明感などが投資家行動に影響した。具体的には、先進国の株価が景気回復期待を背景に上昇基調を辿った一方、債券相場は世界的に下落したほか、新興国を含めたリスク性資産からの資金流出などが観察された。

短期金融市場は、欧米の中央銀行による潤沢な資金供給などを背景に、安定した状態が続いた。米ドル資金市場、ユーロ資金市場のいずれにおいても、ターム物金利は低水準で推移した。為替スワップ市場でも、ドル転コストは⁷、対ユーロ、対円ともに、低い水準で横ばいの動きが続いた（図表 21）。この間、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、上述の投資家のリスク回避姿勢の変化に沿って、当初は縮小基調を辿ったが、9 月末にかけて再び期初の水準に戻る展開となった。

⁶ 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、大幅な緊縮措置の発動が予定されていた。これが、金融や実体経済への負の影響を及ぼすこととなるため、一般的に「財政の崖」と呼称された。最終的には、大幅な緊縮措置は回避されたが、期中を通じて、財政面からの景気下押し圧力がかかることとなった。

⁷ 例えば、対円でドル転コストとは、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。

(図表21) 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。

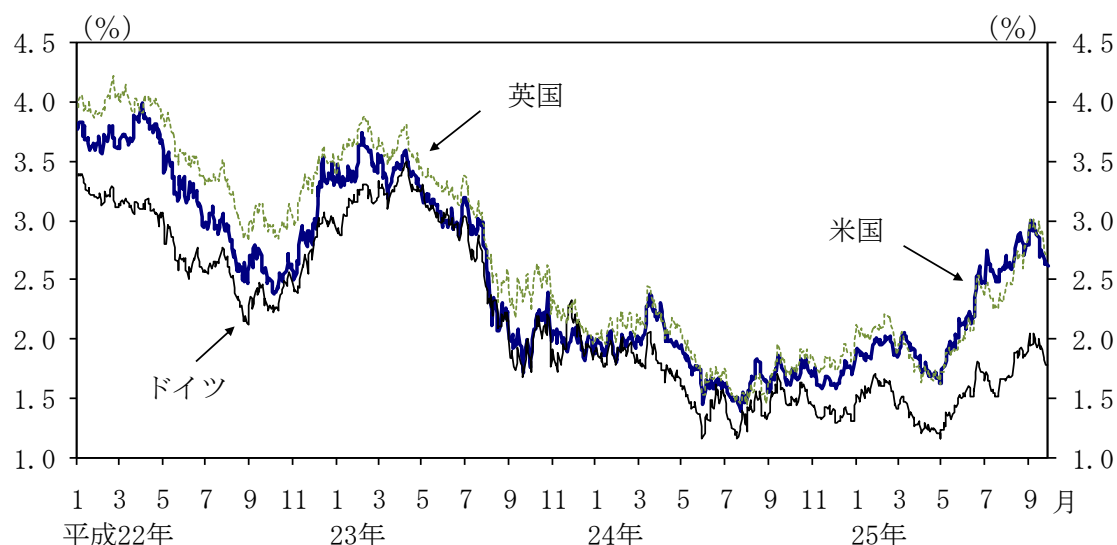
主要国の株価は(図表 22)、企業業績の改善などに支えられ、振れを伴いつつも上昇基調を辿り、9月末にかけては既往最高値圏での推移となった。米国の株価をみると、5月下旬以降は、米国連邦準備制度による資産買入れ規模の早期縮小に対する思惑などを背景に、大きめに下落する局面もみられた。もっとも、米国経済が回復基調を続ける中で、好調な企業業績の発表が続いたことなどから、上昇基調に復した。欧州株価も、米国株が下落する局面では値を下げたが、欧州経済の底入れや、欧州債務問題への投資家のリスク回避姿勢の後退、さらには欧州中央銀行による政策金利の引き下げなどが好感され、上昇基調を辿った。この間、英国株は既往最高値圏で概ね横ばいの動きとなった。

(図表22) 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 23）、当初は、前期の終わり頃からの低下基調が続いたが、5 月頃からは景気の回復期待や金融政策を巡る思惑が重なり、上昇基調を辿った。米国の長期金利は、春先、弱めの経済指標などが重なったことで、低下したが、5 月頃からは、逆に予想を上回る経済指標が続いたほか、米国連邦準備制度による資産買入れ規模の縮小が 9 月にも決定されるとの見方が徐々に市場で広がる中、はっきりと上昇した。ただし、9 月中旬に開催された連邦公開市場委員会で資産買入れ規模の縮小開始が見送られたことなどを背景に、9 月末にかけて幾分低下した。ドイツの長期金利は、キプロス問題やイタリア、ポルトガルの政治情勢の不安定化などに伴う安全資産需要に加え、5 月初めに欧州中央銀行が政策金利を引き下げたことなどから、一時、既往最低値を更新した。もっとも、その後は欧州経済の底入れや、米国長期金利の上昇などを受けて、振れを伴いつつ、上昇基調を辿った。

(図表 23) 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、当初は落ち着いていたが、5月頃から総じて不安定な状況が続き、9月末にかけて、幾分落ち着きを取り戻した。新興国には、世界的に緩和的な金融環境が続くもとで、利回り追求の動きや強い成長期待を背景に、グローバルな投資資金が継続的に流入した。もっとも、5月頃からの投資家のリスク回避姿勢の強まりを機に、資金が流出し、幾つかの国では通貨、株、債券のトリプル安に直面した。資金フローの変化をもたらした要因は多岐にわたるが、まず、新興国の力強い景気拡大への期待の後退がみられる。加えて、経常収支の赤字やインフレ体質といった経済構造のぜい弱性にも焦点が当たった。なお、シリア情勢の落ち着きや、9月の米国連邦公開市場委員会で資産買入れ規模の縮小が見送られたことなどから、市場は、9月末にかけて、幾分落ち着きを取り戻した。

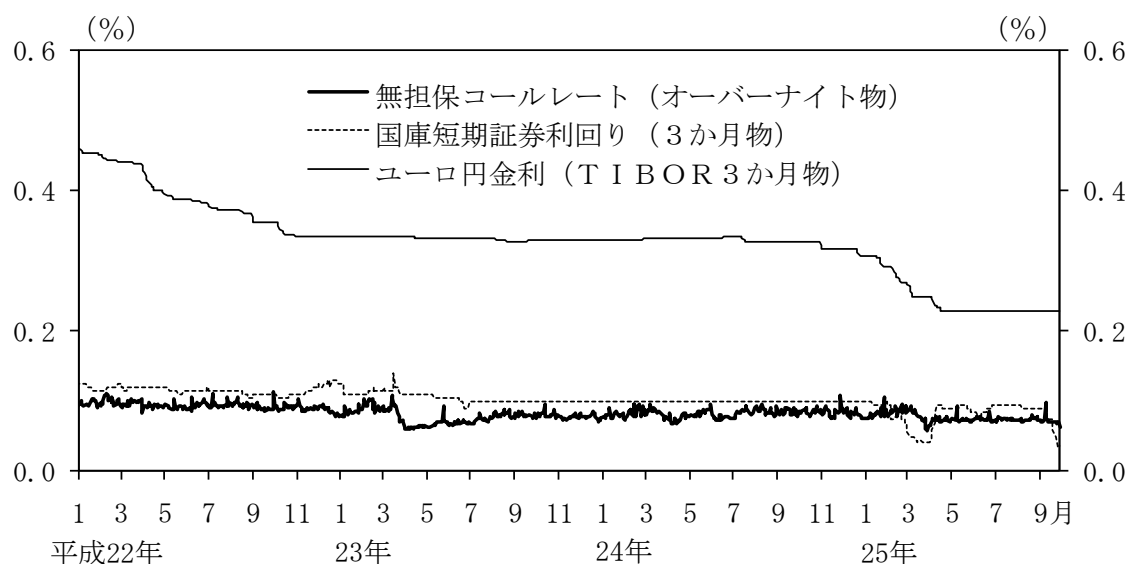
この間、国際商品市況をみると、やや長い目でみて軟調な動きが続いてきたが、夏場頃からは、地政学リスクなどを背景とする原油市況の上昇や中国景気の安定化を受けた非鉄金属市況の底入れなど、持ち直しの動きもみられた。原油は、先進国を中心に景気が持ち直しに向かうもとで、夏場以降は地政学リスクが意識されて、上昇した。非鉄金属は、中国景気の下振れ懸念を背景に、夏場にかけて軟調に推移した後、中国経済が安定化したことを受けて、徐々に持ち直した。農産物の多くは、豊作見通しを主因に下落基調を辿った。金については、夏場にかけて下落基調を辿った後、安値での需要回復に地政学リスクが加わり、9月末にかけて反発した。

（２）短期金融市場

25 年度上期のわが国の短期金融市場をみると、長めのターム物を含めて、金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は⁸（図表 24）、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。ターム物金利をみると⁹、国庫短期証券利回りは、4 月上旬に幾分上昇したあと、0.1%をやや下回る水準で概ね横ばいで推移していたが、9 月末にかけて小幅に低下した。ユーロ円金利（T I B O R 3 か月物）は、横ばい圏内で推移した。

（図表 24）短期金融市場金利

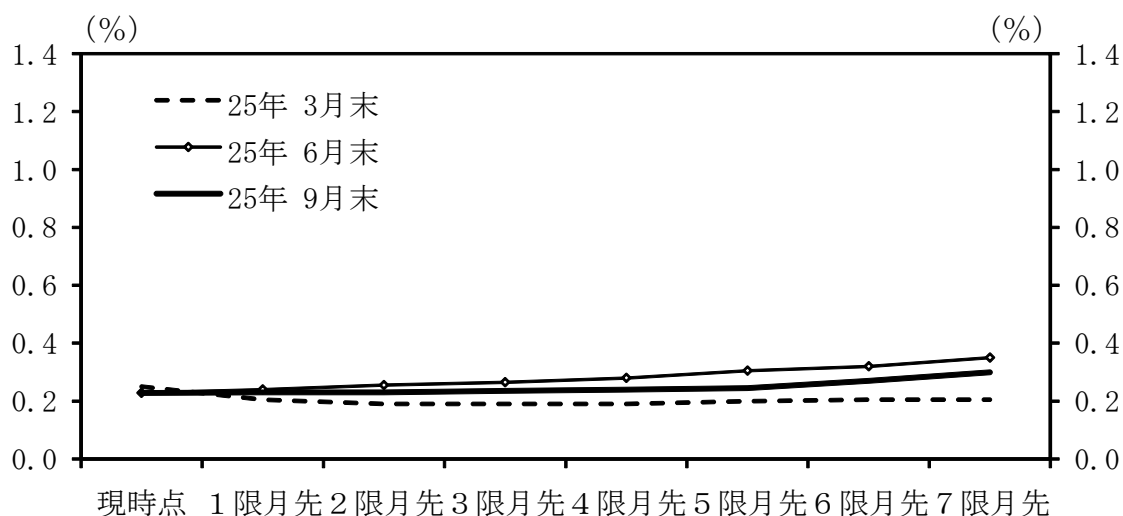


ユーロ円金利先物レートは（図表 25）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む動きとなった。

⁸ 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）。

⁹ 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 25) ユーロ円金利先物レート

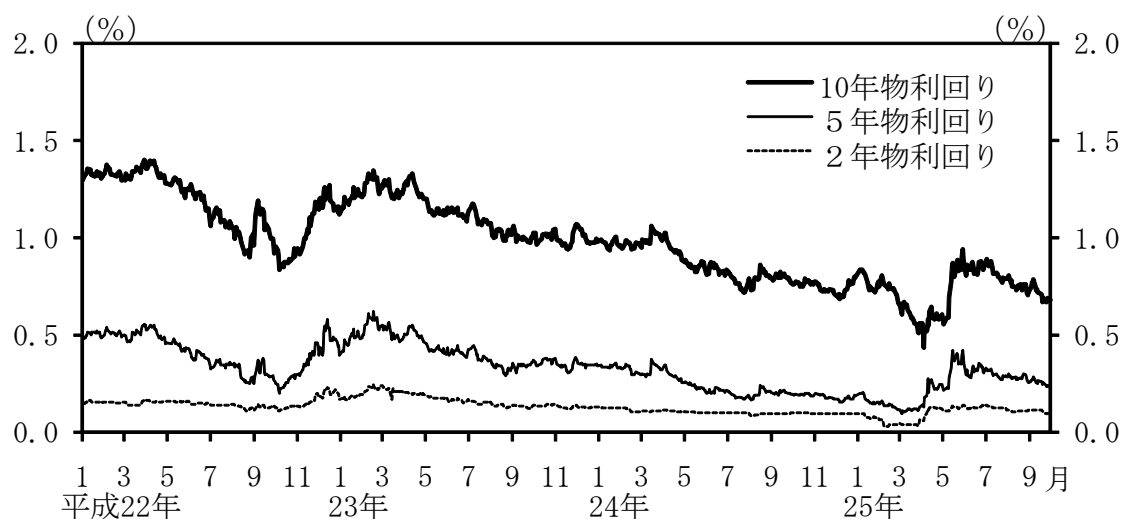


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、25年9月末時点（太い実線）における1限月先（25年12月中央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.23%、2限月先（26年3月中央時点）が0.23%、3限月先（26年6月中央時点）が0.24%であったことを表している。

(3) 債券市場

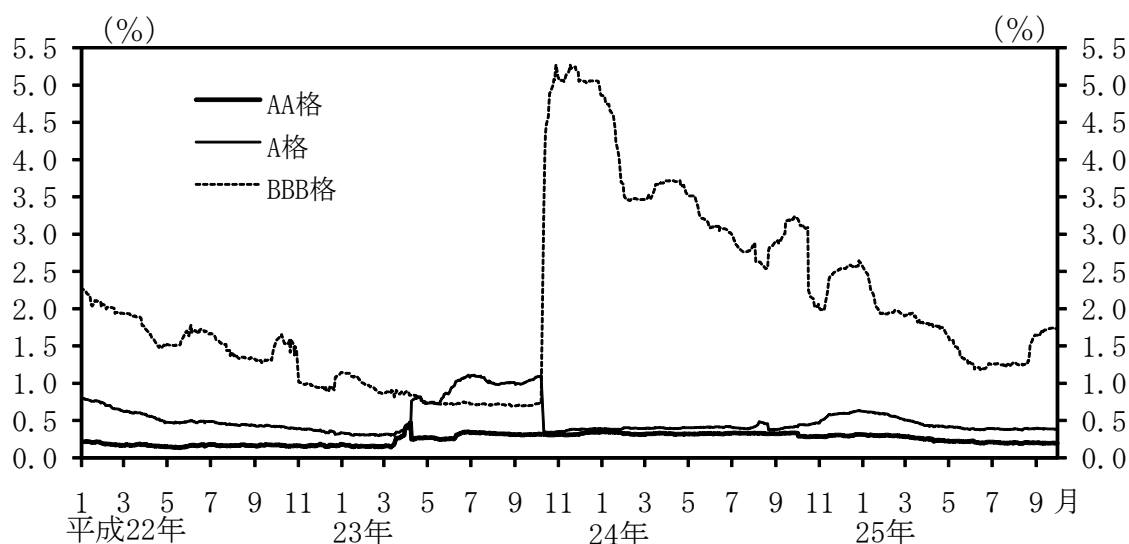
25年度上期の債券市場の動向をみると（図表 26）、長期国債（10年債）の流通利回りは、5月下旬にかけて、米国長期金利や本邦株価の上昇などを背景に上昇した。その後は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」による国債買入れを進めるもとで、米欧長期金利が上昇する中であっても緩やかに低下し、9月末には0.6%台となった。

(図表 26) 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 27）、一部に拡大した銘柄がみられるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景にごく緩やかに縮小してきている。

（図表 27）社債と国債との流通利回り格差

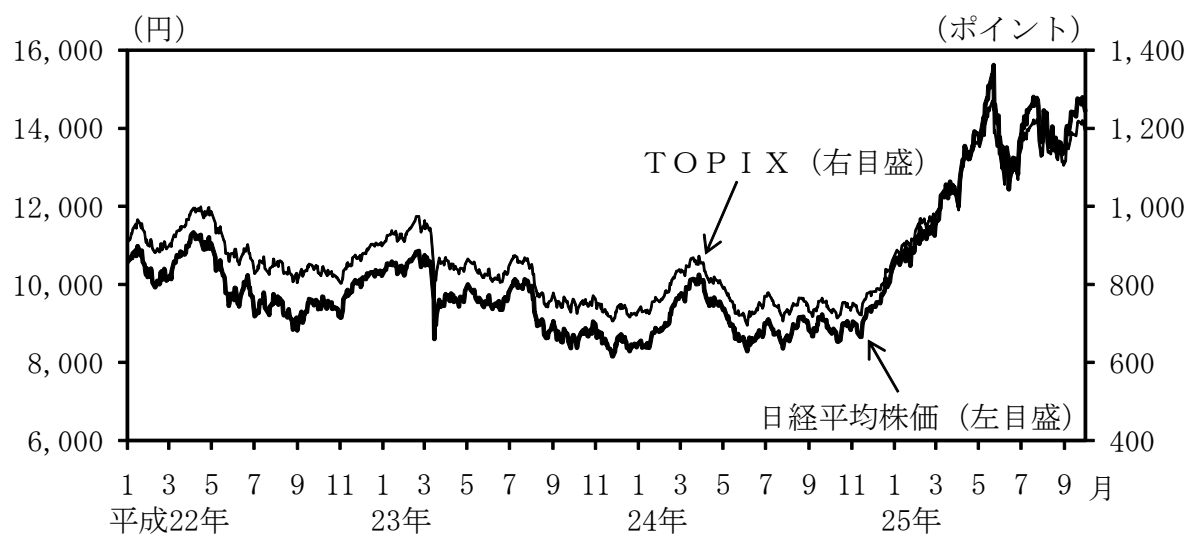


（注）社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

（４）株式市場

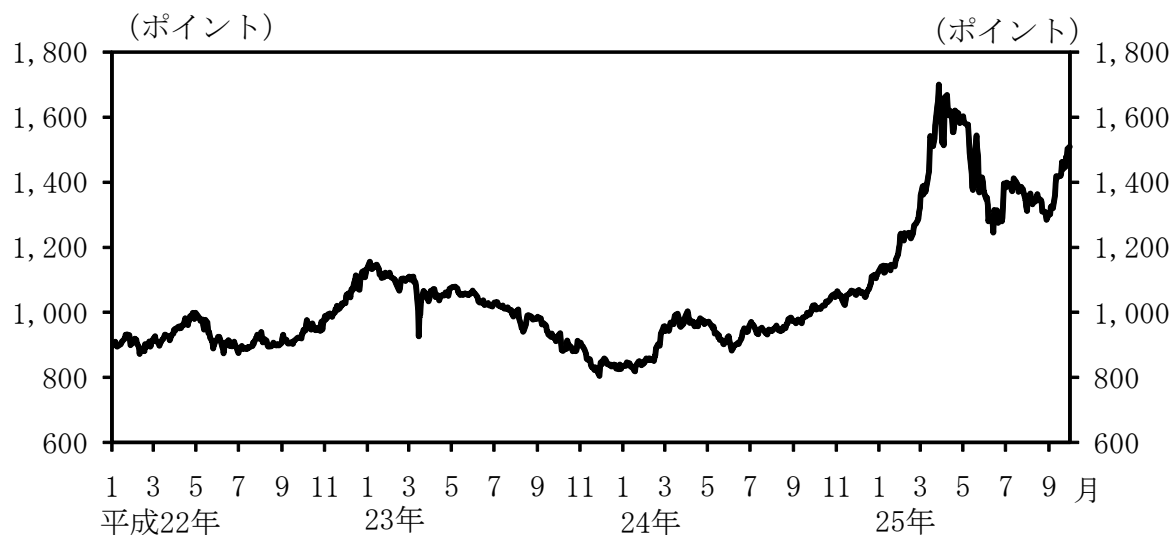
25 年度上期の株式市場の動向をみると（図表 28）、日経平均株価は、5 月中旬にかけて、米国株価の上昇や為替の円安方向の動きなどを受けて上昇を続けたが、その後、投資家による利益確定の売りなどを背景に下落した。6 月中旬以降は、米国株価などにつれて振れており、9 月末には 14 千円台半ばとなった。

(図表 28) 株価



不動産投資法人投資口（J－REIT）の価格は（図表 29）、4月にかけて、前期からの上昇基調が続いたあと、6月中旬にかけては、利益確定の売りがみられたことや海外REIT価格が下落したことなどから下落した。その後、海外REIT価格が上昇に転じたことなどを受けて、9月末にかけて上昇した。

(図表 29) 東証REIT指数

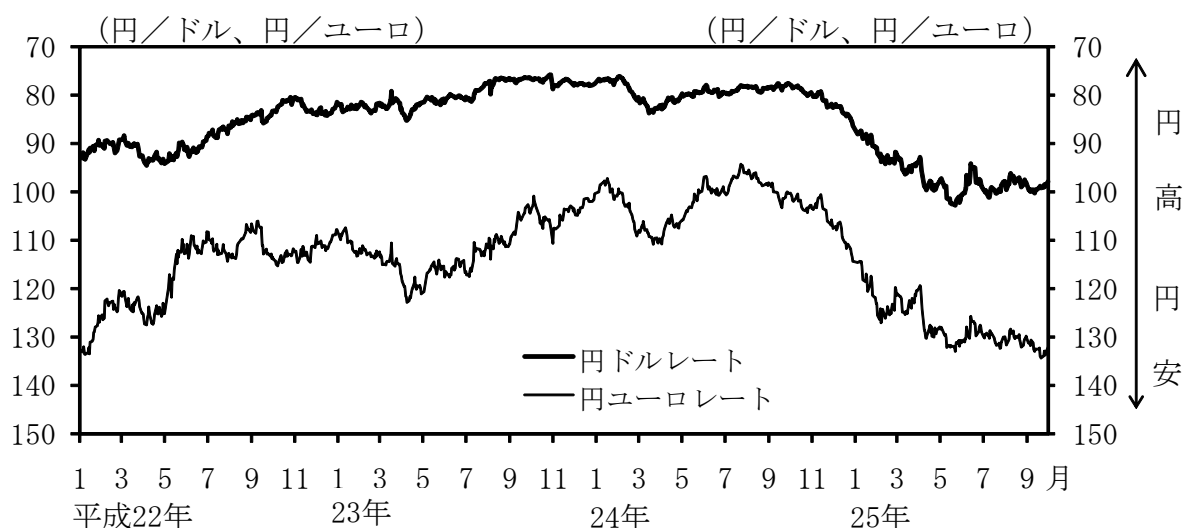


（５）外国為替市場

25 年度上期の外国為替市場の動向をみると（図表 30）、円の対ドル相場は、5 月中旬にかけて、米国経済指標の予想比上振れや日米の金融政策の方向性を巡る思惑などから円安方向の動きとなったが、その後、本邦株価の下落を眺めて円高方向の動きとなった。6 月中旬以降は、米国金融政策を巡る思惑や本邦株価の動向などを材料に振れを伴いながら推移しており、9 月末には 97 円台となった。

こうした中、円の対ユーロ相場は、5 月中旬にかけて、円安方向の動きとなったあと、振れを伴いながら推移しており、9 月末には 132 円台となった。

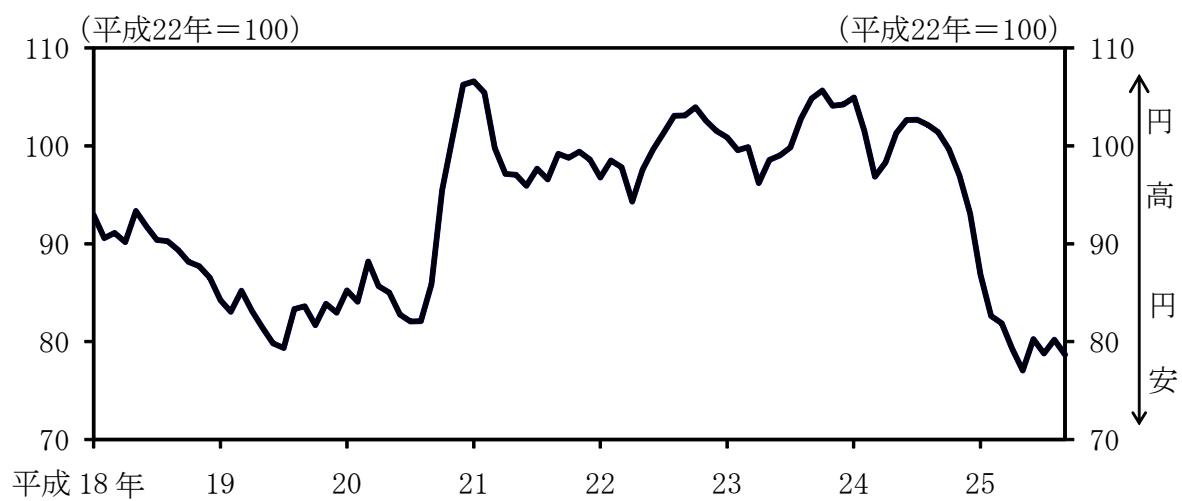
（図表 30）円の対ドル、対ユーロレート



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¹⁰（図表 31）、幾分円安方向に進んだ。

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。

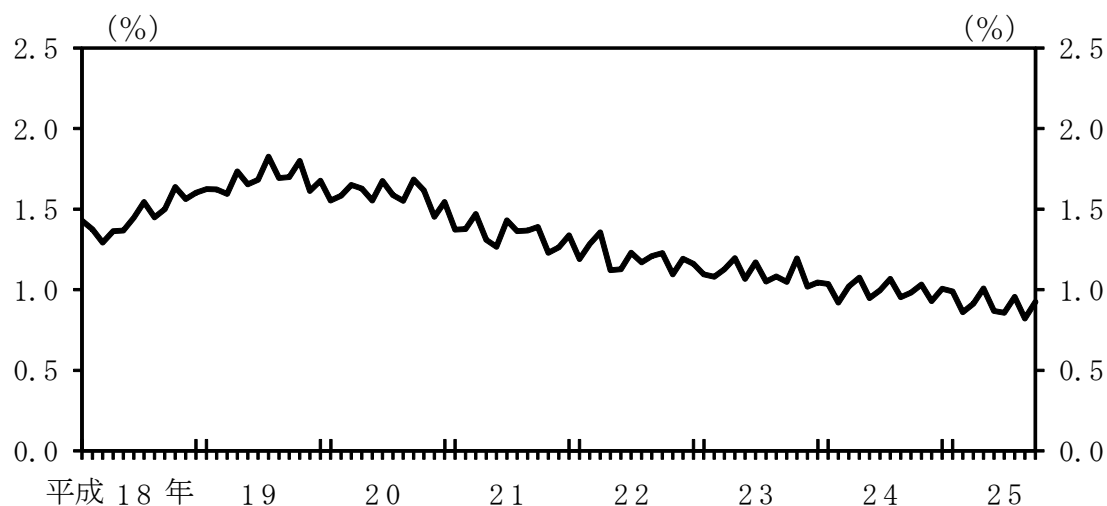
(図表 31) 円の実質実効為替レート



（６）企業金融

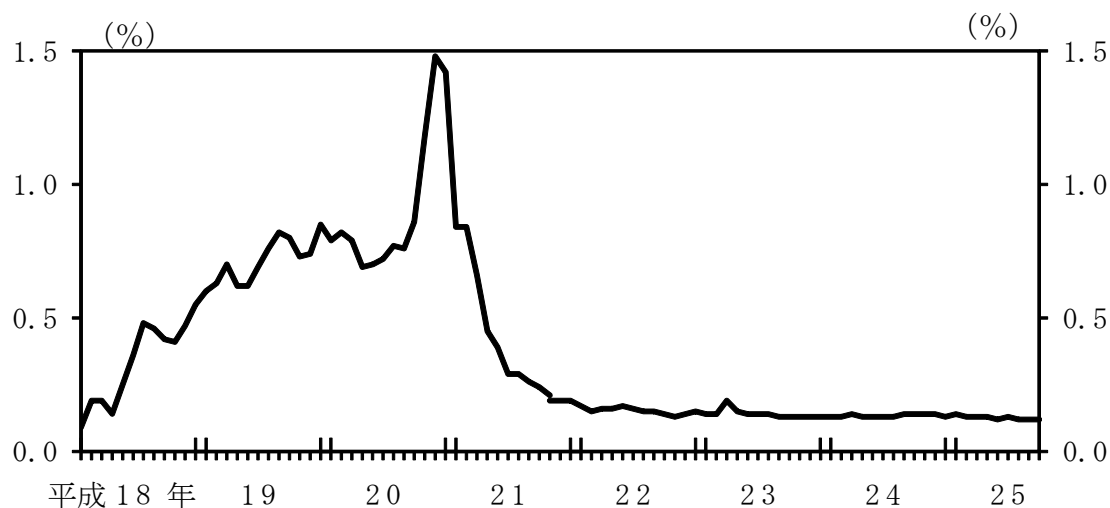
25 年度上期の貸出金利をみると（図表 32）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、低い水準で推移した。

（図表 32）貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、ＣＰ・社債の発行金利は（図表 33）、総じて低い水準で推移した。

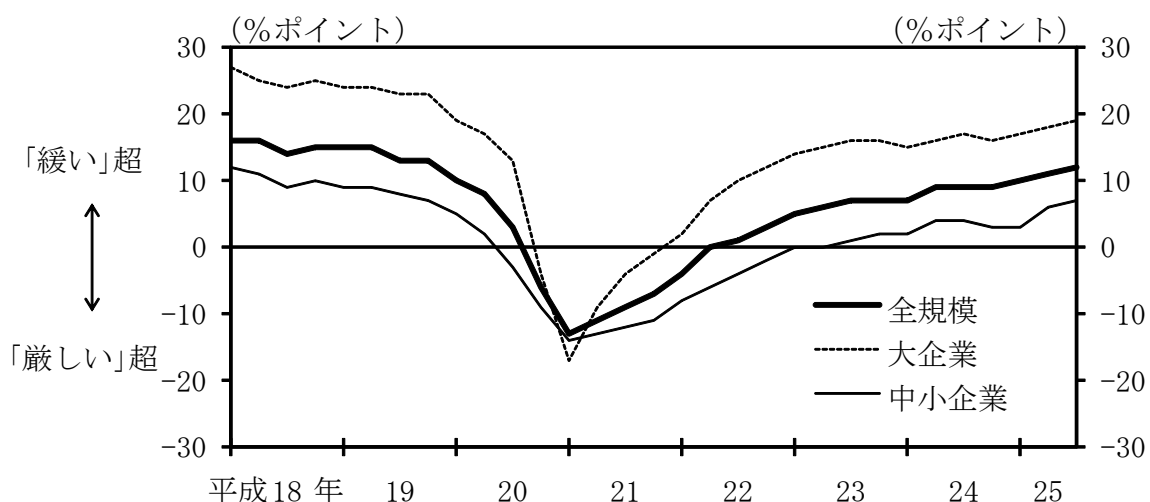
（図表 33）ＣＰ発行金利（３か月物）



（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。

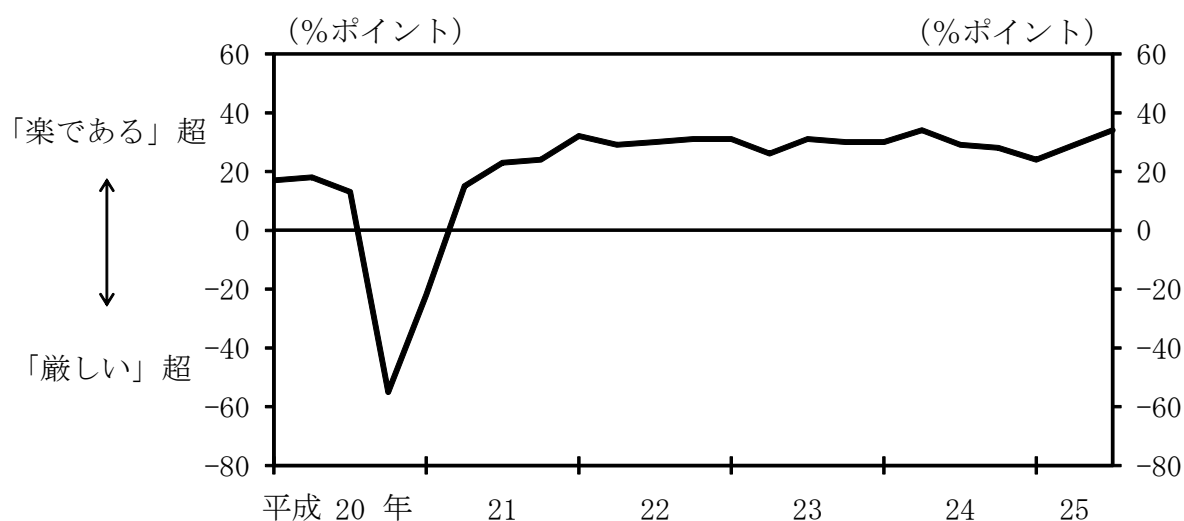
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 34）、改善傾向が続いた。C P 市場では、良好な発行環境が続いた（図表 35）。この間、社債市場でも、総じてみれば、良好な発行環境が続いた。

（図表 34）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）



（注）全産業ベース（図表 38 も同様）。

（図表 35）C P の発行環境判断D. I.（短観、発行企業ベース）

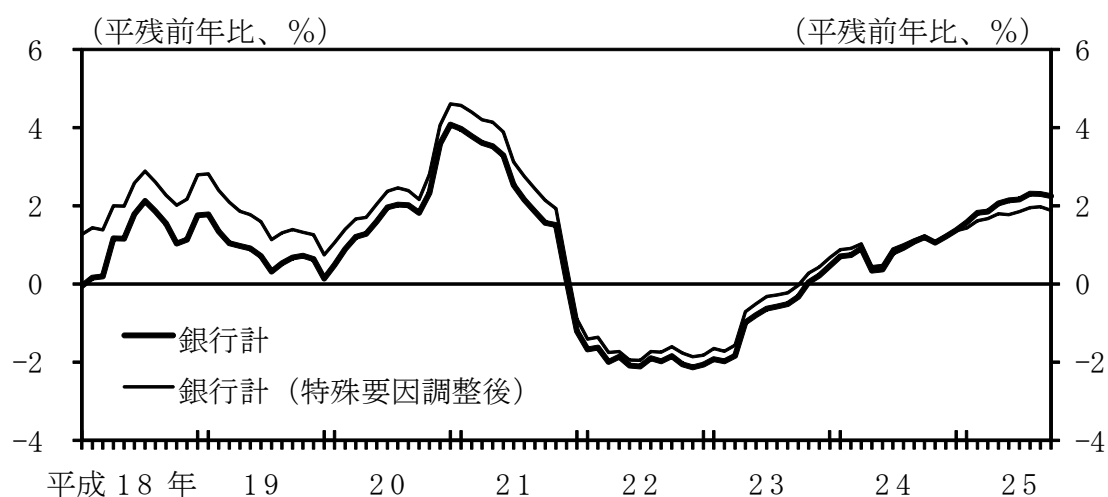


（注）全産業・大企業のうち、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「C P 残高」が一度でも存在したことがある企業のみを集計対象として、各期の「C P の発行環境」判断D. I. を集計したもの。

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加した。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 36）¹¹、プラス幅が幾分拡大し、9 月には 2 % 台前半のプラスとなった。社債発行残高の前年比も、プラスで推移した（図表 37（1））。この間、C P 発行残高の前年比は、マイナスで推移した（図表 37（2））。

（図表 36） 民間銀行貸出残高

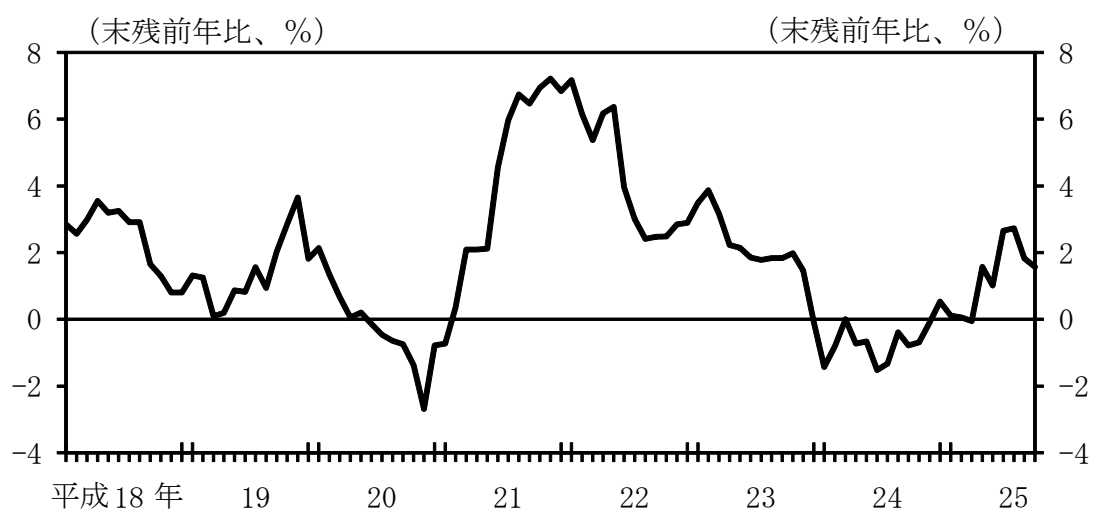


（注）特殊要因調整後は、不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

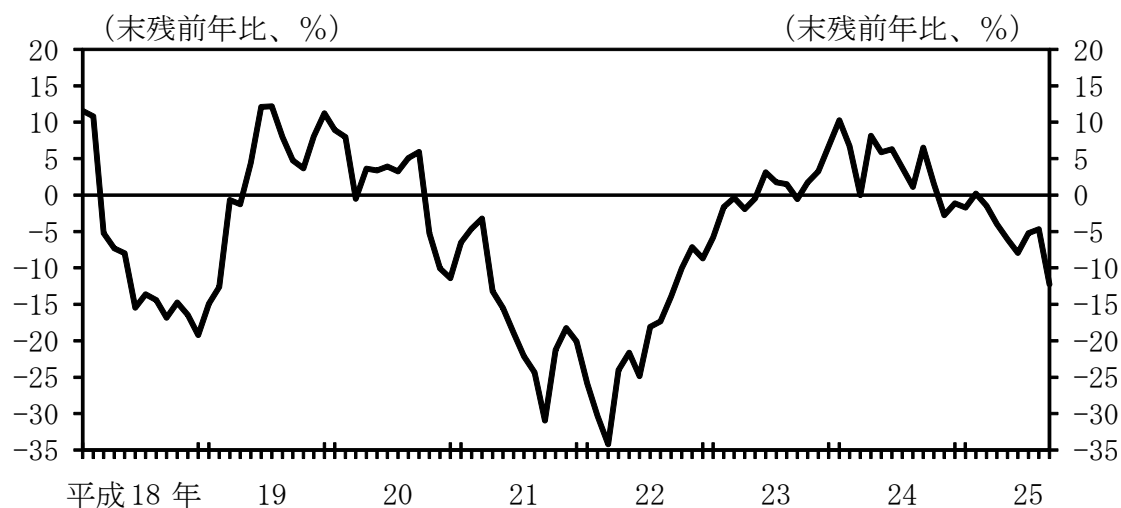
¹¹ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。

(図表 37) 資本市場調達

(1) 社債発行残高



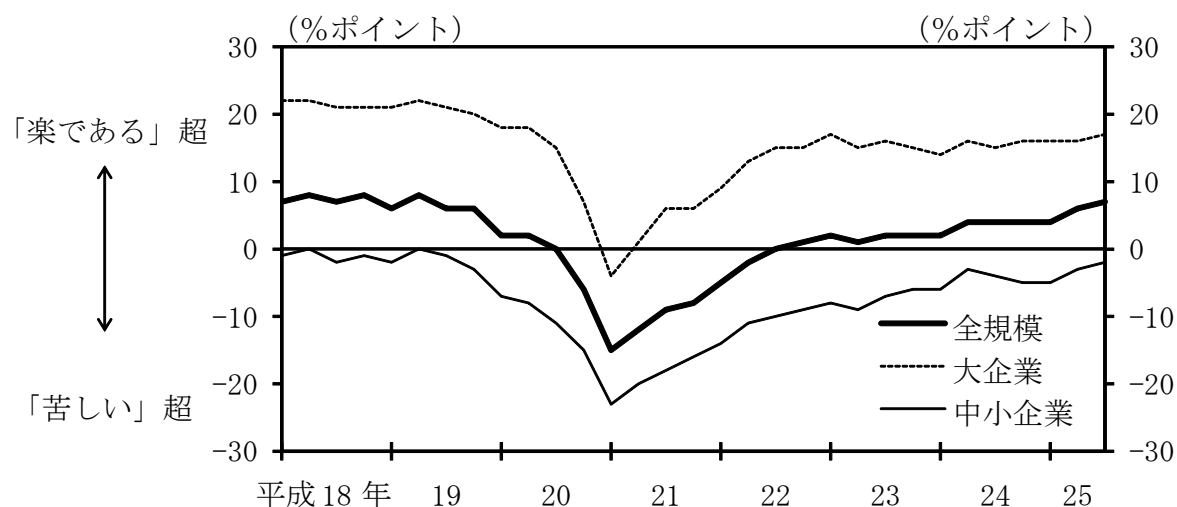
(2) C P発行残高



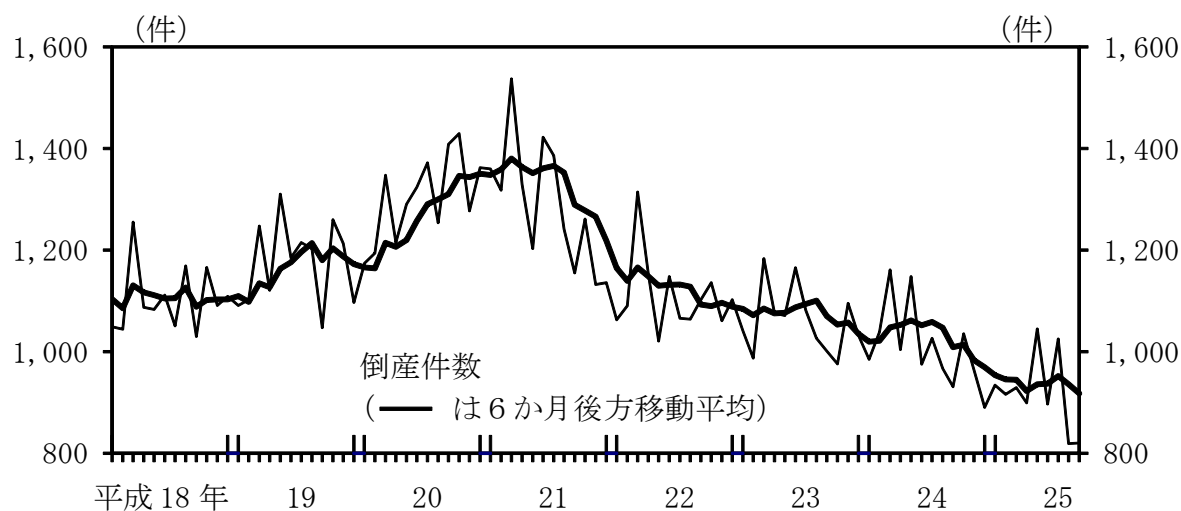
(注) C P発行残高は、短期社債（電子C P）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C Pは含む）。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

企業の資金繰り判断は（図表 38）、総じてみれば、改善した状態であった。企業倒産件数は（図表 39）、低水準で推移した。

(図表 38) 企業の資金繰り判断D. I. (短観)



(図表 39) 企業倒産

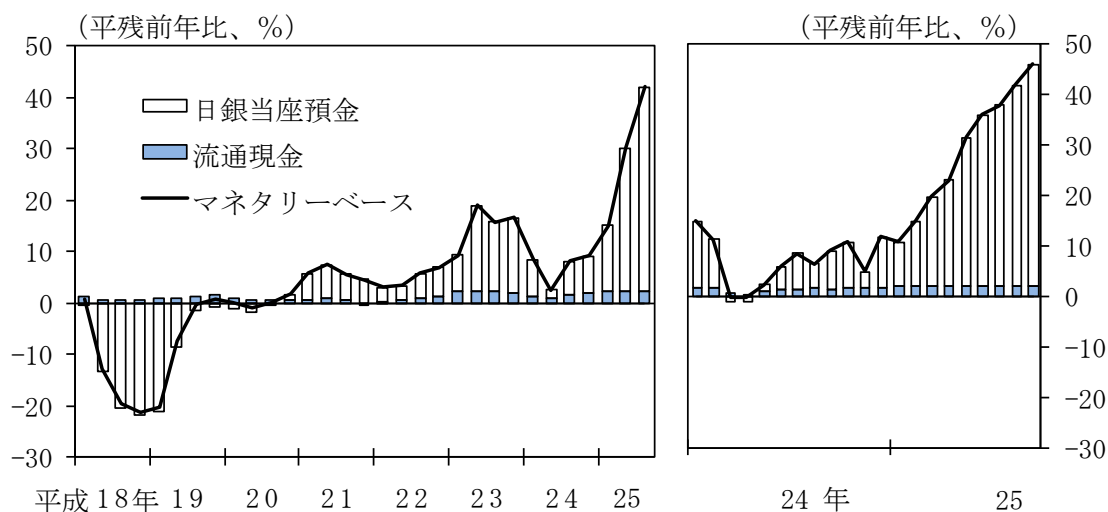


(7) 量的金融指標

25 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 40）、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は 9 月には 4 割台半ばとなった。

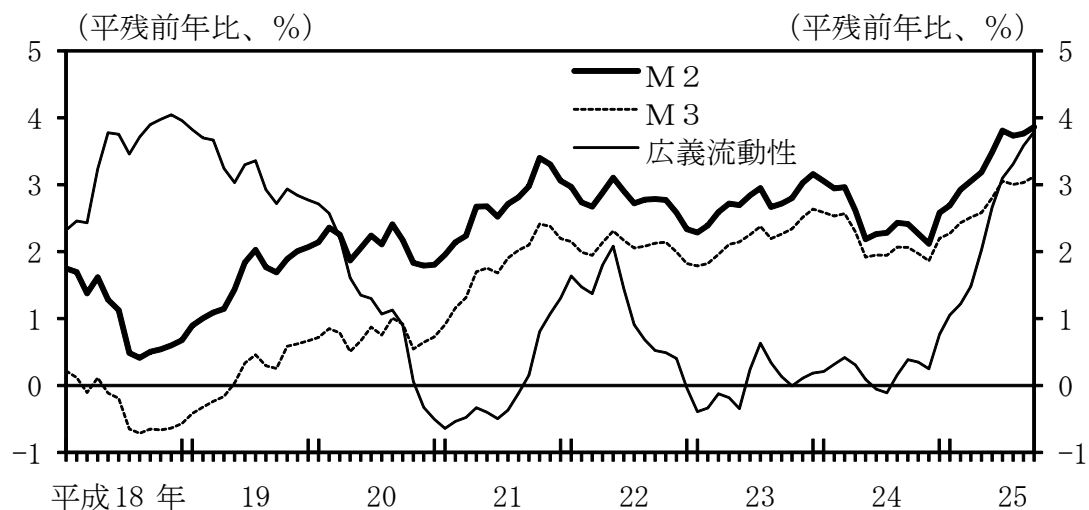
内訳をみると、日銀当座預金の残高の前年比は、プラス幅が大幅に拡大した。この間、銀行券発行高は、高めの伸びが続いた。

(図表 40) マネタリーベース



マネースtock (M2) の動向をみると (図表 41)、前年比のプラス幅は幾分拡大し、9月には3%台後半のプラスとなった。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拡大した。

(図表 41) マネースtock



(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)。対象金融機関にゆうちょ銀行等は含まない。なお、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 25 年 4 月から 25 年 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	黒田東彦	（総裁）
	岩田規久男	（副総裁）
	中曾 宏	（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、25 年度上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25年度上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、25年4月3、4日および26日の会合では、景気の現状について、わが国経済は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられていると判断した。先行きについて、4月3、4日の会合では、堅調な国内需要と海外経済の成長率の高まりを背景に、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。5月の会合では、現状について、わが国の景気は、持ち直しつつあると判断し、先行きについては、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっ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。6月の会合では、わが国の景気は、持ち直していると判断し、先行きについては、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅さを増し、海外経済の成長率が緩やかながらも次第に高まっ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。7月および8月の会合では、現状について、わが国の景気は、緩やかに回復しつつあると判断し、先行きについては、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくと考えられるとの見方を示した。9月の会合では、現状について、わが国の景気は、緩やかに回復していると判断し、先行きについては、緩やかな回復を続けていくとみられるとの見方を示した（図表42）。

物価の現状について、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、4月3、4日の会合において、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっていると判断し、4月26日の会合では、このところゼロ%ないし小幅のマイナスが続いていると判断した。5月および6月の会合では、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっていると判断し、7月の会合では、足もとではゼロ%となっていると判断した。8月の会合では、プラスに転じていると判断し、9月の会合では、0%台後半となっていると判断した。先行きについては、4月3、4日の会合において、徐々にプラスに転じていくとの見方を示

した。5月の会合では、当面、マイナス幅を縮小したあと、次第にプラスに転じていくとみられるとの見方を示し、6月の会合では、次第にプラスに転じていくとみられるとの見方を示した。7月の会合では、プラスに転じていくとみられるとの見方を示し、8月および9月の会合では、プラス幅を次第に拡大していくとみられるとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、4月から7月の会合において、上昇を示唆する指標がみられると判断した。8月および9月の会合では、全体として上昇しているとみられると判断した。

(図表 42) 政策委員会の経済情勢についての判断

25年4月4日	わが国経済は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。
4月26日	わが国の経済をみると、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。
5月	わが国の景気は、持ち直しつつある。
6月	わが国の景気は、持ち直している。
7月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。
8月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。
9月	わが国の景気は、緩やかに回復している。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、4月3、4日の会合で、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した(図表 43)。

すなわち、日本銀行は、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。このため、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースに変更したうえで、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倍以上に延長するなど、次のとおり、量・質ともに次元の違う「量的・質的金融緩和」を導入することとした。

①マネタリーベース・コントロールの採用

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を「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。」とする。

②長期国債買入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を 40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する。

③ETF、J-REITの買入れの拡大

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う¹²。

④「量的・質的金融緩和」の継続

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

また、「量的・質的金融緩和」の導入に伴って、資産買入等の基金を廃止すること、いわゆる「銀行券ルール」を一時停止すること、巨額の国債買入れと極めて大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うために、市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換の場を設けること、を決定した。

そのほか、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および被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置を 1 年延長することとした。

その後の各会合では、「量的・質的金融緩和」のもとで、上記の金融市場調節方針（上記①）を決定し、資産の買入れ方針（上記②および③）を継続した。また、上記④の「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。

¹² CP等、社債等については、25 年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。なお、CP等、社債等、ETFおよびJ-REITの銘柄別の買入れ限度については、従来通りとする。

(図表 43) 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
25 年 4 月 4 日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 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・E T F 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。 ① マネタリーベース・コントロールの採用 金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を「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。」とする。 ② 長期国債買入れの拡大と年限長期化 長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を 40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する。 ③ E T F、J－R E I T の買入れの拡大 E T F および J－R E I T の保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う¹²。 ④ 「量的・質的金融緩和」の継続 「量的・質的金融緩和」は、2 %の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。 ・ 「量的・質的金融緩和」の導入に伴い、資産買入等の基金の廃止、「銀行券ルール」の一時適用停止、市場参加者との対話の強化を決定。 ・ 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受付期限および被災地企業等にかかる担保適格要件の緩和措置の適用期限を 1 年延長。
4 月 26 日	<p>「量的・質的金融緩和」のもとで、金融市場調節方針（上記①）を決定し、資産の買入れ方針（上記②、③）を継続した。また、上記④の「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。</p>
5 月 22 日	
6 月 11 日	
7 月 11 日	
8 月 8 日	
9 月 5 日	

（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、25 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」とその中間評価

（「経済・物価情勢の展望」）

4月26日の会合では、見通し期間について翌々年度も含めることとしたうえで、25年度から27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、27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、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きは、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、25年央頃には緩やかな回復経路に服していくと考えられる。その後は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとで、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される¹³。
- ② 各年度毎の経済見通しとして、25年度は、公共投資と輸出の増加を起点とした生産・所得・支出の好循環が働き始めるとみられる。すなわち、設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果を背景に、防災・エネルギー関連投資や老朽化設備の更新需要などもあって、緩やかな増加基調を辿ると予想される。個人消費は、家計のマインド改善や高齢者の高い消費意欲に加えて、雇用者所得の改善も徐々に後押しとして作用していくことから、底堅さを増していくとみられる。こうしたもとで、日本経済は、25年央頃には緩やかな回復経路に復していくとみられる。その後、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ことから、年度全体の成長率はかなり高めになると考えられる。26年度から27年度にかけては、消費税率引き上げによる振れの影響を受けつつも、輸出の増加や金融緩

¹³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、見通し期間平均では「0%台半ば」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。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。

和効果に支えられた国内民間需要の前向きな動きが続き、基調的には潜在成長率を上回る成長が見込まれる¹⁴。26年度までの見通しを、1月の中間評価時点と比べると、成長率は、「量的・質的金融緩和」の導入、金融資本市場の状況の好転、公共投資の増額などにより、上振れて推移すると見込まれる。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、このところゼロ%ないし小幅のマイナスが続いている。
- ④ 先行きの物価上昇率を規定する要因を点検すると、第1に、マクロ的な需給バランスは、緩やかな改善傾向を辿り、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていくと予想される。この間、労働需給の引き締め傾向は明確となり、名目賃金にも次第に上昇圧力がかかっていくと見込まれる。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、足もと上昇を示唆する指標がみられる。先行きも、「量的・質的金融緩和」のもとで上昇傾向を辿り、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。第3に、輸入物価については、為替相場の動きが当面の上昇要因として働くうえ、国際商品市況が世界経済の成長に沿って緩やかな上昇基調を辿るとの想定のもと、見通し期間中、上昇を続けると見込まれる。
- ⑤ 以上を前提に、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¹⁵、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の改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。26年度までの消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比べると、上振れしている。

¹⁴ 消費税率の引き上げは、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、経済に影響を及ぼすと考えられる。年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、25年度+0.3%ポイント程度、26年度-0.7%ポイント程度、27年度+0.2%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもってみる必要がある。

¹⁵ 2回の消費税率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機械的に試算すると、26年度の消費者物価は2.0%ポイント、27年度下期の消費者物価は1.3%ポイント（27年度全体では0.7%ポイント）押し上げられる。

- ⑥ 上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、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、国際金融資本市場の動向、海外経済の動向に関する不確実性、企業や家計の中長期的な成長期待、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の規模、財政の中長期的な持続可能性、といった上振れまたは下振れ要因がある。また、物価に固有の上振れ、下振れ要因としては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度の不確実性、輸入物価の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」を念頭に置いたうえで、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、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もっとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は高水準である点には留意する必要がある。
- ③ 先行きの金融政策運営については、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する¹⁶。その際、経済・物価情勢について上下双方向

¹⁶ 日本銀行は、「量的・質的金融緩和」の実施に当たり、市場から大量の長期国債を買入れることとなるが、これは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。日本銀行としては、政府が、1月の「共同声明」の趣旨に沿って、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進することを強く期待している。

のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、4月26日に公表した（背景説明を含む全文は4月27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）

7月の会合では、25年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、中間評価を行った。先行きの経済の中心的な見通しについて、委員は、国内需要はやや強め、海外需要はやや弱めと内外需のバランスは若干変化しているものの、成長率が基調的に潜在成長率を上回るという、4月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って推移するとの見方で一致した。

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4月の展望レポートの見通しに沿って推移するとの認識を共有した。大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向を辿り、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとの見方を示した。

先行きのリスク要因について、委員は、①欧州債務問題の今後の展開、②新興国・資源国経済の動向、③米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識を共有した。

（３）金融経済情勢に関する検討

イ．25年4月3、4日の会合

（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やキプロス支援問題などを巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、一部にやや神経質な動きもみられるが、総じてみれば、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、減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている）

海外経済について、委員は、欧州経済は引き続き緩やかに後退しているが、米国や中国経済を中心に、全体としてみれば昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するもとで、成長率が次第に高まっていくとの認識を共有した。

（わが国経済は、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている）

景気の現状について、委員は、全体として下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられ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、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、米国・中国などを中心に海外経済の成長率が次第に高まっ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見方を共有した。

（消費者物価の前年比は足もと小幅のマイナスとなっているが、予想物価上昇率の上昇を示唆する指標がみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年の耐

久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっており、当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連での前年の動きの反動からマイナスを続けたあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。物価の先行きについて、委員は、GDPギャップの縮小や円安に伴うエネルギー価格の上昇もあって、徐々にプラスに転じていくとの見方で一致した。多くの委員は、物価連動国債から算出される予想インフレ率や各種アンケート調査をみると、足もと、市場や家計の予想物価上昇率が上昇していると指摘した。

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、米国の財政問題の帰趨や経済の回復力、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）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ロ. 5月の会合

（投資家のリスクテイク姿勢はやや強まっている）

国際金融資本市場について、委員は、欧州情勢の不透明感の後退、先進国・新興国双方における金融緩和などを背景に、投資家のリスクテイク姿勢はやや強まっており、リスク性資産への資金流入が世界的にみられているとの認識を共有した。

（海外経済は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている）

海外経済について、委員は、ユーロエリアやアジア経済で幾分弱めの動きがみられるものの、全体としてみれば、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっており、先行きも、米国などを中心に次第に成長率を高めていくとの見方で一致した。

（わが国の景気は、持ち直しつつある）

景気の現状について、委員は、個人消費、設備投資、鉱工業生産などにおいてこのところ明るい動きが増えているなど、持ち直しつつあるとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、25年央頃には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、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識で一致した。

（消費者物価の前年比は、マイナスとなっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっているとの認識で一致した。予想物価上昇率について、委員は、消費税率引き上げが影響を及ぼしていることには注意が必要であるものの、家計や市場参加者に対する調査、マーケットの指標などにおいて、上昇を示唆する指標がみられるとの見方を共有した。物価の先行きについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、前年の反動の影響が剥落するにつれてマイナス幅を縮小したあと、マクロ的な需給バランスの改善もあって次第にプラスに転じていくとの見方を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ハ. 6月の会合

（海外経済は、徐々に持ち直しに向かっている）

海外経済について、委員は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱まり、企業マインドが改善していくにつれて、次第に持ち直していくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、持ち直している）

景気の現状について、委員は、国内需要が引き続き底堅く推移する中で、輸出や鉱工業生産で改善の動きが続いているなど、持ち直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、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅さを増し、海外経済の成長率が緩やかながらも次第に高まっ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、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識で一致した。

（消費者物価の前年比は、マイナスとなっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっているとの認識で一致した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、家計やエコノミストに対する調査など全体としては上昇を示唆する指標がみられるとの見方を共有した。

物価の先行きについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、5

月の東京の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をプラス転化させた要因が全国でも押し上げに働く可能性が高いことから、5月には概ねゼロ%まで明確に改善し、その後についても、マクロ的な需給バランスの改善の影響も加わり、緩やかにプラス幅を拡大していくと考えられるとの見方を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

二. 7月の会合

（米欧を中心とする世界的な長めの金利の上昇や新興国からの資金の流出がみられた）

国際金融資本市場について、委員は、米国連邦準備制度による資産買入れの早期縮小観測が一段と強まったことを受けて、米欧を中心とする世界的な長めの金利の上昇や新興国からの資金の流出がみられたとの認識を共有した。

（海外経済は、全体としては徐々に持ち直しに向かっている）

海外経済について、委員は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱まり、企業マインドが改善していくにつれて、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、緩やかに回復しつつある）

景気の現状について、大方の委員は、国内需要の底堅さに輸出の持ち直しも加わって経済活動の水準が緩やかに高まる中で、企業部門において所得から支出へという前向きの循環メカニズムが次第に働き始めているとみられることから、緩やかに回復しつつあるとの認識を示した。これに対し、ある委員は、経済情勢に関するこのような認識を概ね共有しつつも、海外経済を巡る不透明感や、足もと改善を示す経済指標にはD I や計画値が多いことなどを踏まえると、「回復」と

いう文言を用いるにはもう少し時間をかけて見極めた方が良いのではないかと述べた。一方、複数の委員は、各種経済指標の水準が相応に高く、前向きの循環がみられつつあるため、緩やかに回復しつつあるという景気判断を示すことが適当との見方を述べた。別の一人の委員は、短観や需給ギャップの改善状況などをみると、現在の経済活動の水準は過去の景気回復局面並みまで高まっているとの認識を示した。こうした議論を経て、委員は、わが国の景気は緩やかに回復しつつあるとの判断を共有した。

景気の先行きについて、委員は、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくとの見方を共有した。

（消費者物価の前年比は、足もとではゼロ%となっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとではゼロ%となっており、先行きはプラスに転じていくとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、6月短観の販売価格判断をはじめ企業や家計、エコノミストに対する調査なども踏まえると、全体としては上昇を示唆しているとの認識を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ホ. 8月の会合

（国際金融資本市場は、落ち着きを取り戻しつつある）

国際金融資本市場について、委員は、米国金融政策を巡る思惑が一服したことから、落ち着きを取り戻しつつあるとの認識を共有した。

（海外経済は、全体としては徐々に持ち直しに向かっている）

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱まっていくことから、先進国を中心に、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、緩やかに回復しつつある）

景気の現状について、委員は、国内需要の底堅さに輸出の持ち直しも加わって経済活動の水準が緩やかに高まる中で、所得から支出へという前向きの循環メカニズムが次第に働き始めているとみられることから、緩やかに回復しつつあるとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくとの見方を共有した。そのうえで、委員は、次第に働き始めている所得から支出への前向きの循環メカニズムの持続性をみるため、設備投資や雇用者所得などの実績を確認したいとの考えを共有した。

（消費者物価の前年比は、プラスに転じている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとではプラスに転じており、先行きはプラス幅を次第に拡大していくとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標に加え、企業や家計、エコノミストに対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

へ. 9月の会合

（国際金融資本市場は、神経質な展開となっている）

国際金融資本市場について、委員は、米国金融政策を巡る思惑や中東情勢の不透明感などを背景に、神経質な展開となっているとの認識を共有した。

（海外経済は、全体としては徐々に持ち直しに向かっている）

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、欧米において財政面からの下押し圧力が弱まっていくことから、先進国を中心に、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。

（わが国の景気は、緩やかに回復している）

景気の現状について、委員は、企業部門において収益の改善が設備投資にプラスに作用しており、家計部門においても雇用・所得環境の改善の動きが個人消費を支える要因となるなど、企業・家計の両部門で所得から支出へという前向きの循環メカニズムが次第にしっかりと働いてきていると述べた。こうした認識を踏まえ、委員は、先月の「緩やかに回復しつつある」から「緩やかに回復している」へと判断を前進させることが適当であるとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けていくとの見方を共有した。

（消費者物価の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、先行きはプラス幅を次第に拡大していくとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。

(金融環境は、緩和した状態にある)

わが国の金融環境について、委員は、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．「量的・質的金融緩和」の導入等

（「量的・質的金融緩和」の導入）

25 年度上期では、4 月 3、4 日の会合において、以下のような議論を行い、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

委員は、基本的な考え方として、1 月の会合で決定した消費者物価の前年比上昇率 2 %の「物価安定の目標」を、できるだけ早期に実現するのが日本銀行の使命であるとの認識を改めて共有した。そのうえで、これまでも「包括的な金融緩和政策」の下で相当規模の金融緩和を実施してきたが、なおデフレ脱却に至っていないことから、「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成するためには、量と質の両面で、これまでとは次元の違う金融緩和を行う必要があるとの認識を共有した。多くの委員は、「物価安定の目標」の具体的な達成期間として、2 年程度を念頭に置いて対応を進めることが考えられるとの認識を示した。また、委員は、これまでの漸進的アプローチから転換し、戦力の逐次投入はしないほか、分かりやすい情報発信が重要であるとの認識で一致した。こうした認識のもと、具体的な金融緩和の内容について、①金融市場調節方針の操作目標、②操作目標と長期国債買入れの増額規模、③その際の資産買入等の基金や「銀行券ルール」の扱い、④リスク性資産の買入れ、⑤今回の金融緩和措置の継続期間、という論点などについて、以下のとおり議論を行った。

金融市場調節方針の操作目標について、委員は、量的な金融緩和を推進する観点から、無担保コールレート（オーバーナイト物）に代え、何らかの量的な指標に変更することが適当であり、具体的な操作目標としては、日本銀行が直接供給する通貨の量を示す「マネタリーベース」が、日本銀行の政策姿勢を市場や国民に分かりやすく伝える観点などから、適当であるとの認識を共有した。

次に委員は、「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に必要となるマネタリーベースと長期国債買入れの増額規模について議論した。委員は、そのためには、長期金利や資産価格に働きかけることを通じて需要を喚起するほか、市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換

させることが必要であり、従来の延長線上ではないような相当な規模とすべきとの認識で一致した。そのうえで、物価やインフレ期待に係る定量的な分析結果については、手法による差異も大きく、かなりの幅を持って判断すべきであるが、消費者物価に相応の影響を与えるためには数十兆円規模が必要になるとの認識を共有した。次に、委員は、オペレーション上の対応可能性も踏まえる必要があるとの認識に立って、長期国債の買入れ対象を全銘柄に広げることが前提にすれば、月7兆円程度の買入れが可能であるとの見解で一致した。これらを踏まえた判断として、委員は、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加させること、また、長期国債の保有残高を年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れることが適当であるとの認識で一致し、これらを実施した場合、マネタリーベースと長期国債の保有残高は、それぞれ2年間で2倍になるとの見通しを共有した。

長期国債買入れの対象年限について、委員は、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債とすることが適当としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長することが考えられるとの見解で一致した。

この間、委員は、大規模な国債買入れを円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせないとしたうえで、市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換の場を設ける必要があるとの認識を共有した。また、複数の委員は、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度（S L F）の要件を緩和してはどうかとの考えを示した。

資産買入等の基金の扱いについて、委員は、分かりやすく市場関係者や経済主体に情報発信するとの観点から、長期国債の買入れを拡大するに当たっては、資産買入等の基金を廃止したうえで、既存の残高は、「金融調節上の必要から行う国債の買入れ（いわゆる輪番オペ）」とともに、今回の長期国債の買入れに吸収することが適当であるとの認識を共有した。また、「銀行券ルール」の扱いについて、委員は、輪番オペと資産買入等の基金による長期国債保有額の合計は既に銀行券発行残高を超えており、今後大規模に国債を買入れていくうえで遵守することは難しいという認識で一致した。そのうえで、中央銀行にとって「銀行券ルール」の基本的な考え方自体は維持すべきものであり、ルールを廃止するのではなく、今回導入する政策を実施するに際して、運用を一時停止することを明確にするのが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、海外でも平時には銀行券

ルールに類する考え方を取っている国があるが、大規模な金融緩和の際は運用を一時停止していると述べたほか、多くの委員は、長期国債の買入れは日本銀行自らの判断で金融政策として行うものであり、「銀行券ルール」の一時停止が日本銀行による財政ファイナンスとの観測を高めないように、対外的に丁寧に説明していく必要があるとの見解を示した。

リスク性資産の買入れについて、委員は、E T Fは、新規組成が可能であり、市場規模による制約を考える必要はないが、J－R E I Tは、買入れ余地に制約があるとの認識を共有した。そのうえで、資産価格のリスクプレミアムに働きかける観点から、日本銀行のE T Fの保有残高が年間約1兆円、J－R E I Tが年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れることが適当との見解で一致した。この間、C P、社債の買入れについて、信用スプレッドが低位で安定的に推移していることを踏まえると、25年末までは予め示している残高目標を目指して積み上げ、その後はその残高を維持することが適当であるとの認識で一致した。

今回の金融緩和措置の継続期間について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続することが適当であるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、相応にリスクの高い前例のない規模の資産買入れを行うことになるので、2年間程度を集中対応期間と位置付けてその後の政策の柔軟性を確保したうえで、今回の金融緩和措置を導入するのが適当であるとの見解を示した。一方、ある委員は、事前に2年間と期間を区切ると、金融市場での期待形成がスムーズに行われないと指摘し、また別のある委員は、フォワード・ガイダンス政策の観点からは、具体的な期間を定めない方が効果が高いと述べた。こうした議論を踏まえて、大方の委員は、日本銀行として、2年程度の期間を念頭に置いて2%の物価安定目標を実現する決意であるが、金融緩和の継続期間としては、最初から2年と限定するのではなく、「物価安定の目標」との関係で定めることが適当であるとの認識で一致した。この間、委員は、こうした金融緩和を行っていくに当たっては、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うことが適当との認識を共有した。

以上の議論を経て、委員は、今回の金融緩和は、金融市場調節の操作目標をマネタリーベースに変更したうえで、マネタリーベースおよび長期国債・E T F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倍以上に延長するなど、量と質の両面でこれまでとは全く次元の違う極めて大胆な金融緩和

であり、これを「量的・質的金融緩和」と呼ぶことが適当であるとの認識を共有した。また、委員は、「量的・質的金融緩和」は、できるだけ早期に2%の物価安定目標を実現するという、日本銀行の決意を裏打ちする政策であるとの認識で一致した。すなわち、「量的・質的金融緩和」は、①長めの金利や資産価格のプレミアムを低下させる効果、②これまで長期国債の運用を行っていた金融機関や投資家が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしたりするといった、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果、③市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換する効果が期待でき、これらの効果を通じて、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させることによって、日本経済を15年近く続いたデフレからの脱却に導くものであるとの認識を共有した。

（「量的・質的金融緩和」の継続）

その後の各会合では、「量的・質的金融緩和」を継続することが全員一致で決定された。先行きの金融政策運営については、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続することが適当であるとした。これに対し、各会合で、一人の委員が、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化につながる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であるとして、反対した。

（「量的・質的金融緩和」の効果）

「量的・質的金融緩和」の導入から3か月が経った7月から9月の会合では、「量的・質的金融緩和」の効果について、議論を行った。委員は、効果はしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。こうしたもとで、実体経済や金融市場には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転しているとの見方で一致した。

長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、6月中旬以降の世界的な金

利上昇局面においてわが国の長期金利が安定的に推移したことを指摘し、海外金利上昇や景況感改善などに伴って生じる長期金利の上昇圧力を、日本銀行による巨額の国債買入れによるリスク・プレミアムの圧縮によって、強力に抑制していると指摘した。これに関連して、何人かの委員は、金利の安定を確保し、「量的・質的金融緩和」の効果を発揮していくためには、財政運営に対する信認が維持されることが不可欠であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。

経済主体の期待の転換を通じた効果について、多くの委員は、名目金利が安定的に推移するもとで、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの見方を示した。

企業・家計の資金調達行動について、7月の会合では、多くの委員が、4～6月の社債発行額がリーマン・ショック以降のピークとなったことや、銀行貸出の前年比プラス幅拡大、エクイティファイナンスの増加など、緩和的な金融環境を活かした前向きの動きが広がっていると指摘した。8月の会合では、何人かの委員が、例年の水準を大きく上回るエクイティファイナンスの増加など、緩和的な金融環境を活かした前向きの動きが広がっていると指摘したほか、新規貸出約定平均金利が既往最低水準まで低下していることも指摘した。また、複数の委員は、企業からみた金融機関の貸出態度について、大企業だけでなく中小・零細企業も含めて改善しているとの見方を示した。9月の会合においても、一人の委員が、中小企業の資金繰りに関する多くの指標が、直近のピークである18年頃の水準まで改善していると指摘した。

ロ. 「量的・質的金融緩和」導入後の債券市場の動向等

（債券市場の動向とオペの運営）

「量的・質的金融緩和」導入後の市場動向について、特に債券市場でやや振れが大きくなる局面があったことから、4月26日の会合から6月の会合にかけて、債券市場の動向やオペの運営等について、議論を行った。

4月26日の会合では、委員は、債券市場でやや振れが大きくなる局面があったものの、日本銀行による長期国債買入れの運営方針変更などもあり、足もと落ち着きを取り戻しているとの認識で一致した。市場参加者の意見を踏まえて買入れ

の運営方針の変更などを適切に実施したことが市場の落ち着きにつながったことや、今後も大規模な買入れを円滑に行っていくためには、市場参加者と意見交換を密接に行いながらきめ細かく対応していくことが重要であることなどについて認識を共有した。複数の委員は、当初、市場は、①金利の押し下げにつながる大規模な国債の買入れと、②金利の押し上げにつながる「物価安定の目標」の早期実現への強い姿勢とが相反するものと受け止めて動揺した可能性があるとして指摘した。また、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」が効果を十分発揮するためには、政策意図の丁寧な説明や適切な金融市場調節などにより、市場の安定を確保する必要があるとの認識を示した。

5月の会合では、委員は、足もとの長期金利の上昇には、米欧長期金利の上昇や本邦株価の上昇、為替の円安進行といった要因が影響しているとの見方で一致したうえで、日本銀行による巨額の国債買入れは、景況感の改善や予想物価上昇率の高まりなどに伴って生じる金利上昇圧力を、リスク・プレミアムの圧縮によって抑制しているとの認識を共有した。また、多くの委員は、債券市場のボラティリティの高い状態が続くと、銀行等の金融機関の抱える金利リスク量の増大を通じて、国債売却の動きが一段と増幅される恐れがあると指摘したうえで、ボラティリティの上昇や過度な金利上昇を抑制し、長期金利の安定的な形成を促す観点から、オペ運営面で様々な工夫を講じていくことが適当であるとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、長期国債の買入れについて、引き続き、債券市場の動きを丹念に点検し、市場参加者と密接な意見交換を行いつつ、必要に応じて、買入れ頻度や買入れペース、ゾーン別の買入れ額を調整するなど、政策効果の浸透を促すため、弾力的なオペ運営を行っていくことが重要であるとの認識を共有した。

6月の会合では、委員は、5月の会合以降、米国長期金利やわが国の株価下落などを材料に、なお振れを伴う展開が続いているが、市場参加者との意見交換などを踏まえた国債買入れオペの運営変更は市場でも好感されており、金利の変動はひと頃に比べると落ち着いてきたとの見方で一致した。そのうえで、引き続き、弾力的なオペ運営によって、金利の安定的な形成を促していくことが重要との認識を共有した。また、日本銀行による巨額の国債買入れには、リスク・プレミアムの圧縮効果があり、その効果は、日本銀行の国債買入れが進捗するにつれて累積的に強まるとの認識で一致した。この間、何人かの委員は、予想物価上昇率の

上昇による実質金利の低下を通じた実体経済へのプラスの効果が重要であり、実質金利の動向に注意を払う必要があると付け加えた。

そのうえで、今後長期金利が大きく変動した場合の備えとして、共通担保資金供給オペの最長期間の延長についての議論が行われた。何人かの委員は、メリットとして、こうしたオペを適切なタイミングで実施すれば過度な金利変動の抑制に相応の効果を発揮しうることを、また、そうしたオペが準備されていれば、その存在自体が市場の安心感につながり、過度な金利変動を抑制する効果が期待できることを指摘した。一方で、何人かの委員は、調節手段の拡充という面を超えて、金融政策の枠組みの修正や時間軸に関するメッセージを有する措置として市場で誤解される可能性があることを指摘した。また、別の何人かの委員は、1年を超える期間の共通担保資金供給オペは、「貸出増加を支援するための資金供給」と代替関係にある面があり、共通担保資金供給オペの最長期間を延長する場合には、両者の関係を整理する必要があると述べた。この間、何人かの委員は、現在、国債買入れオペについては柔軟な運営余地を執行部に与えていること、共通担保資金供給オペについても最長1年までの資金供給を行うことが可能であることから、当面は、現在の枠組みのもとで弾力的なオペ運営を行うことにより、金利の安定的な形成を促していくことが可能であるとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、①日本銀行による巨額の国債買入れによるリスク・プレミアムの圧縮効果は、今後着実に強まっていくこと、②これまでのところ、弾力的なオペ運営が債券市場の安定に効果を発揮していることなどを踏まえると、現時点では、共通担保資金供給オペの最長期間を延長する必要はないとの見解で一致した。

（市場における短期金利の見通し）

5月および6月の会合では、上記の債券市場の動向やオペの運営等を巡る議論と合わせて、市場における短期金利の見通しについて、議論を行った。

5月の会合では、最近の長期金利上昇の一因として、何人かの委員が、株高・円安が進行し経済・物価情勢にも前向きな動きがみられるもとで、短期金利が実質的なゼロ金利に維持されると予想される期間がやや短期化している可能性を指摘した。ある委員は、時期尚早な時間軸の短期化は望ましくないと付け加えた。この委員を含む複数の委員は、日本銀行は、長期国債の買入れに加え、様々な短期資金供給オペを通じて、大規模なマネタリーベースの供給を行っていることを

丁寧に情報発信することにより、短期金利をしっかりと低位にアンカーしていくことが重要であるとの見方を示した。

6月の会合では、最近の長期金利変動の一因として、複数の委員が、短期金利の見通しについて市場の見方がばらついている可能性を指摘した。この点について、複数の委員は、こうしたばらつきを抑え、金利の安定化を図るためには、日本銀行が、2%の「物価安定の目標」を安定的に持続するために必要な時点まで「量的・質的金融緩和」を継続する、というコミットメントをしていることを繰り返し情報発信することで、短期金利をしっかりと低位にアンカーすることが重要であるとの見方を示した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更¹⁷

25年度上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「量的・質的金融緩和」の導入に伴う措置、②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の実施期限の延長である。

イ. 「量的・質的金融緩和」の導入に伴う措置

4月3、4日の会合において、「量的・質的金融緩和」の導入に伴い、「コマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」等を制定するとともに、「国債売買基本要領」等を一部改正するなど、所要の措置を講ずることを決定した¹⁸。

ロ. 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の実施期限の延長

4月3、4日の会合において、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を活用することにより、引き続き、被災地金融機関における復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するとともに、被災地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」等を一部改正し、「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」の実施期限を26年4月30日まで、「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」の実施期限を27年4月30日まで、それぞれ延長することを決定した。

¹⁷ 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。

¹⁸ 併せて、「資産買入等の基金運営基本要領」等の廃止を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、4月4日に「量的・質的金融緩和」を導入し、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更した。その後も、「量的・質的金融緩和」を継続するもとの、金融市場調節を行った。

具体的には、「量的・質的金融緩和」の導入時に決定した以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針のもとで長期国債の買入れ等による資金供給を行い、マネタリーベースの増加を図った（図表44）。

（金融市場調節方針）

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。

（資産の買入れ方針）

- ① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、25年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。

（図表44） マネタリーベースの推移

（兆円）

	マネタリーベース	うち日銀当座預金
25年4月末	155.3	66.2
5月末	159.2	71.7
6月末	173.1	84.7
7月末	173.3	85.2
8月末	177.0	88.6
9月末	185.6	97.4

（注）計数は、いずれも末残。

日本銀行は、「量的・質的金融緩和」の導入に際して、資産買入等の基金を廃止した。また、「金融調節上の必要から行う国債の買入れ（いわゆる輪番オペ）」を、既存の残高を含めて、「量的・質的金融緩和」による長期国債の買入れに吸収したうえで、上記の資産の買入れ方針に基づき運営した。すなわち、「量的・質的金融緩和」の導入当初は、毎月 7.5 兆円程度を、原則として月 6 回程度の頻度で買入れを行ったが、市場参加者との意見交換等を踏まえて、4 月、5 月と見直しを図った。具体的には、6 月からは、毎月 7 兆円強程度を基本としつつ、月 8～10 回程度（必要に応じて回数を増やす）の頻度で買入れを行うなど、政策効果の浸透を促すため、市場動向を踏まえて弾力的に運用することとした。こうしたもとで、長期国債買入れの残高は増加を続け、9 月末時点では、126.1 兆円となった。この間、E T F、J－R E I T、C P 等および社債等についても、上記の資産の買入れ方針に基づき買入れを行い、9 月末時点の残高は、それぞれ 2.2 兆円、1,399 億円、1.6 兆円、3.1 兆円となった（図表 45）。

貸出支援基金の運営状況について、昨年 12 月に導入された「貸出増加を支援するための資金供給」をみると、日本銀行は、6 月、9 月に貸付を実行した結果、9 月末時点の残高が 4.0 兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、6 月、9 月に貸付を実行した結果、9 月末時点の残高は、3.4 兆円となった。米ドル特則分についても、2 回の貸付を実行し、9 月末時点の残高は、66.0 億米ドルとなった。また、「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、9 月末時点の残高は、4,060 億円となった（図表 45）。

(図表 45) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資産保有残高等とマネタリーベース

	保有残高					(億円)			(億円)
	長期国債	C P 等	社債等	E T F	J-REIT	貸出 支援 基金	成長基盤 強化支援 資金供給	貸出増加 支援資金 供給	マネタリー ベース
23年									
10月末	640,336	13,443	12,549	7,442	582	—	30,381	—	1,135,721
11月末	658,337	17,440	14,013	7,796	622	—	30,380	—	1,160,532
12月末	661,400	19,830	15,298	8,291	645	—	30,528	—	1,250,788
24年									
1月末	679,260	16,965	16,811	8,479	660	—	30,528	—	1,145,831
2月末	700,618	16,251	18,239	8,479	687	—	30,528	—	1,130,081
3月末	706,866	15,949	19,906	8,479	736	—	30,889	—	1,197,776
4月末	731,609	15,767	20,438	9,429	761	—	30,888	—	1,230,656
5月末	762,879	17,067	21,548	11,092	855	—	30,888	—	1,157,071
6月末	775,410	18,502	22,345	12,768	914	—	32,413	—	1,288,519
7月末	799,399	16,971	23,932	12,972	931	—	32,413	—	1,224,677
8月末	829,399	15,242	25,773	13,425	931	—	32,370	—	1,225,700
9月末	816,514	13,811	26,605	13,929	981	—	32,998	—	1,294,159
10月末	860,670	15,417	28,754	14,497	1,086	—	32,998	—	1,285,455
11月末	889,288	19,327	30,033	14,688	1,108	—	32,998	—	1,259,272
12月末	891,787	20,526	29,152	14,688	1,108	33,469	33,469	—	1,384,747
25年									
1月末	913,233	20,218	29,735	14,915	1,125	33,469	33,469	—	1,309,384
2月末	929,337	20,352	30,080	15,033	1,160	33,469	33,469	—	1,313,043
3月末	913,492	12,457	28,873	15,440	1,190	33,570	33,570	—	1,460,410
4月末	981,305	14,223	29,243	16,714	1,317	33,570	33,570	—	1,552,803
5月末	1,064,691	18,613	29,227	17,218	1,367	33,570	33,570	—	1,591,641
6月末	1,103,736	20,468	28,646	18,813	1,379	65,364	33,845	31,519	1,731,250
7月末	1,172,545	20,478	29,488	19,680	1,380	65,364	33,845	31,519	1,733,118
8月末	1,232,718	21,101	30,777	21,259	1,382	65,348	33,845	31,503	1,769,927
9月末	1,261,306	16,349	30,672	22,142	1,399	74,362	34,047	40,315	1,855,551

(注1) 「成長基盤強化支援資金供給」の残高は、出資等に関する特則分を含み、24年6月からは小口投融資に関する特則分を含む。また、24年12月より貸出支援基金の運営として実施。

(2) 資金供給オペ

(3) 資金吸収オペ・その他

(億円<米ドル資金供給・成長基盤強化支援

資金供給(米ドル特別)は100万米ドル>)

(億円)

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	C P 買現先 オペ	共通担保 資金供給 オペ	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	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	成長基盤 強化支援 資金供給 (米ドル 特別)
23年													
10月末	46,084	0	0	370,308	320,273	4,879	33	0	0	0	0	0	――
11月末	38,862	0	0	363,438	320,269	4,891	40	0	0	0	0	101	――
12月末	37,160	0	0	359,865	320,256	4,943	46	0	0	0	0	13,991	――
24年													
1月末	30,255	0	0	372,292	328,250	5,008	35	0	0	0	0	19,455	――
2月末	31,491	0	0	425,568	333,504	5,061	0	0	0	0	0	18,123	――
3月末	39,012	0	0	353,734	346,024	5,062	70	0	0	0	3	13,466	――
4月末	37,308	0	0	347,384	343,376	5,112	35	0	0	0	0	960	――
5月末	30,422	0	0	333,329	333,329	4,621	34	0	0	0	0	150	――
6月末	35,106	0	0	323,715	323,715	4,055	0	0	0	0	0	0	――
7月末	45,628	0	0	310,484	310,484	3,934	45	0	0	0	0	0	――
8月末	64,953	0	0	305,866	305,866	4,302	45	0	0	0	0	0	――
9月末	74,130	0	0	307,315	307,315	4,077	45	0	0	0	0	0	――
10月末	75,483	0	0	289,733	289,733	4,450	45	0	0	0	0	0	711
11月末	89,628	0	0	270,062	270,062	4,447	19	0	0	0	0	3	711
12月末	95,622	0	0	268,954	268,954	4,427	0	0	0	0	3	1	2,257
25年													
1月末	116,590	0	0	232,663	232,663	4,362	0	0	0	0	0	0	2,257
2月末	133,378	0	0	235,615	235,615	4,309	10	0	0	0	0	0	2,257
3月末	164,464	0	0	216,983	216,983	4,308	10	0	0	0	5	0	3,476
4月末	190,776	0	0	230,839	230,839	4,258	1	0	0	0	4	0	3,476
5月末	197,624	0	0	232,748	232,748	4,039	0	0	0	0	0	0	3,476
6月末	206,721	0	0	172,139	172,139	3,855	3	0	0	0	223	0	4,980
7月末	220,388	0	0	190,499	190,499	3,957	0	0	0	0	0	0	4,980
8月末	236,367	0	0	201,830	201,830	4,060	0	0	0	0	0	0	4,980
9月末	254,950	0	0	178,004	178,004	4,060	0	0	0	0	0	0	6,599

(注2) 「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(繰上償還を含む)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。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成25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、208.9兆円（前年比+39.3%）となった。

資産をみると、「量的・質的金融緩和」のもとで買入れが進んだこと等から、長期国債は126.1兆円（前年比+54.5%）となったほか、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）等の残高も増加した。貸付金は、共通担保資金供給オペに対する応札の減少等から、25.6兆円（前年比-25.6%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、上述の資産買入れ等を通じた資金供給の増加により、97.4兆円（前年比2.2倍）となった。発行銀行券は、83.6兆円（前年比+3.3%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ1.1兆円（前年比-24.9%）、19.6兆円（前年比+12.2%）となった。

（図表46）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、かつこ内は前年比%

	24年9月末	25年3月末	25年9月末
(資産)			
国債	102.9 (21.9)	125.4 (43.7)	167.7 (63.0)
[うち長期国債]	81.7 (31.8)	91.3 (29.2)	126.1 (54.5)
[うち短期国債]	21.2 (-5.3)	34.0 (2.1倍)	41.6 (96.0)
コマーシャル・ペーパー等	1.4 (-5.7)	1.2 (-21.9)	1.6 (18.4)
社債	2.7 (2.4倍)	2.9 (45.0)	3.1 (15.3)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.3 (-10.4)	1.4 (-3.5)	1.4 (9.3)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	1.4 (2.2倍)	1.5 (82.1)	2.2 (59.0)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.10 (84.3)	0.12 (61.6)	0.14 (42.6)
貸付金	34.4 (-19.8)	25.5 (-34.6)	25.6 (-25.6)
[うち共通担保資金供給オペ等] ^(注4)	34.4 (-19.8)	25.5 (-34.6)	25.6 (-25.5)
外国為替	4.6 (5.2)	5.5 (-5.9)	5.8 (27.2)
資産計	149.9 (8.9)	164.8 (18.2)	208.9 (39.3)
(負債・純資産)			
発行銀行券	80.9 (2.6)	83.4 (3.1)	83.6 (3.3)
当座預金	44.0 (26.9)	58.1 (68.8)	97.4 (2.2倍)
政府預金	1.5 (13.1)	1.5 (-18.5)	1.1 (-24.9)
売現先勘定	17.4 (3.0)	14.5 (0.8)	19.6 (12.2)
負債・純資産計	149.9 (8.9)	164.8 (18.2)	208.9 (39.3)

- (注1) 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2) 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3) 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4) 共通担保資金供給オペ、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)、貸出増加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。

また、資産のうち、「貸出支援基金」は 8.1 兆円となった。このうち、成長基盤強化支援資金供給は 4.1 兆円、貸出増加支援資金供給は 4.0 兆円となった。

(図表 47) 「貸出支援基金」の残高

—— 億円

	25 年 3 月末	25 年 9 月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	36,843	40,534
貸出増加を支援するための資金供給	——	40,315
合計	36,843	80,849

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表 46 の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

この間、バランスシートの健全性を維持することに引き続き努めた。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 9 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。

また、償還期限が到来した長期国債の借換えは、政府からの要請に基づき、金融調節上の支障がないことを確認したうえで、TB(1 年物)の引受けにより行った。24 年度中に長期国債より借換え引受けを行った TB(1 年物)については、現金償還を受けた。