

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 26 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 26 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、弱めないし横ばい圏内の動きとなった) . . . . .	3
(鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響などから減少した) . . . . .	5
(設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った) . . . . .	6
(住宅投資は駆け込み需要の反動減が続く一方、公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなった) . . . . .	9
(雇用・所得環境は、着実に改善した) . . . . .	10
(個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響は上期末にかけて和らいだ) . . . . .	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 . . . . .	22
(2) 短期金融市場 . . . . .	26
(3) 債券市場 . . . . .	27
(4) 株式市場 . . . . .	29
(5) 外国為替市場 . . . . .	30
(6) 企業金融 . . . . .	32
(7) 量的金融指標 . . . . .	36
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 . . . . .	38

2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	39
(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. 26年4月7、8日の会合	47
(国際金融資本市場は、幾分落ち着きを取り戻している)	
(海外経済は、先進国を中心に回復しつつある)	
(わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている)	
(消費者物価の前年比は、1%台前半となっている。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)	
ロ. 5月の会合	48
(国際金融資本市場は、新興国も含め全体としては落ち着いている)	
(海外経済は、先進国を中心に回復しつつある)	
(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている)	
(消費者物価の前年比は、1%台前半となっている。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)	
ハ. 6月の会合	49
(国際金融資本市場について、先進国は非常に堅調に推移している。新興国の市場も全体として落ち着いている)	
(海外経済は、先進国を中心に回復している)	
(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている)	
(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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)	

ニ. 7月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 50

(国際金融資本市場について、先進国では、低いボラティリティのもとでの株高と長期金利の低下という構図が続いている。新興国市場についても、全体として落ち着いている)

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている)

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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)

ホ. 8月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 52

(国際金融資本市場について、幾分リスクオフの動きがみられる)

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている)

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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)

へ. 9月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 53

(国際金融資本市場は、金利低下と株価上昇が併存する状況に復してきている)

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている)

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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」の継続	55
ロ. 「量的・質的金融緩和」の効果	55
ハ. 「成長基盤強化を支援するための資金供給」等の利用	56
3. 金融市場調節の実施状況	58
4. 日本銀行のバランスシートの動き	62
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	64
2. 金融政策決定会合議事要旨	92
参考計表・資料一覧	215

# 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 26 年度上期のわが国の経済を振り返ると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響がみられ、生産面の弱めの動きがやや長引くことになったものの、家計部門、企業部門ともに所得から支出へという前向きな循環メカニズムが維持されるもとで、景気は基調として緩やかな回復を続けた。

輸出は、新興国経済のもたつきや自動車を中心とした海外生産拡大の影響などを受けて、弱めないし横ばい圏内の動きとなった。国内需要をみると、公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなった。設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響は、上期末にかけてばらつきを伴いつつも全体として和らいだ。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いた。鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響から 4～6 月にはっきりと減少し、その後も、在庫調整が続くもとで弱めの動きが残った。

2. 物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の 3 か月前比は緩やかな上昇傾向を辿った。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%台前半で推移したが、上期末にかけては次第にプラス幅が縮小した。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、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、0.4%台後半から 0.6%台前半のレンジで総じて安定的に推移した。やや仔細にみると、4 月以降、概ね 0.6%前後の狭いレンジで推移したのち、8 月末にかけては、米欧長期金利の低下を背景に、いったんは 0.4%台後半まで低

下した。その後は、米国長期金利が再び上昇したことや為替の円安方向の動きもあって上昇する場面もみられ、9月末には0.5%台前半となった。

株価は、ウクライナ情勢を背景に下落する場面もみられたが、8月以降は、米国株価の上昇や、為替の円安方向の動きもあって上昇し、9月末には16千円台前半となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、4月以降、概ね101円台から102円台の狭いレンジ内での動きとなった。8月下旬以降は、日米金融政策の方向性の違いなどが意識され、円安ドル高方向の動きとなっており、9月末には109円台となった。円の対ユーロ相場は、欧州の経済指標の下振れや、欧州中央銀行の追加緩和などから、幾分円高ユーロ安方向の動きとなっており、9月末には138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、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、2%台のプラスで推移した。一方、社債発行残高の前年比は、マイナスで推移した。この間、CP発行残高の前年比は、マイナスで推移した後、最近ではプラスに転じた。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）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4割前後で推移した。マネーストック（M2）は、前年比3%台の伸びが続いた。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 26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月の会合では、わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けていると判断し、5月から9月の会合では、わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けていると判断した。

7. 金融政策運営面では、26年度上期のすべての会合において、25年4月の「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を継続することとした。

(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、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

先行きの金融政策運営についても、26年度上期のすべての会合において、「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。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」ことを確認した。

(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見ると、277.1兆円(前年比+32.7%)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)

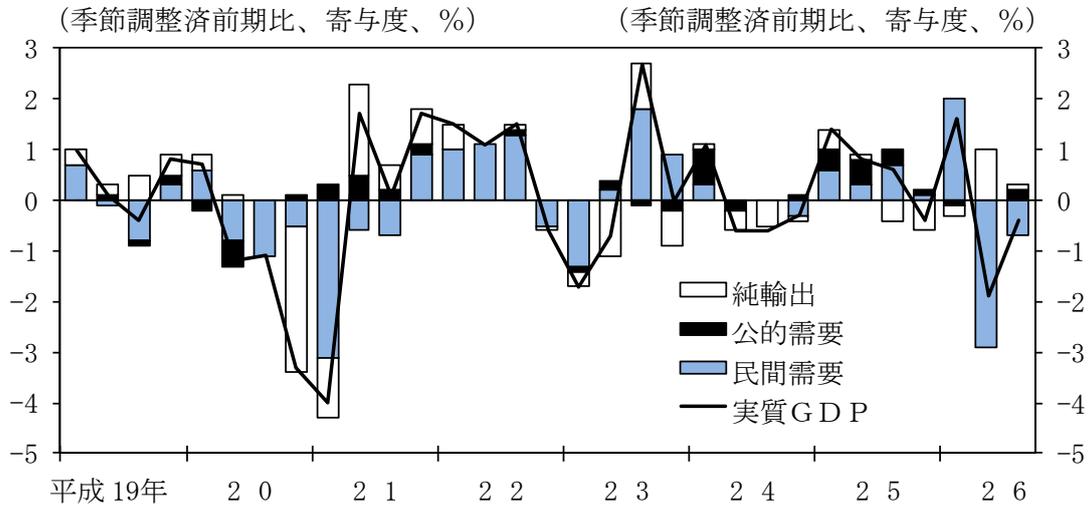
平成 26 年度上期のわが国の経済を振り返ると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響がみられ、生産面の弱めの動きがやや長引くことになったものの、家計部門、企業部門ともに所得から支出へという前向きな循環メカニズムが維持されるもとで、景気は基調として緩やかな回復を続けた。

輸出は、新興国経済のもたつきや自動車を中心とした海外生産拡大の影響などを受けて、弱めないし横ばい圏内の動きとなった。国内需要をみると、公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなった。設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響は、上期末にかけてばらつきを伴いつつも全体として和らいだ。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いた。鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響から 4～6 月にはっきりと減少し、その後も、在庫調整が続くもとで弱めの動きが残った。

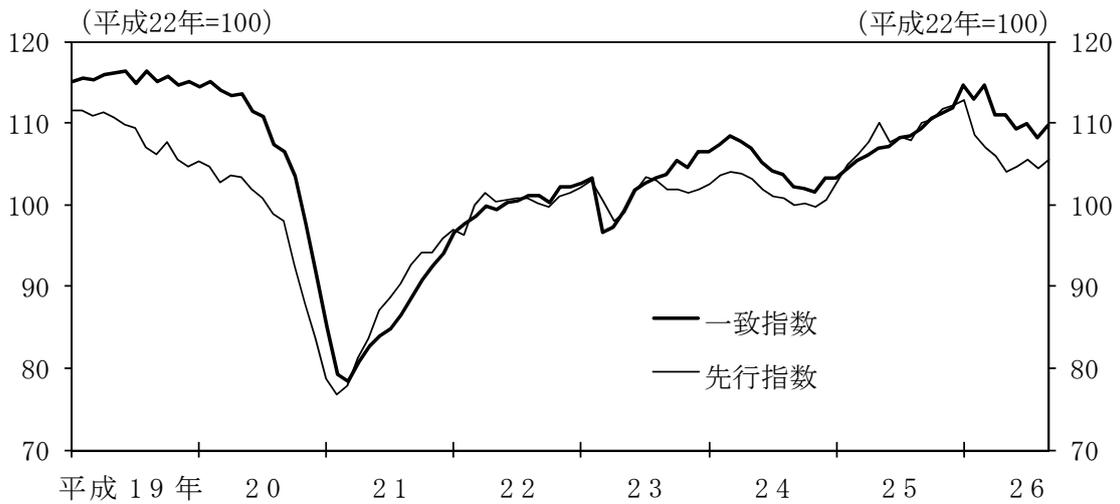
以上の経済情勢を実質 GDP の前期比で見ると（図表 1 (1)）、4～6 月に前期の高い伸びの反動から大きめのマイナスとなったあと、7～9 月も小幅のマイナスとなった。半期で見ると、25 年度下期に前期比年率 1% 台半ばの伸びとなったあと、26 年度上期は同一 2% 台半ばのマイナスとなった。この間、景気動向指数は、生産面の弱めの動きなどを反映して、緩やかな低下傾向を辿った（図表 1 (2)）。

(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)。

## (輸出は、弱めないし横ばい圏内の動きとなった)

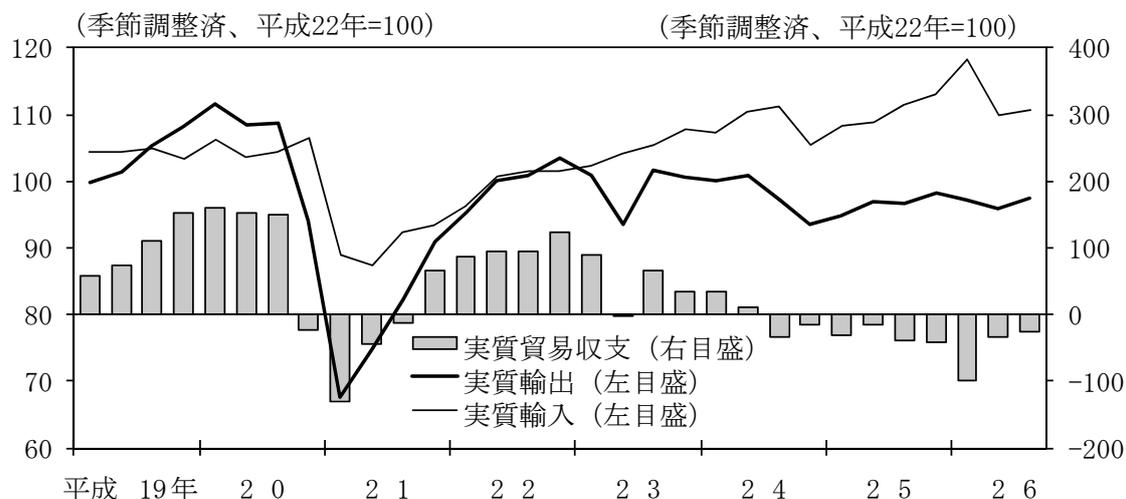
実質輸出は<sup>1</sup>、新興国経済のもたつきや自動車を中心とした海外生産拡大などの影響を受けて、弱めないし横ばい圏内の動きとなった(図表2)。地域別にみると(図表3(1))、米国向けは、寒波の影響による1～3月の米国経済の大幅な減速や、本年にかけて自動車メーカーを中心に海外生産を拡大する動きが相次いだことなどが、ラグを伴いつつ輸出の下押し要因となり、4～6月に前期比で減少したあと、7～9月は横ばいとなった。EU向けは、自動車関連や資本財・部品を中心に緩やかな増加を続けていたが、7～9月はほぼ横ばいにとどまり、改善の動きに一服感がみられた。東アジア向けのうち、中国向けは、25年度下期にみられた持ち直しの動きが一服し、概ね横ばいとなった。この間、NIEs向けは一進一退の動きとなり、ASEAN向けは弱めの動きが続いた。財別にみると(図表3(2))、自動車関連は、4～6月は横ばい圏内の動きにとどまったが、7～9月は中東などのその他地域向けを中心に増加した。資本財・部品は、海外の設備投資動向等を反映して、持ち直しの動きがみられたほか、情報関連も、スマートフォン向けの部品の動きなどを反映して、持ち直しに転じた。

実質輸入は、4～6月に大きく減少したあと、7～9月は小幅ながらプラスに転じ、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響は徐々に和らいだ(図表2)。財別にみると、素原料は、4～6月に環境税率引き上げ前の駆け込み需要の反動もあって、大きく減少したが、7～9月は再び増加した。消費財も、4～6月に反動減となったあと、7～9月は幾分持ち直した。情報関連は、一部ソフトウェア(オペレーティング・システム)のサポート期限切れに伴う駆け込み需要の反動減に、スマートフォンにおける新商品発売前の在庫削減の動きも加わり、夏場までは減少を続けていたが、その後はスマートフォンの新商品の輸入が全体を大きく押し上げ、7～9月でみてもほぼ下げ止まった。この間、資本財・部品は、国内の設備投資動向などを反映して、振れを伴いつつも持ち直し基調が続いた。

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、1～3月をボトムに改善した。名目経常収支については、第一次所得収支の黒字が続く中、主に名目貿易・サービス収支の動きを反映して4～6月に小幅ながら黒字に復したあと、7～9月も前期並みの黒字を維持した(図表4)。

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

(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25年 第3四半期	平成26年			
		4	1	2	3
米国 <18.5>	-0.9	-0.4	0.9	-2.3	-0.0
EU <10.0>	6.3	2.2	0.6	0.5	-0.1
東アジア <50.9>	-1.4	2.5	-1.5	-1.5	1.9
中国 <18.1>	2.3	5.7	-3.9	-0.7	1.2
NIEs <21.9>	-2.8	1.1	1.0	-3.1	3.8
ASEAN4 <10.9>	-4.5	-0.0	-2.1	0.3	-0.8
その他 <20.6>	-0.9	-2.0	0.2	1.4	2.4
実質輸出計	-0.2	1.5	-1.0	-1.2	1.6

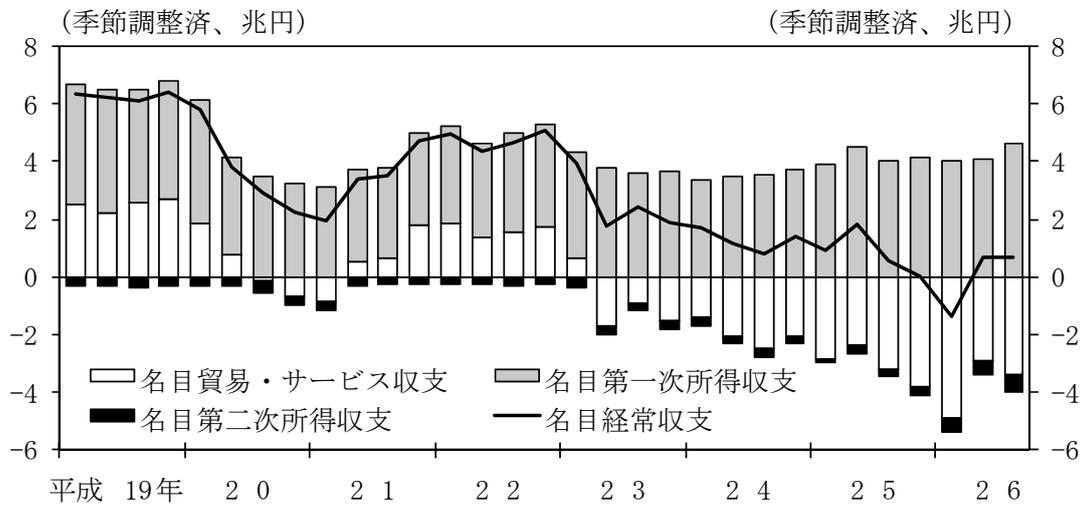
(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

	平成25年 第3四半期	平成26年			
		4	1	2	3
中間財 <21.1>	-0.1	-0.2	1.1	-1.9	-0.9
自動車関連 <23.9>	2.4	-0.2	-4.6	-0.8	3.0
情報関連 <10.6>	0.2	1.9	-0.6	0.8	2.0
資本財・部品 <27.5>	1.5	2.4	-1.8	0.0	2.4
実質輸出計	-0.2	1.5	-1.0	-1.2	1.6

(注) < >内は、25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、インドネシア、マレーシア、フィリピン。

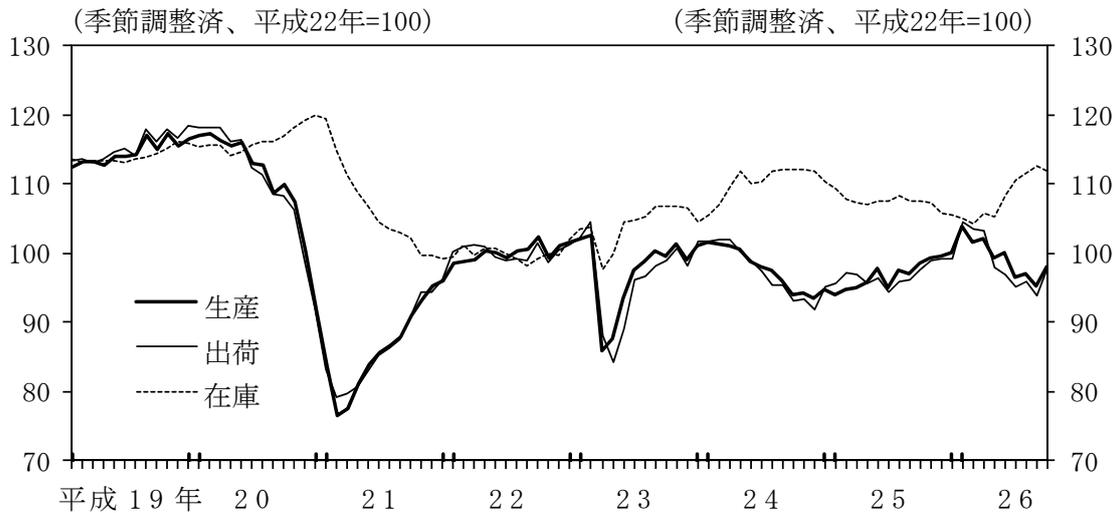
(図表4) 名目経常収支



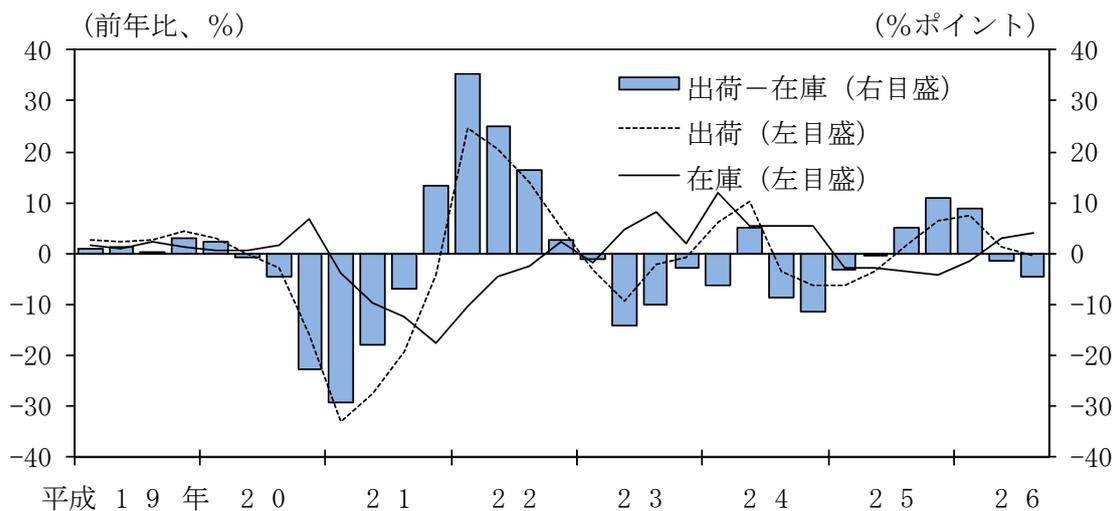
(鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響などから減少した)

鉱工業生産は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響から4～6月にはっきりと減少し、その後も、在庫調整が続くもとで弱めの動きが残った(図表5)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)や電気機械(家電)は、4～6月に駆け込み需要の反動の影響からはっきりと減少したあと、7～9月も反動減の影響が残る中で弱めの動きを続けた。情報通信機械(パソコン)は、消費税率引き上げや一部ソフトウェアのサポート期限切れに伴う駆け込み需要の反動の影響もあって、減産を続けた。一方、はん用・生産用・業務用機械は、振れを均してみれば、内外の設備投資動向を反映して、緩やかな増加基調を維持した。電子部品・デバイスも、スマートフォン向けを中心に、増加傾向を辿った。この間、出荷・在庫バランスをみると、全体では在庫の伸びが出荷の伸びを若干上回る状況に転じた(図表6)。

(図表5) 鉱工業生産・出荷・在庫



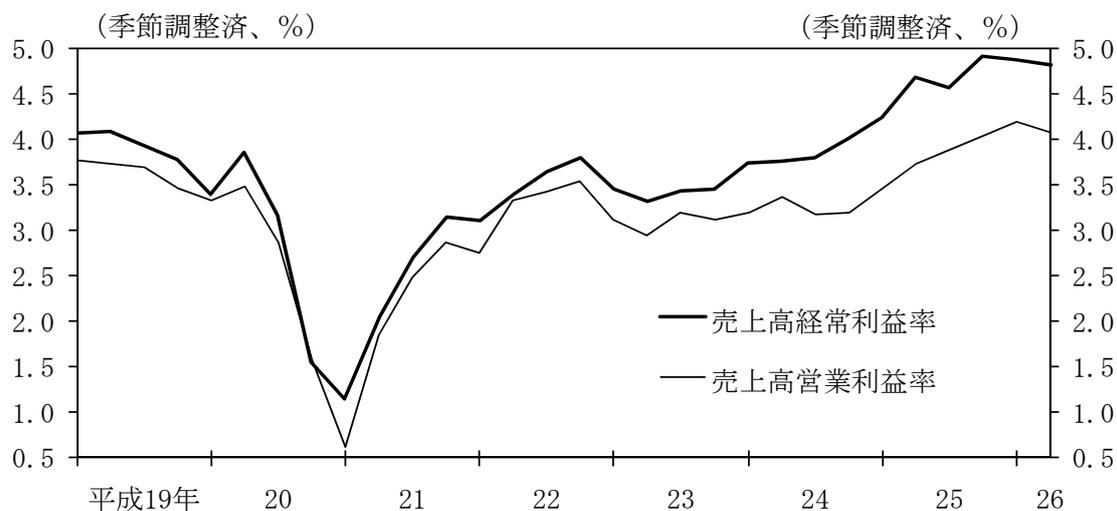
(図表6) 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った)

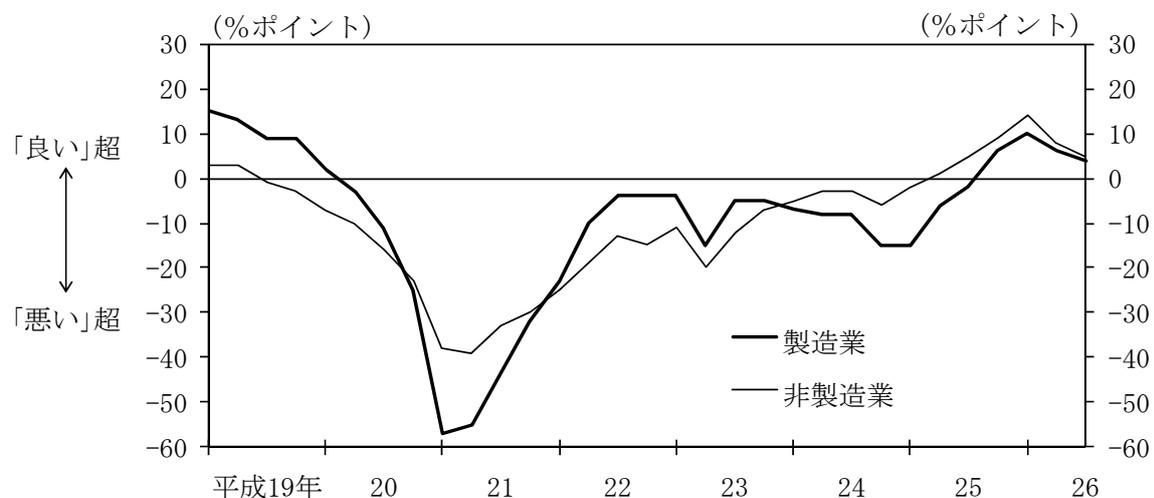
企業収益は、国内需要が基調的には堅調に推移するもとの、海外販売の好調にも支えられて、改善傾向を続けた。法人企業統計で売上高経常利益率（季節調整値）の推移をみると（図表7）、1～3月、4～6月と2四半期連続で、昨年10～12月に更新した既往ピークと同程度の水準を維持した。この間、企業の業況感を短観で見ると、消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられたが、総じて良好な水準を維持した（図表8）。

(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。

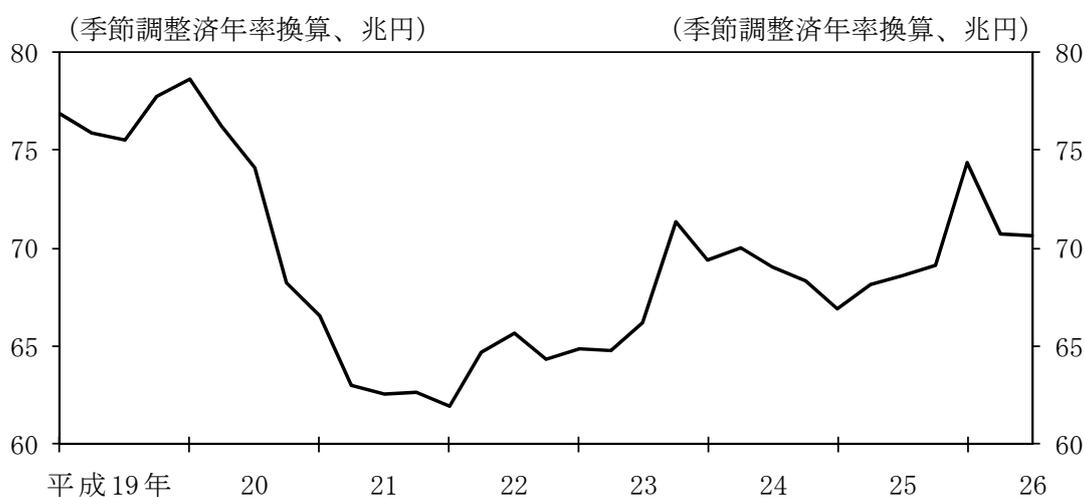
設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。GDPベースの実質設備投資は、4～6月に前期の高い伸びの反動もあって5四半期振りに前期比で減少したあと、7～9月は概ね横ばいとなった(図表9(1))。設備投資の一致指標である資本財総供給をみると<sup>2</sup>、4～6月に前期の大幅増の反動減がみ

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

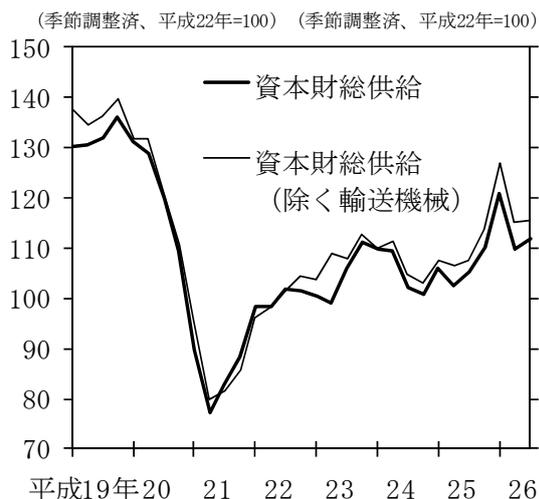
られたあと、7～9月は小幅増加した（図表9（2））。設備投資の先行指標をみると（図表9（3））、建築着工床面積は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移していたが、上期末にかけては非製造業中心に弱めの動きもみられた。機械受注は、4～6月は前期の大幅増の反動もあって大きめの減少となったが、7～9月ははっきりと増加した。

（図表9）設備投資

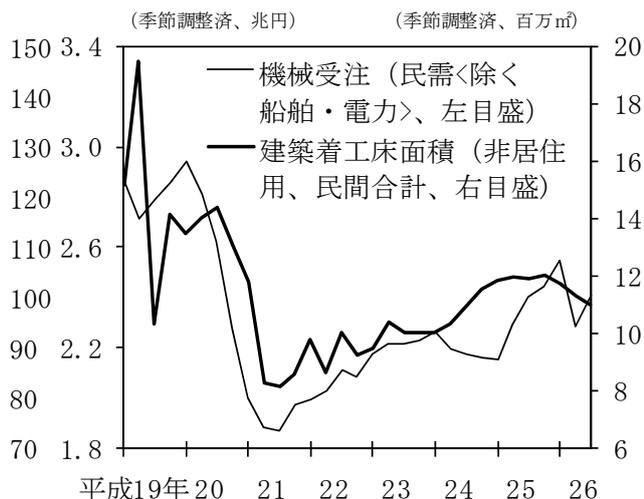
（1）設備投資（実質、GDPベース）



（2）一致指標



（3）先行指標



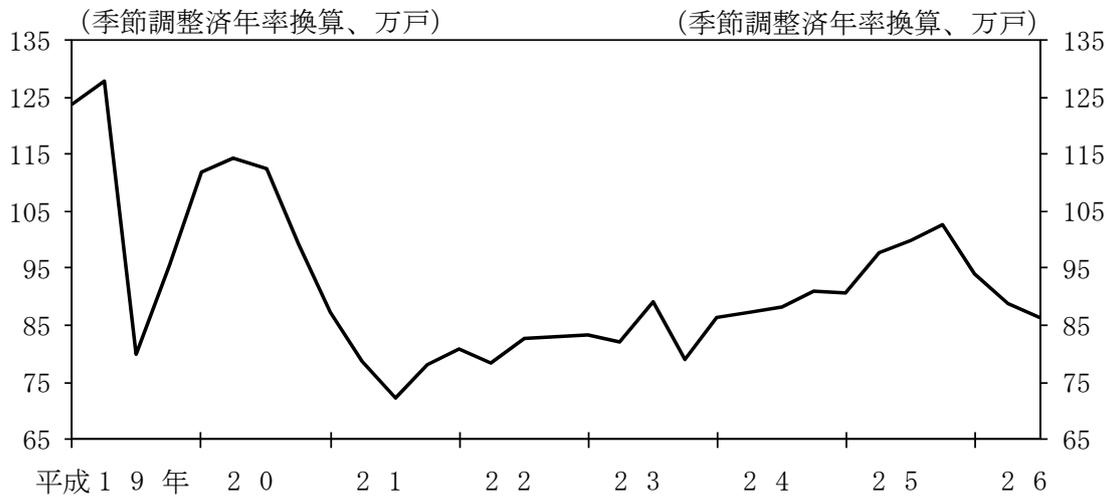
（注）資本財総供給については、脚注2を参照。

(住宅投資は駆け込み需要の反動減が続く一方、公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなった)

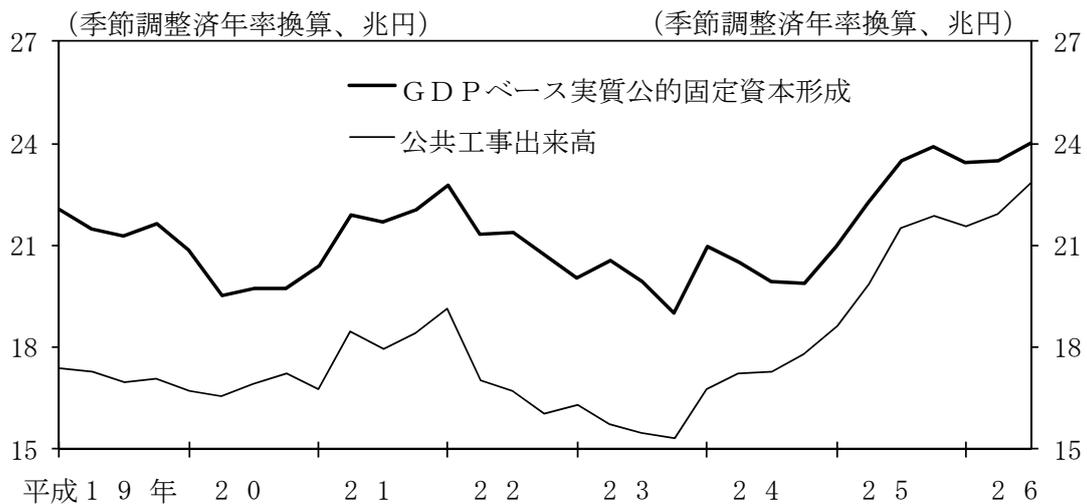
住宅投資は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減が続いた(図表10(1))。公共投資は、25年度補正予算の効果や26年度当初予算の早期執行の影響もあって、高水準で横ばい圏内の動きとなった(図表10(2))。

(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、着実に改善した）

労働需給面をみると（図表 11(1)）、完全失業率は、振れを均してみれば緩やかな低下傾向を辿った。新規求人は、駆け込み需要の反動減の影響などから、25年度下期と比べて改善ペースが幾分鈍化したが、新規求人倍率は高水準で推移した。有効求人倍率は、ペースを鈍化させつつも着実な改善を続け、リーマン・ショック前のピークを上回る水準となった。

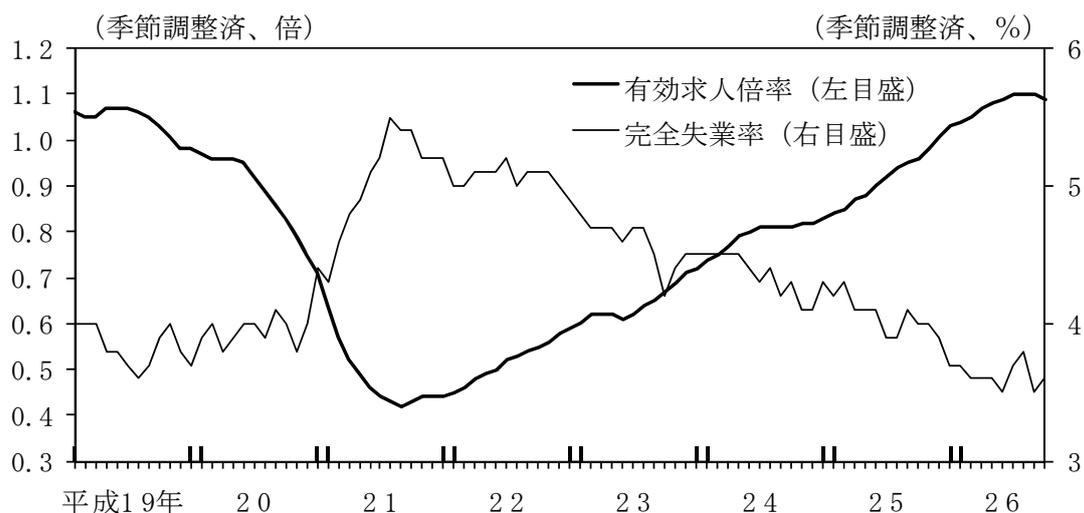
雇用面についてみると（図表 11(2)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、振れを均してみれば0%台後半で推移した。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は、非製造業が徐々に伸びを高める中で、製造業のマイナス幅も縮小を続けたことから、全体でもプラス幅の緩やかな拡大傾向が続いた。

賃金面では、一人当たり名目賃金の前年比は、パート比率上昇やパート労働時間の短期化による押し下げ要因が和らぐ中で、今春のベースアップの影響や夏季賞与の伸び率の高まりなども加わり、振れを伴いつつも緩やかに上昇した（図表 12）。

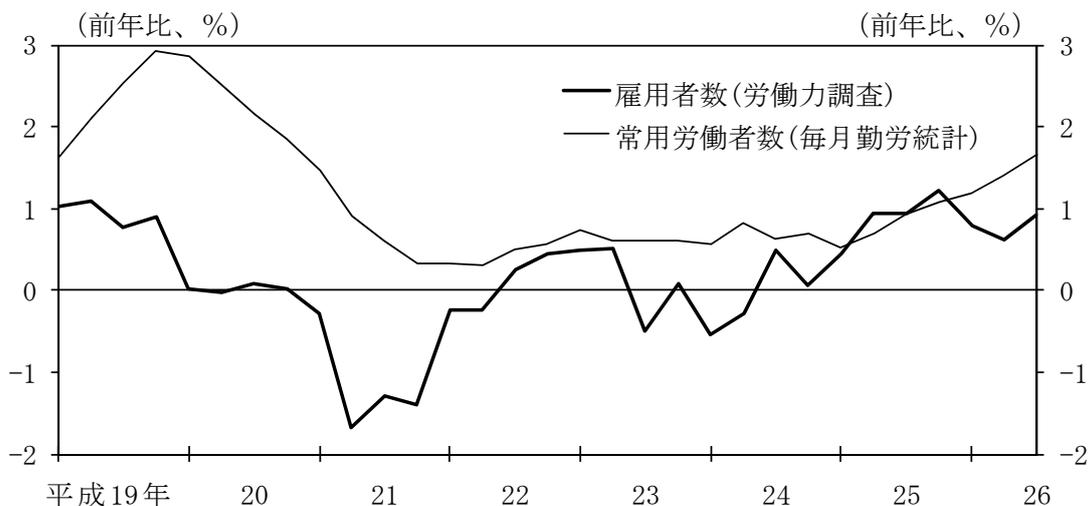
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は前年比上昇率を緩やかに高めた。

（図表 11） 労働需給

### （1） 有効求人倍率と完全失業率

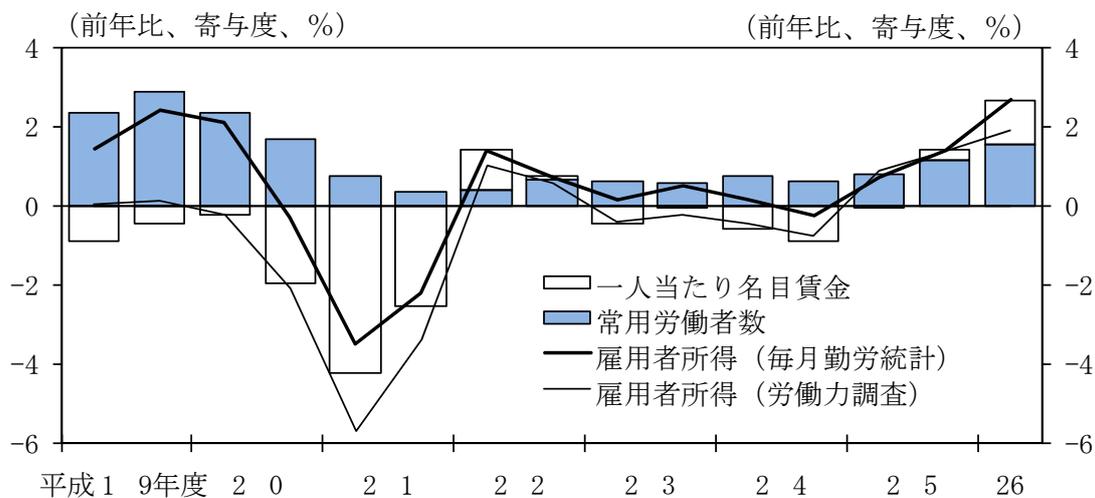


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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。

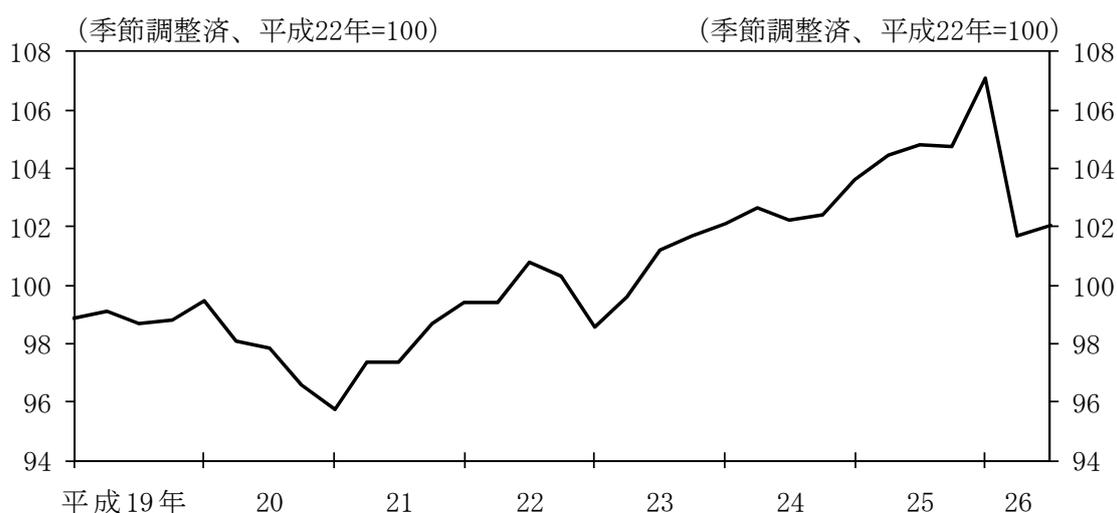
(個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響は上期末にかけて和らいだ)

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移し、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は、上期末にかけてばらつきを伴いつつも全体として和らいだ。GDPベースの実質個人消費は、4～6月は前期の高い伸びの反動などから前期比で大幅に減少したが、7～9月は駆け込み需要の反動の影響が全体としては和らぐもとの、再び緩やかな増加に転じた(図表 13(1))。財の消費動向を小売業販売額(実質)で見ると(図表 13(2))、4～6月は駆け込み需要の反動から大幅な減少となったが、7～9月は前期比プラスとなり、月次でも8月、9月と2か月連続で前月比増加となるなど、夏場の天候不順の影響は減衰し、耐久財以外の分野を中心に駆け込み需要の反動の影響は和らいだ。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、振れを均せば全体として底堅く推移した。

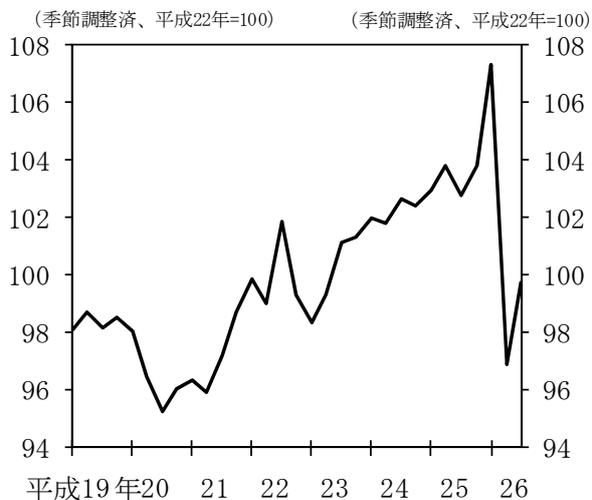
この間、消費者コンフィデンス関連指標は、25年度末にかけては、消費税率引き上げが意識される中で、弱めの動きを続けていたが、26年度上期は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、緩やかな改善傾向を辿った(図表 14)。

(図表 13) 個人消費

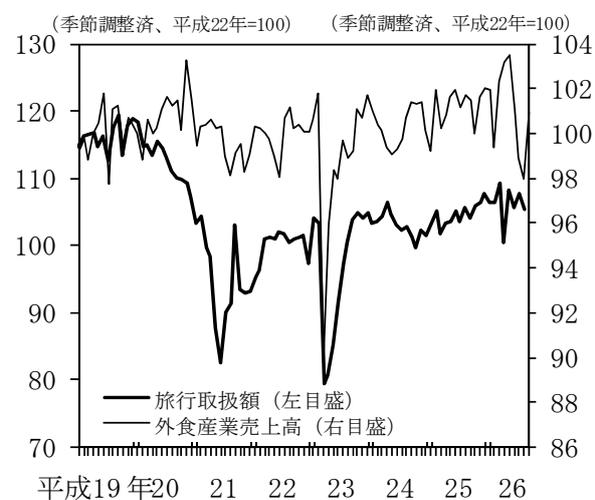
(1) 個人消費(実質、GDPベース)



(2) 小売業販売額 (実質)

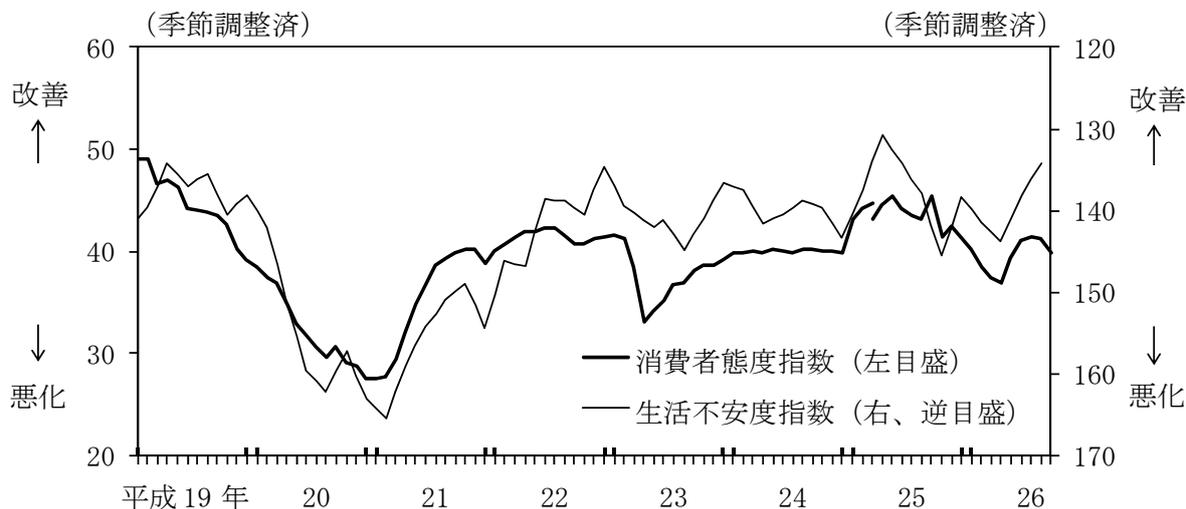


(3) サービス消費 (名目)



- (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、19/4月、22/4月および26/4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。19/4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

物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると<sup>3</sup>、国内企業物価の3か月前比は緩やかな上昇傾向を辿った(図表16)。「為替・海外市況連動型」は、年央頃までは、原油市況高や採算改善を企図した値上げを反映した石油製品(ガソリン等)の上昇から、全体でもプラス幅を拡大したが、その後は原油市況の反落を受けて、プラス幅を縮小した。「素材(その他)」は、4~6月は薬価引き下げの影響を受けて下落したが、7~9月はその影響が剥落する中、化学製品の値上がりを背景にプラスに転じた。一方、「電力・都市ガス・水道」は、既往の為替相場の動きを受けた燃料費・原料費調整制度の押し上げ効果が減衰するも、プラス幅が縮小し、8月以降はマイナスに転じた。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、1%台前半で推移したが(図表17)、上期末にかけては次第にプラス幅が縮小した<sup>4</sup>。内訳をみると、財は、食料工業製品などで既往のコスト高を転嫁する動きが継続する中で、夏頃までは強めの動きが続いたが、その後は、原油価格の下落を受けて石油製品がプラス幅をはっきりと縮小したことなどから、全体でもプラス幅が緩やかに縮小した。一般サービスは、宿泊料や住居工事サービスが上昇したものの、新料金プランを反映した携帯電話通信料の下落や、外食における前年の値上げの反動が響き、ひと頃に比べてプラス幅が縮小した。この間、家賃は、振れを伴いながら、弱めの動きを続けた。公共料金は、電気代における前年の上昇の反動や原油価格の下落から、プラス幅の緩やかな縮小を続けた。

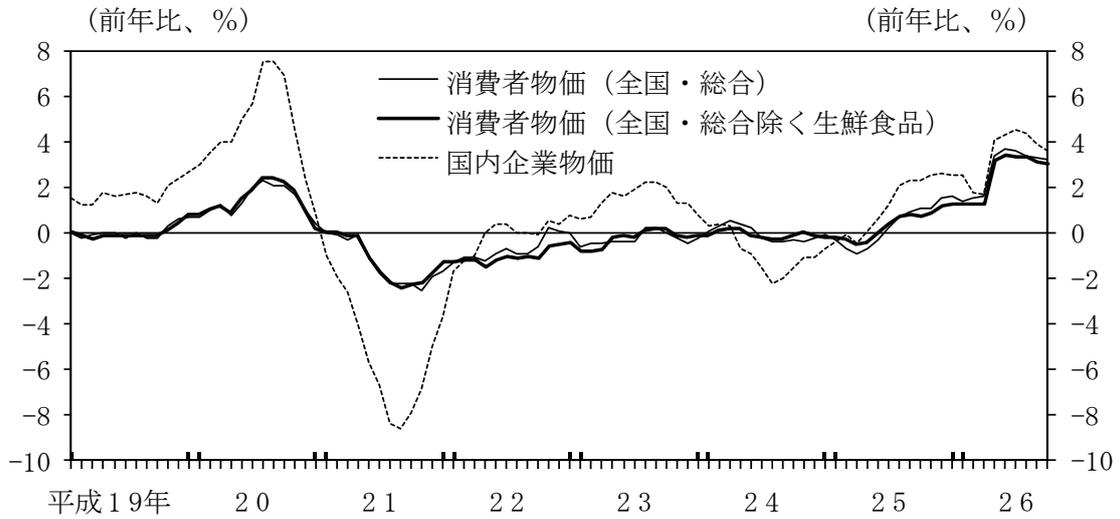
この間、予想物価上昇率は(図表18)、全体として上昇したとみられる。

---

<sup>3</sup> 物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみる際、国内企業物価については、消費税を除くベースの指数を公表しているため、この指数を利用している。消費者物価指数については、消費税率引き上げの直接的な影響を試算し、それを公表された前年比から差し引いている。この点、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、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、+2.0%ポイント程度押し上げられる計算になる。なお、消費税を含むベースでみると(図表15)、本年4月以降の国内企業物価の前年比は4%前後、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は3%台前半で推移した。

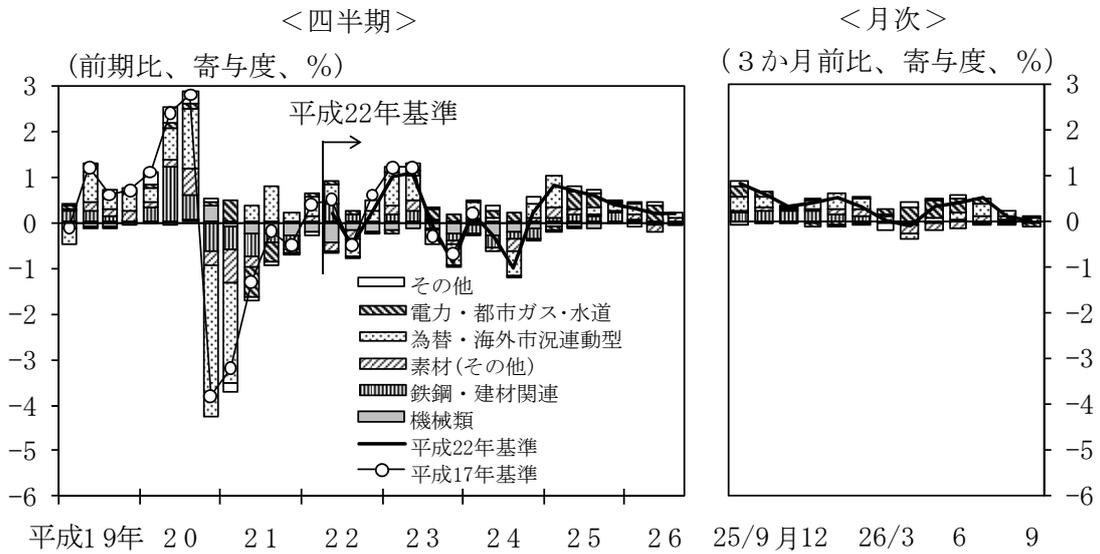
<sup>4</sup> 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、ゼロ%台後半で推移した。

(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。

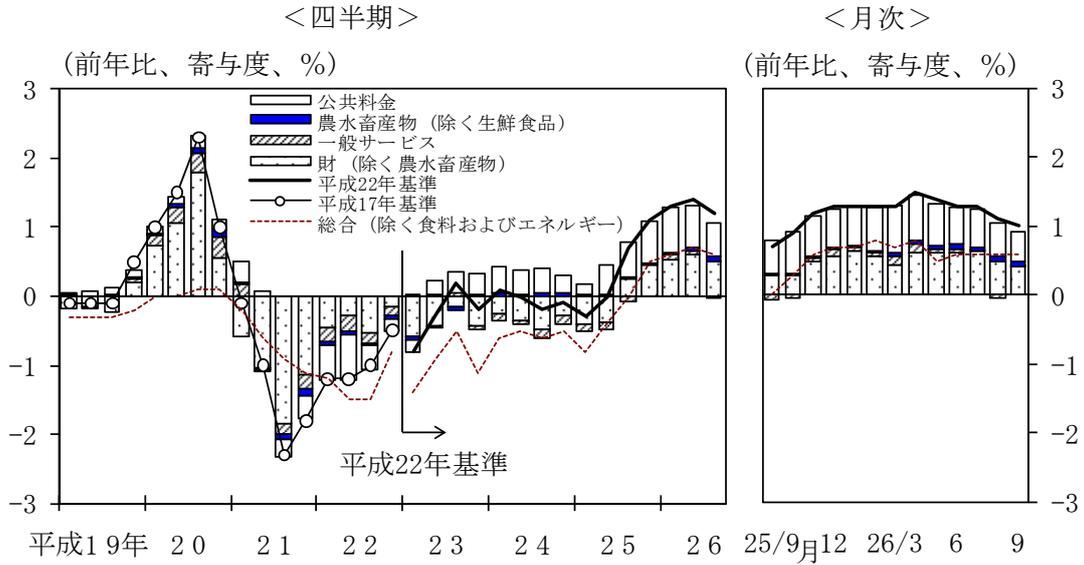
(図表 16) 国内企業物価



(注1) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、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。

(注2) 26/4月以降は、消費税を除く計数を用いて消費税率引き上げの直接的な影響を調整。

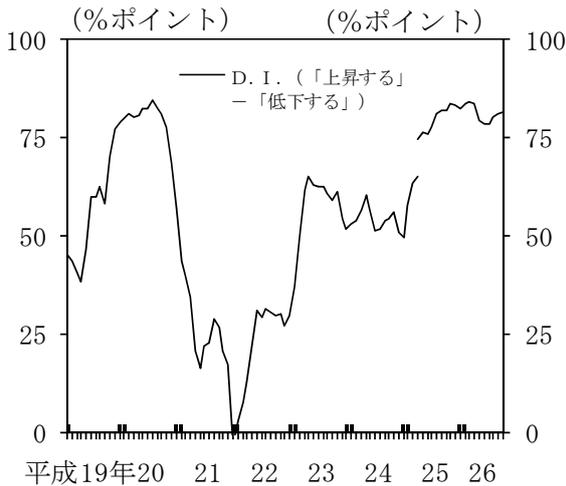
(図表 17) 消費者物価 (除く生鮮食品)



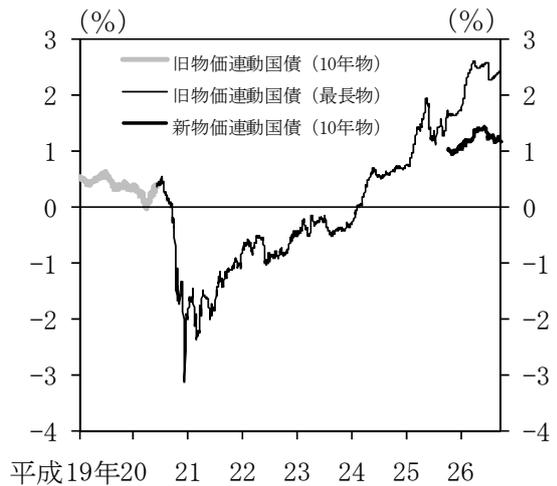
- (注 1) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは「公共サービス」とあわせて公共料金とした。
- (注 2) 「食料」は「酒類」を除いたもの。「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。
- (注 3) 26/4 月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値。

(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)



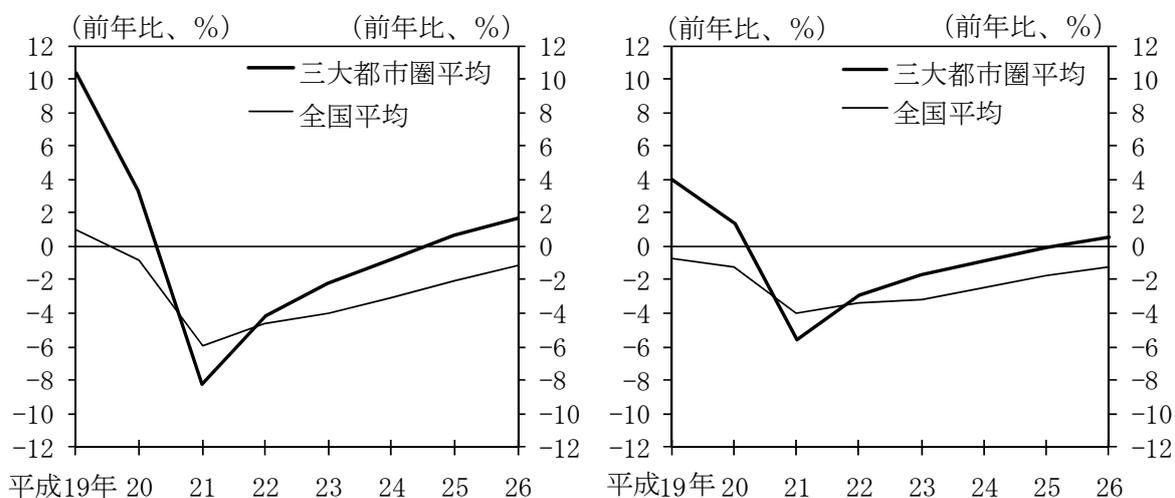
- (注 1) 消費動向調査では、各世帯が 1 年後の物価見通しを回答。25 年 4 月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。
- (注 2) B E I は、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、25 年 10 月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16 回債 (30 年 6 月償還の銘柄) の利回りをを用いて算出。

地価を都道府県地価（7月時点）で見ると（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、商業地のプラス幅が拡大したほか、住宅地が6年振りにプラスに転じたことから、全体でも+0.8%と、2年連続の上昇となった。地方圏でも、商業地、住宅地ともに、3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

26年度上期の海外経済をみると、新興国の一部に緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復を続けた（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、%)

		24年	25年	25年 第2四半期	3	4	26年 1	2	3
米 国		2.3	2.2	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	3.5
欧 州	ユーロエリア	-0.7	-0.5	1.3	0.6	1.0	1.2	0.3	0.6
	ドイ ツ	0.4	0.1	3.2	1.2	1.8	3.1	-0.3	0.3
	英 国	0.7	1.7	2.7	3.5	2.5	3.0	3.7	2.8
東 ア ジ ア	中 国	7.7	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.3
	NIEsおよび ASEAN4	4.5	4.2	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0	-

(注) NIEsおよびASEAN4は、IMF公表のGDPウェイト（25年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、上期に入って冬場の異例の寒波による落ち込みからリバウンドし、その後も民間需要を中心に着実な回復を続けた。家計部門をみると、個人消費は、雇用情勢が改善を続け、資産価格が上昇傾向を辿るもとの増加を続けた。住宅投資は、ペースは引き続き緩やかながら、持ち直し基調を辿った。こうした堅調な家計支出は、企業部門にも徐々に波及した。企業の生産は、マインドの改善を伴いながら増加を続け、設備投資も徐々に回復の動きが明確化した。この間、外需の改善などを背景に、輸出も増加した。物価は、エネルギー価格や食料品、家賃を含む住居などの上昇を背景に、前年比プラス幅が幾分拡大した。もっとも、消費者物価の前年比は、期中を通してみると、総合ベース、食料・エネルギーを除くコアベースともに、1%台後半から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%の範囲に据え置いた。資産買入れプログラムについては、上期中に開催された4回の各会合において、長期国債、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の毎月の買入れ額を、それぞれ50億ドルずつ計100

億ドル減額することを決めた。これにより、毎月の買入れ額は10月以降、長期国債が100億ドル、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券が50億ドルの計150億ドルとなった。

この間、先行きの政策金利については、「現在のフェデラル・ファンド・レートにかかるターゲット・レンジは、資産買入れプログラム終了後かなりの期間維持することが適切となる可能性が高く、インフレ率が委員会の2%という長期的な目標を下回り続けることが予想され、また長期のインフレ予想が引き続き十分にアンカーされている場合には、特にこれが当てはまる」との文言が維持された。なお、9月の会合後には「金融政策正常化に関する原則と計画」が公表され、フェデラル・ファンド・レートのターゲット・レンジの誘導に関する調節方法のほか、保有証券の償還再投資の停止は政策金利ターゲットの引き上げ後とすることなどが示された。

ユーロエリア経済は、緩やかな回復を続けたが、上期入り後、そのモメンタムは徐々に鈍化した。個人消費は、所得が底堅く推移するもとの、緩やかな増加を続けた。他方、設備投資は、持ち直しに向けた動きに一服感がみられた。輸出は、米国・中国向けが堅調な一方でロシアをはじめ新興国向けが減少したことから、全体として伸び悩んだ。こうした需要動向や地政学リスクの高まりを受けて、製造業のモメンタムは徐々に鈍化した。一方で、サービス業の事業活動は個人消費を中心とする内需に支えられ、堅調に推移した。物価面をみると、賃金の上昇率がプラスの領域で推移するもとの、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、0%台後半で安定的に推移した。他方、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、エネルギーや非加工食品の価格がマイナスに寄与したため、上期末にかけて0%台前半まで縮小した。

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、6月に0.25%から0.15%へ、9月にはさらに0.05%へと引き下げた。その際、同時に、限界貸出金利や中銀預け金金利も引き下げ、限界貸出金利は0.30%、中銀預け金金利はマイナス0.20%となった。また、6月会合では、銀行貸出残高や新規融資額に紐付けた期間最長4年間の新型資金供給オペレーション（TLTRO）の導入を決めたほか、固定金利全額供給方式による現行の1週間物オペレーションおよび3か月物オペレーションを2016年12月まで延長することなどを決定した。9月会合では、さらに、証券化商品およびカバード・ボンドの買入れ開始を決定した。

英国経済は、内需を中心に回復を続けた。個人消費や住宅投資が、資産効果や

雇用情勢の一段の改善を背景に増加を続けたほか、設備投資も引き続き回復した。この間、輸出は緩やかな減少傾向を辿った。物価面では、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%）を下回って推移した。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。また、貸出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、本年2月初以降に適用された枠組みを継続した。先行きの金融政策運営については、8月会合の議事要旨において、「経済の正常化に伴う金融政策運営の適切なオペレーションの枠組みに関する議論を開始しており、先行き数か月の間に追加的な情報を示す予定である」とされた。

新興国・地域をみると、中国経済は、過剰設備等の構造調整圧力がかかり続ける中で、外需が改善し、当局が景気の下支え策を講じたことなどから、安定成長を続けた。需要項目別にみると、固定資産投資は公共投資が下支えしたものの、増加テンポは不動産を中心に鈍化した。他方、輸出は欧米向けにアジア向けも加わって、徐々に増加基調が明確化した。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。こうした需要動向のもとで、生産は、機械類が輸出向けを中心に堅調に推移した一方、素材関連が既往の在庫調整に不動産市場の調整も加わって増勢が鈍化し、全体としては夏場以降、伸びが鈍化した。この間、物価面をみると、消費者物価の前年比は、非食料品価格が引き続き落ち着いて推移する中で、2%程度で推移した。金融政策面では、預金の基準金利等の政策金利は据え置きつつも、ターゲットを絞った金融緩和策が幾つか講じられた。例えば、4月には農村所在の農村金融機関の預金準備率を引き下げたほか、6月には都市所在の金融機関で三農（農家、農民、農村）向けや小型・零細企業向け貸出が一定基準を満たした先を対象に預金準備率を引き下げた。また、商業銀行等に対し、現行の預貸率規制（75%）を実質的に緩和する措置も講じられた。

NIEs・ASEAN諸国・地域の経済をみると、NIEsでは、国毎のばらつきがみられつつも、米国向け輸出の増加を背景に、景気はやや上向きとなった。他方、ASEANでは、先進国向け輸出が増加したものの、個人消費に弱さが残り、投資も停滞しているため、成長モメンタムは鈍化した状態が続いた。NIEs・ASEAN諸国・地域について需要項目別にみると、輸出は、先進国経済の改善や通貨の減価を背景に、増加基調が続いた。個人消費は、NIEsでは概して回復傾向を辿った一方、ASEANでは消費者心理の改善を受けて、一部に持ち直しに向けた動きもみられたが、全体としてはなお回復感に乏しい状況が続い

た。他方、設備投資は、総じてみれば停滞が続いた。こうした需要動向を受けて、生産はN I E sが総じて緩やかな増加基調を辿った一方、A S E A Nは持ち直しの動きもみられたが、なお勢いを欠く状態が続いた。物価面をみると、景気動向や公定価格などの動きの差を反映して、区々の動きとなった。すなわち、フィリピンやマレーシアでは、総合ベースの消費者物価の前年比が強含んだ。他方、インドネシアでは、水準はなお高めながら、昨年の補助金削減に伴うエネルギー価格の上昇が一巡したことなどから、上期末にかけてインフレ率は低下した。

新興国・地域の金融政策面では、国・地域毎に区々の動きとなった。すなわち、ロシアや南アフリカ、マレーシア、フィリピンなどでは、インフレ懸念の高まりや資本の流出を抑制する観点などから利上げが進められた。他方、韓国やトルコ、チリなどでは、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みられた。

## 2. 金融面の動向

### (1) 国際金融資本市場

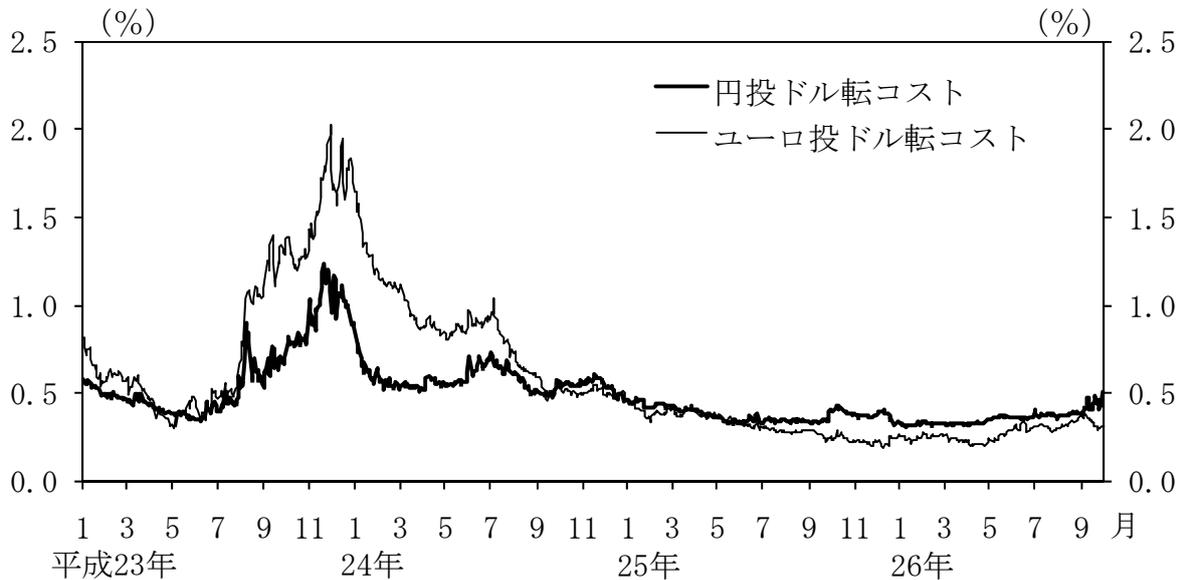
平成 26 年度上期の国際金融資本市場をみると、第 1 の特徴として、債券、株式、為替といった幅広い市場において、ボラティリティが低水準で推移し、そうした中で、長期金利の低下と堅調な株価動向が併存した。中でも、米国市場で、そうした動きが目立った。第 2 の特徴として、主要国市場のうち欧州と米国市場を比較すると、景況感や金融政策の方向性の差異を反映して、相対的に欧州株は軟調で、金利の低下幅も目立った。第 3 の特徴として、新興国市場全体としては概ね落ち着いた動きであったが、夏場以降、地政学リスクや先進国の金融政策を巡る思惑などが意識された一部の市場では、神経質な動きもみられた。

主要国について短期金融市場からみると、米国市場では、短期金利は低水準で安定的に推移した。欧州市場では、欧州中央銀行による 2 度の政策金利引き下げを含む金融緩和策を受けて短期金利は全般的に低下した。ユーロ圏の銀行間翌日物金利が夏場入り後マイナスとなり、ドイツやフランス国債の 2 年債利回りもマイナスとなる局面がみられた。為替スワップ市場でのドル転コストは<sup>5</sup>、対ユーロ、対円ともに、9 月初にいったん小幅に上昇する局面もみられたが、総じてみれば低い水準での動きが続いた（図表 21）。この間、クレジット市場の動きを米国社債の対国債スプレッドで見ると、投資適格債がほぼ横ばいとなった一方、低格付け物（ハイ・イールド債）については、6 月後半まではスプレッドが小幅に縮小したが、その後は投資家の高値警戒感などから期末にかけて拡大した。

---

<sup>5</sup> 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。

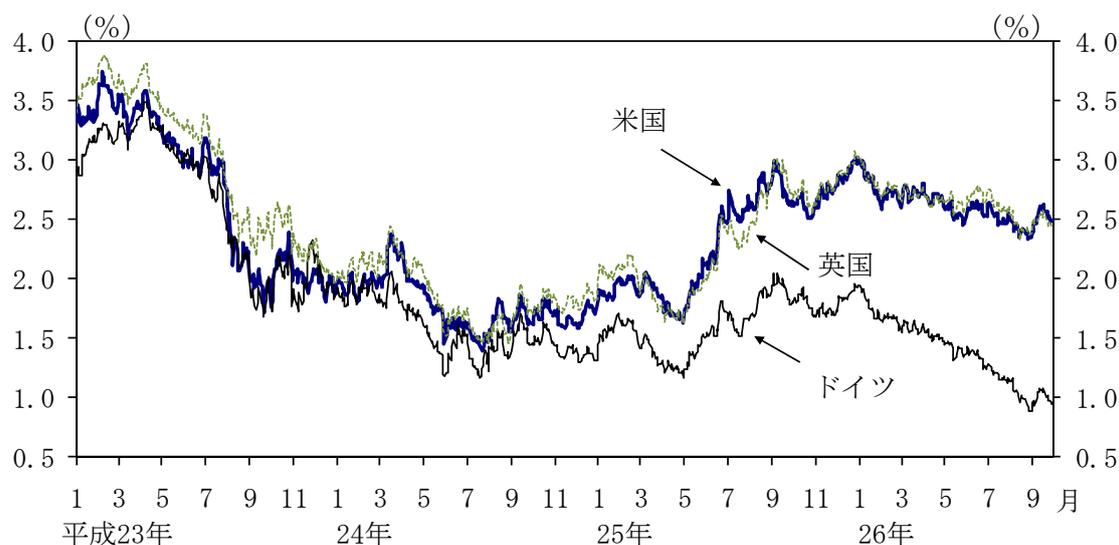
(図表21) ドル転コスト (3か月物)



(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。

次に、長期金利（国債10年物利回り）の動きをみると（図表22）、主要国何れも低下基調を辿った。米国の長期金利は、景気の着実な回復を示す経済指標などが金利の押し上げ要因となった一方、地政学リスクへの警戒に伴う安全資産需要などが金利の低下要因として働いた。他方、ドイツの長期金利は、欧州中央銀行による2度の政策金利引き下げのほか、ウクライナ・ロシア情勢を受けた安全資産需要、ユーロ圏のインフレ見通しの低下や弱めの経済指標などを背景に、はっきりとした低下基調を辿った。この間、イタリアやスペイン、ポルトガル等の長期金利は、欧州債務問題に関連した市場での緊張度が引き続き緩和するもとで、投資家の利回り追求の動きなどから、目立って低下した。なお、英国金利は、米国金利とほぼ同様の動きとなった。

(図表 22) 米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）



続いて、主要先進国の株価動向をみると（図表 23）、米国株は、米国連邦準備制度による異例の金融緩和策の継続や景気の着実な回復、更には活発な企業買収や自社株買いなどもあって上昇基調を辿り、S&P500 指数は最高値を更新した。他方、欧州株価はポルトガル主要行の経営不安やウクライナ・ロシア情勢に対する懸念、更には夏場以降の弱めの経済指標なども加わって、米国株対比相対的に弱めとなり、上期中を通じてみればほぼ横ばいとなった。この間、英国株価は、概ね欧州株と同様の展開を辿った。

(図表23) 米欧の株価



最後に、新興国・地域の金融市場をみると、上期入り後には、投資家のリスクアペタイトの改善につれて、昨年5月以降継続していた新興国金融市場からの資金流出が一服し、資金流入超に転じる中、全体としてみれば、落ち着いた動きが続いた。ただし、夏場以降は、地政学リスクの高まりや商品市況の下落、米国の金融政策を巡る市場の思惑などが意識され、いくつかの国では通貨を中心に神経質な動きがみられた。他方、経常収支の赤字や高インフレ率といった構造面でのせい弱性に関し改善がみられた国や、構造改革への取り組みを強化する方針が打ち出された国等では、株価が堅調に推移するなど、引き続き国・地域毎のばらつきは残った。

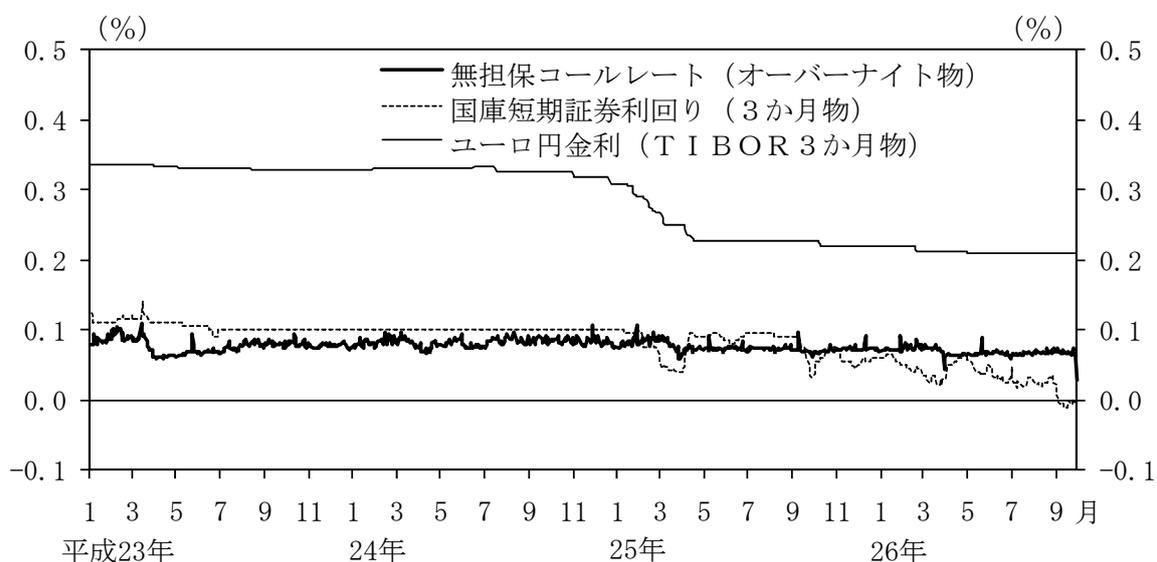
この間、国際商品市況をみると、新興国経済が全体として勢いを欠き、欧州経済も成長のモメンタムが鈍化したことなどを受けて、全般的に軟調な動きとなった。個別市場をみると、原油（WTI）は、夏場に地政学リスクを背景とする供給懸念から大きく上昇する局面もみられたが、徐々に世界的な需要の弱さなどが意識され、期末にかけてははっきりと下落した。また、非鉄金属も、中国の素材産業が在庫調整を進める中で、需要がひと頃に比べ鈍化するとの見方から、期末にかけて徐々に軟化した。農産物は、米国の寒波や南米での干ばつ懸念を背景とする上昇相場が4月頃まで続いたが、その後は作況見通しの改善などを背景に大きく下落した。金は、グローバルなインフレ懸念の後退やドル高基調などを背景に、下落した。

## (2) 短期金融市場

26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（図表24）<sup>6</sup>、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<sup>7</sup>、国庫短期証券利回りは、幾分弱含みでの推移となり、9月入り後は小幅にマイナスとなる場面もみられた。ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、横ばいで推移した。

(図表 24) 短期金融市場金利

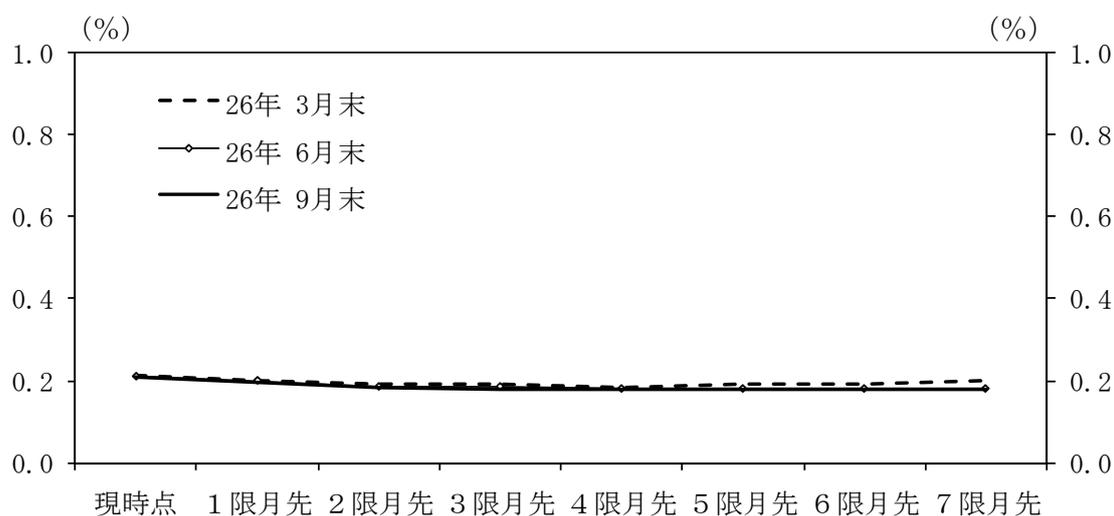


<sup>6</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

<sup>7</sup> ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

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。

（図表 25）ユーロ円金利先物レート

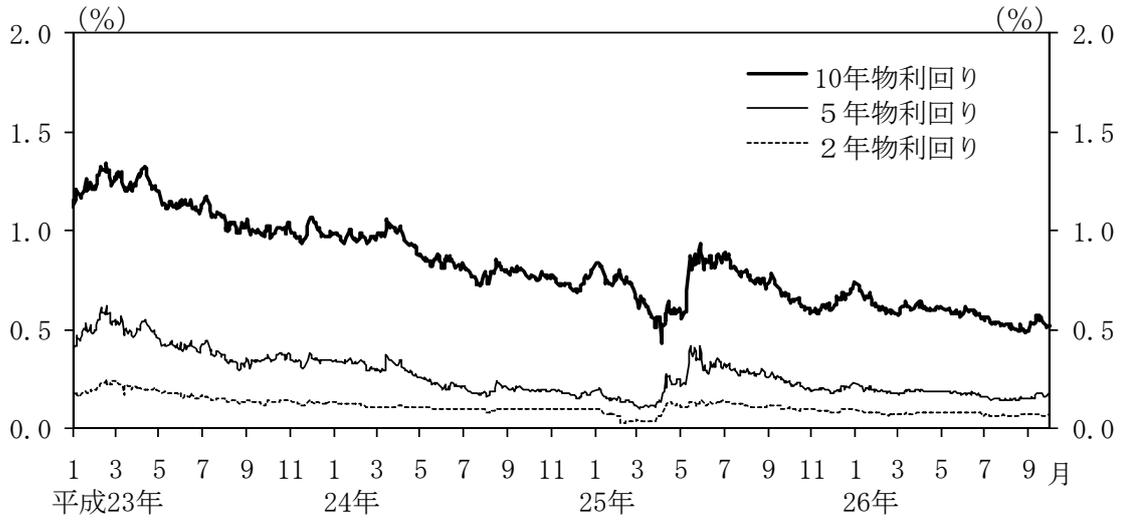


（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、26年9月末時点（太い実線）における1限月先（26年12月中央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.195%、2限月先（27年3月中央時点）が0.185%、3限月先（27年6月中央時点）が0.180%であったことを表している。

### （3）債券市場

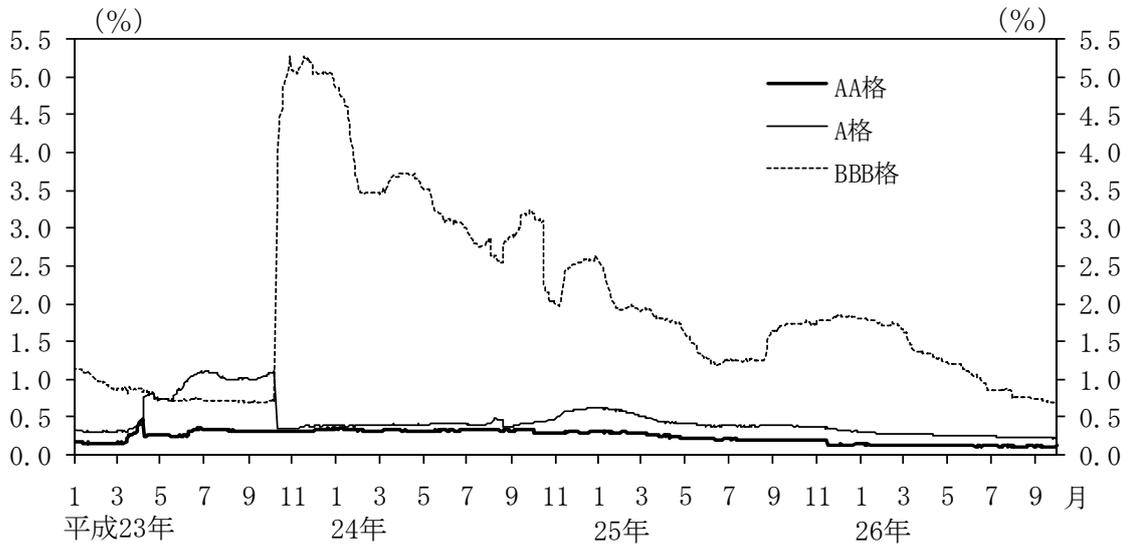
26年度上期の債券市場の動向をみると（図表 26）、長期国債（10年債）の流通利回りは、日本銀行が「量的・質的金融緩和」による国債買入れを進めるもと、0.4%台後半から0.6%台前半のレンジで総じて安定的に推移した。やや仔細にみると、4月以降、概ね0.6%前後の狭いレンジで推移したのち、8月末にかけては、米欧長期金利の低下を背景に、いったんは0.4%台後半まで低下した。その後は、米国長期金利が再び上昇したことや為替の円安方向の動きもあって上昇する場面もみられ、9月末には0.5%台前半となった。

(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）、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

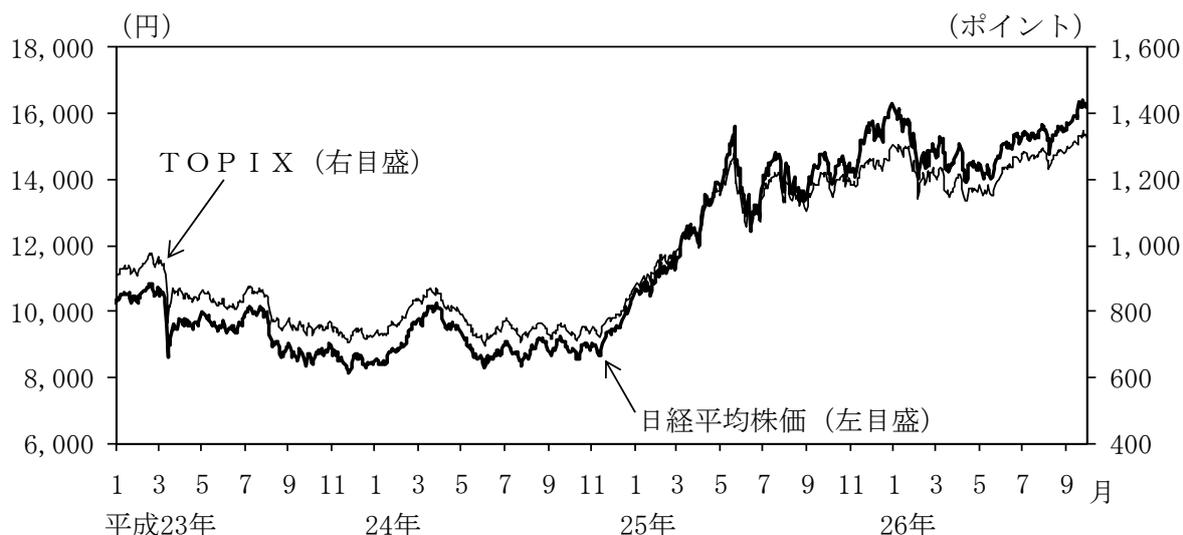


(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

#### (4) 株式市場

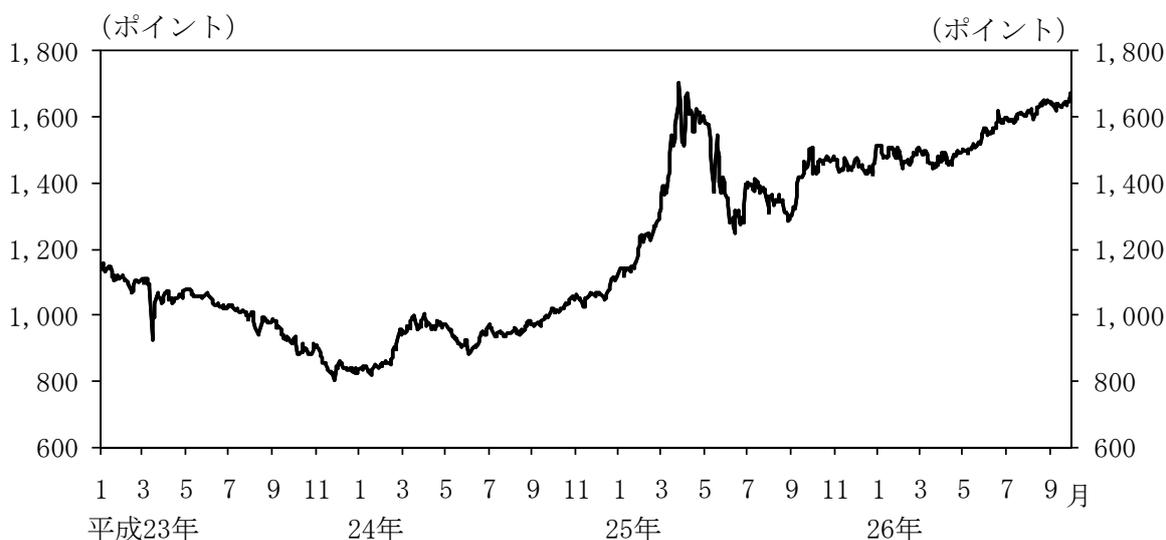
26年度上期の株式市場の動向をみると(図表28)、日経平均株価は、ウクライナ情勢を背景に下落する場面もみられたが、8月以降は、米国株価の上昇や、為替の円安方向の動きもあって上昇し、9月末には16千円台前半となった。

(図表28) 株価



不動産投資法人投資口(J-REIT)の価格は(図表29)、不動産市場のファンダメンタルズへの改善期待などを背景に投資需要が堅調であったことから、上昇した。

(図表29) 東証REIT指数

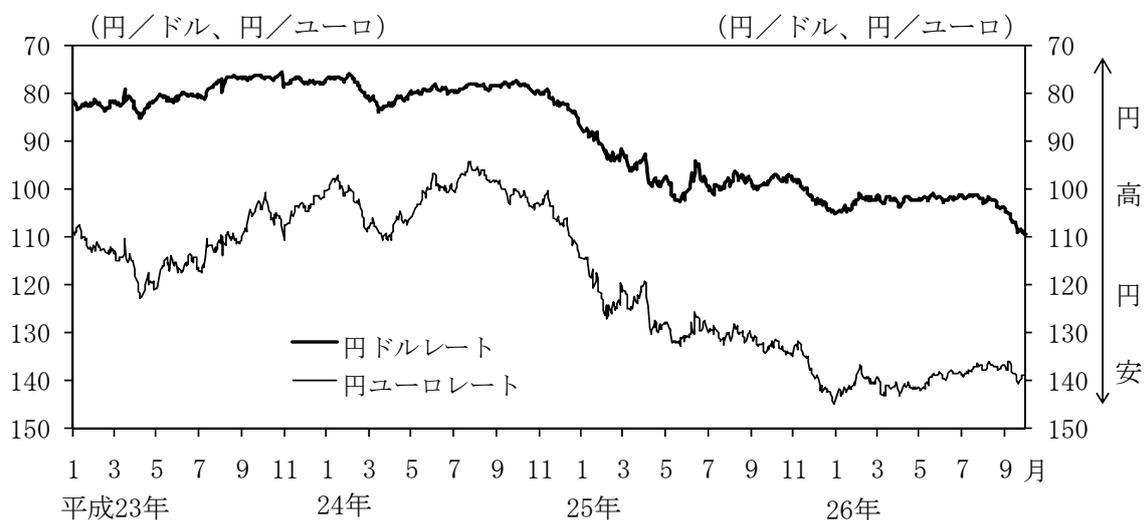


## (5) 外国為替市場

26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、4月以降、概ね101円台から102円台の狭いレンジ内での動きとなった。8月下旬以降は、日米金融政策の方向性の違いなどが意識され、円安ドル高方向の動きとなっており、9月末には109円台となった。

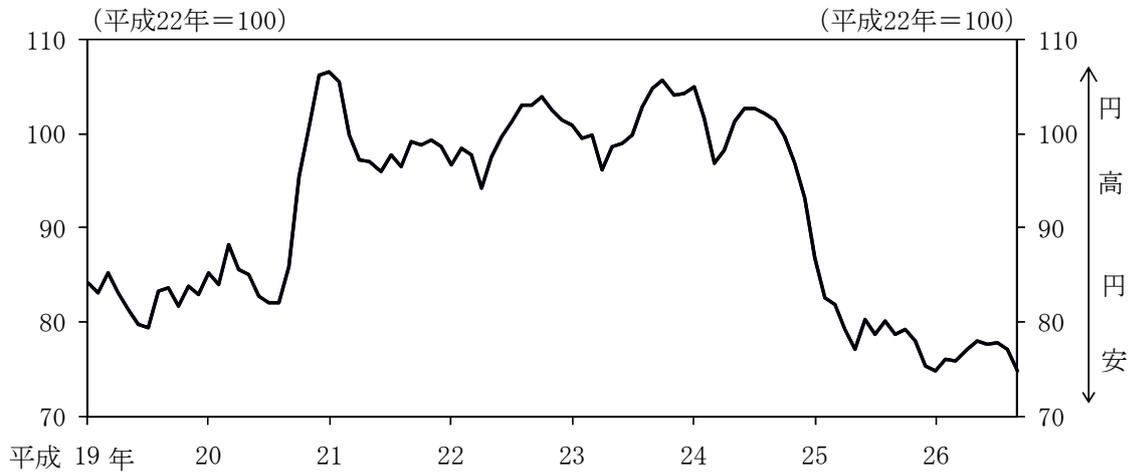
こうした中、円の対ユーロ相場は、欧州の経済指標の下振れや、欧州中央銀行の追加緩和などから、幾分円高ユーロ安方向の動きとなっており、9月末には138円台となった。

(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（図表 31）<sup>8</sup>、概ね横ばい圏内で推移した後、9月末にかけては、円安方向の動きとなった。

（図表 31）円の実質実効為替レート

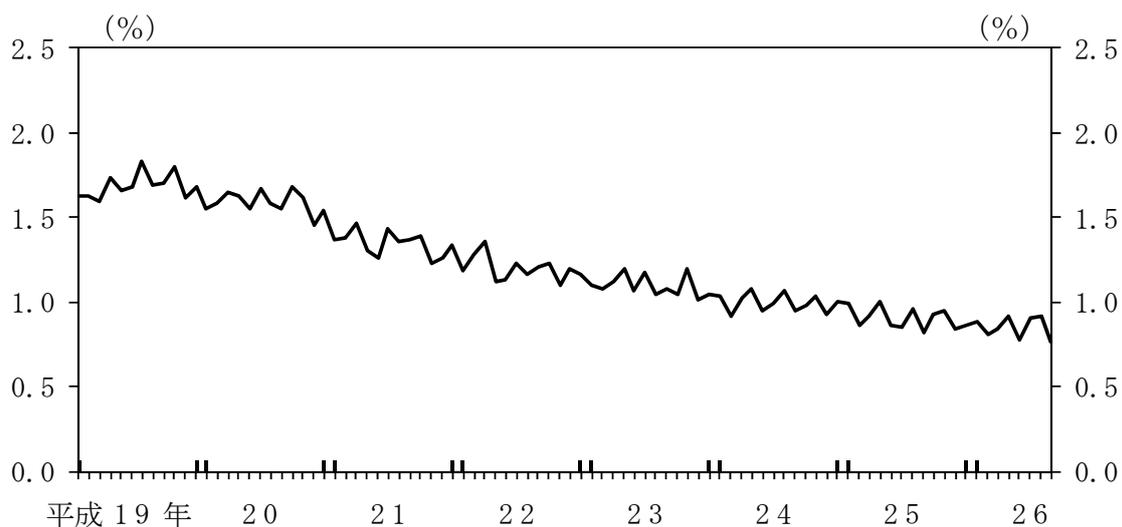


<sup>8</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

## (6) 企業金融

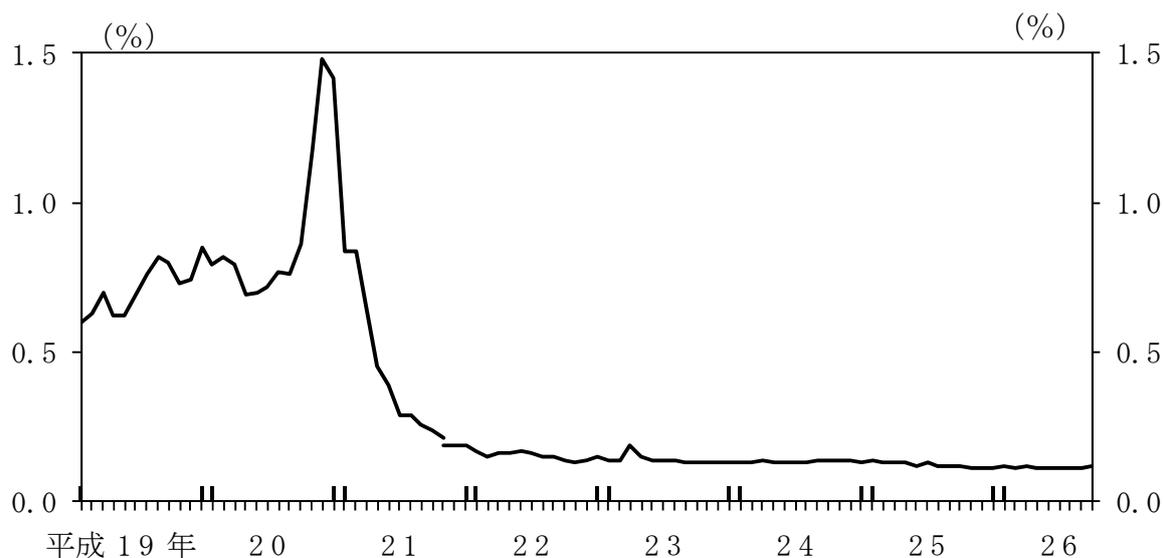
26年度上期の貸出金利をみると（図表32）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、低い水準で推移した。

（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・社債の発行金利も（図表33）、低い水準で推移した。

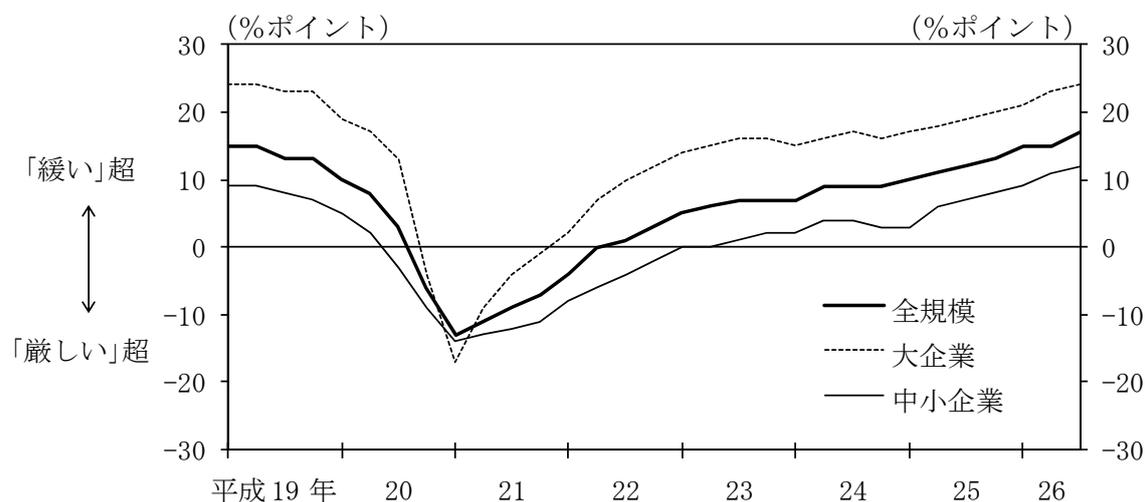
（図表33）CP発行金利（3か月物）



（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。

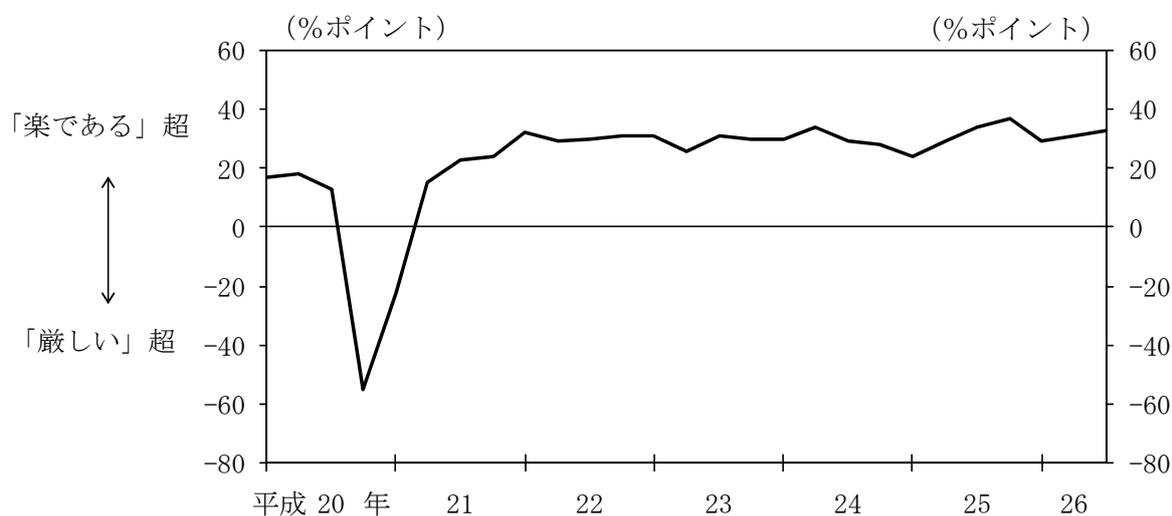
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 34）、改善傾向が続いた。C P・社債市場では（図表 35）、良好な発行環境が続いた。

（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）

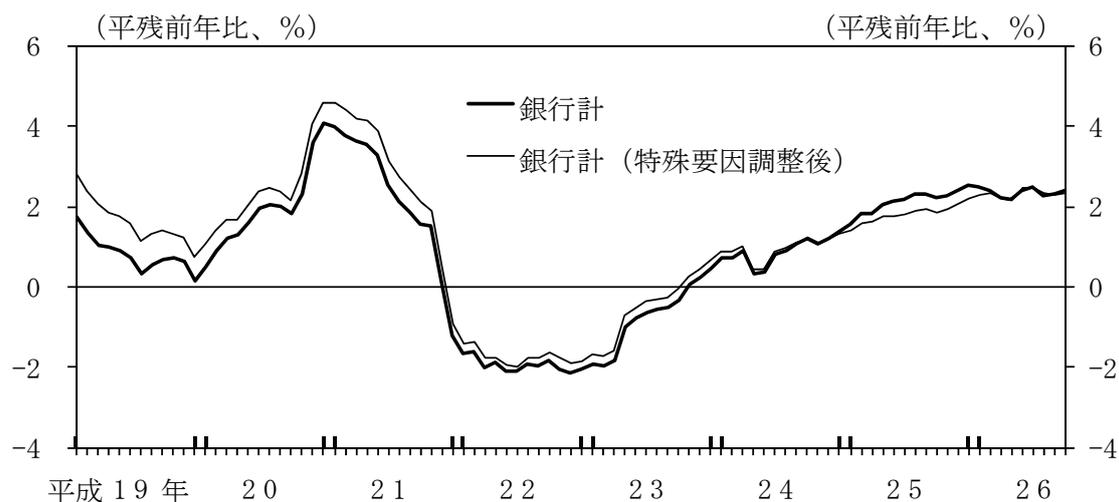


（注）全産業・大企業ベース。26年3月以降、「C Pの発行環境」の判断は、大企業のうち、調査時点で、過去2年間にC P残高がある場合、または、C P発行を検討している場合のみ回答。それ以前は、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「C P残高」が一度でも存在したことがある大企業のみを集計したもの。

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）<sup>9</sup>、2% 台のプラスで推移した。一方、社債発行残高の前年比は、マイナスで推移した（図表 37（1））。この間、CP 発行残高の前年比は、マイナスで推移した後、最近ではプラスに転じた（図表 37（2））。

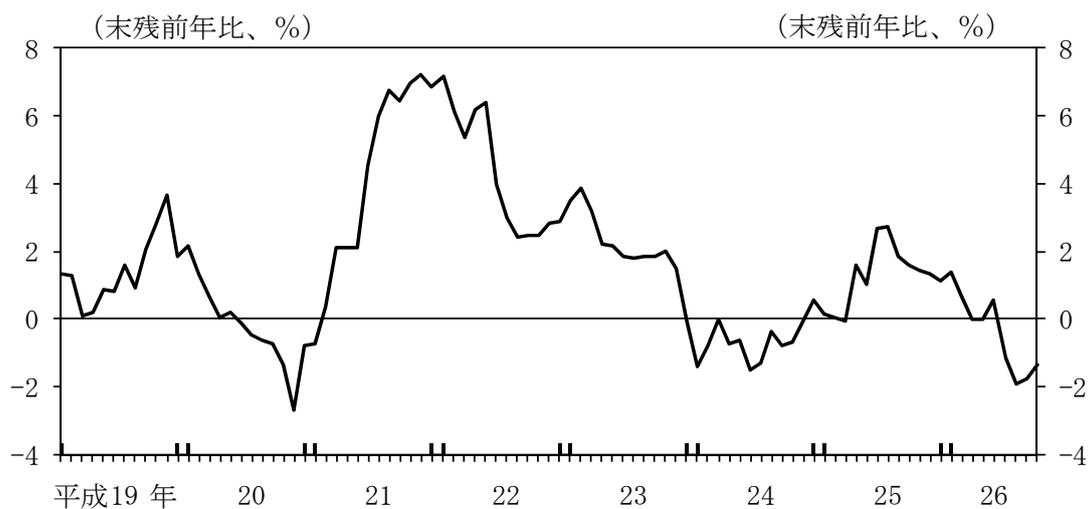
（図表 36）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

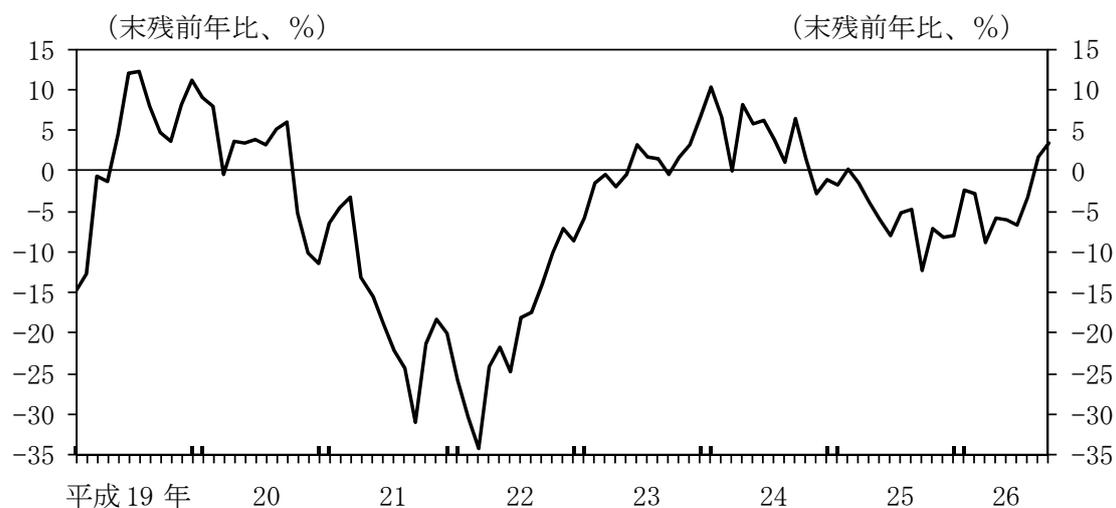
（図表 37）資本市場調達

（1）社債発行残高



<sup>9</sup> 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。

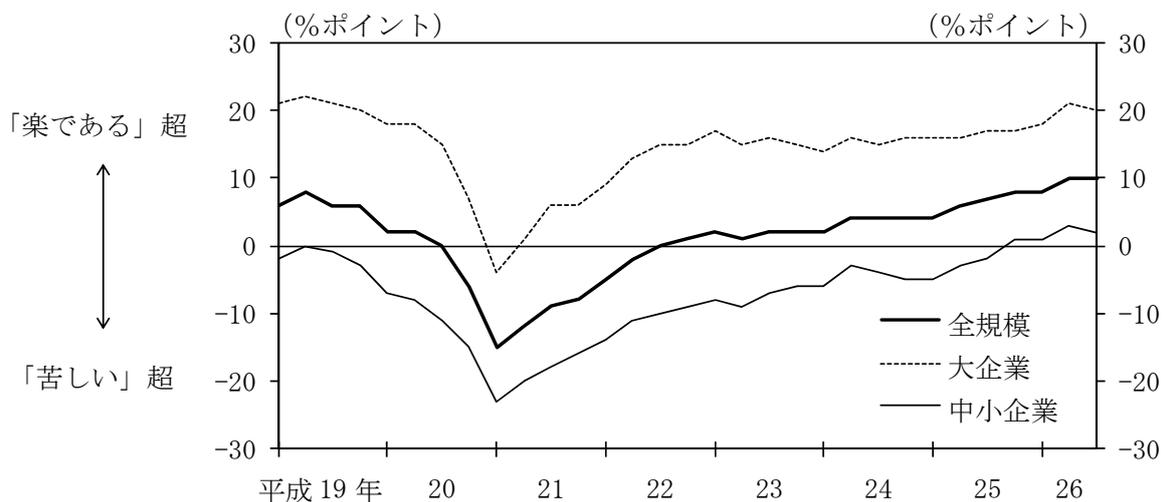
(2) CP発行残高



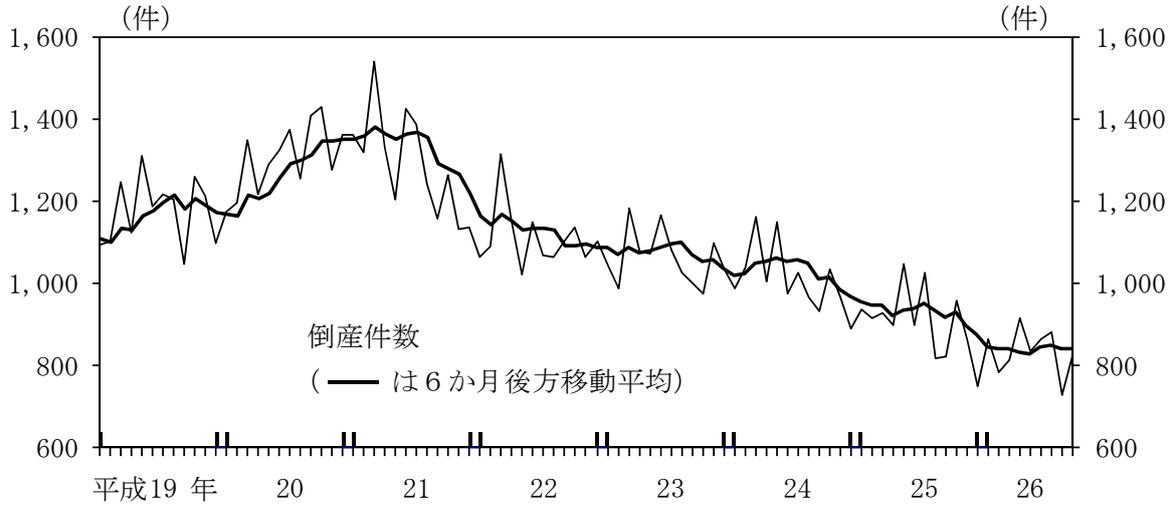
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC CPは含む）。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

企業の資金繰り判断は（図表 38）、良好であった。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)



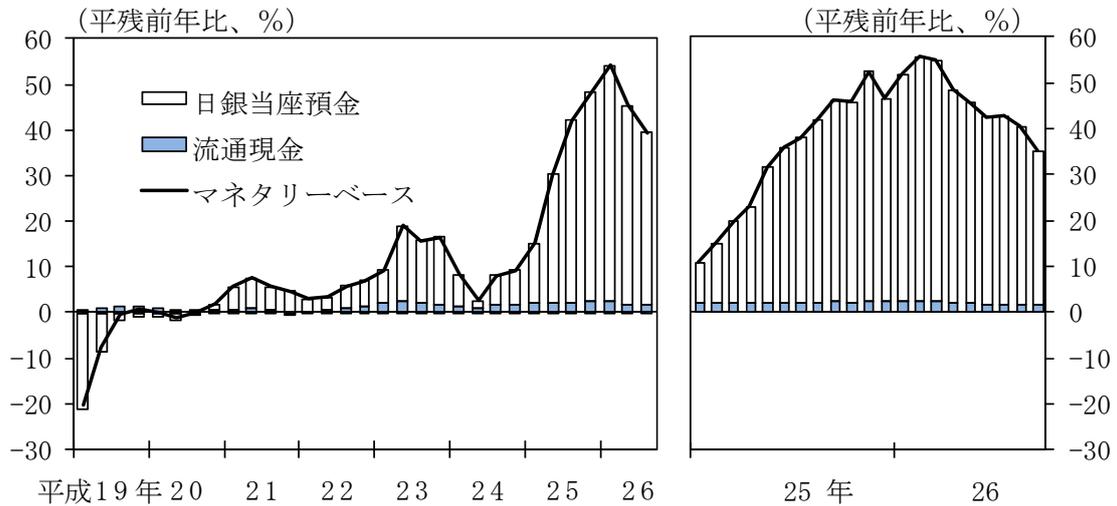
(図表 39) 企業倒産



(7) 量的金融指標

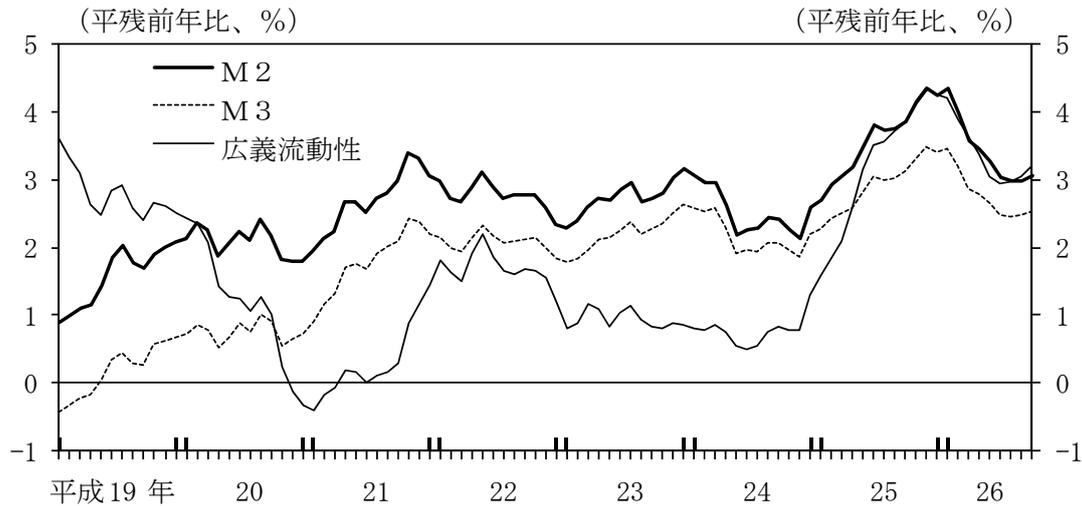
26年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表 40）、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は4割前後で推移した。

(図表 40) 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 41）、前年比 3% 台の伸びが続いた。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の前年比は、3% 前後で推移した。

（図表 41） 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)。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 26 年 4 月から 26 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、26 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26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、26年4月7、8日および30日の会合では、景気の現状について、わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けていると判断した。先行きについて、4月7、8日の会合では、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的に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。5月から9月の会合では、現状について、わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けていると判断した。先行きについて、5月および6月の会合では、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的に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。7月から9月の会合では、先行きについて、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいで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、4月および5月の会合では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%台前半となっていると判断し、先行きについて、4月7、8日および5月の会合では、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられるとの見方を示した。6月から9月の会合では、現状について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっていると判断し、先行きについては、暫くの間、1%台前半で推移する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、26年度上期のすべての会合で、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

26年4月8日	わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。
4月30日	わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。
5月	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。
6月	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。
7月	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。
8月	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。
9月	わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。

### (金融政策運営)

金融政策運営面では、26年度上期のすべての会合において、25年4月の「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を継続することとした(図表 43)。

#### (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、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維

持する。

先行きの金融政策運営についても、26年度上期のすべての会合において、「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。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」ことを確認した。

(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
< 「量的・質的金融緩和」 >	
26年4月8日	25年4月に導入した「量的・質的金融緩和」のもとで、以下のとおり金融市場調節方針を決定し、資産の買入れ方針を継続するとともに、「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。
4月30日	(金融市場調節方針) <sup>(注)</sup> 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。
5月21日	(資産の買入れ方針)
6月13日	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。
7月15日	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。
8月8日	③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。
9月4日	(「量的・質的金融緩和」の継続方針) 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。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。

(注) 金融市場調節方針は、いずれも全員一致で決定された。

## (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30日の会合では、26年度から28年度を対象とする「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、28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 わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。輸出は弱めとなっているが、国内需要が堅調に推移するもとの、景気の前向きな循環メカニズムはしっかりと作用し続けている。国内需要は雇用の誘発効果が大きいため、25年度の成長率の下振れにもかかわらず、労働需給は概ね想定に沿って引き締まり傾向が強まっている。先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続すると思われる。このため、わが国経済は、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、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<sup>10</sup>。
- ② 各年度毎の経済見通しとして、26年度については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響から、4～6月の成長率は、耐久財などの個人消費を中心に、いったん落ち込むと予想される<sup>11</sup>。もっとも、雇用・所得環境の改善に支えられて、個人消費の基調的な底堅さは維持され、駆け込み需要の反動の影響も夏場以降、減衰していくと考えられる。この間、輸出は、

---

<sup>10</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「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、相当幅をもつてみる必要がある。

<sup>11</sup> 2回の消費税率の引き上げが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、28年度ゼロ%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、相当な幅をもつてみる必要がある。

25 年度末にみられた駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動きや米国の寒波などの一時的な下押し要因が剥落するも、先進国の成長率が高まっていくことから、緩やかながらも増加に転じていくとみられる。設備投資についても、企業収益の改善や設備稼働率の上昇、金融緩和効果などから緩やかな増加基調を辿ると見込まれる。以上の内外需要を反映して、わが国経済は夏場以降、潜在成長率を上回る成長経路に復していくと予想される。27 年度から 28 年度にかけては、2 回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、①緩和的な金融環境と成長期待の高まりを受けた国内民間需要の堅調な増加と、②海外経済の改善による輸出の増加に支えられて、前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を超える成長が続くと見込まれる。27 年度までの成長率の見通しを、1 月の中間評価時点と比べると、26 年度は幾分下振れるものの、27 年度は概ね不変である。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラス幅を拡大しており、このところ 1 % 台前半で推移している。
- ④ 物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第 1 に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは<sup>12</sup>、雇用誘発効果の大きい国内需要が堅調に推移していることを反映して、労働面を中心に改善を続けており、最近では過去の長期平均並みであるゼロ近傍に達しているとみられる。すなわち、失業率が 3 % 台半ばとみられる構造的失業率に近づきつつあるなど<sup>13</sup>、労働需給は着実に引き締まり傾向が強まっているほか、非製造業を中心に設備の不足感も強まってきている。先行きも、消費税率引き上げの影響による振れを伴いながら、26 年度下期にプラス（需要超過）基調が定着したあと、プラス幅が一段と拡大していくと考えられる。そうしたも、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっていくと予想される。第

---

<sup>12</sup> マクロ的な需給バランスの推計については、①潜在 GDP を推計のうえ、実際の GDP との乖離を計測するアプローチと、②生産要素（労働と設備）の稼働状況を直接計測するアプローチがある。展望レポートにおけるマクロ的な需給バランスは、従来から、後者のアプローチを採用しているため、GDP 成長率の変化と需給バランスの拡大・縮小の間に 1 対 1 の対応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの推計値は、推計方法や使用するデータによって異なり得るため、相当の幅をもってみる必要がある。

<sup>13</sup> 労働市場では、求人と求職の間にある程度 mismatches が常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。こうした mismatches に起因する失業の存在を前提として、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率を、「構造的失業率」と呼んでいる。

2に、中長期的な予想物価上昇率については、全体として上昇しており、こうした動きは実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼし始めているとみられる。例えば、このところ、労使間の賃金交渉において、物価上昇率の高まりが意識されているほか、企業の間でも、従来の低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略へと切り替える動きがみられるようになってきている。先行きも、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が1%を上回って上昇する中で、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向を辿り、「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、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、エネルギーを中心とした押し上げ効果は本年夏頃にかけて減衰していくと予想される。

⑤ 以上を踏まえ、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると<sup>14</sup>、暫くの間、1%台前半で推移したあと、26年度後半から再び上昇傾向を辿り、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。27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較すると、概ね不変である。

⑥ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、以下のような点が指摘できる。経済情勢については、輸出動向、消費税率引き上げの影響、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性、といった要因がある。物価情勢については、上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、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、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、輸入物価の動向がある。

---

<sup>14</sup> 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年度の消費者物価の前年比は2.0%ポイント、27年度下期と28年度上期の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

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」のもとで、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、わが国経済は、見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく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、輸出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など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、このところ減少しつつも引き続き高水準である点には留意する必要がある。
- ③ 金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、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。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。

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30日に公表した（背景説明を含む全文は5月1日に公表）。これを受けて、その後の会合では、①経済や物価が「展望レポート」で示した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、26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。経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、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、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるという、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、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認識を共有した。多くの委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみた消費者物価の前年比は、①暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向を辿り、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い、また、②その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられるとの見方を示した。

当面のリスク要因について、委員は、①新興国・資源国経済の動向、②欧州債務問題の今後の展開、③米国経済の回復ペースなどが挙げられるとの認識を共有した。

### (3) 金融経済情勢に関する検討

#### イ. 26年4月7、8日の会合

(国際金融資本市場は、幾分落ち着きを取り戻している)

国際金融資本市場について、委員は、ウクライナ情勢などを背景に神経質な動きとなる場面もみられたものの、最近では幾分落ち着きを取り戻しているとの認識を共有した。

(海外経済は、先進国を中心に回復しつつある)

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかに回復していくとの認識を共有した。

(わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている)

景気の現状について、委員は、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働く中で、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとの認識を共有した。委員は、駆け込み需要の反動の大きさについてリアルタイムで把握することは難しいが、企業からの聞き取り調査なども活用しながら、情勢の把握に努めていく必要があるとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、1%台前半となっている。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、+1%台

前半となっており、先行きも、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の調査などを踏まえると、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。

#### **ロ. 5月の会合**

#### **（国際金融資本市場は、新興国も含め全体としては落ち着いている）**

国際金融資本市場について、委員は、新興国も含め全体としては落ち着いているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、ウクライナ情勢などを背景に神経質な動きもみられており、地政学リスクには引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。

#### **（海外経済は、先進国を中心に回復しつつある）**

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかに回復していくとの認識を共有した。

#### **（わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている）**

景気の現状について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、生産から所得、支出へという前向きな循環メカニズムが働き続ける中で、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかに回復を続けていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、1%台前半となっている。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、+1%台前半となっており、先行きも、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、+1%台前半で推移す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。

## ハ. 6月の会合

(国際金融資本市場について、先進国は非常に堅調に推移している。新興国の市場も全体として落ち着いている)

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の回復基調が明確化しているにもかかわらず、先進国の長期金利は低位で安定しており、そうしたもとで、株価は、ボラティリティの低下を伴いつつ上昇するなど、非常に堅調に推移しているとの認識で一致した。委員は、新興国の市場も全体として落ち着いているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、ウクライナやイラク情勢などを背景に神経質な動きもみられており、地政学リスクには引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。委員は、米国景気の改善が明確となっており、中国経済の成長モメンタムの鈍化にも歯止めがかかっていることを踏まえ、海外経済は回復していると判断できるとの認識で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方を共有した。

(わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられている)

が、基調的には緩やかな回復を続けている)

景気の現状について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働き続ける中で、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%台前半となっており、先行きも、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。委員は、全国の4月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみて+1.5%と3月から幾分上昇率を高めており、消費税率引き上げ以降も、物価の基調に変化はないことが確認されたとの認識を共有した。そのうえで、委員は、全国の4月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比はやや強めであり、東京の5月のプラス幅が縮小していることや、この先エネルギー関連の押し上げ効果が減衰することなどを踏まえると、今後は、プラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつ、暫くの間、+1%台前半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)

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

(国際金融資本市場について、先進国では、低いボラティリティのもとでの株高と長期金利の低下という構図が続いている。新興国市場についても、全体として落ち着いている)

国際金融資本市場について、委員は、先進国では、低いボラティリティのもとでの株高と長期金利の低下という構図が続いているとの見方を共有した。新興国市場についても、委員は、全体として落ち着いているとの認識で一致した。

**（海外経済は、先進国を中心に回復している）**

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの認識を共有した。

**（わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている）**

景気の現状について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、雇用・所得環境の改善を伴いながら前向きな循環メカニズムがしっかりと働き続ける中で、基調的には緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

**（消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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、消費税率引き上げ以降も物価の基調に変化はなく、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、夏場にかけてプラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつも、暫くの間、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の調査などを踏まえると、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。

## ホ. 8月の会合

**（国際金融資本市場について、幾分リスクオフの動きがみられる）**

国際金融資本市場について、委員は、先進国、新興国ともに、低いボラティリティのもとでの株高と長期金利の低下という構図が続いてきたが、ごく最近はウクライナ情勢などを巡る地政学的リスクの高まりを背景に幾分リスクオフの動きがみられるとの見方を共有した。

**（海外経済は、先進国を中心に回復している）**

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの認識を共有した。

**（わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている）**

景気の現状について、委員は、最近の輸出や生産には弱めの動きがみられるものの、家計・企業の両部門において、景気の前向きな循環メカニズムがしっかりと働いていることから、総括判断としては、緩やかな回復を続けているとの評価を維持す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、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

**（消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、プラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつも、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。その先の消費者物価の前年比については、大方の委員は、マクロ的な需給バランスが着実に改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も上昇していくもとで、今年度後半から再び上昇傾向を辿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。

**へ. 9月の会合**

**（国際金融資本市場は、金利低下と株価上昇が併存する状況に復してきている）**

国際金融資本市場について、委員は、地政学的リスクへの警戒が幾分和らぐ中、ボラティリティが低下し、金利低下と株価上昇が併存する状況に復してきているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、国際情勢を巡る今後の帰趨や、それが国際金融資本市場やグローバル経済に与える影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識を共有した。

**（海外経済は、先進国を中心に回復している）**

海外経済について、委員は、新興国の一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの認識を共有した。

**（わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている）**

景気の現状について、委員は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が依然みられ、輸出や生産は弱めの動きとなっているものの、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと働いており、

基調的には緩やかな回復を続けているとの見方で一致した。

景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとの見方を共有した。

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、1%台前半となっている。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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、プラス幅が幾分縮小する局面を伴いつつも、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。その先の消費者物価の前年比については、大方の委員は、マクロ的な需給バランスが着実に改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も上昇していくもとのみで、今年度後半から再び上昇傾向を辿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。

#### (4) 金融政策運営を巡る議論

##### イ. 「量的・質的金融緩和」の継続

26年度上期では、すべての会合において、25年4月に導入した「量的・質的金融緩和」を継続することを全員一致で決定した。すなわち、金融市場調節方針について、「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」という方針を継続するほか、資産の買入れについても、「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した<sup>15</sup>。

また、委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

先行きの金融政策運営の考え方については、26年度上期のすべての会合において、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、「量的・質的金融緩和」を継続する、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、必要な調整を行うとの認識を共有した。

これに対し、一人の委員は、「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繋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た。

##### ロ. 「量的・質的金融緩和」の効果

26年度上期の各会合において、「量的・質的金融緩和」の効果について議論を行った。

委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は引き続き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

<sup>15</sup> 詳細は、II. 2. (1) を参照。

認識を共有した。長めの金利への働きかけに関して、委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとの、低位安定しているとの見方で一致した。8月の会合において、一人の委員が、長期金利の緩やかな低下の背景には、海外金利の低下も影響しているとの認識を示したほか、9月の会合では、多くの委員が、海外金利の低下の寄与を指摘した。この間、緩和の効果に関連して、9月の会合において、ある委員は、本行の買入れが国債市場の流動性や金利形成に与える影響については、引き続き分析していく必要があると述べた。さらに、別のある委員は、仮に政府の財政健全化へのコミットメントが薄れたと市場が判断すれば、リスク・プレミアムの拡大を通じて緩和効果が阻害されるリスクがあると述べた。

緩和効果の高まりについて、4月7、8日の会合では、ある委員は、現在、金融システムは健全で、企業の収益力や家計の雇用・所得環境などファンダメンタルズも大きく改善しているため、緩和効果が高まりやすい状況にあると述べた。4月30日の会合では、ある委員は、金融政策の効果は一定のタイムラグを伴って实体经济に及ぶことを考えると、「量的・質的金融緩和」の实体经济に対する効果は、今後一層強まるとの見方を示した。8月の会合では、複数の委員は、「量的・質的金融緩和」による資産買入れが長めの金利を押し下げる効果は、このところ強まってきているとの見方を示した。さらに何人かの委員は、こうした押し下げ効果は、買入れが進むにつれて累積的に強まるものであり、この点をしっかりと説明していく必要があると付け加えた。

実質金利について、4月から8月の会合において、委員は、名目金利が安定的に推移するもとの、予想物価上昇率が高まっていることを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。

## ハ. 「成長基盤強化を支援するための資金供給」等の利用

6月、7月および9月の会合において、「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「貸出増加を支援するための資金供給」の利用について、制度拡充後の動向も踏まえ議論を行った。

6月の会合では、ある委員は、26年2月の制度拡充決定以降、地域金融機関を含めて成長業種を対象とするファンドの総枠引き上げなどの動きがみられており、そうしたもとの、企業の投資活動が一層活発化することを期待していると述べた。

7月の会合では、複数の委員は、26年2月の制度拡充決定もあって、大手行や地域金融機関から積極的な利用がみられており、金融環境のさらなる緩和に寄与しているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、企業では設備投資の機運が高まっているため、制度を利用する動きが着実に拡がり、経済の好循環に繋がっていくことを期待していると付け加えた。9月の会合では、ある委員は、実行額の増加を踏まえ、制度の有効な活用が、民間による成長力強化に向けた取り組みの支援に繋がることを期待していると述べた。

### 3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成25年4月に導入した「量的・質的金融緩和」を継続するもとで、金融市場調節を行った。

具体的には、26年度上期を通じ、「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、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

（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
26年4月末	225.5	133.8
5月末	226.6	136.3
6月末	243.4	152.3
7月末	243.2	152.1
8月末	243.5	152.1
9月末	252.6	161.5

（注）計数は、いずれも末残。

上記方針のもとで買入れを行った結果、長期国債の保有残高は増加を続け、9

月末時点では、179.8兆円となった。この間、ETF、J-REIT、CP等および社債等についても、上記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3.2兆円、1,605億円、2.2兆円、3.2兆円となった（図表45）。

貸出支援基金の運営状況について、「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15.9兆円となった。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、3.8兆円となった。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、119.5億米ドルとなった。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、3,689億円となった（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					貸出 支援 基金	(億円)		マネタリー ベース
	長期国債	C P等	社債等	E T F	J-REIT		成長基盤 強化支援 資金供給	貸出増加 支援資金 供給	
24年									
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
10月末	1,328,272	18,921	31,588	23,574	1,390	74,362	34,047	40,315	1,898,077
11月末	1,401,437	22,546	32,366	24,188	1,395	74,362	34,047	40,315	1,916,182
12月末	1,416,008	21,941	32,042	24,973	1,401	84,347	33,504	50,843	2,018,472
26年									
1月末	1,469,608	22,904	31,762	26,479	1,421	84,347	33,504	50,843	2,008,793
2月末	1,524,205	22,067	32,142	27,451	1,434	84,347	33,504	50,843	2,047,525
3月末	1,541,536	18,749	32,041	28,512	1,488	117,803	32,307	85,496	2,198,855
4月末	1,591,626	21,489	32,646	29,199	1,489	117,803	32,307	85,496	2,255,347
5月末	1,649,294	22,798	32,767	29,861	1,496	117,803	32,307	85,496	2,266,191
6月末	1,666,686	20,711	31,693	29,883	1,507	167,845	34,373	133,472	2,434,305
7月末	1,725,182	21,980	31,936	30,969	1,529	167,845	34,373	133,472	2,431,864
8月末	1,786,147	22,627	32,434	31,895	1,545	167,845	34,373	133,472	2,434,929
9月末	1,798,335	21,531	31,712	32,210	1,605	197,487	38,450	159,037	2,525,845

(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および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>)

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	CP 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)			
24年																
10月末	75,483	0	0	289,733	289,733	4,450	45	0	0	0	0	0	0	0	0	711
11月末	89,628	0	0	270,062	270,062	4,447	19	0	0	0	0	0	0	3	0	711
12月末	95,622	0	0	268,954	268,954	4,427	0	0	0	0	3	1	0	0	0	2,257
25年																
1月末	116,590	0	0	232,663	232,663	4,362	0	0	0	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	0	0	0	2,257
3月末	164,464	0	0	216,983	216,983	4,308	10	0	0	0	5	0	0	0	0	3,476
4月末	190,776	0	0	230,839	230,839	4,258	1	0	0	0	4	0	0	0	0	3,476
5月末	197,624	0	0	232,748	232,748	4,039	0	0	0	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	0	0	0	4,980
7月末	220,388	0	0	190,499	190,499	3,957	0	0	0	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	0	0	0	4,980
9月末	254,950	0	0	178,004	178,004	4,060	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6,599
10月末	269,314	0	0	167,912	167,912	3,806	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6,599
11月末	276,766	0	0	165,012	165,012	3,806	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6,599
12月末	241,946	0	0	181,023	181,023	3,804	17	0	0	0	0	0	0	0	0	7,369
26年																
1月末	283,794	0	0	173,721	173,721	3,805	31	0	0	0	0	0	0	0	0	7,369
2月末	325,731	0	0	159,337	159,337	3,805	31	0	0	0	0	0	1	0	0	7,369
3月末	316,238	0	0	141,499	141,499	3,805	31	0	0	0	4	0	0	0	0	8,777
4月末	328,707	0	0	130,831	130,831	3,806	38	0	0	0	0	0	0	0	0	8,777
5月末	362,257	0	0	118,064	118,064	3,782	43	0	0	0	0	0	0	0	0	8,777
6月末	339,715	0	0	118,759	118,759	3,785	46	0	0	0	31	0	0	0	0	10,620
7月末	409,439	0	0	104,598	104,598	3,623	46	0	0	0	0	0	0	0	0	10,620
8月末	422,081	0	0	99,661	99,661	3,522	46	0	0	0	0	0	1	0	0	10,620
9月末	395,063	0	0	98,018	98,018	3,689	0	0	0	0	128	240	0	0	0	11,950

(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26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、277.1兆円（前年比+32.7%）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179.8兆円（前年比+42.6%）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）、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が減少した一方、貸出増加支援資金供給等が増加したことから、29.9兆円（前年比+16.7%）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、161.5兆円（前年比+65.8%）となった。発行銀行券は、86.5兆円（前年比+3.5%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ1.3兆円（前年比+15.0%）、15.5兆円（前年比-20.8%）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、カッコ内は前年比%

	25年9月末	26年3月末	26年9月末
(資産)			
国債	167.7 (63.0)	198.3 (58.2)	229.3 (36.7)
[うち長期国債]	126.1 (54.5)	154.2 (68.8)	179.8 (42.6)
[うち短期国債]	41.6 (96.0)	44.2 (29.9)	49.5 (19.0)
コマーシャル・ペーパー等	1.6 (18.4)	1.9 (50.5)	2.2 (31.7)
社債	3.1 (15.3)	3.2 (11.0)	3.2 (3.4)
金銭の信託（信託財産株式） <sup>(注1)</sup>	1.4 (9.3)	1.4 (-0.4)	1.4 (-0.2)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） <sup>(注2)</sup>	2.2 (59.0)	2.9 (84.7)	3.2 (45.5)
同（信託財産不動産投資信託） <sup>(注3)</sup>	0.14 (42.6)	0.15 (25.1)	0.16 (14.7)
貸付金 <sup>(注4)</sup>	25.6 (-25.6)	26.3 (3.2)	29.9 (16.7)
外国為替	5.8 (27.2)	6.2 (11.4)	6.5 (11.9)
資産計	208.9 (39.3)	241.6 (46.6)	277.1 (32.7)
(負債・純資産)			
発行銀行券	83.6 (3.3)	86.6 (3.9)	86.5 (3.5)
当座預金	97.4 (2.2倍)	128.7 (2.2倍)	161.5 (65.8)
政府預金	1.1 (-24.9)	1.7 (12.3)	1.3 (15.0)
売現先勘定	19.6 (12.2)	13.4 (-7.8)	15.5 (-20.8)
負債・純資産計	208.9 (39.3)	241.6 (46.6)	277.1 (32.7)

- (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等の残高。

また、資産のうち、「貸出支援基金」は21.1兆円となった。このうち、成長基盤強化支援資金供給は5.2兆円、貸出増加支援資金供給は15.9兆円となった。

(図表47)「貸出支援基金」の残高

— 億円

	25年9月末	26年3月末	26年9月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 <sup>(注)</sup>	40,534	41,368	51,555
貸出増加を支援するための資金供給	40,315	85,496	159,037
合計	80,849	126,864	210,592

(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。

26年度上期中に償還期限が到来した長期国債の借換えは、TB(1年物)の引受けにより行った。25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。

この間、資金供給において適切に担保を徴求したほか、各種の資産買入りに当たって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。