

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 24 年 6 月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

平成 24 年 6 月

日本銀行総裁

白川 方明

# 目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	
(概況) . . . . .	1
(輸出、生産は、海外経済の減速や円高の影響などから横ばい圏内の動きに) . . . . .	2
(設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調を辿った) . . . . .	6
(住宅投資は持ち直し傾向を辿り、公共投資は下げ止まりから増加に転じた) . . . . .	9
(雇用・所得環境は、改善の動きがみられたが、厳しい状態が続いた) . . . . .	10
(個人消費は緩やかに増加した) . . . . .	12
(2) 物価 . . . . .	14
(3) 海外経済 . . . . .	17
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融資本市場 . . . . .	20
(2) 短期金融市場 . . . . .	24
(3) 債券市場 . . . . .	25
(4) 株式市場 . . . . .	27
(5) 外国為替市場 . . . . .	28
(6) 企業金融 . . . . .	30
(7) 量的金融指標 . . . . .	34
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績 . . . . .	36
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況 . . . . .	37
(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表 . . . . .	41

(3) 各会合における検討・決定

イ. 23年10月の会合	45
(国際金融資本市場は、緊張の高まった状況が続いている)	
(海外経済は、全体としては緩やかな回復傾向を続けている)	
(わが国の景気は、持ち直しの動きが続いている)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和の動きが続いている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(資産買入等の基金の増額)	
(被災地金融機関支援オペの受付期限などを延長)	
ロ. 11月の会合	48
(国際金融資本市場は、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にある)	
(海外経済は、全体としては緩やかな回復傾向を続けている)	
(わが国の景気は、持ち直しの動きが続いているものの、そのペースは緩やかになっている)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和の動きが続いている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(各国中央銀行の協調対応策と日本銀行の措置)	
ハ. 12月の会合	50
(国際金融資本市場は、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にある)	
(海外経済は、減速している)	
(わが国の景気は、持ち直しの動きが一服している)	
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)	
(金融環境は、緩和の動きが続いている)	
(金融市場調節方針の維持)	
(5中央銀行との間で締結するスワップ取極の要綱等の制定)	
ニ. 24年1月の会合	52
(国際金融資本市場は、全体として緊張度の高い状態が続いている)	

(海外経済は、減速している)  
(わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている)  
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)  
(金融環境は、緩和の動きが続いている)  
(金融市場調節方針の維持)  
(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

ホ. 2月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 55

(欧州債務問題を巡る市場の緊張は、昨年末頃に比べると幾分和らいでいる)  
(海外経済は減速しているものの、米国経済では改善の動きがみられている)  
(わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっているものの、内需は底堅い展開を  
辿っている)  
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)  
(金融環境は、緩和の動きが続いている)  
(「中長期的な物価安定の目途」の導入)  
(時間軸政策について)  
(資産買入等の基金の増額)  
(金融市場調節方針の維持)

ヘ. 3月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 57

(国際金融資本市場は、幾分落ち着きを取り戻してきている)  
(海外経済は、全体としてなお減速した状態から脱していない)  
(わが国の景気は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい  
圏内にある)  
(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)  
(金融環境は、緩和の動きが続いている)  
(成長支援資金供給の拡充)  
(被災地金融機関支援オペの受付期限などを延長)  
(金融市場調節方針の維持)

(4) 金融政策運営を巡る論点

(物価安定の数値的表現に関する議論)・・・・・・・・・・・・・・・・ 61

(デフレ脱却に向けた日本銀行の対応に関する議論①:強力な金融緩和の推進)・・・	63
(デフレ脱却に向けた日本銀行の対応に関する議論②:成長基盤強化の支援)・・・	65
(資産買入等の基金の運営に関する議論)・・・・・・・・・・・・・・・・	67
(欧州債務問題への中央銀行の協調対応策に関する議論)・・・・・・・・	68
(被災地の復旧・復興に向けた金融面での支援に関する議論)・・・・・・・・	69
3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段等の動向・・・・・・・・	71
4. 日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・・・・・・・・・	75
5. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
(1) 担保価格等の見直し・・・・・・・・・・・・・・・・	78
(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・・・・・・・・・・・・・・・・	78
(3) 資産買入等の基金の増額・・・・・・・・・・・・・・・・	78
(4) 米ドル資金供給オペレーションの実施期限の延長等・・・・・・・・	79
(5) 米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの導入等・・・・・・・・	79
(6) 資産買入等の基金の増額・・・・・・・・・・・・・・・・	80
(7) 成長基盤強化支援の拡充等・・・・・・・・・・・・・・・・	80
<b>Ⅲ. 金融政策決定会合における決定の内容</b>	
1. 金融政策運営に関する決定事項等・・・・・・・・・・・・・・・・	82
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・・・・・	132
3. 金融政策決定会合議事要旨・・・・・・・・	199
参考計表・資料一覧・・・・・・・・	342

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

## — 要 旨 —

### (経済の情勢)

1. 平成 23 年度下期のわが国の経済は、大震災による落ち込みからの持ち直しの動きが続いていたが、海外経済の減速や円高の影響などから、年末にかけてこの動きが一服し、横ばい圏内となった。もっとも、年度末にかけては、再び持ち直しに向かう動きがみられるようになった。

輸出や生産は、震災後の落ち込みから急速に持ち直していたが、欧州債務問題などを背景にした海外経済の減速や為替円高に加えて、タイの洪水に伴う供給制約の発生もあって、頭打ちとなり、横ばい圏内での動きとなった。ただし、年度末にかけては、先行きの持ち直しを窺わせる動きもみられるようになった。設備投資、個人消費、住宅投資は、震災後一旦抑制された需要の復元などを背景に持ち直し傾向を辿った。公共投資については、震災後に、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧作業などを背景に下げ止まったあと、累次にわたる補正予算の執行が進捗するにつれて、24 年入り後は増加に転じた。

2. 物価面では、国内企業物価の前年比は、年末頃にかけての国際商品市況の反落の影響から、夏場をピークにプラス幅を縮小した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%で推移した。

### (金融面の動向)

3. 短期金融市場では、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける中、短期金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

長期金利は、総じて 1.0%近傍での推移となった。

株価は、年末にかけては、8 千円台半ばを中心としたレンジ内の動きとなった。年度末にかけては、欧州債務問題への懸念が幾分後退する中、米国の経済指標の改善などを受け、投資家のリスク回避姿勢が後退したことなどから、10 千円程度まで上昇した。



為替市場では、円の対ドル相場は、10月末にかけて円高が進行し、最高値を更新した後、為替介入の実施を契機に一旦は円安方向の動きをみせた。その後、再び円高方向に戻す展開となり、24年初にかけては、総じて76~77円台の狭い範囲での動きを続けた。2月以降は、投資家のリスク回避姿勢の後退等を背景に、円の対ドル相場は下落し、3月末には82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。社債市場では、総じてみれば、良好な発行環境が続いた。この間、CP市場でも、良好な発行環境が続いた。

資金需要面をみると、震災後の生産活動の回復などを受けて、運転資金需要が増加傾向を辿ったほか、企業買収関連の資金需要にも増加の動きがみられた。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高は、前年を上回って推移した。CPの発行残高も概ね前年を上回って推移した。社債の発行残高は、CPへの振り替わりもあって、12月以降は前年を幾分下回って推移した。

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）の前年比は、引き続き高水準で推移したが、3月は若干マイナスとなった。マネーストック（M2）は、前年比2%台後半から3%程度の増加を続けた。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 23年度下期中には、金融政策決定会合を計8回開催した。

金融経済情勢について、10月の会合では、わが国の経済は、持ち直しの動きが続いていると判断し、11月の会合では、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっているとした。その後、12月の会合では、海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服していると、また、1月から2月の会合では、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっていると判断した。3月の会合では、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にあると判断した。

7. 金融政策運営面では、10月から3月までのすべての会合で、「無担保コール

レート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」とする金融市場調節方針を決定した。

10月7日の会合では、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、その受付期限を24年4月末まで延長すること等を決定した。

10月27日の会合では、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一段と強化することが必要と判断し、資産買入等の基金を5兆円程度増額することを決定した。

11月30日の会合では、最近の国際短期金融市場の緊張に対応するための措置として、米ドル資金供給オペレーションの貸付金利を0.5%ポイント引き下げたほか、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との間で上記中央銀行の発行するいずれの通貨でも流動性供給を行えるようにした。12月の会合では、上記中央銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱等を制定した。

2月の会合では、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化することを決定した。具体的には、①「中長期的な物価安定の目途」を導入すること、②当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していくこと、③資産買入等の基金を10兆円程度増額すること、の3つを決定した。

3月の会合では、デフレからの脱却は、成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくとの認識のもとで、成長基盤強化支援の拡充を決定した。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については、その受付期限を25年4月末まで延長すること等を決定した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

8. 3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、139.5兆円（前年比-2.0%）となった。

# I. 経済及び金融の情勢

## 1. 経済の情勢

### (1) 国内実体経済

#### (概況)

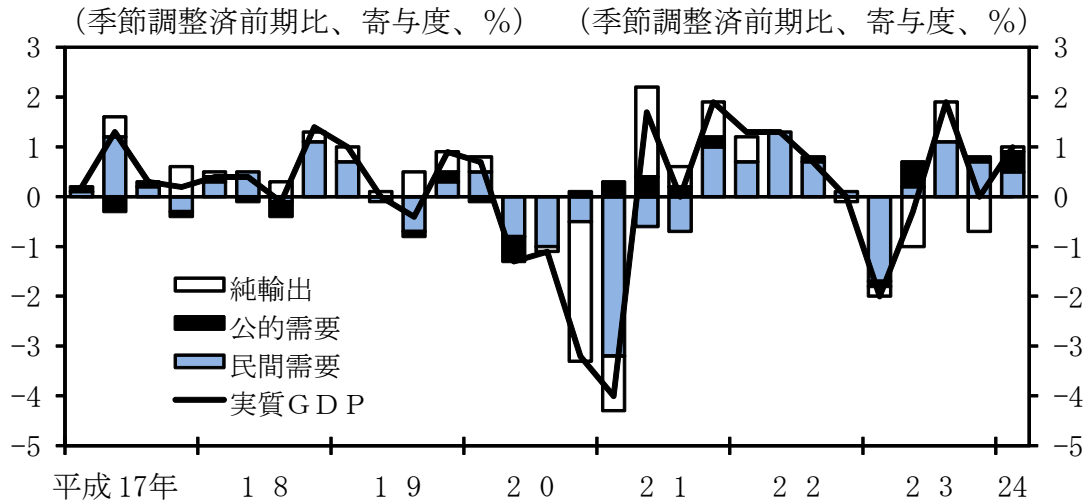
平成23年度下期のわが国の経済をみると、大震災による落ち込みからの持ち直しの動きが続いていたが、海外経済の減速や円高の影響などから、年末にかけてこの動きが一服し、横ばい圏内となった。もっとも、年度末にかけては、再び持ち直しに向かう動きがみられるようになった。

輸出や生産は、震災後の落ち込みから急速に持ち直していたが、欧州債務問題などを背景にした海外経済の減速や為替円高に加えて、タイの洪水に伴う供給制約の発生もあって、頭打ちとなり、横ばい圏内での動きとなった。ただし、年度末にかけては、タイの洪水による下押し圧力が減衰し、世界的な情報関連の在庫調整が進むなど、先行きの持ち直しを窺わせる動きもみられるようになった。一方、国内民間需要については、震災後一旦抑制された需要の復元などを背景に、設備投資、個人消費、住宅投資が持ち直し傾向を辿った。公共投資については、震災後に、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧作業などを背景に下げ止まったあと、累次にわたる補正予算の執行が進捗するにつれて、24年入り後は増加に転じた。

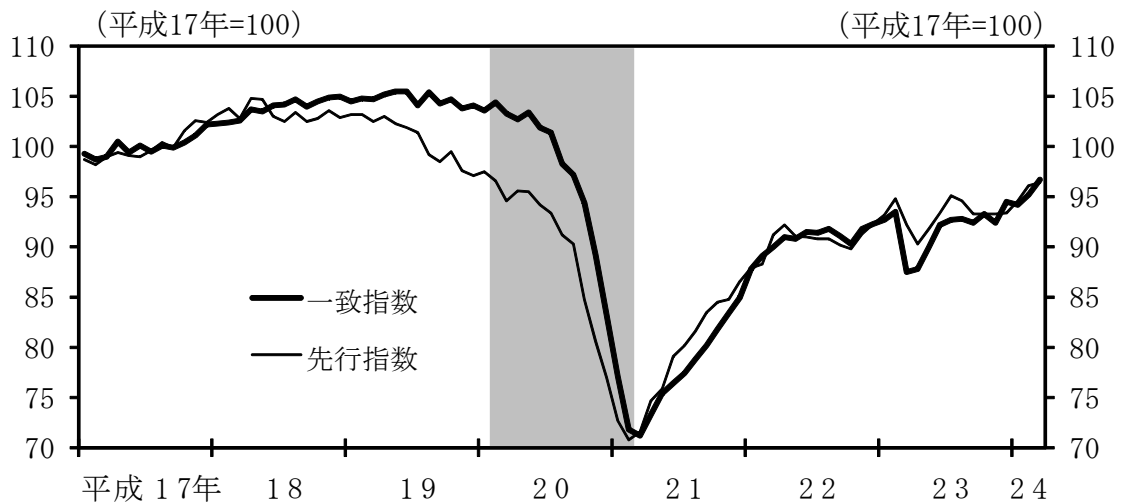
以上の経済情勢を実質GDPの前期比でみると（図表1(1)）、10～12月に一旦横ばいの動きとなったあと、1～3月は再び増加した。半期でみると、23年度下期は、大震災の影響が残った上期に比べて増加した。景気動向指数は、10～12月にかけて一旦横ばいとなったが、1～3月には再び改善を示した（図表1(2)）。

(図表1) 実質GDPと景気動向指数の推移

(1) 実質GDP



(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、生産は、海外経済の減速や円高の影響などから横ばい圏内の動きに)

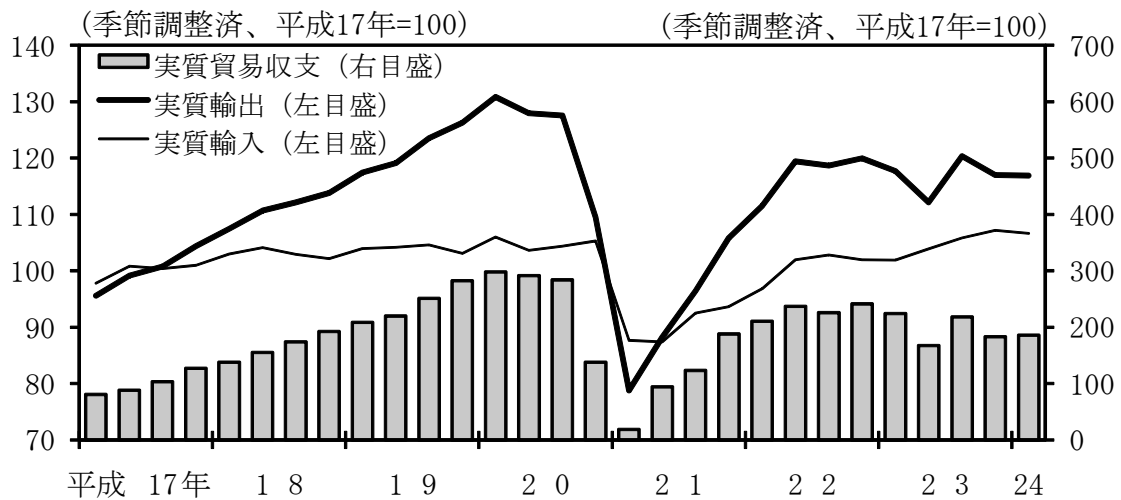
実質輸出は<sup>1</sup>、震災後の落ち込みから急速に持ち直していたが、①欧州債務問題

<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。

などを背景とした海外経済の成長ペースの鈍化や、②投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景にした為替円高に加えて、③タイの洪水に伴う供給制約の発生もあって、頭打ちとなり、横ばい圏内での動きとなった（図表2(1)）。一方、実質輸入は、①原発停止の影響から燃料輸入が増えたこと、②震災後の代替輸入や為替円高も契機となって、中間財を中心に品質・供給力が向上したアジア製品の輸入が増えたこと、③海外メーカーの新製品（スマートフォンやタブレットPC）に対する需要が高まったことなどから、増加傾向を続けた。このような輸出入の動きを反映して、実質貿易収支でみた純輸出は、弱めの動きとなった。そうしたもとで、名目貿易・サービス収支は23年度上期対比で赤字幅を拡大した<sup>2</sup>。名目経常収支は、所得収支に支えられて黒字基調を維持したが、黒字幅は縮小した（図表2(2)）。

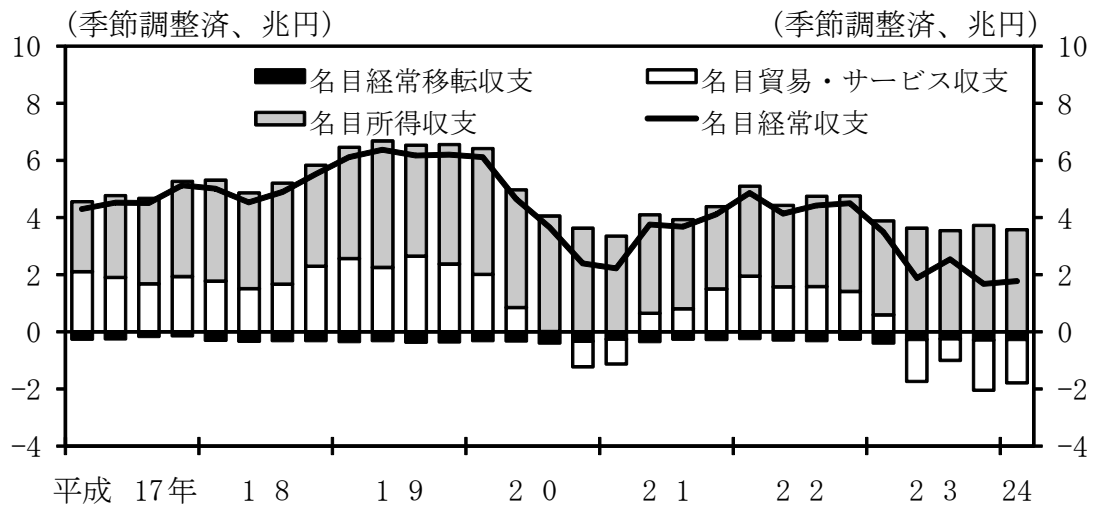
（図表2）輸出入の推移

（1）実質輸出入と実質貿易収支



<sup>2</sup> 名目貿易収支は、平成23年通年でみても、東日本大震災やタイ洪水による供給制約の影響、震災後の火力発電へのシフトに伴う燃料輸入の増加などから、赤字となった。暦年で赤字となったのは、国際収支統計ベースでは、昭和38年以来、48年振りである。

(2) 名目経常収支



実質輸出を地域別にみると（図表 3 (1)）、米国向けが増加を続けた一方、EU 向けは、債務問題から欧州景気が停滞感を強める中で、減少した。また、中国向けやN I E s 向けも減少した。この間、A S E A N 向けは、タイの洪水の影響から、10～12月に減少したあと、1～3月は大幅な反動増となった。財別にみると（図表 3 (2)）、中間財は、アジア向け中心に減少を続けた。自動車関連は、10～12月まで2四半期連続で増加したあと、1～3月は横ばい圏内での動きとなった。消費財（デジタルカメラ）は、タイの洪水による供給制約から、10～12月に大幅に減少したあと、1～3月は大幅な反動増となった。情報関連、資本財・部品も10～12月に減少したあと、1～3月は小幅の増加となった。

(図表3) 実質輸出の内訳

## (1) 地域別

(季節調整済、前期比、%)

	平成23年 第1四半期	2	3	4	平成24年 1
米国 <15.3>	-6.3	-11.1	19.8	4.9	2.5
EU <11.6>	-0.4	-4.9	9.8	-8.3	-4.0
東アジア <52.8>	-1.3	-5.7	4.8	-4.5	0.9
中国 <19.7>	1.0	-9.9	7.5	-4.8	-1.9
NIEs <22.8>	-2.5	-2.9	0.7	-4.1	-1.5
ASEAN4 <10.4>	-2.9	-3.5	9.4	-4.9	11.4
その他 <20.3>	0.7	-6.3	13.7	-0.5	3.1
実質輸出計	-1.9	-4.7	7.3	-2.8	-0.1

## (2) 財別

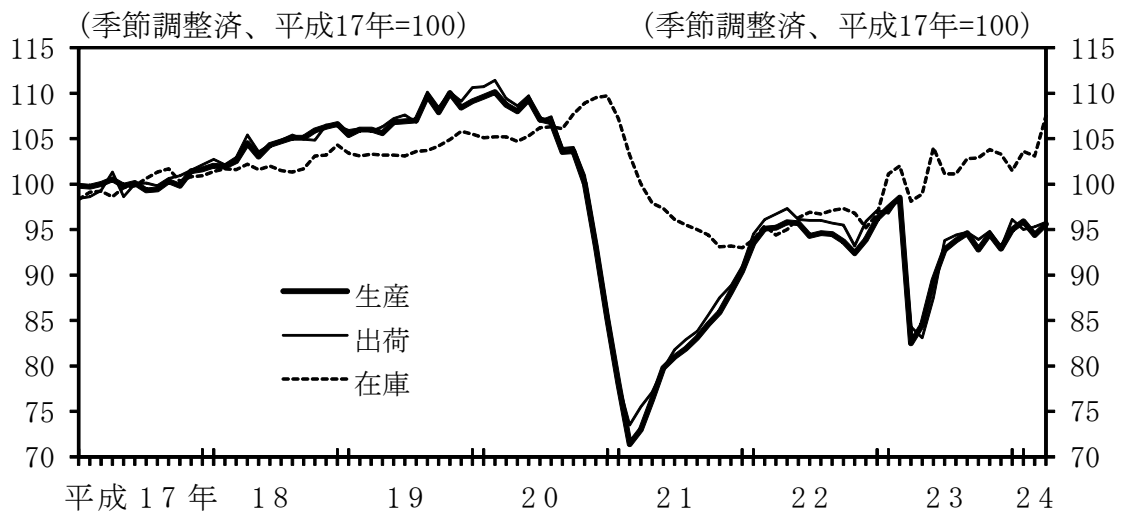
(季節調整済、前期比、%)

	平成23年 第1四半期	2	3	4	平成24年 1
中間財 <20.9>	-0.9	-4.1	-2.1	-1.4	-3.0
自動車関連 <20.6>	-6.9	-24.8	44.5	4.1	0.3
消費財 <3.2>	-3.2	-10.2	23.7	-20.2	28.4
情報関連 <10.0>	-0.8	-1.4	4.9	-3.5	1.6
資本財・部品 <30.3>	1.0	1.0	-0.1	-2.6	1.0
実質輸出計	-1.9	-4.7	7.3	-2.8	-0.1

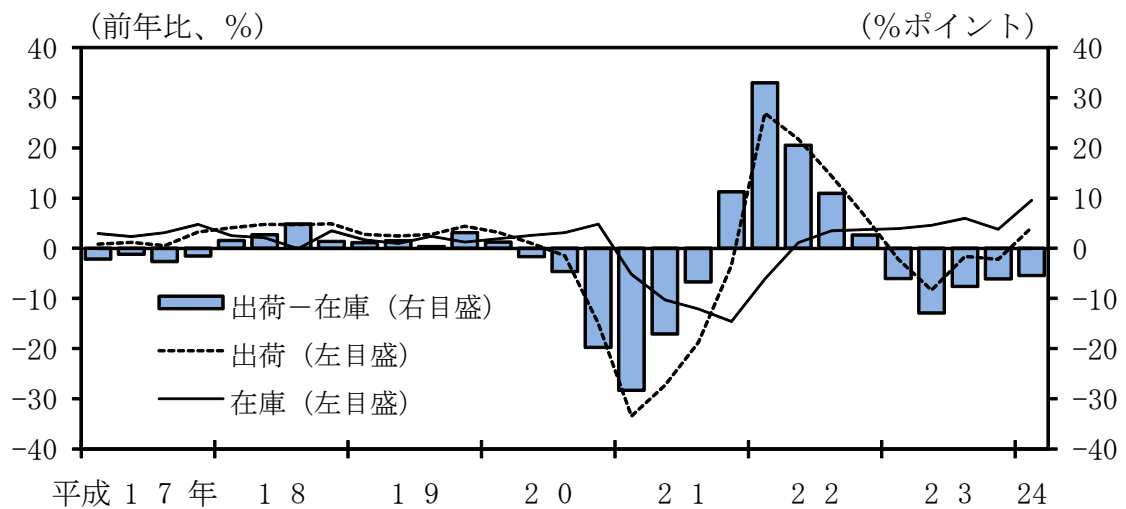
(注) < >内は、23年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

鋳工業生産も、上記の輸出動向などを反映して頭打ちとなり、横ばい圏内で推移した(図表4)。ただし、年度末にかけては、タイ洪水による供給制約の解消や自動車の国内販売増加、情報関連分野における在庫調整の進捗などを背景に、持ち直しに向かう動きがみられるようになった。この間、出荷・在庫バランスをみると(図表5)、全体として、在庫の伸びが出荷の伸びを上回る状態が続いたが、電子部品・デバイスなどを中心に、徐々に改善に向かった。

(図表4) 鉱工業生産・出荷・在庫



(図表5) 出荷・在庫バランス



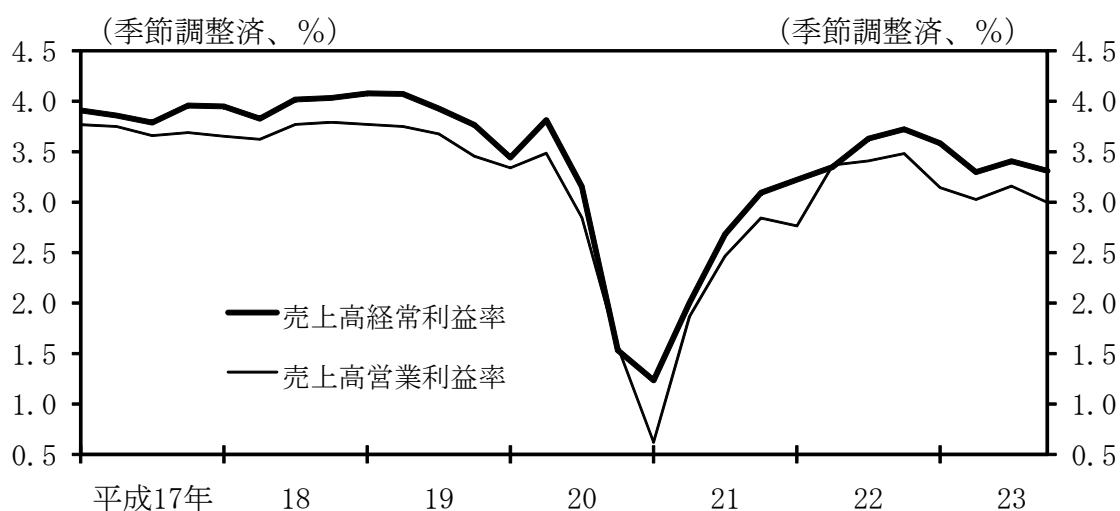
(設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調を辿った)

企業収益は、製造業が、輸出・生産の頭打ちなどから大企業を中心に弱めに推移する一方、非製造業は、電力を除けば内需堅調を背景に増益基調を維持するなど、業種・規模によるばらつきを伴いつつも、全体として横ばい圏内の動きとなった。法人企業統計をみると(図表6)、売上高経常利益率や売上高営業利益率(ともに季節調整値)は、7～9月に幾分上昇したあと、10～12月はやや低下した。



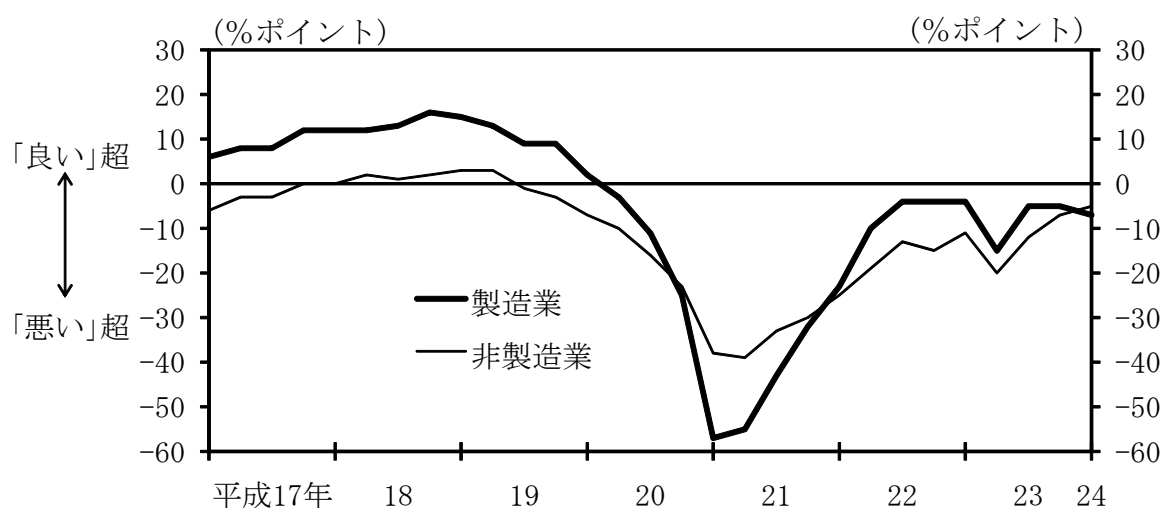
この間、企業の業況感を短観でみると、製造業では大企業を中心に弱めに推移する一方、非製造業では改善傾向が続いた（図表7）。全産業全規模ベースでは、9月にかけて大幅に改善したあと、12月、3月には改善の動きが大きく鈍化した。

（図表6）企業収益



（注）法人企業統計季報の計数。金融業、保険業を除く、全産業全規模ベースの計数。

（図表7）企業の業況判断D. I.（短観）



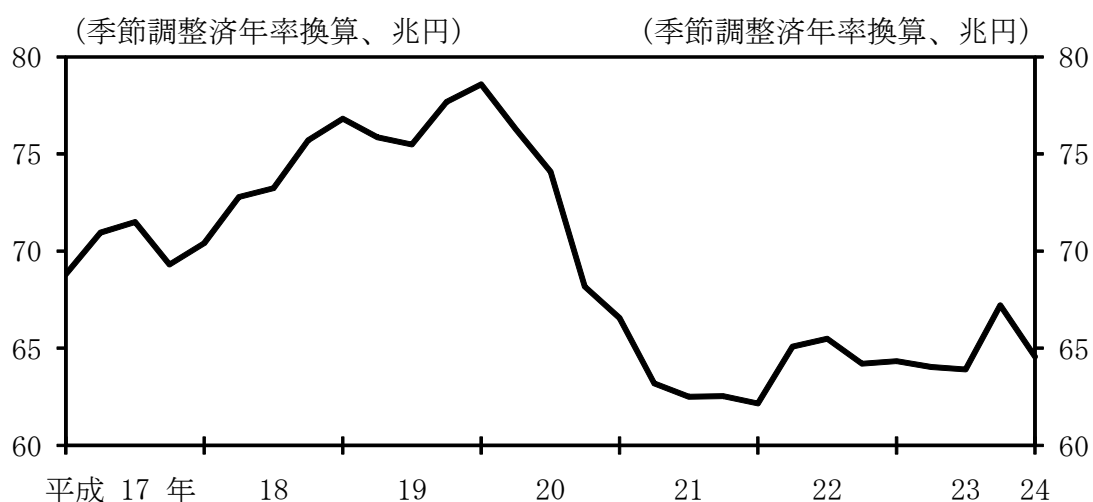
（注）全規模合計ベース。

設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調を辿った（図表

8 (1))<sup>3</sup>。設備投資の一致指標である資本財総供給は<sup>4</sup>、10～12月まで3四半期連続での前期比増加となったあと、1～3月は減少した（図表8(2)）。設備投資の先行指標をみると（図表8(3)）、機械受注は、10～12月に一旦小幅の減少となったが、1～3月は小幅増加となった。建築着工床面積は、10～12月まで2四半期連続で前期比小幅の減少となったあと、1～3月は増加した。

（図表8）設備投資

（1）設備投資（実質、GDPベース）

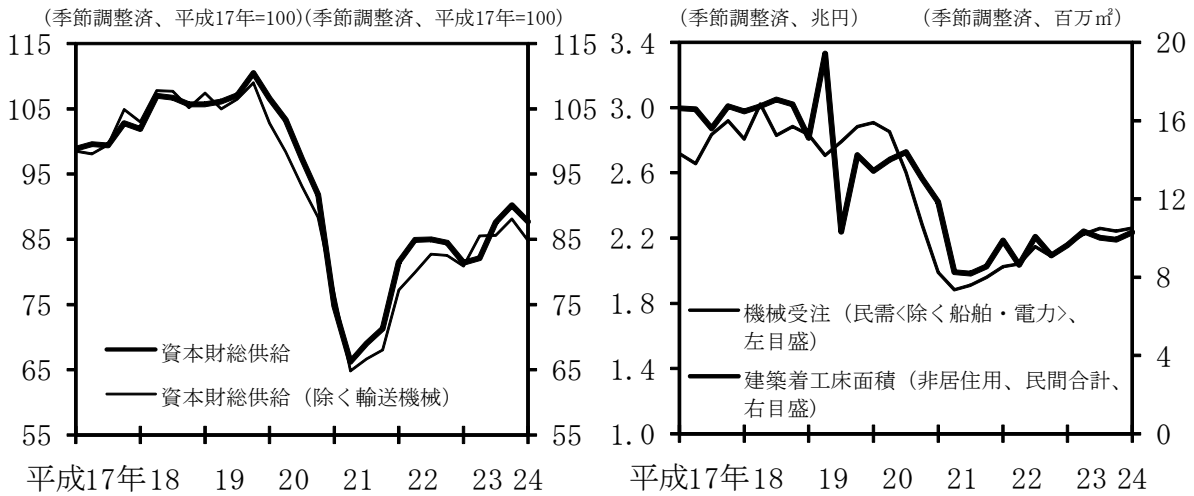


<sup>3</sup> GDPベースの実質設備投資は、振れの大きな法人企業統計の影響もあって、10～12月は前期比やや大幅に増加した。

<sup>4</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。

(2) 一致指標

(3) 先行指標



(注1) 資本財総供給については、脚注4を参照。

(注2) 機械受注の17年第1四半期は内閣府による参考系列。

(住宅投資は持ち直し傾向を辿り、公共投資は下げ止まりから増加に転じた)

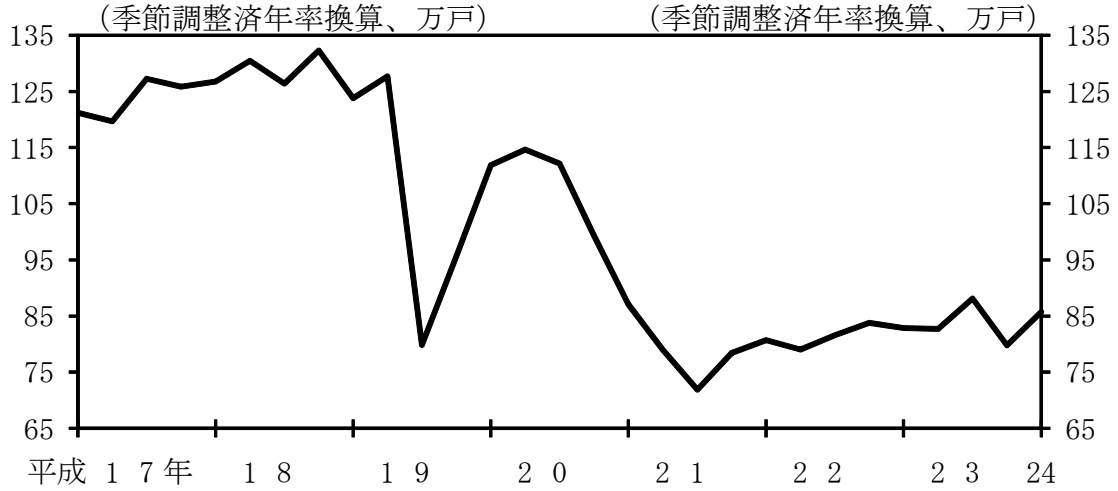
住宅投資は、持ち直し傾向を辿った。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると(図表9(1))、10~12月に、各種住宅取得促進策終了前の駆け込み需要の反動から減少したあと<sup>5</sup>、1~3月は再び増加した<sup>6</sup>。公共投資は、震災後に、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧作業などを背景に下げ止まったあと、累次にわたる補正予算の執行が進捗するにつれて、24年入り後は増加に転じた(図表9(2))。

<sup>5</sup> 住宅エコポイントの発行対象となる工事の着工期限の到来(7月末)や、住宅金融支援機構によるフラット35Sの金利優遇措置の終了(9月末)を前に、7~8月にかけて、駆け込み需要が発生していたと考えられる。

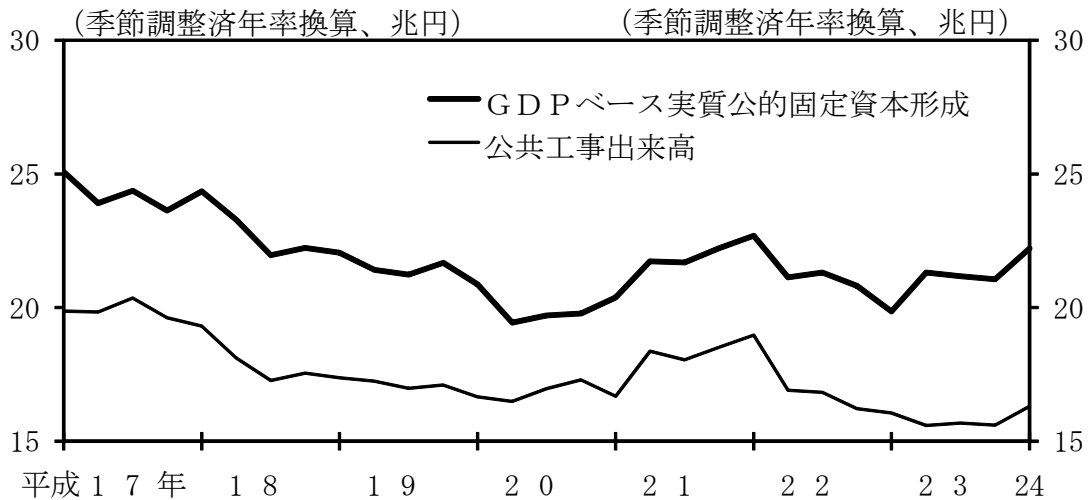
<sup>6</sup> 23年度第3次補正予算の成立によって、住宅エコポイントおよびフラット35Sの金利優遇措置が、被災地をより優遇するかたちで再導入された。

(図表9) 住宅投資・公共投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公共投資



(雇用・所得環境は、改善の動きがみられたが、厳しい状態が続いた)

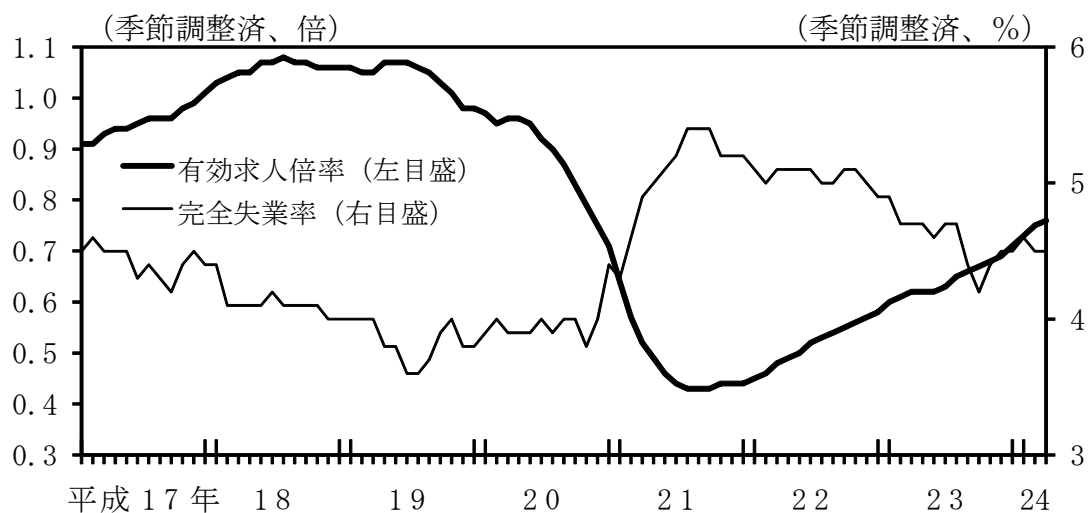
労働需給面をみると、有効求人倍率は、改善が続いた。完全失業率は、月々の振れを伴いつつも、低下傾向を辿った(図表10(1))。

雇用面についてみると(図表10(2))、労働力調査の雇用者数の前年比は、振れが大きくなっているものの、ゼロ%前後で推移した。毎月勤労統計の常用労働者数は、前年比プラスで推移した。

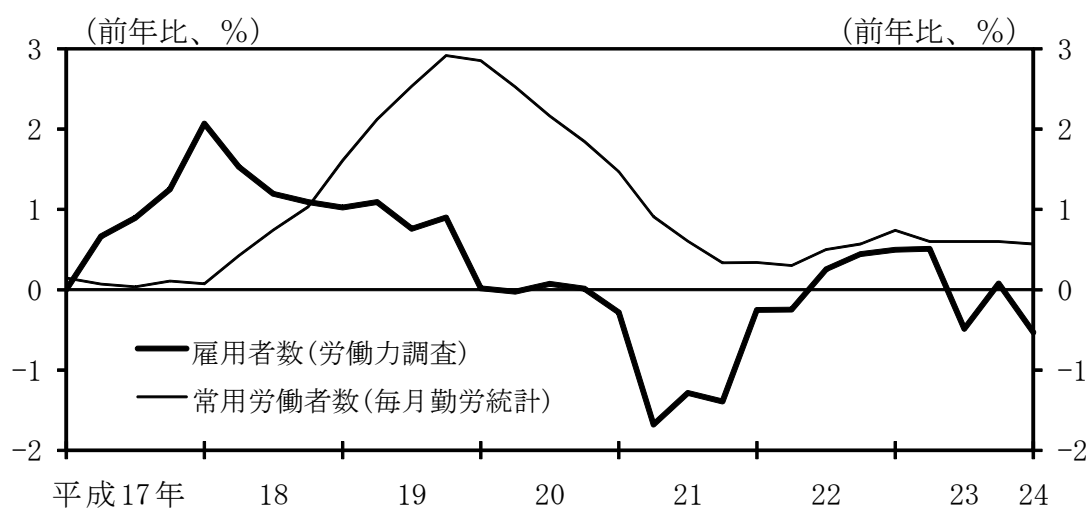
賃金面では、一人当たり名目賃金の前年比は、マイナス幅が縮小し、概ねゼロ%となった。以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比伸び率はゼロ%近傍で推移した（図表 11）。

（図表 10）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

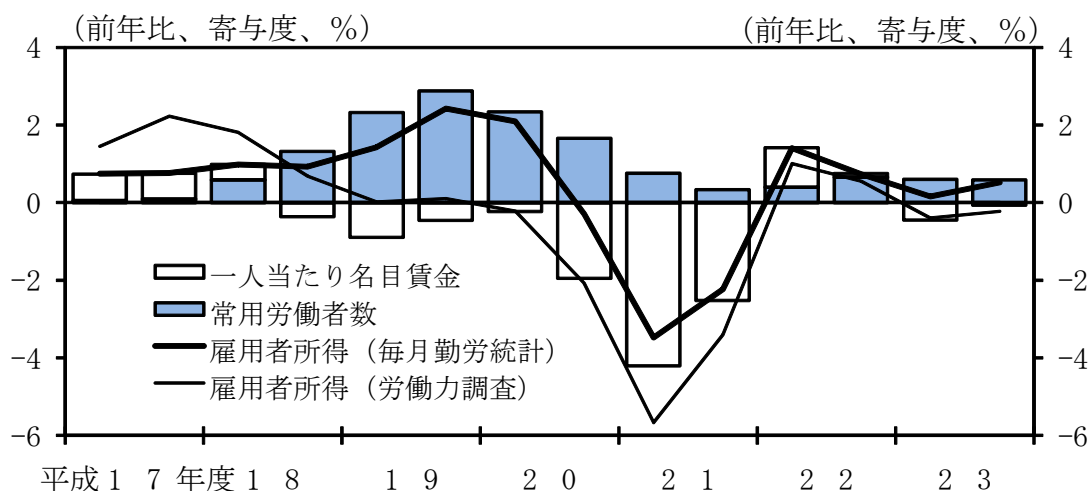


（2）雇用者数と常用労働者数



（注）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 11) 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。

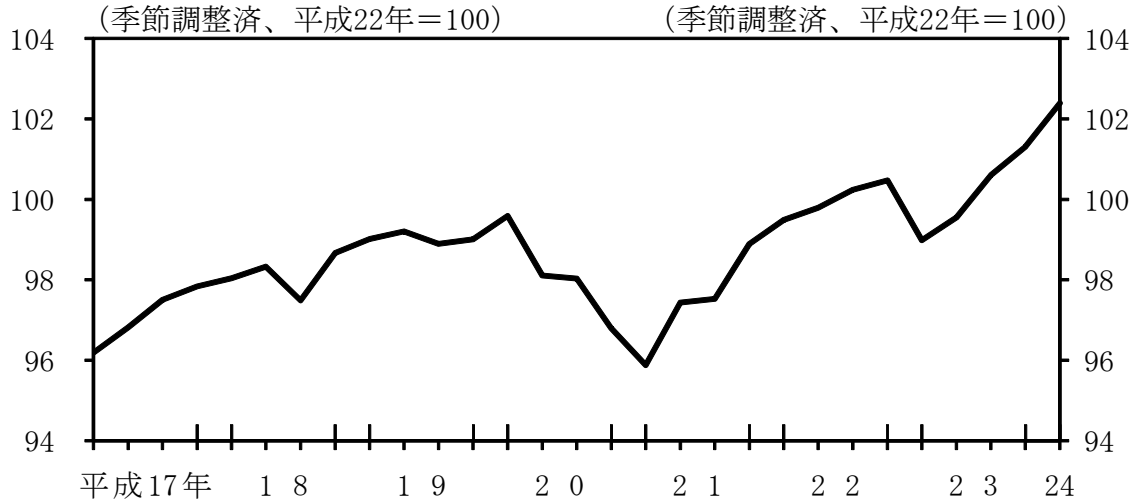
### （個人消費は緩やかに増加した）

個人消費は、家計所得が伸びない中であっても、緩やかに増加した。この背景としては、基本的には、震災後の落ち込みから、経済活動や労働需給が回復し、消費者マインドも改善したことに加えて、①被災地における生活再建消費、②震災後の消費者心理の変化（「絆消費」など）、③高齢者消費の増加、④エコカー補助金などの政策効果、⑤円高メリット、といった様々な要因が複合的に影響したと考えられる。GDPベースの実質個人消費は、1～3月にかけて4四半期連続で前期比増加となった（図表 12(1)）。財の消費動向を小売業販売額（実質）で見ると（図表 12(2)）、10～12月に前期比で小幅増加となったあと、1～3月は伸びが幾分高まった。サービスの消費動向をみると（図表 12(3)）、外食産業売上高や旅行取扱額は、振れを伴いながらも、緩やかな増加傾向を辿った。

この間、消費者コンフィデンス関連指標は、改善傾向を辿った（図表 13）。

(図表 12) 個人消費

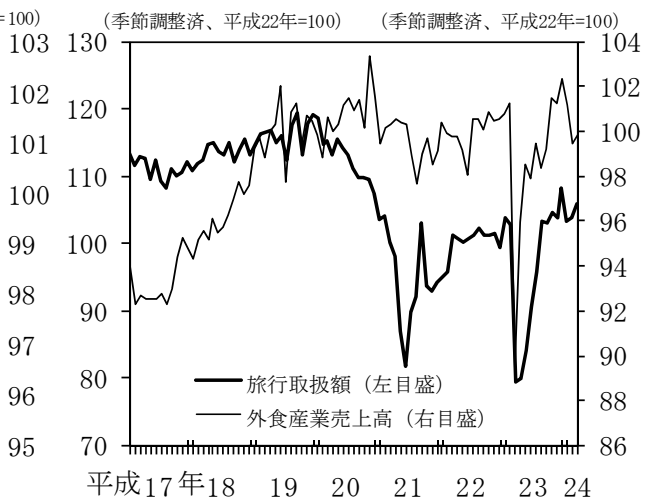
(1) 個人消費 (実質、GDPベース)



(2) 小売業販売額 (実質)



(3) サービス消費 (名目)

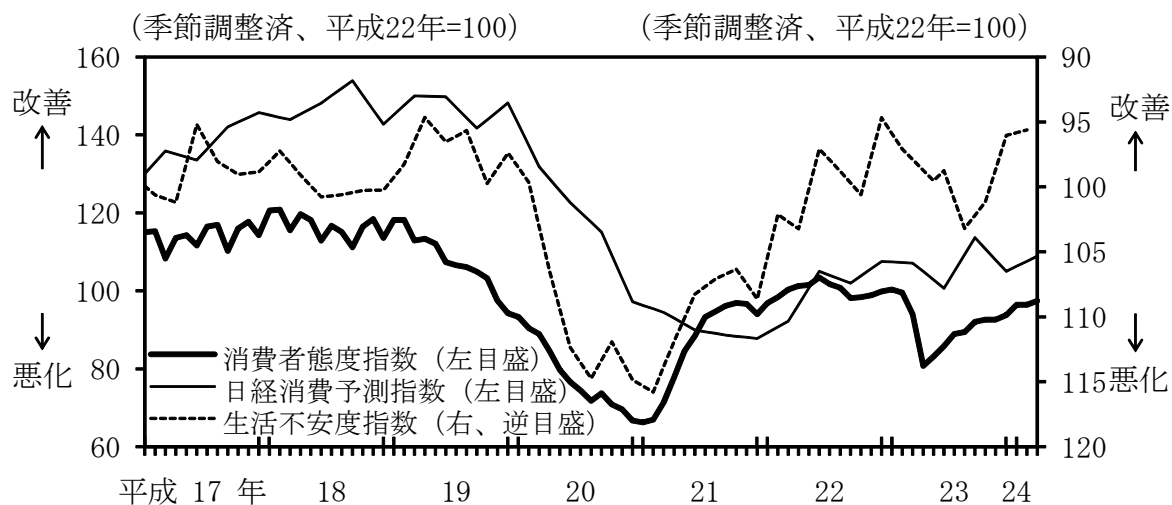


(注1) 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。

(注2) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。また、19年4月及び22年4月に調査対象が変更された結果、原データに断層が生じている。19年4月以降の系列は、前年比を用いて接続している。

(注3) 外食産業売上高は、5年の外食総研のデータを基準とし、日本フードサービス協会の前年比で延長している。

(図表 13) 消費者コンフィデンス



(注) 消費者態度指数（調査客体：全国・一般世帯 約 4,700 世帯）、日経消費予測指数（同：首都圏 600 人）、生活不安度指数（同：全国 1,200 人）は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

## (2) 物価

物価の動向をみると（図表 14）、国内企業物価の前年比は、年末頃にかけての国際商品市況の反落の影響から、夏場をピークにプラス幅を縮小した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は<sup>7</sup>、概ねゼロ%で推移した<sup>8</sup>。

国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると（図表 15）、23年後半は、国際商品市況の反落の影響から「為替・海外市況連動型」を中心に弱含んでいたが、24年入り後は、「機械類」、「鉄鋼・建材関連」が下落を続ける一方で、「為替・海外市況連動型」が上昇に転じたことから、強含みに転じた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、内訳をみると、財では、石油製品がプラス寄与を幾分縮小する一方、食料工業品が僅かながらプラス寄与に転じたほか、耐久消費財のマイナス寄与が縮小したため、全体では年度末にかけてマイナスがごく緩やかに縮小した（図表 16）。一般サービスでは、家賃が小幅マイ

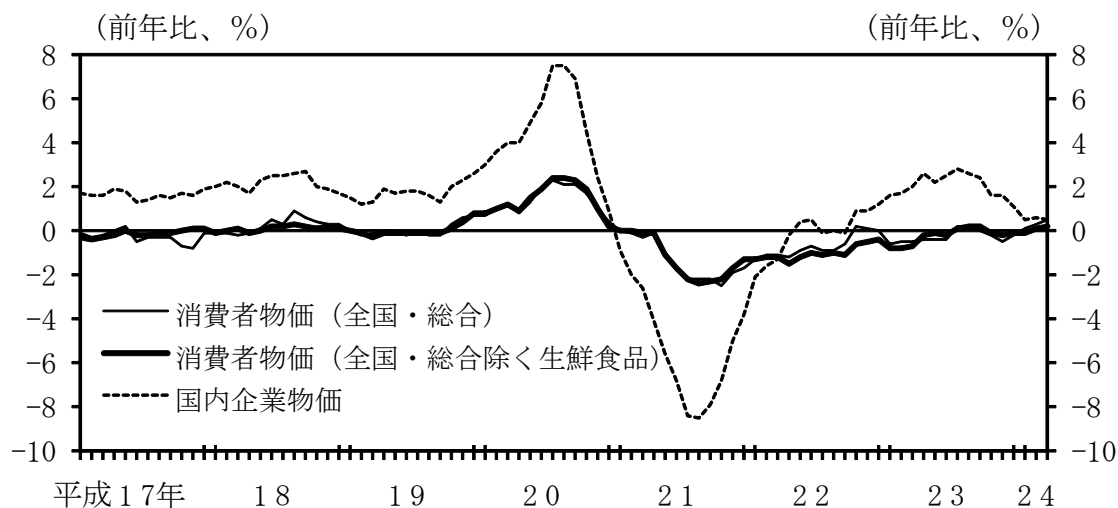
<sup>7</sup> 「消費者物価（除く生鮮食品）」は、消費者物価指数総合から天候要因による振れが大きい生鮮食品を除いたものである。

<sup>8</sup> 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、たばこ税増税や損害保険料引き上げの影響が剥落したことを主因に、下落幅が拡大した。



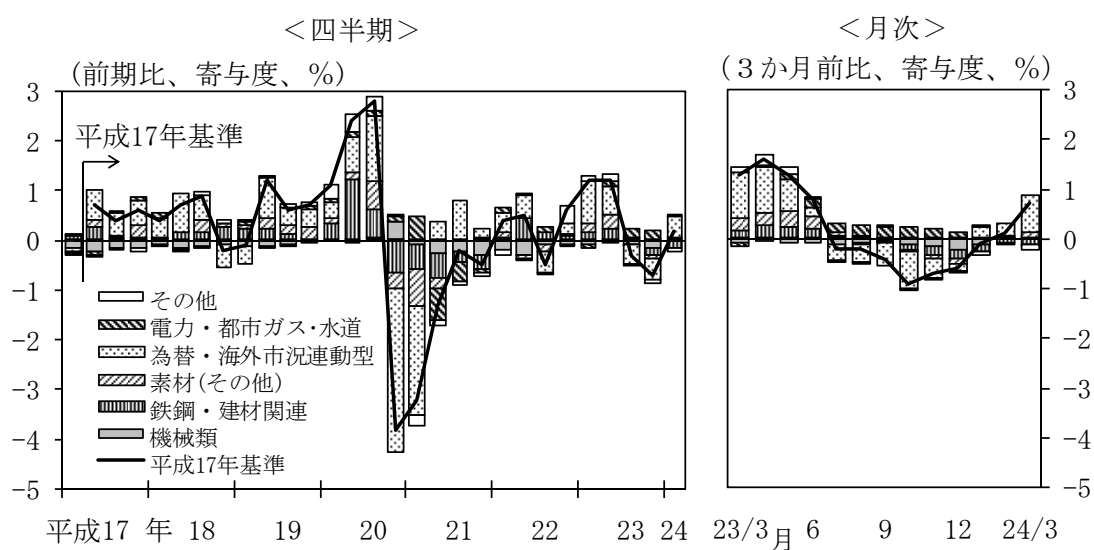
ナスを続け、外食は横ばい圏内の動きとなった。そうした中、その他のサービスが、外国パック旅行の動きなどを受けて、年度末にかけてマイナス寄与に転化し、これが一般サービス全体の動きを形成した。公共料金については、電気・都市ガス代の動きなどを背景に、上昇幅が緩やかに拡大した。

(図表 14) 物価



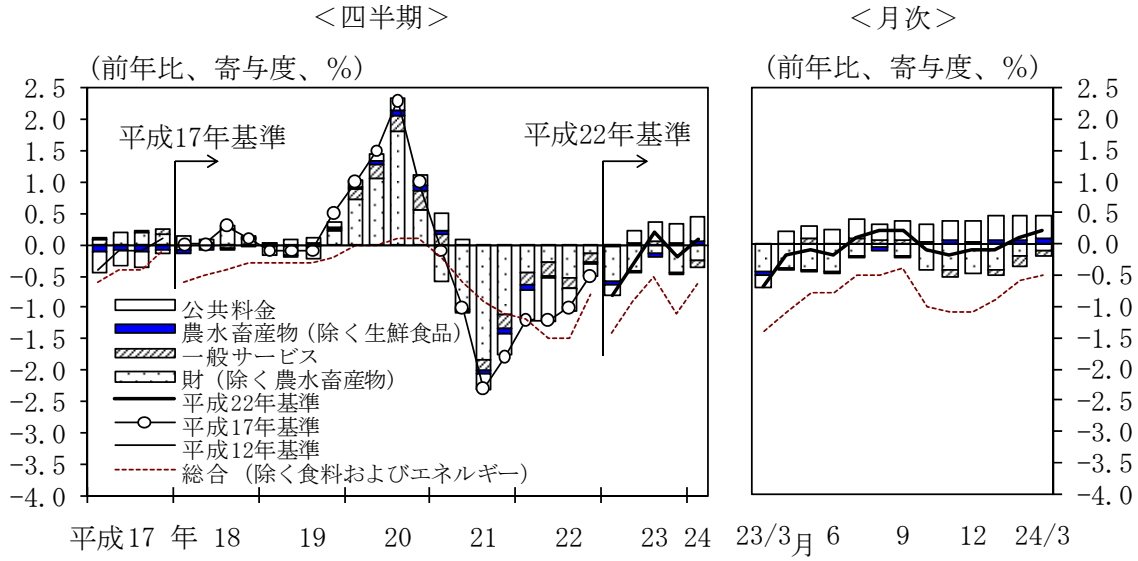
(注) 17年の国内企業物価の前年比は、接続指数を用いて算出。

(図表 15) 国内企業物価



(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、情報通信機器、電子部品・デバイス、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(図表 16) 消費者物価 (除く生鮮食品)

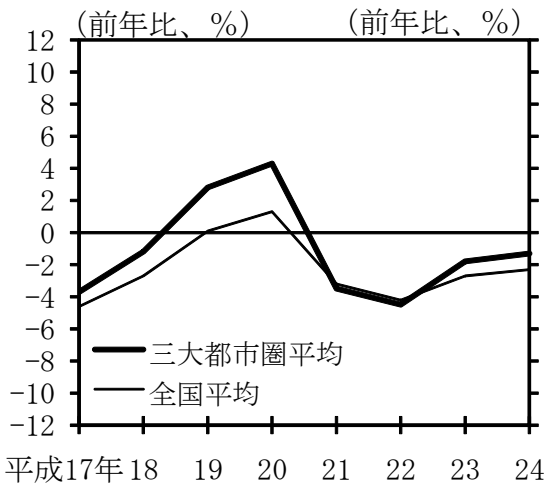


- (注 1) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは「公共サービス」とあわせて公共料金とした。
- (注 2) 「食料」は「酒類」を除いたもの。「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

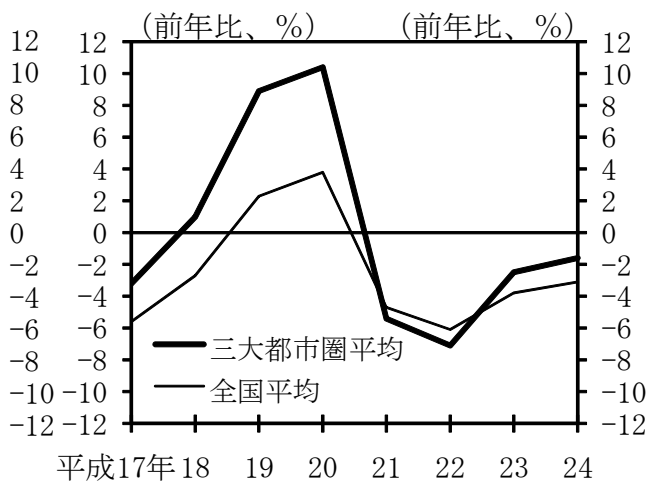
地価を地価公示でみると (図表 17)、住宅地、商業地ともに、三大都市圏を中心に、前年比の下落幅が幾分縮小した。

(図表 17) 地価公示

(1) 住宅地



(2) 商業地



(注) 地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

### (3) 海外経済

23年度下期の海外経済は、減速しつつも回復を続けたが、年末にかけて欧州債務問題の深刻化や新興国・資源国における既往の金融引き締めの影響などから減速した(図表18)。その後、年度末にかけて、全体としてなお減速した状態を脱していないが、改善の動きもみられた。

(図表18) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		22年	23年	22年 第4四半期	23年 1	2	3	4	24年 1
米 国		3.0	1.7	2.3	0.4	1.3	1.8	3.0	2.2
欧 州	ユーロエリア	1.9	1.5	1.3	2.9	0.6	0.6	-1.2	0.1
	ドイ ツ	3.7	3.0	1.9	5.5	1.1	2.3	-0.7	2.1
	英 国	2.1	0.7	-2.0	1.0	-0.2	2.3	-1.2	-0.8
東 ア ジ ア	中 国	10.4	9.2	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1
	N I E s および A S E A N 4	7.8	4.2	6.0	5.5	4.2	4.5	2.6	-

(注) N I E s および A S E A N 4 は、IMF公表のGDPウェイト(23年、購買力平価基準)を用いて算出。

米国経済は、緩やかな回復を続けた。個人消費は、雇用情勢の緩やかな改善を受けて増加したが、バランスシート問題が引き続き家計支出の重石となって作用する中、その回復ペースは基調として緩やかなものにとどまった。住宅投資については、住宅価格が軟調となる中、低水準で推移した。一方、輸出や設備投資は、緩やかな増加を続けた。こうしたもとで、生産は緩やかな増加を続けた。労働市場では、雇用者数の増加ペースが幾分拡大し、失業率も高水準ながらも低下するなど、雇用環境は緩やかな改善を続けた。

物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、既往のエネルギー価格の下落を受けて、縮小した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、財市場や労働市場の緩和的な需給環境がインフレ率を下押しする方向で作用しているものの、家賃・帰属家賃や衣料品が緩やかに上昇してい

ることから、プラス幅が幾分拡大した。

金融政策面では、23年度下期中、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準を、0.00～0.25%の範囲に据え置いた。また、保有債券の償還分の再投資や、保有国債の残高を変えずに平均残存期間を長期化するプログラムを継続した。1月下旬には、フェデラル・ファンド・レートを例外的に低い水準にする期間の見通しを「少なくとも2013年央まで」から「少なくとも2014年遅くまで」に変更したほか、物価安定に関するインフレ率の「Longer-run goal」が個人消費デフレーターで前年比2.0%であることを示した。

ユーロエリア経済は、停滞感を強めた。輸出が、海外経済の減速を受けて伸び悩む中、設備投資は減速に転じたほか、個人消費は、欧州債務問題の深刻化に伴い、横ばい圏内まで減速した。特に周縁国において、家計・企業マインドが悪化した。こうしたもとで、生産は減少した。もともと、年度末にかけて、ドイツなどでマインドが持ち直す動きもみられるなど、経済の停滞感の強まりには歯止めがかかった。

物価面をみると、周縁国における付加価値税率引き上げなどが上押し圧力となったが、財市場や労働市場の緩和的な需給環境がインフレ率を下押しする方向で作用するもと、既往のエネルギー価格の下落もあって、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、幾分縮小した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、欧州債務問題が深刻化する中、政策金利（主要リファイナンス・オペにおける適用金利）を11月、12月にそれぞれ0.25%ずつ引き下げた後、1.0%で据え置いた。この間、欧州系金融機関の資金調達環境の悪化を受けて、12月および2月に、3年物の全額供給・固定金利方式の長期リファイナンス・オペ（以下、3年物資金供給オペ）を実施したほか、適格担保基準の緩和などを通じて、潤沢な流動性の供給を一段と強化した。さらに、カバード・ボンド買入れプログラムを11月から再開し、市場流動性の低下したユーロ圏の公債と民間債の買入れ（証券市場プログラム）も継続した。

英国経済は、横ばい圏内の動きとなった。輸出が伸び悩む中、緊縮財政の影響などから個人消費は横ばいで推移し、住宅投資も弱めの動きを続けた。物価面では、緩和的な需給環境がインフレ率を下押しする方向で作用したことに加え、既往の付加価値税率引き上げやエネルギー高の影響が剥落したことから、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は縮小した。もともと、引き続きインフレーション・ターゲット（前年比2.0%）の水準は上回った。金融政策面では、イングランド銀行は、政策金利を0.5%で据え置く一方、資産買取ファシリティの資金枠を、

これまでの2,000億ポンドから、10月に2,750億ポンド、2月に3,250億ポンドにそれぞれ拡大した。

新興国・地域をみると、中国経済は、幾分減速しつつも高成長を続けた。欧州向けを中心に輸出が減速し、生産の増加ペースが幾分鈍化した一方、民間設備投資などの固定資産投資や個人消費は総じて高い伸びを続けた。物価面では、食料品や住居（家賃など）を中心に、上昇率が鈍化した。

NIEs・ASEAN諸国・地域の経済は、幾分減速した。輸出や生産は、先進国経済の減速やタイの洪水の影響を受けて、年末にかけて減少したが、年明け後は、洪水からの復旧もあって、持ち直した。内需は、設備投資に減速感が窺われる一方、個人消費は底堅く推移した。物価面をみると、労働需給逼迫を受けた賃金上昇を背景に、コアベースのインフレ率は高めで推移した。一方、総合ベースでは、生鮮食料品の高騰一服などから、前年比でみた上昇率は緩やかに低下した。

金融政策面では、欧州債務問題の悪化を受けて、世界経済の先行きに対する不透明感が高まったことやインフレ率の鈍化傾向を受けて、多くの新興国・地域で政策金利や預金準備率の引き下げなどの動きが続いた。

## 2. 金融面の動向

### (1) 国際金融資本市場

平成 23 年度下期の国際金融資本市場は、欧州債務問題を巡る不透明感の高まりなどから不安定な状況が続き、年末にかけて市場の緊張度は高まったが、各国中央銀行による金融政策対応、欧州当局による危機対応策の具体化や、米国での良好な経済指標の公表などを受けて、年明け以降、緊張度が次第に和らいだ。

短期金融市場では緊張度の高い状態が続き、米ドル資金市場のターム物金利は、欧州系金融機関の資金調達環境の悪化を映じて上昇したほか、為替スワップ市場においても、ドル転コスト<sup>9</sup>は、対円、対ユーロともに大きく上昇した（図表 19）。もっとも、11 月末の 6 中央銀行<sup>10</sup>による米ドル資金供給オペの貸付金利の引き下げや欧州中央銀行の 3 年物資金供給オペを通じた大量の資金供給などを受けて、年明け以降、ターム物金利は低下したほか、ドル転コストも、対円、対ユーロともに大きく低下した。ユーロ資金市場のターム物金利は、欧州中央銀行の 2 度の利下げや 3 年物資金供給オペを通じた大量の資金供給を主因に低下した。クレジット市場の動きをみると、短期の銀行間市場の信用スプレッドは、米欧ともに年末にかけて拡大した。その後は、欧州系金融機関の資金調達環境に改善がみられたことから、緩やかに縮小した。社債の対国債スプレッドも、年末にかけて不安定な動きとなったが、その後は、投資家のリスク回避姿勢が和らぐ中で、幾分縮小した。

主要国の株価をみると（図表 20）、欧州債務問題を巡る不透明感などから振れの大きい展開となったが、年明け以降、投資家のリスク回避姿勢が和らぐ中で、上昇した。米国の株価は、10 月入り後、良好な経済指標の公表や欧州債務問題に対する包括的な対策への期待の高まりを背景に一旦上昇したが、その後は、欧州周縁国の政治情勢悪化や財政再建見通しに対する懸念の強まりなどから不安定な動きとなった。もっとも、年明け以降は、欧州債務問題を巡る緊張度が次第に和らぐ中で、良好な経済指標の公表に加え、米国連邦準備制度の追加金融緩和への期

---

<sup>9</sup> 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。

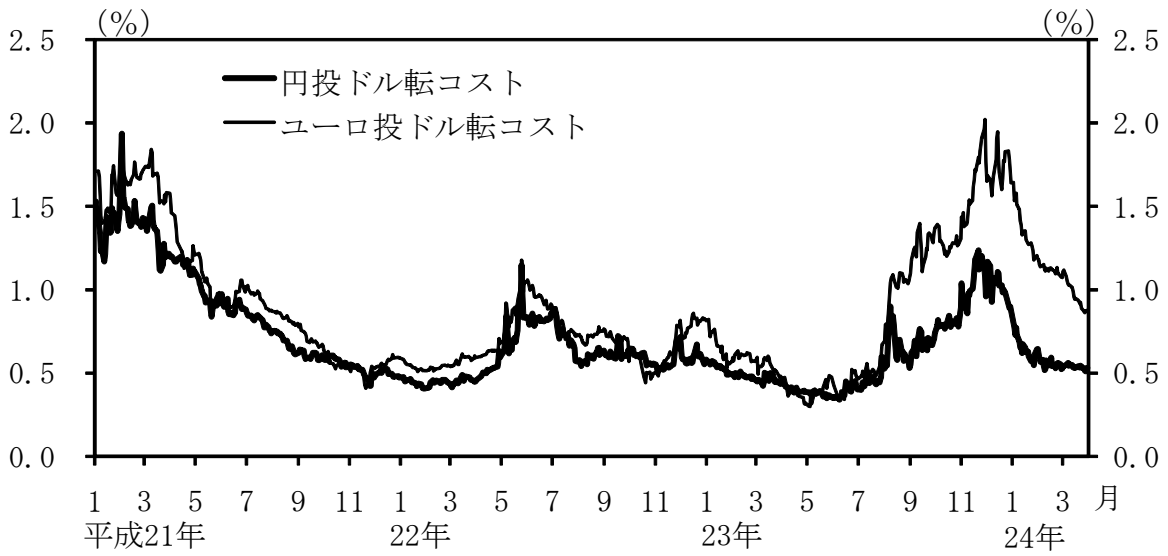
<sup>10</sup> カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行。

待が高まったこともあって、上昇した。ユーロエリアの株価も、年末にかけては、欧州系金融機関の業績悪化懸念等から、軟調に推移したが、その後は、米国の株価と概ね連動し、上昇した。

主要先進国の長期金利（国債 10 年物利回り）は（図表 21）、歴史的に低い水準で推移した。米国の長期金利は、10 月入り後に株価が上昇する中で一旦上昇した後、欧州債務問題を巡る不透明感の強まりから低下した。その後は、安全資産を選好する動きや米国連邦準備制度の追加の金融緩和観測等もあって、振れを伴いながらも低水準で横ばい圏内の動きとなった。もっとも、3 月入り後は、良好な経済指標の公表などを背景に金融政策に対する市場の思惑が交錯し、年度末にかけてやや振れのある動きとなった。ドイツでも、10 月入り後、投資家のリスク回避姿勢が和らぐ中で上昇する局面もあったが、その後は、安全資産を選好する根強い需要から、振れを伴いながらも低水準で横ばい圏内の動きとなった。この間、欧州周縁国に加えて、一部の欧州主要国の長期金利は、年末にかけて欧州債務問題を巡る不透明感から上昇した。年明け以降、ギリシャの長期金利は、記録的な高水準で推移した後、民間債務削減交渉の進展を背景に大きく低下した。また、イタリア、スペインでは、欧州中央銀行による 3 年物資金供給オペを通じた大量の流動性供給のほか、各国の財政再建策への取り組みもあって、次第に低下した。この間、ポルトガルでは、高水準での推移を続けた。

新興国・地域の金融市場をみると、株価は、欧州債務問題を巡る不透明感の強まりから下落する局面もあったが、年明け以降、投資家のリスク回避姿勢が和らぐ中で、上昇した。また、長期金利の対米国債スプレッドも、振れの大きい展開となったが、年度末にかけて縮小した。通貨も、株価・金利と同様に不安定な動きが続いた後、年度末にかけては、総じて自国通貨高の方向で推移した。この間、国際商品市況をみると、商品毎に区々の動きとなった。金は、安全資産への選好の強まりを背景に上昇する局面もあったが、総じてみると横ばい圏内の動きとなった。非鉄金属や農作物も、横ばい圏内で推移した。一方、原油は、イラン情勢を巡る地政学リスクが意識される中、ほぼ一貫して上昇を続けた。

(図表19) ドル転コスト (3か月物)



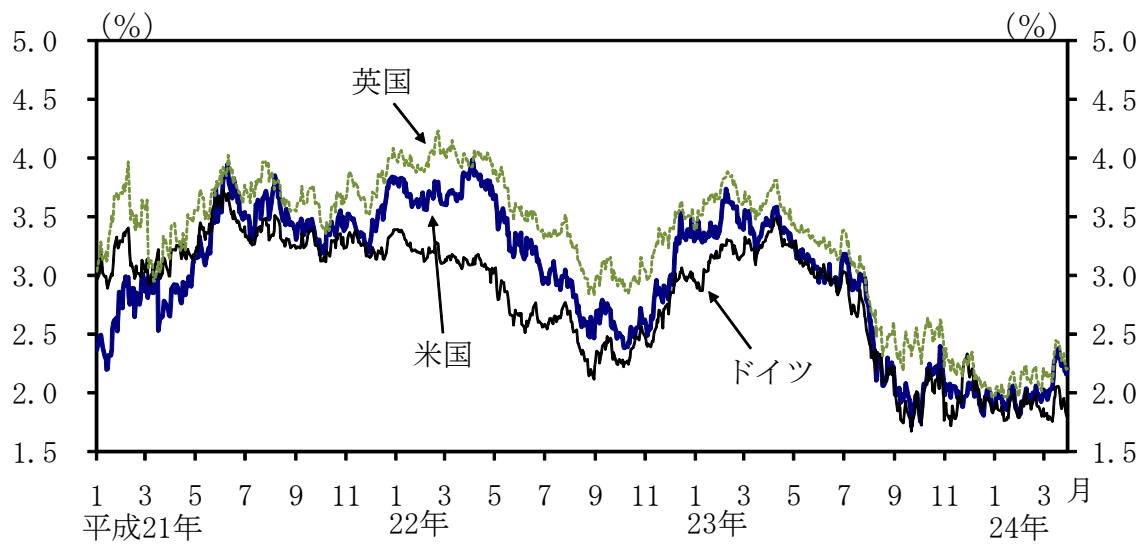
(注) ここでの円投ドル転コストは、円LIBORで調達した円を、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。ユーロ投ドル転コストは、ユーロLIBORで調達したユーロを、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。

(図表20) 米欧の株価





(図表 21) 米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）

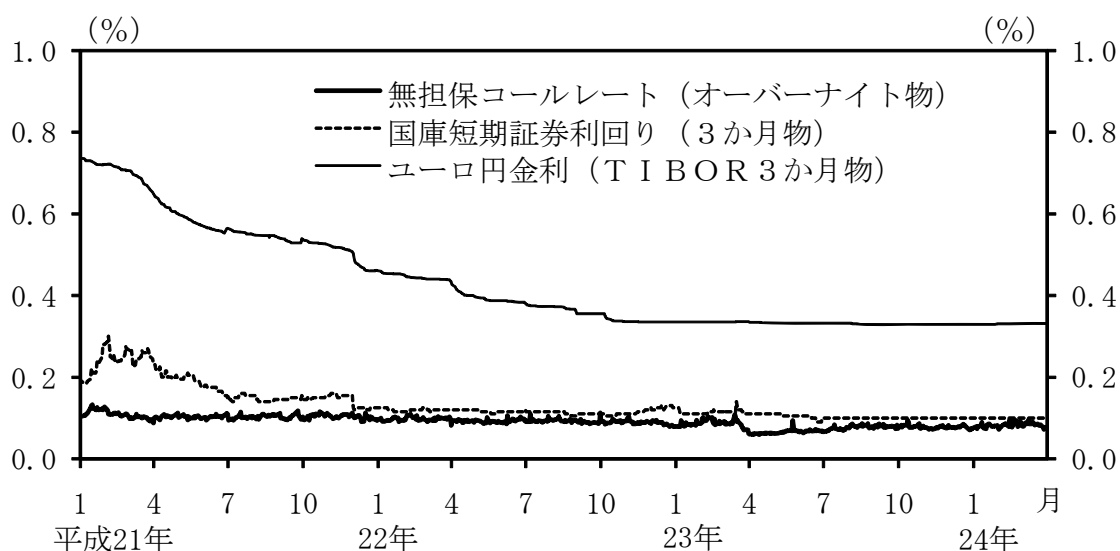


## (2) 短期金融市場

23年度下期のわが国の短期金融市場では、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける中、短期金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

翌日物金利についてみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は<sup>11</sup>、日本銀行の誘導目標金利が0～0.1%程度であるもとの、期中を通じて0.1%を幾分下回る水準で概ね横ばい圏内で推移した（図表22）。ターム物金利をみると<sup>12</sup>、国庫短期証券利回りは、1年物まで含めて、0.1%程度で推移した。この間、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、横ばい圏内で推移した。

(図表 22) 短期金融市場金利

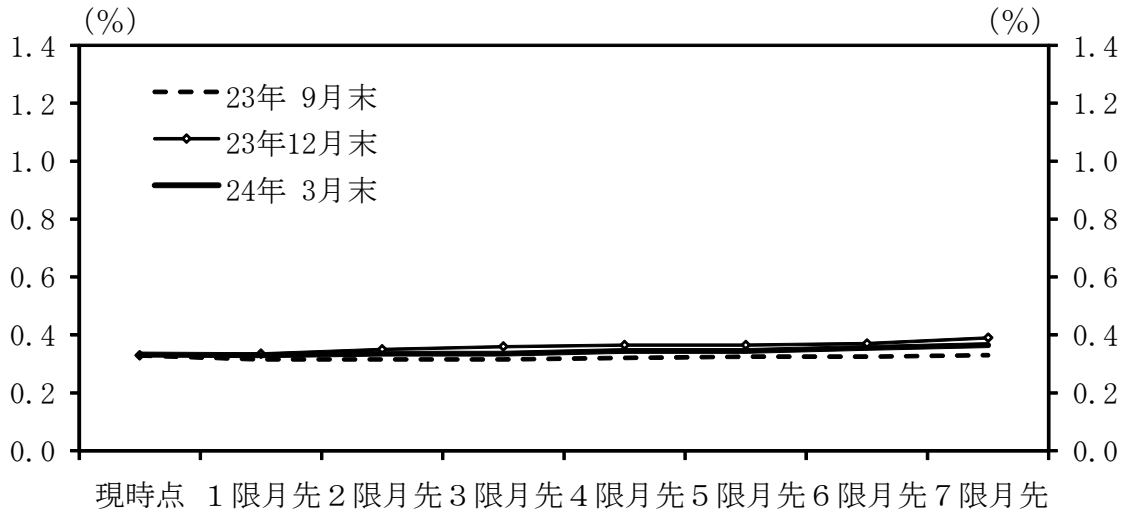


ユーロ円金利先物レートは（図表 23）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む動きとなった。

<sup>11</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>12</sup> ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

(図表 23) ユーロ円金利先物レート



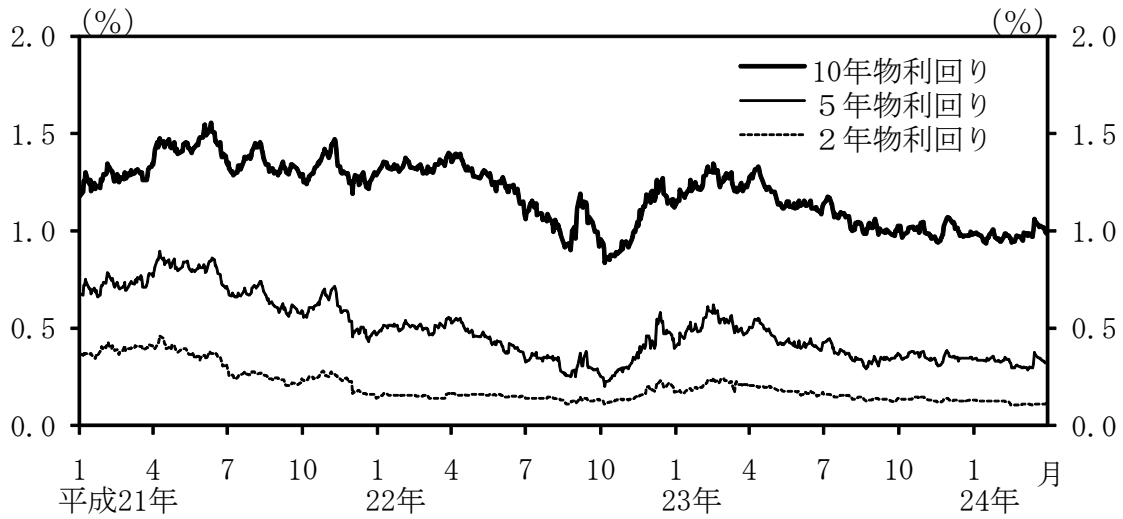
(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (T I B O R 3 か月物) である。グラフでは、例えば、24 年 3 月末時点 (太い実線) における 1 限月先 (24 年 6 月央時点) のユーロ円金利の市場予想値が 0.33%、2 限月先 (24 年 9 月央時点) が 0.34%、3 限月先 (24 年 12 月央時点) が 0.34%であったことを表している。

### (3) 債券市場

23 年度下期の債券市場の動向をみると (図表 24)、長期国債 (10 年債) の流通利回りは、総じて 1.0% 近傍の狭いレンジでの推移となった。この間、11 月下旬には、ドイツ国債入札の大幅札割れを契機とした海外投資家による先物売り等を背景に、また 3 月中旬には、米国長期金利の上昇を背景に、1.05~1.10% の範囲まで上昇する場面も一時みられた。

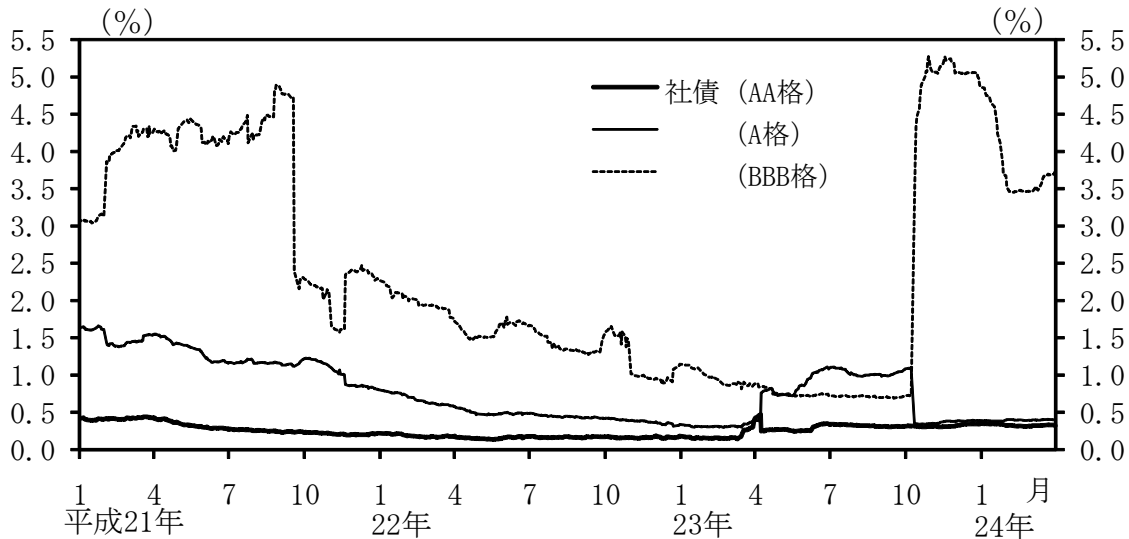
短期ゾーン (2 年債) の流通利回りについては、10 月下旬および 2 月の金融政策決定会合での資産買入等の基金による長期国債買入れ増額等の決定などを受けて、低下した。

(図表 24) 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、一部の電力銘柄を除けば、投資家の底堅い需要のもとで、期中を通じて、総じて安定的に推移した<sup>13</sup>。

(図表 25) 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。

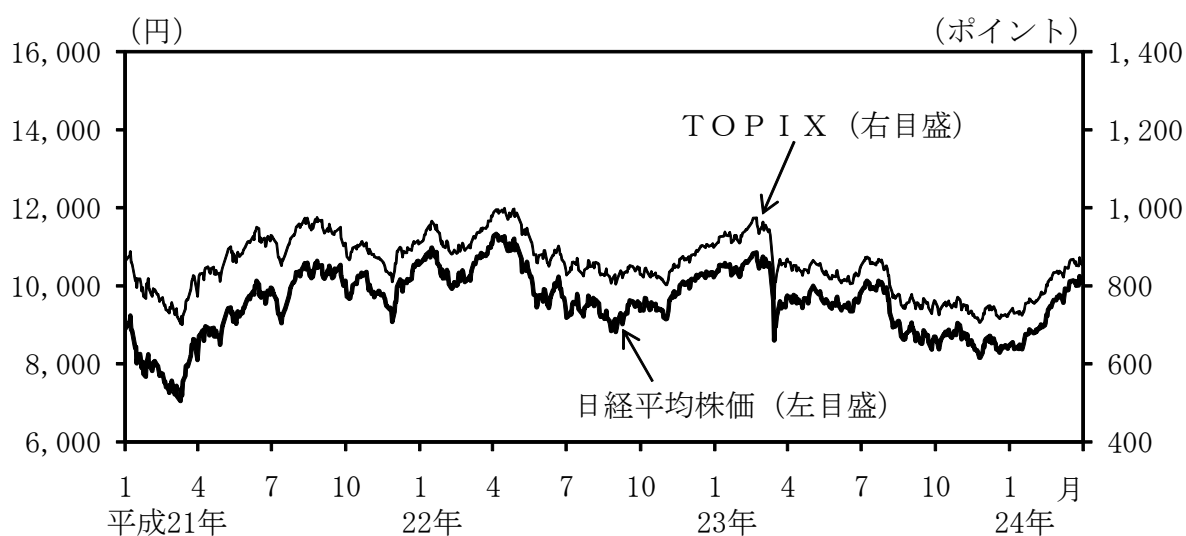
<sup>13</sup> 図表 25 では、データの制約により電力銘柄を含むベースでの流通利回り格差を用いている。図表中、同格差が、10月に、A格社債で縮小している一方、BBB格社債で拡大しているのは、スプレッドの大きい一部電力銘柄が、A格からBBB格へ格下げとなったことが影響している。また、24年初のBBB格社債の同格差の縮小も、同電力銘柄の影響によるものである。

#### (4) 株式市場

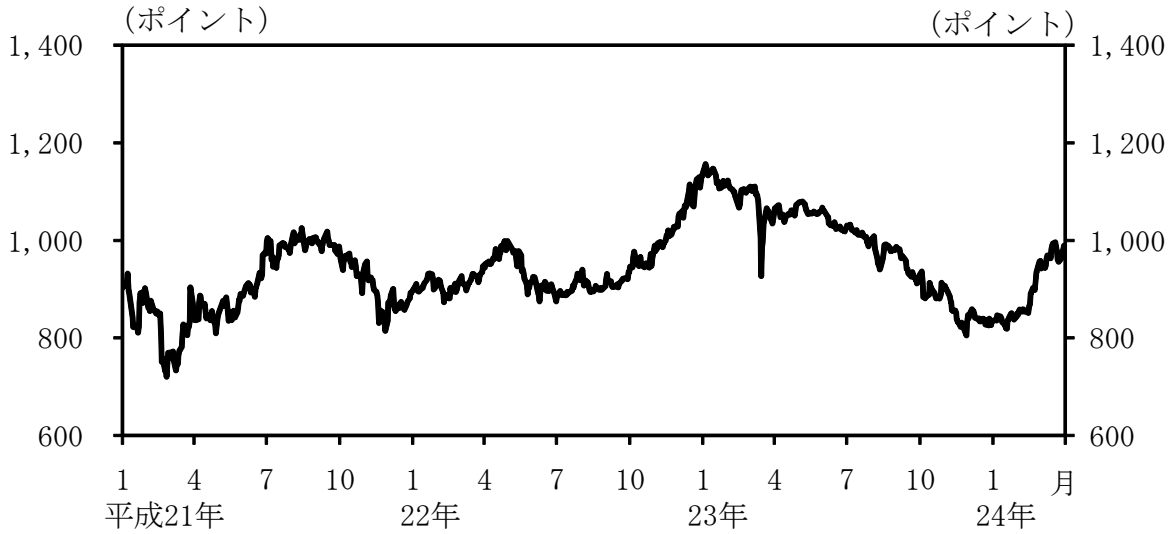
23年度下期の株式市場の動向をみると(図表26)、株価は、年末にかけては、8千円台半ばを中心としたレンジ内で、欧州債務問題等を背景とした米欧株価の振れにつれた動きとなった。24年入り後は、同問題への懸念が幾分後退する中、米国の経済指標の改善などを受け、投資家のリスク回避姿勢が後退したことや、そうした中での為替の円安方向の推移が好感されたことを背景に、10千円程度まで上昇した。

不動産投資信託(J-REIT)の投資口価格は(図表27)、投資家のリスク回避姿勢の強まりや増資等による需給悪化懸念を背景に、軟調な展開を続けた。もともと、2月以降は、海外投資家による買い戻しなどもあって、同価格は大きく上昇した。

(図表26) 株価



(図表 27) 東証REIT指数



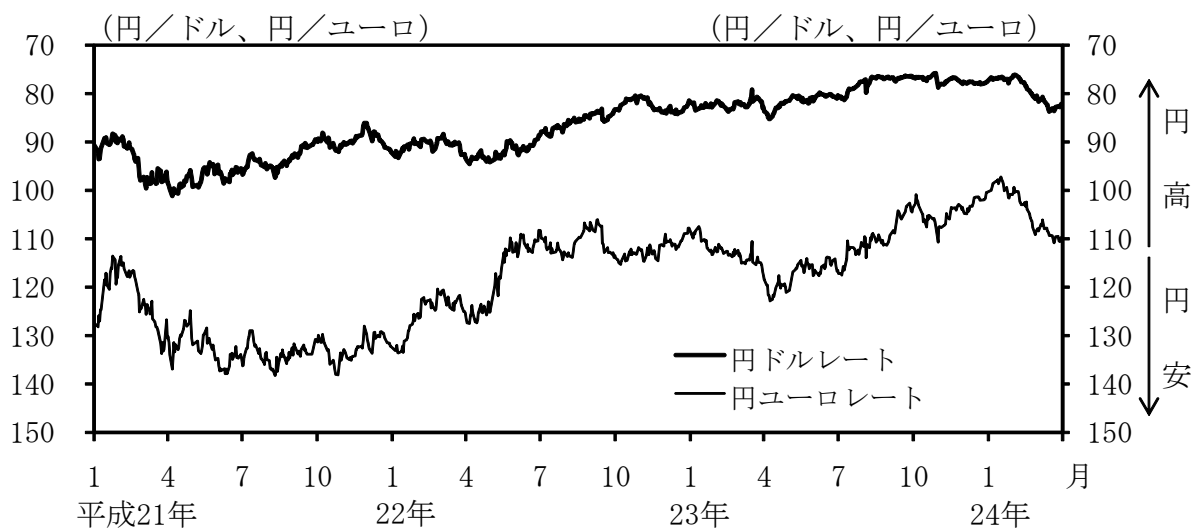
#### (5) 外国為替市場

23年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表28)、円の対ドル相場は、欧州債務問題を巡る不透明感などから投資家のリスク回避姿勢が強まる中、10月末にかけては、75円台まで円高が進行し、最高値を更新する場面がみられた。こうしたもとで為替介入が実施されたことを契機に一旦は円安方向の動きをみせたが、欧州債務問題を巡る不確実性が改めて意識されるもとで、再び円高方向に戻す展開となった。その後、24年初にかけては、米国金利が低水準で推移する一方、介入警戒感が維持されるもとで、総じて76~77円台の狭い範囲での動きを続けた。もっとも、2月以降は、欧州債務問題への懸念が幾分後退する中、米国の経済指標の改善などを受け、投資家のリスク回避姿勢が後退したことに加えて、こうしたもとの米国金利の上昇や、わが国の貿易収支の悪化などが材料視されたこともあって、円の対ドル相場は下落し、3月末には82円台となった。

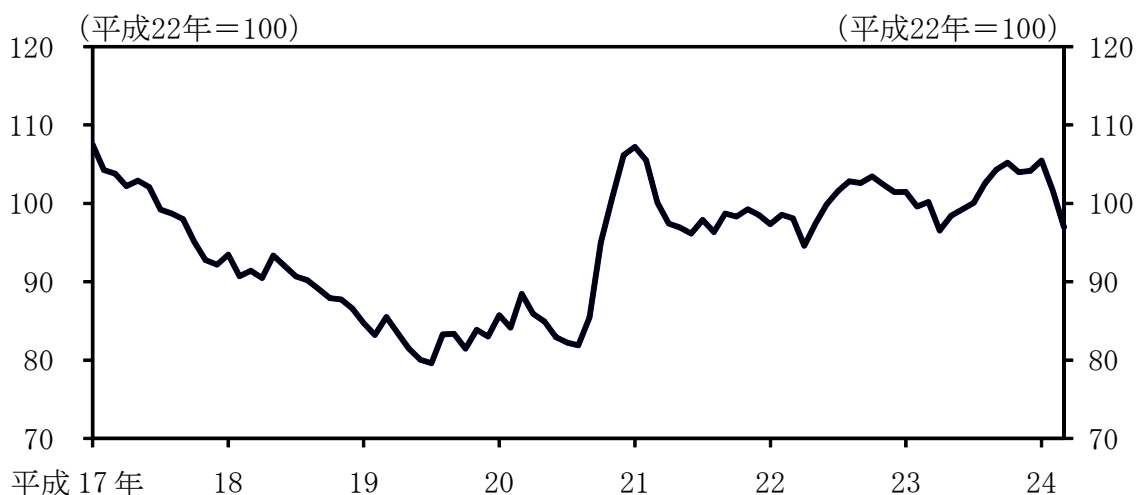
円の対ユーロ相場は、10月末にかけて、欧州債務問題を巡る政策対応への期待の高まりなどから、110円台まで円安が進んだ。もっとも、その後は、同問題に対する根強い懸念もあって、ユーロ安基調に転じ、1月中旬には、97円台と約11年振りとなる水準まで円高が進行した。2月以降は、円が幅広い通貨に対して減価する中で、対ユーロでも円安方向での動きとなり、3月末には、110円台となった。

こうした為替相場動向を受けて、円の実質実効為替レートは<sup>14</sup>（図表 29）、2月以降は円安方向に進んだ。

（図表 28）円の対ドル、対ユーロレート



（図表 29）円の実質実効為替レート

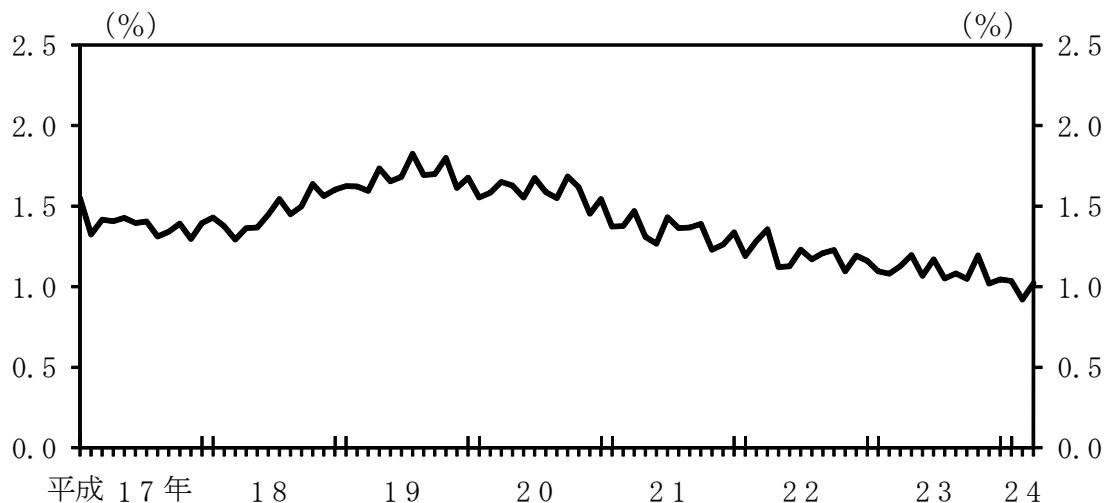


<sup>14</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

## (6) 企業金融

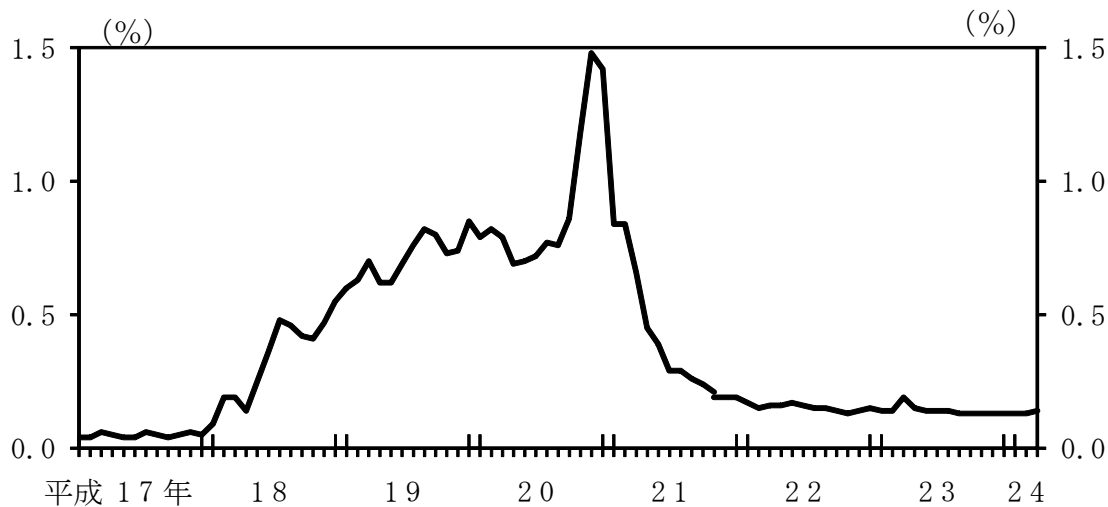
23年度下期の貸出金利をみると(図表30)、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、振れを伴いつつも、緩やかな低下傾向を続けた。

(図表30) 貸出約定平均金利(国内銀行、総合、新規実行分)



企業の短期の資金調達手段であるCPの発行金利は(図表31)、震災前と同程度となる低い水準で推移した。この間、社債の発行金利も、総じてみれば、震災前と同程度の低い水準で推移した。

(図表31) CP発行金利(3か月物)

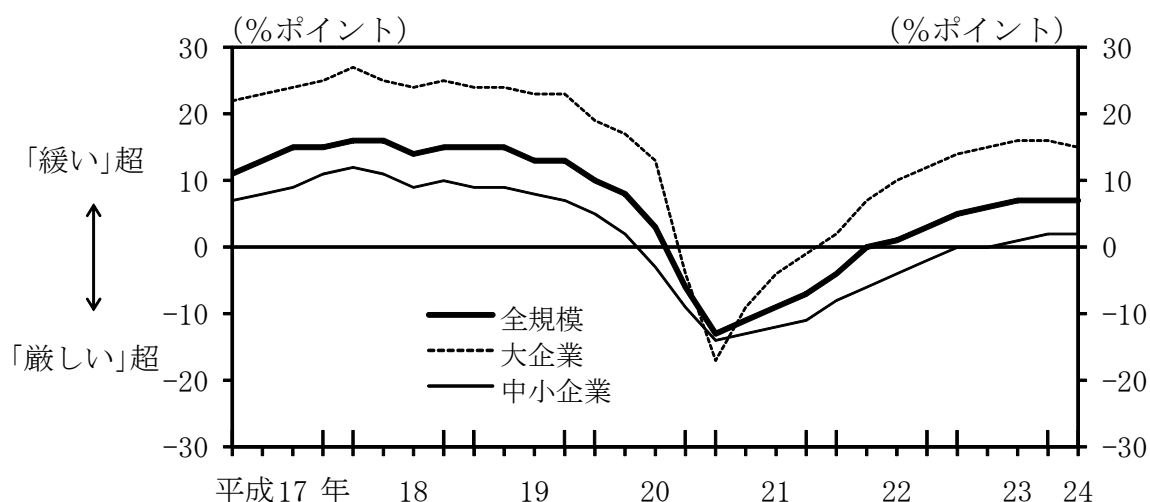


(注) 新発利回り。21年10月以前はa-1格相当以上の格付け取得先についての主要発行引き受け先平均。それ以後はa-1格相当の格付け取得先についての短期社債(電子CP)の平均。



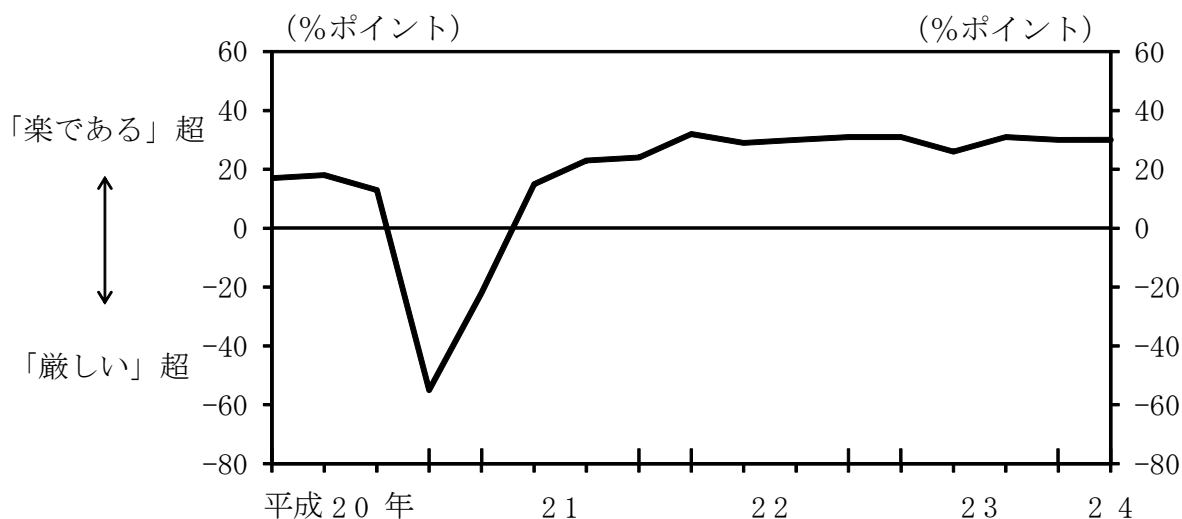
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 32）、改善傾向が続いた。社債市場では、総じてみれば、良好な発行環境が続いた。この間、CP市場でも、良好な発行環境が続いた（図表 33）。

（図表 32）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）



（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

（図表 33）CPの発行環境判断D. I.（短観、発行企業ベース）

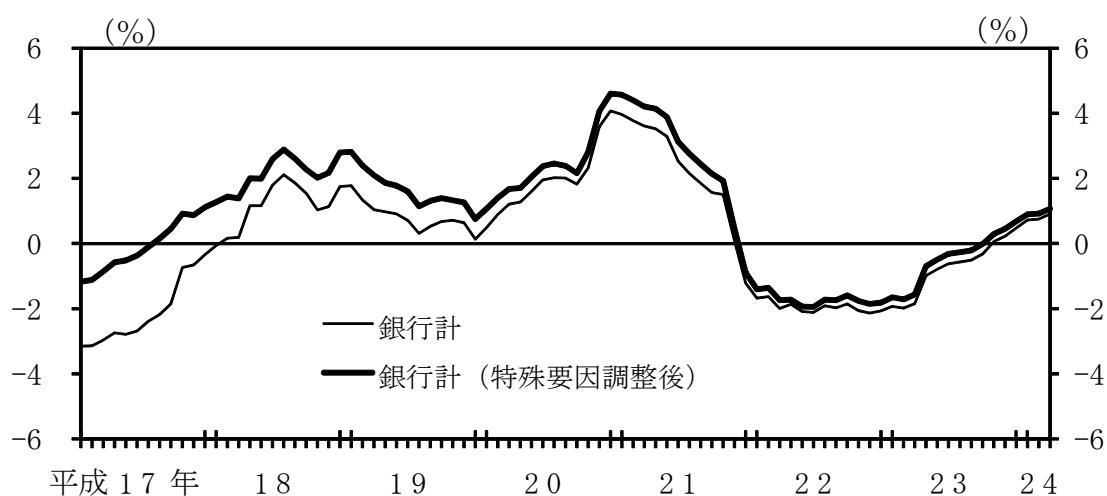


（注）全産業・大企業のうち、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「CP残高」が一度でも存在したことがある企業のみを集計対象として、各期の「CPの発行環境」判断D. I.を集計したもの。

資金需要面をみると、震災後の生産活動の回復などを受けて、運転資金需要が増加傾向を辿ったほか、企業買収関連の資金需要にも増加の動きがみられた。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高（特殊要因調整後<sup>15</sup>）は（図表 34）、前年比プラスで推移した。CP発行残高の前年比はプラスで推移したが、3月末については償還が増加したこともあって、前年並みとなった。社債発行残高<sup>16</sup>の前年比は、CPへの振り替わりもあって、12月以降は小幅のマイナスで推移した（図表 35）。

（図表 34）民間銀行貸出残高（平残前年比）

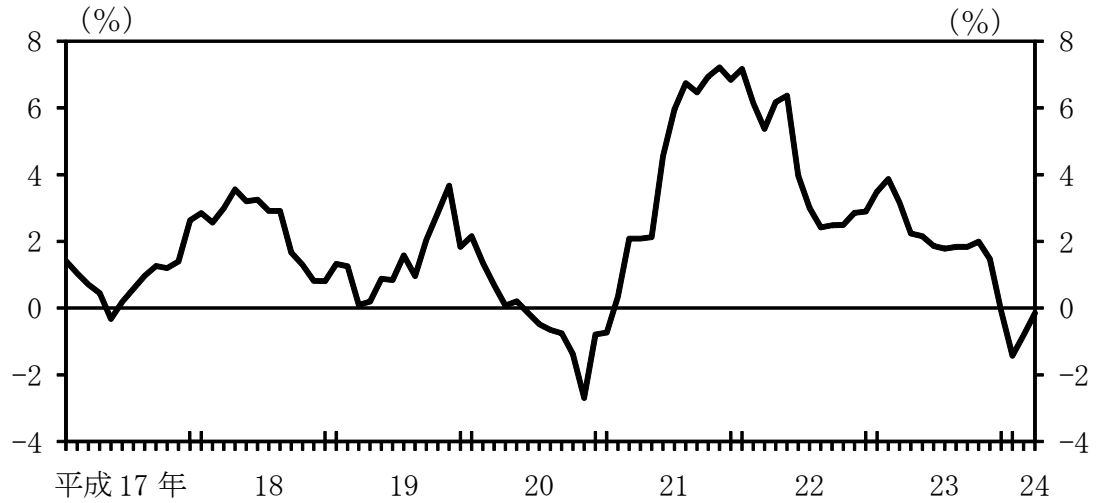


<sup>15</sup> 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

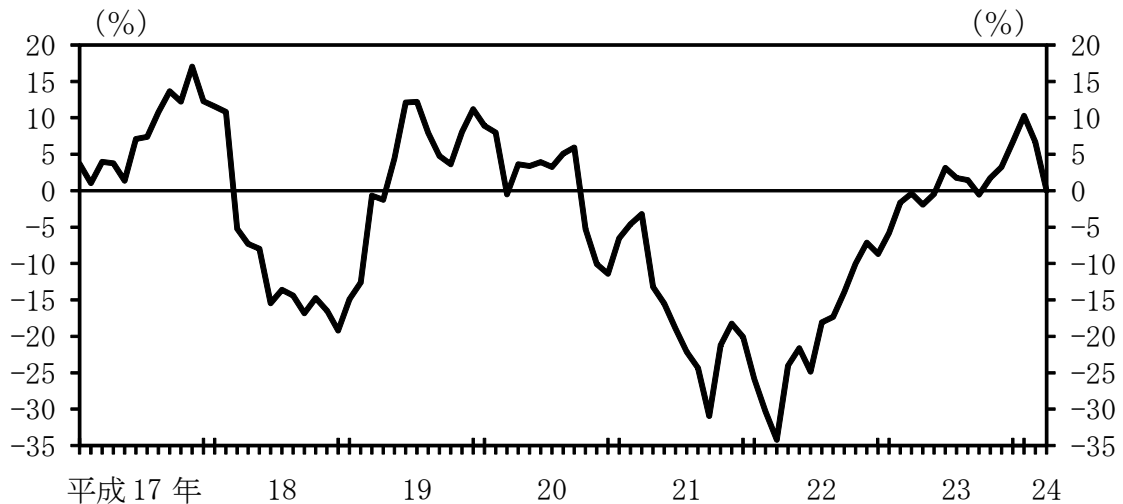
<sup>16</sup> 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門（居住者）が発行した普通社債の残高。証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 35) 資本市場調達

(1) 社債発行残高 (末残前年比)



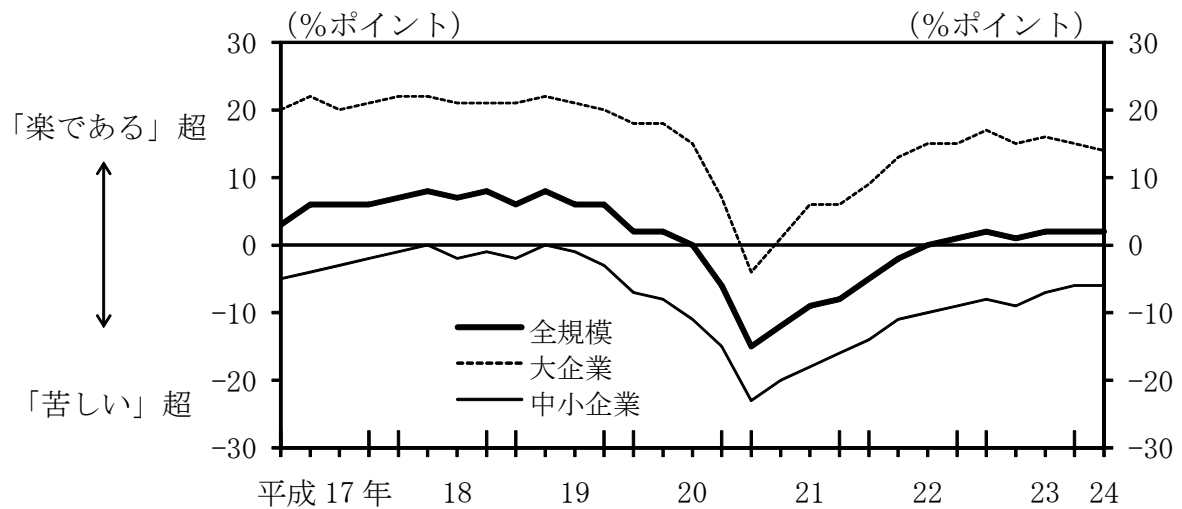
(2) CP発行残高 (末残前年比)



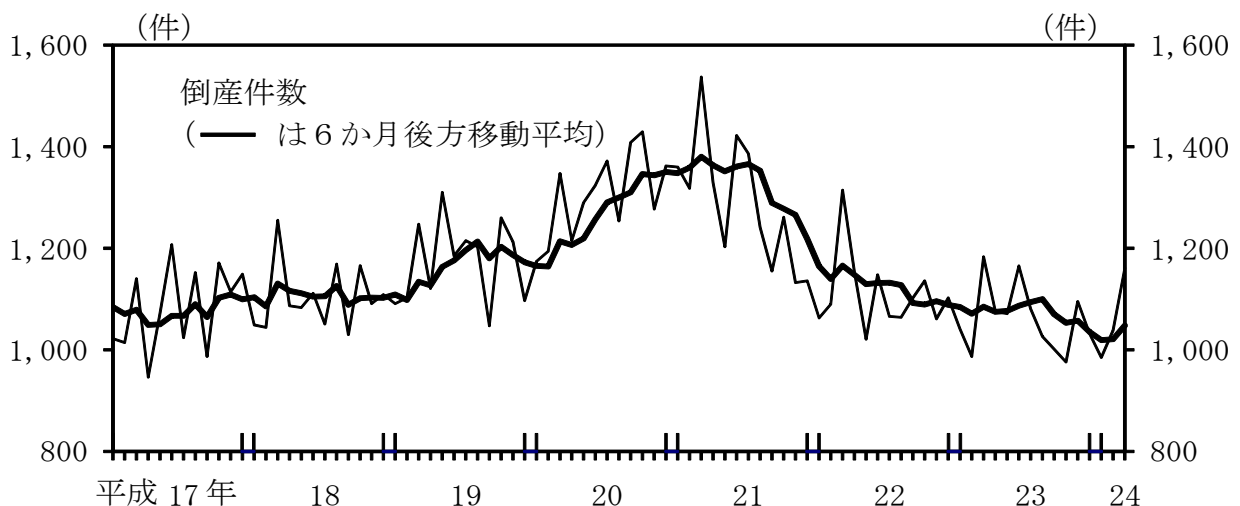
(注) 短期社債 (電子CP) の残高 (銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む)。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

企業の資金繰り判断は (図表 36)、総じてみれば、改善した状態にある。企業倒産件数は (図表 37)、低水準で推移した。

(図表 36) 企業の資金繰り判断D. I. (短観)



(図表 37) 企業倒産



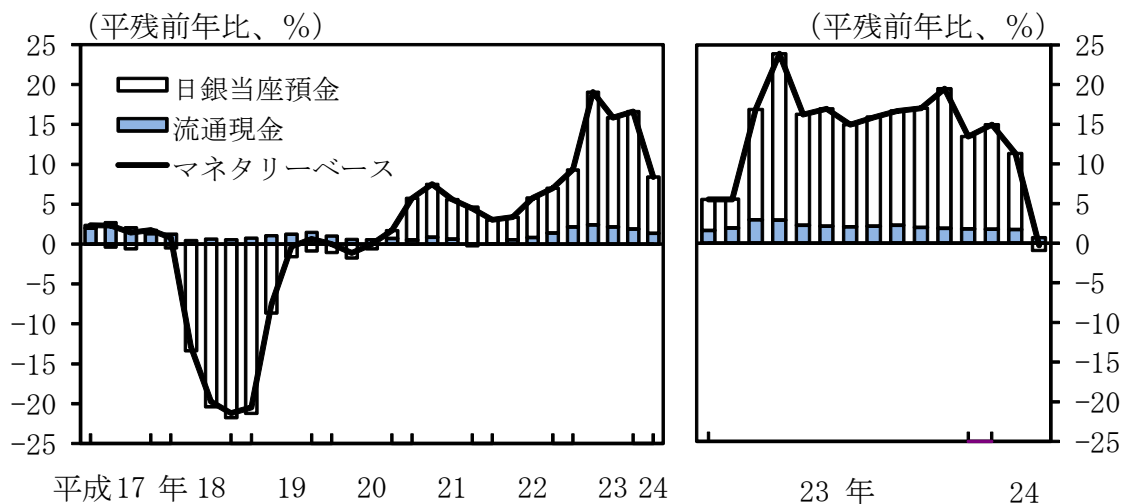
## (7) 量的金融指標

23年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 38）、引き続き高水準で推移したが、3月は若干マイナスとなった。

内訳をみると、日銀当座預金の残高の前年比は、日本銀行による潤沢な資金供給を反映して、引き続き高水準で推移したが、3月は昨年の中日本大震災以降に金融機関の予備的な資金需要が高まった反動などから、小幅のマイナスとなった。この間、銀行券発行高は、震災を契機に高まった現金需要に一服感がみられるも

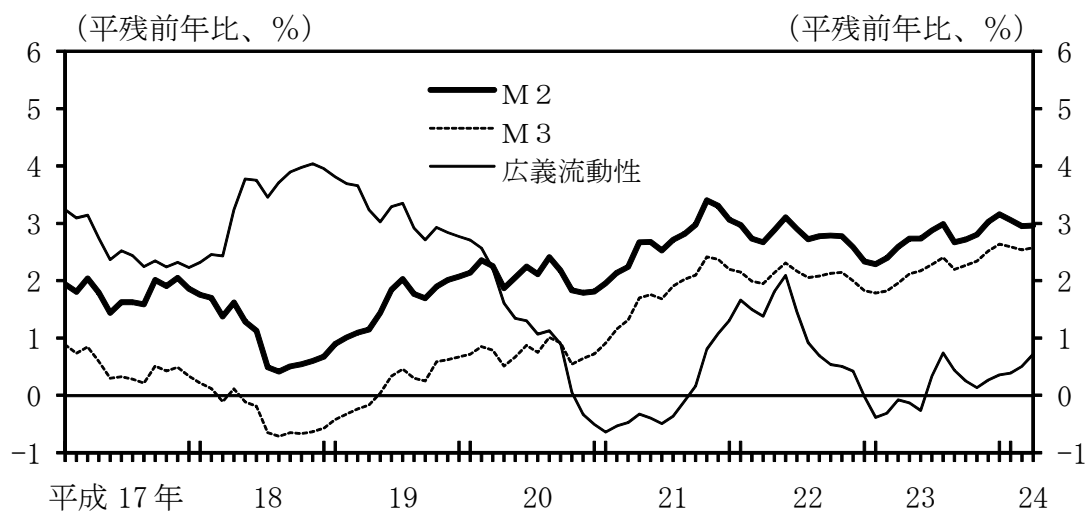
とで、伸び率が幾分低下した。

(図表 38) マネタリーベース



マネースtock (M2) の動向をみると (図表 39)、前年比 2% 台後半から 3% 程度の増加を続けた。この間、M2 よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性は、前年比 0% 台半ばの増加を続けた。

(図表 39) 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)。ゆうちょ銀行等は含まない。M3 はゆうちょ銀行等を含む。

(注 2) 広義流動性 = M3 + 金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債 + 外債 + 銀行発行普通社債 + 金融機関発行 CP。

## II. 金融政策運営及び金融政策手段

### 1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成23年10月から24年3月までの間、計8回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した<sup>17</sup>。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	白川方明	（総裁）
	山口廣秀	（副総裁）
	西村清彦	（副総裁）
	中村清次	（審議委員）
	亀崎英敏	（審議委員）
	宮尾龍蔵	（審議委員、11月30日会合を欠席 <sup>18</sup> ）
	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）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

以下では、23年度下期中の金融政策運営に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段等の動向、③日本銀行のバランスシートの動き、④金融政策手段に係る事項の決定・変更、について述べる。

---

<sup>17</sup> このうち、11月30日に開催された会合は、臨時の金融政策決定会合として行われた。

<sup>18</sup> 宮尾委員は、欠席した11月30日の会合における議決事項について、政策委員会議事規則第5条第2項に基づき、議長を通じて、書面により意見を提出した。

## 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 23 年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、23 年 10 月の会合では、景気の現状について、わが国の経済は、持ち直しの動きが続いていると判断し、先行きについては、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した。11 月の会合では、景気の現状について、わが国の経済は、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっていると判断した。先行きについては、当面、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、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。12 月の会合では、景気の現状について、わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服していると判断し、先行きについては、当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後は、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した。24 年 1 月から 2 月の会合では、景気の現状について、わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっていると判断した。先行きについては、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した。3 月の会合では、景気の現状について、わが国の経済は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にあると判断した。先行きについては、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を示した（図表 40）。

物価の現状については、10 月から 3 月までのすべての会合で、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっていると判断した。また、先行きについては、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられるとの見方を示した。

(図表 40) 政策委員会の経済情勢についての判断

23年 9月	わが国の経済は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている。
10月	わが国の経済は、持ち直しの動きが続いている。
11月	わが国の経済は、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている。
12月	わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服している。
24年 1月	わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっている。
2月	わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっている。
3月	わが国の経済は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある。

### (金融政策運営)

金融政策運営面では、10月から3月までのすべての会合で、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」とする金融市場調節方針を決定した（図表 41）。

10月7日の会合では、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、その受付期限を6か月延長し、24年4月末とすることを決定した。被災地企業等にかかる担保適格要件の緩和措置についても、その適用期限を6か月延長し、25年4月末とすることとした。

10月27日の会合では、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要であるとの見方を示した。そのうえで、8月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一段と強化することが必要と判断し、資産



買入等の基金を 50 兆円程度から 55 兆円程度に 5 兆円程度増額することを決定した。

11 月 30 日の会合では、最近の国際短期金融市場の緊張に対応するための措置として、米ドル資金供給オペレーションの貸付金利を 0.5%ポイント引き下げたほか、米国連邦準備制度との間で締結している米ドル・スワップ取極、およびこれを原資とする米ドル資金供給オペレーションの期限を、25 年 2 月 1 日まで 6 か月延長することを決定した。また、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との間で、為替スワップ取極を締結することに合意し、上記中央銀行の発行するいずれの通貨でも流動性供給を行えるようにした。12 月の会合では、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱等を制定した。

2 月の会合では、先行きの内外経済の不確実性がなお大きい中で、最近みられている前向きの動きを金融面からさらに強力に支援し、わが国経済の緩やかな回復経路への復帰をより確実なものとする必要があると判断した。そうした判断に基づき、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化することを決定した。具体的には、①「中長期的な物価安定の目途」を導入すること、②当面、消費者物価の前年比上昇率 1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していくこと、③資産買入等の基金を 55 兆円程度から 65 兆円程度に 10 兆円程度増額すること、の 3 つを決定した。

3 月の会合では、デフレからの脱却は、成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくとの認識のもとで、2 月の政策姿勢の明確化、金融緩和の一段の強化に続き、成長基盤強化支援の拡充を決定した。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については、その受付期限を 25 年 4 月末まで 1 年延長することとしたほか、被災地企業等にかかる担保適格要件の緩和措置についても、その適用期限を 26 年 4 月末まで 1 年延長することとした。

(図表 41) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
23年10月7日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>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6か月延長。</li> </ul>
10月27日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>資産買入等の基金を50兆円程度から55兆円程度に5兆円程度増額。</li> </ul>
11月16日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> </ul>
11月30日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>米ドル資金供給オペレーションの貸付金利を0.5％ポイント引き下げたほか、同オペレーションの期限を6か月延長。</li> <li>カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との間で為替スワップ取極を締結することに合意。</li> </ul>
12月21日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱等を制定。</li> </ul>
24年1月24日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> </ul>
2月14日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>「中長期的な物価安定の目途」を導入すること、当面、消費者物価の前年比上昇率1％を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していくこと、資産買入等の基金を55兆円程度から65兆円程度に10兆円程度増額すること、の3つを決定。</li> </ul>
3月13日	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。</li> <li>成長基盤強化支援の拡充を決定。</li> <li>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。</li> </ul>

(注1) 金融市場調節方針は、いずれも全員一致で決定された。

(注2) 基準割引率・基準貸付利率は、23年度下期を通じて、0.3％で据え置かれた。

## (2) 「経済・物価情勢の展望」の公表

10月27日の会合では、23年度から25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、25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 わが国経済の回復ペースは、震災直後から夏場までは、供給面の制約が解消に向かう速度によって規定されてきた。しかし、供給面の制約がほぼ解消された現在では、需要面の動向が重要性を増してきている。そのことを念頭に置いて、先行きを展望すると、わが国経済は、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。
- ② 各年度毎の経済見通しとしては、23年度下期は、輸出や生産を中心に、海外経済減速や円高の影響を受けるとみられる一方、資本ストック等の復元に向けた復興需要が、公共投資、民間設備投資、住宅投資、さらには耐久消費財の消費といった様々な面で、徐々に顕在化してくると考えられる。24年度は、復興需要が年度を通じて寄与することに加え、海外経済の成長率が緩やかに高まり、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムが働くため、比較的高い成長率となることが予想される。25年度については、復興需要の押し上げ寄与が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、24年度対比では鈍化するものの、新興国・資源国を中心とする堅調な海外需要のもとで、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる<sup>19</sup>。なお、24年度までの見通しを、7月の中間評価時点の見通しと比べると、海外経済の減速や円高の影響から、幾分下振れると考えられる。
- ③ 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比の推移を基調的にみると、マクロ的

---

<sup>19</sup> 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、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。

な需給バランスが緩やかな改善傾向を続ける中、21年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近は概ねゼロ%となっている<sup>20</sup>。

- ④ 先行きの物価を巡る環境を展望すると、マクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が緩やかな回復を辿るも、徐々に改善していくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化はみられず、見通し期間においても安定的に推移すると想定できる。市場参加者やエコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定的に推移しており、基準改定によって消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が下方改定された後も、特段の変化は見られていない。国際商品市況については、世界経済の減速などを背景にこのところ軟化しているが、やや長い目でみれば、基礎的な衣食住の水準を引き上げるニーズの旺盛な新興国が高い経済成長を続ける中で、食料やエネルギーを中心に、緩やかな上昇傾向を辿ると考えられる。
- ⑤ 以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、国際商品市況の緩やかな上昇や、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間を通じて緩やかな上昇を続けると見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移したあと、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間の後半にかけてゼロ%台半ばになっていくと考えられる。
- ⑥ 以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（中心的な見通し）である。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。まず、先行きの経済情勢については、欧州ソブリン問題を中心とする国際金融資本市場を巡る動向、海外経済の動向に関する不確実性、復興需要に関する不確実性、企業や家計の中長期的な

---

<sup>20</sup> 消費者物価については、23年8月に、22年基準の指数に切り替わり、前年比計数が23年1月分に遡って下方改定された。全国の総合除く生鮮ベースでの前年比下方改定幅は、1～7月の平均で約0.6%ポイントとなった。下方改定の要因としては、旧基準で低下していた耐久消費財の指数水準がリセットされたことに伴い、その価格下落が指数全体に与える影響が高まったことの影響が大きい。

成長期待に関する不確実性といった上振れまたは下振れ要因がある。また、物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、上述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有の要因としては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率、輸入物価の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」を念頭に置いたうえで、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した<sup>21</sup>、<sup>22</sup>。

- ① 第1の柱、すなわち先行き25年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な見通しについて点検する。上述の通り、わが国経済は、当面、海外経済減速や円高の影響を受けるものの、見通し期間を通じてみれば、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を維持するとみられることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、21年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近では概ねゼロ%となっている。以上の最近までの動きも踏まえつつ、先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面はゼロ%近傍で推移するが、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間の後半にかけてゼロ%台半ばになっていくと考えられる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。

---

<sup>21</sup> 「中長期的な物価安定の理解」に基づき、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。

<sup>22</sup> 23年10月から24年2月の会合までの間は、「中長期的な物価安定の理解」については、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である。」としていた。

- ② 第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する<sup>23</sup>。景気については、バランスシート調整が米国経済に与える影響には引き続き注意が必要である。また、欧州のソブリン問題については、今後、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が、強まっていくことにならないかどうか、注視していく必要がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。
- ③ 日本銀行は、22年10月に導入した「包括的な金融緩和政策」のもとで、資産買入等の基金による金融資産の買入れ等を進めており、買入れ等の規模については、この間、累次にわたり大幅な増額を行ってきている。また、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。
- ④ 先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、10月27日に公表した（背景説明を含む全文は10月28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。

---

<sup>23</sup> 例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因も含めて、点検を行っている。

### (3) 各会合における検討・決定

#### イ. 23年10月の会合

##### (国際金融資本市場は、緊張の高まった状況が続いている)

国際金融資本市場について、10月6、7日の会合では、委員は、欧州ソブリン・リスク問題に対する懸念や世界経済の先行きに対する不透明感から、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まっており、緊張の高まった状況が続いているとの認識を共有した。また、投資家の強い安全資産選好を反映して、米国やドイツの国債、あるいは円など、安全とみなされている資産・通貨には、資金が集まりやすくなっているとの見方で一致した。10月27日の会合では、委員は、欧州では金融システムの安定化に向けた動きも進み始めているが、その具体的な実現を巡る不確実性がなお残ることなどから、緊張状態は続いているとの見方で一致した。

##### (海外経済は、全体としては緩やかな回復傾向を続けている)

海外の経済情勢について、10月6、7日の会合では、委員は、現状、先進国を中心に成長が鈍化傾向にあるが、先行きについては、当面減速するものの、基調的には、新興国の成長に支えられて底堅く推移するとの見方を共有した。10月27日の会合では、委員は、先進国を中心に成長ペースが鈍化しているものの、新興国・資源国の高めの成長に支えられ、全体としては緩やかな回復傾向を続けているとの見方で一致した。先行きについては、当面は、国際金融資本市場の緊張が残る中、先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで、再び成長率を高めていくとの見方を共有した。

##### (わが国の景気は、持ち直しの動きが続いている)

景気の現状について、委員は、持ち直しの動きが続い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、海外経済は、当面減速するものの、基調的には底堅く推移すると考えられること、そうしたもとの輸出は、緩やかな増加基調を辿ること、資本ストックの復元に向けた国内需要が顕現化してくることなどから、わが国経済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、10月6、7日の会合では、委員は、海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響に、引き続き最も注意が必要であるとの見方で一致した。多くの委員は、欧州のソブリン・リスク問題が世界経済全体を下押しする中で、輸出が下振れるリスクが高まっているとの認識を示した。

#### **(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、10月以降、昨年引き上げられたたばこ税や傷害保険料のプラス寄与が剥落することもあって、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

#### **(金融環境は、緩和の動きが続いている)**

わが国の金融環境について、10月6、7日の会合では、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。10月27日の会合では、委員は、CPや社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。先行きについても、日本銀行による強力な金融緩和の効果が一段と浸透していく中で、緩和の動きが続き、国内民間需要が自律回復に向かう動きを支えていくとの認識を共有した。

#### **(金融市場調節方針の維持)**

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

#### **(資産買入等の基金の増額)**

10月27日の会合では、8月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、資産買入等の基金を増額し、金融緩和を一段と強化



することが必要との判断で一致した。執行部が、議長の求めに応じて、基金の具体案について説明した後、委員は、わが国の金融環境が、国際金融資本市場が不安定な中であっても、緩和の動きを続けるもとの、企業の資金調達は円滑に行われている現状も踏まえると、基金の増額の対象は長期国債とし、それを通じて金融市場全体に緩和効果のさらなる浸透を図ることが適当との見解を共有した。また、委員は、わが国の資金調達構造をみると、期間3年以下の貸出等の割合が高いため、それに概ね対応する期間の金利の低下を促すことが、金融緩和を一段と強化していくうえで効果的であるとしたうえで、基金を通じた長期国債の買入対象は、これまでと同様、残存期間2年までのものとするのが適当との見解で一致した。基金の増額の規模について、大方の委員は、8月に、先行きの様々な景気下振れリスクを前もって相当意識したうえで、10兆円程度という思い切った増額を行い、現在は、そのもとで資産買入れを着実に進めている段階であることなどを踏まえると、5兆円程度とするのが適当との見方を示した。

これらの議論を踏まえ、資産買入等の基金の残高を5兆円程度増額し、増額の対象資産は長期国債とする旨の議案が提出され、採決の結果、賛成多数で決定された。この間、一人の委員は、企業や家計の予想物価上昇率や成長期待の低下を通じて、見通し期間の景気や物価が下振れるリスクが高まっており、8月の金融緩和の強化に続き、10兆円程度という、インパクトのある規模で基金の増額を行うことが適当であるとして、反対した。この委員から提出された、資産買入等の基金の残高を10兆円程度増額し、増額の対象資産は長期国債とする旨の議案は、採決の結果、反対多数で否決された。

#### **（被災地金融機関支援オペの受付期限などを延長）**

10月6、7日の会合では、10月末に貸付受付期間が終了する被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、委員は、受付期限を延長し、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き、被災地の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ことが適当との見解で一致した。大方の委員は、延長後の期限について、被災地金融機関の年末、年度末の資金繰りに万全を期す観点から、24年4月末とするのが適当と述べた。議長は、本オペレーションの貸付受付期間の延長等に関する委員の意見は収斂していると判断し、他の委員もそれに同意したことから、本会合において、基本要領の改正を決

定することとした。これを受けて、執行部は基本要領の改正案を作成し、採決の結果、全員一致で決定された。

## ロ. 11月の会合

### （国際金融資本市場は、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にある）

国際金融資本市場について、11月15、16日の会合では、委員は、引き続き、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にあるとの認識を共有した。多くの委員は、とりわけ、欧州各国の国債利回りの対独スプレッドの上昇がイタリアなど主要国にも広がっていることや、欧州金融安定基金債（EFSF債）の対独国債スプレッドの上昇が続いていることに対し、強い懸念を示した。11月30日の会合では、委員は、欧州ソブリン問題を背景に緊張度の高い状況にあり、欧州系金融機関の資金調達環境は悪化しているとの見方で一致した。また、欧州ソブリン問題の解決の難しさを考慮すると、市場の緊張状態は長期化する可能性が高いとの認識を共有した。

### （海外経済は、全体としては緩やかな回復傾向を続けている）

海外の金融経済情勢について、委員は、先進国を中心に成長ペースが鈍化しているものの、新興国・資源国の高めの成長に支えられ、全体としては緩やかな回復傾向を続けているとの見方を共有した。

### （わが国の景気は、持ち直しの動きが続いているものの、そのペースは緩やかになっている）

景気の現状について、委員は、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっているとの見方で一致した。景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられるとの見方で一致した。また、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、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、海外金融経済情勢を巡る不確実性が、わが国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見方で一致した。とりわけ、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れ要因となる可能性があるとの認識を共有した。また、当面の国際金融資本市場の動向について、委員は、問題解決の糸口が得られるまでは、緊張感の高い状況が継続する蓋然性が高いとの見方で一致した。

#### **（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

#### **（金融環境は、緩和の動きが続いている）**

委員は、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。ただし、委員は、国際金融資本市場の連関が高いもとで、先行き欧州ソブリン問題の影響が日本の金融市場により強く及んでくる可能性について、引き続き注意する必要があるとの認識を共有した。

#### **（金融市場調節方針の維持）**

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

#### **（各国中央銀行の協調対応策と日本銀行の措置）**

11月30日の会合は、国際金融資本市場が欧州ソブリン問題を背景に緊張度の高い状況にある中、各国中央銀行（カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行）は、米ドル資金供給オペレーションの金利引き下げと期限延長、さらには米ドル以外の通貨への為替スワップ網の拡充を内

容とする協調対応策を採る方針にあることを踏まえ、各国中央銀行とともに協調対応策を講じることを検討するため、臨時に開催された。

委員は、わが国の金融環境は緩和の動きが続いており、また、わが国金融機関の外貨資金繰りには、問題は生じていないとの見方を共有した。そのうえで、内外市場間の連関が高まるもとの、今後、国際金融資本市場が一段と不安定化した場合、その影響がわが国の金融システムひいては金融環境に及ぶ可能性は排除できないとの見解で一致した。こうした議論を経て、内外の金融市場の安定確保を図るには、資金需要の高まりやすい年末を控えたこのタイミングで、各国中央銀行が協調して、国際金融システムに対する流動性供給能力を拡充することが適当との見解で一致した。以上に基づき、米ドル・スワップ取極および米ドル資金供給オペレーションの期限延長のために必要な「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正が採決に付され、採決の結果、全員一致で決定された。

## ハ. 12月の会合

### (国際金融資本市場は、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にある)

国際金融資本市場について、委員は、引き続き、欧州ソブリン問題に対する懸念が強い状況にあるとの認識を共有した。欧州系金融機関の資金調達環境について、委員は、6中央銀行による協調策や、ECBによる3年物オペの導入を受けて、資金繰りへの不安感は幾分後退したとの認識で一致した。先行きについて、委員は、欧州ソブリン問題を解決するうえで即効薬はなく、市場の緊張状態が長期間続く可能性が高いとの認識を共有した。

### (海外経済は、減速している)

海外の金融経済情勢について、委員は、欧州ソブリン問題を背景とした国際金融資本市場の動揺やそれに伴うコンフィデンスの低下、新興国における既往の金融引き締めの影響などから、減速しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面は、欧米を中心に減速が続くものの、その後は、新興国に牽引されるかたちで、成長率は徐々に高まっていくとの見方を共有した。

### **(わが国の景気は、持ち直しの動きが一服している)**

景気の現状について、委員は、海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服しているとの見方で一致した。景気の先行きについて、委員は、当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。委員は、海外経済の成長率の持ち直しとともに、わが国経済も緩やかな回復軌道に復していくという基本シナリオは概ね維持されているとの見方を示したうえで、1月に予定している展望レポートの中間評価において、この点を改めて確認していくとの認識を共有した。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、海外金融経済情勢を巡る不確実性がわが国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見方で一致した。とりわけ、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れ要因となる可能性があるとの認識を共有した。

### **(消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている)**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

### **(金融環境は、緩和の動きが続いている)**

委員は、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

### **(金融市場調節方針の維持)**

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

## **（5中央銀行との間で締結するスワップ取極の要綱等の制定）**

11月30日の臨時会合において、5中央銀行（カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行）との間で、不測の事態への対応措置として、市場の状況によって必要とされる場合に、各国・地域において、6中央銀行の発行するいずれの通貨でも流動性供給を行えるよう、25年2月1日を期限とするスワップ取極を締結することとした。それを受けて、今回の会合では、執行部から、5中央銀行との間で締結するスワップ取極の要綱および米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの基本要領等の制定に関する提案があった。委員会の討議・採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定された。

## **二. 24年1月の会合**

### **（国際金融資本市場は、全体として緊張度の高い状態が続いている）**

国際金融資本市場について、委員は、資金市場では、ECBによる大量の資金供給や6中央銀行によるドル資金供給面での協調対応によって幾分改善する動きもみられているが、欧州ソブリン問題に対する懸念は根強く、全体として緊張度の高い状態が続いているとの見解を共有した。欧州ソブリン問題に対する懸念が根強い背景として、多くの委員は、①財政懸念国における財政再建の進捗には、なお時間を要するとみられていること、②ギリシャの債務問題への対応において民間投資家の負担が大きくなっていること、③欧州金融安定基金（EFSF）の資金基盤の拡充において具体的な成案が得られていないこと、等を挙げた。先行きについて、委員は、当面、市場の緊張状態が続く可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、財政懸念国の国債や欧州系金融機関の社債のリファイナンスが本格化する春頃にかけて、市場の緊張が高まりやすく、とくに注意が必要であると述べた。

### **（海外経済は、減速している）**

海外経済について、委員は、欧州ソブリン問題を背景とした国際金融資本市場の動揺や、新興国における既往の金融引き締めの影響などから、減速しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面、ユーロエリア経済を中心に

減速が続くものの、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで、成長率は徐々に高まっていくとの見方を共有した。

#### **（わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている）**

景気の現状について、委員は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっているとの見方で一致した。景気の先行きについて、委員は、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、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、概ねゼロ%となっている）**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

#### **（金融環境は、緩和の動きが続いている）**

委員は、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

#### **（金融市場調節方針の維持）**

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

#### **（「経済・物価情勢の見通し」の中間評価）**

1月の会合では、昨年10月に公表した「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見通し」について、中間評価が行われた。委員は、23年度の成長率は、10月の展望レポートの見通しと比べると、下振れるとの見方で一致した。見通し下

振れについて、委員は、海外経済の成長率が、欧州ソブリン問題の影響などから当初の想定以上に減速しているという実体的な要因に加えて、過去の実績値の改定に伴い 23 年度への発射台（いわゆる統計上の「ゲタ」）が低下したという技術的な要因も大きいとの認識を共有した。委員は、わが国経済が緩やかな回復経路に復していくという展望レポートのシナリオは、回復の時期が 23 年度後半から 24 年度前半へと若干後ずれしているものの、維持されており、24 年度および 25 年度の成長率については概ね見通しに沿って推移するとの認識で一致した。

物価面では、委員は、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）とも、概ね見通しに沿って推移するとの見解で一致した。

景気面のリスク要因について、委員は、内外経済を巡る不確実性は大きく、とりわけ、欧州ソブリン問題の影響は、引き続き最大のリスク要因であるとの見解で一致した。欧州ソブリン問題に関連して、国際金融資本市場の緊張が高まり得る具体的なきっかけとして、多くの委員は、①春頃にかけて集中している財政懸念国の国債や欧州系金融機関の社債のリファイナンスの成否、②ギリシャの債務削減交渉と第 2 次支援策の帰趨、③欧州系銀行の自己資本比率引き上げに伴う資産圧縮の動き、④欧州国債の更なる格下げの可能性等を挙げた。委員は、これらのイベント・リスクが顕現化した場合には、国際金融資本市場を介した影響を通じて、世界経済ひいては日本経済の下振れをもたらす可能性には注意が必要であるとの認識を共有した。

物価面のリスク要因として、委員は、国際商品市況の先行きに関する不確実性が大きいとの見方で一致した。原油価格については、イラン情勢を巡る地政学リスクが意識され、このところやや強含んで推移しているが、仮にイラン情勢が緊迫化した場合、原油価格の大幅上昇等を通じて、わが国を含め、世界経済に大きな影響を与え得るだけに、今後の展開を注意深く見ていく必要があるとの認識を共有した。



## ホ. 2月の会合

(欧州債務問題を巡る市場の緊張は、昨年末頃に比べると幾分和らいでいる)

国際金融資本市場について、委員は、ECBの3年物オペ等による大量の資金供給の効果が浸透する中、欧州系金融機関の資金調達環境は改善を続けており、これを背景に、欧州債務問題を巡る市場の緊張は、昨年末頃に比べると幾分和らいでいるとの見解で一致した。そのうえで、委員は、①個別国の財政改革など不均衡の是正と競争力の強化、②市場の混乱を封じ込めるための「防火壁」の拡充、③ユーロ圏内部の財政ガバナンスの強化、といった危機対応の取り組みは、依然として不確定要素が多く、市場の緊張が再び高まる可能性には十分注意する必要があるとの認識を共有した。

(海外経済は減速しているものの、米国経済では改善の動きがみられている)

海外経済について、委員は、欧州債務問題や新興国・資源国における既往の金融引き締めの影響などから減速しているものの、米国経済ではこのところ改善の動きがみられているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面、ユーロエリア経済を中心に減速が続くものの、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで、成長率は再び高まっていくとの見方を共有した。

(わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっているものの、内需は底堅い展開を辿っている)

景気の現状について、委員は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっているものの、内需は震災復興関連の需要もあって底堅い展開を辿っているとの見方で一致した。景気の先行きについて、委員は、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。そのうえで、委員は、欧州債務問題の今後の展開やその帰趨、電力需給の動向や円高の影響など、引き続き、景気の先行きを巡る不確実性が大きいとの見解で一致した。

### （消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

### （金融環境は、緩和の動きが続いている）

委員は、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

### （「中長期的な物価安定の目途」の導入）

当面の金融政策運営を検討するに当たって、委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方について議論を行い、当面、目指すべき物価上昇率は「1%」とし、より長い目でみた場合には、中長期的に目指すべき物価上昇率が変わり得ることを踏まえ、「2%以下のプラスの領域にある」と幅を持って表現することが適当との見解で一致した。そのうえで、委員は、上述の中長期的に持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率について、「中長期的な物価安定の目途」と呼ぶことが適当との見解で一致し、その英語表現については「The price stability goal in the medium to long term」とすることが相応しいとの認識を共有した。

### （時間軸政策について）

委員は、「中長期的な物価安定の目途」の導入と併せて、「日本銀行は、『中長期的な物価安定の理解』に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、」という時間軸の表現についても見直すことにより、政策姿勢の明確化を図ることが望ましいとの考え方を共有した。そのうえで、委員は、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで」というかたちで、先行きの政策運営に関する条件をより明確化することが適当との見解で一致した。同時に、実質的なゼロ金利政策以外に実際に行っている政策措置も念頭に置きつつ、時間軸政策の対象となる政策運営に関する記述を「実質ゼロ金利政策を継続していく」から「実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」に置き換える方が、より正確かつ能動的な表現となり、日本銀行の政策姿勢が伝わり易くなるとの見解で一

致した。

#### **(資産買入等の基金の増額)**

資産買入等の基金について、大方の委員は、日本銀行の政策姿勢の明確化を行動で裏付ける観点から、10兆円程度という思い切った規模の増額を行うことが適当との見解を示した。これらの委員は、買入れの対象については、現在の金融環境等を勘案すると、長期国債とすることが適当との認識を共有した。このうち複数の委員は、本年末までに増額を完了することが適当と述べた。何人かの委員は、今回10兆円程度の増額を行うとすると、趨勢的な銀行券需要見合いの買入れと合わせ、日本銀行による長期国債の買入れ全体としてみると、年率換算で約40兆円という大規模なものとなることに言及し、こうした買入れが財政ファイナンスを目的としたものでないことを明確に意識し、対外的にも説明していくことが重要との見解を示した。こうした議論を経て、資産買入等の基金の残高を10兆円程度増額し、増額の対象資産を長期国債とすることが、全員一致で決定された。

#### **(金融市場調節方針の維持)**

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

### **へ. 3月の会合**

#### **(国際金融資本市場は、幾分落ち着きを取り戻してきている)**

国際金融資本市場について、委員は、幾分落ち着きを取り戻してきているとの認識を共有した。この背景として、多くの委員は、①ECBの3年物オペ等による大量の資金供給の効果もあって、欧州系金融機関の資金調達環境が改善が続けていること、②ギリシャの債務再編について一定の進展がみられていること、③米国経済の改善を示す経済指標がみられていること、などを指摘した。

**（海外経済は、全体としてなお減速した状態から脱していない）**

海外経済について、委員は、全体としてなお減速した状態から脱していないが、米国経済にこのところ改善の動きがみられているほか、欧州経済も停滞感の強まりに歯止めがかかっているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、新興国・資源国に牽引されるかたちで、成長率は再び高まっていくとの見方を共有した。

**（わが国の景気は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある）**

景気の現状について、委員は、1月中間評価時の見通しに沿って、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にあるとの見方で一致した。景気の先行きについて、委員は、1月の中間評価時の見通しに沿って、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、次第に横ばい圏内の動きを脱し、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や国際商品市況の動向、新興国・資源国における物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性が大きいとの見解で一致した。欧州債務問題について、委員は、リーマン・ショックのようなテイル・リスクが顕在化する可能性はひとまず低下したとみられるものの、欧州債務問題に対する市場の見方が急変する可能性には引き続き注意が必要であるとの認識を共有した。それを受けて、委員はこの問題が世界経済に対する重石となる構図は大きく変わらないとの見方で一致した。

**（消費者物価の前年比は、概ねゼロ%となっている）**

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。

### **（金融環境は、緩和の動きが続いている）**

委員は、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

### **（成長支援資金供給の拡充）**

成長支援資金供給の延長について、執行部より以下のとおり提案があった。①22年6月に導入した成長支援資金供給（本則）について、新規貸付の受付期限を26年3月末まで2年間延長するとともに、貸付枠を3兆円から3兆5千億円に5千億円増額する、②23年6月に導入した出資や動産・債権担保融資（いわゆるABL）などを対象とした成長支援資金供給（ABL特則）について、現行5千億円の貸付枠のもとで、新規貸付の受付期限を26年3月末まで2年間延長する、③本則では対象としていない小口の投融資を対象として、新たに5千億円の貸付枠（小口特則）を導入し、新規貸付の受付期限は26年3月末までとする、④成長に資する外貨建て投融資を対象に、日本銀行が保有する米ドル資金を用いて、新たに1兆円相当の貸付枠（米ドル特則）を導入する。

委員は、執行部提案のとおり、成長支援資金供給の拡充を図ることが適当との認識で一致した。大方の委員は、デフレからの脱却は、成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくという認識に照らすと、前回2月の会合において、政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化したことと、今回の成長支援資金供給の拡充は一つの政策パッケージと位置付けるべきものとの認識を共有した。また、委員は、米ドル特則の具体的なスキームを議論するため、執行部に対して、金融機関との意見交換等を通じて、実務面を含めた検討を行い、次回会合において検討結果を報告するよう、議長から指示することが適当との認識で一致した。また、委員は、今回の会合では、米ドル特則についての骨子素案を取りまとめ、公表することが適当であるとした。採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定された。

### **（被災地金融機関支援オペの受付期限などを延長）**

執行部は、24年4月末に受付期限を迎える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の延長について、提案を行った。委員は、受付

期限を延長し、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き、被災地の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ことが適当との見解で一致した。受付期限の延長期間について、委員は、復興関連需要が強まるタイミング等を巡りなお不確実性が大きいことや、本措置の貸付期間が1年であり、期日返済により復活する貸付枠を十分に再利用するという観点などを踏まえると、担保要件の緩和措置と併せて、1年とすることが適当との認識を共有した。採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定された。

### （金融市場調節方針の維持）

次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

一人の委員は、円高修正や株価の持ち直しがみられる状況下において、前回2月の会合で明確化された政策姿勢への理解を市場に一段と浸透させることを通じて、企業の設備投資需要等を顕在化させることが望ましく、そうした観点から、2月の会合に続き、長期国債を対象として、資産買入等の基金を増額することが適当との見解を述べた。こうした見解に対し、大方の委員は、現時点における経済・物価の情勢を踏まえると、2月に増額した基金による金融資産買入れ等を着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当との考えを示した。基金を増額することが適当との見解を述べた委員からは、資産買入等の基金を5兆円程度増額する旨の議案が提出され、採決の結果、反対多数で否決された。

#### (4) 金融政策運営を巡る論点

23年度下期の各会合において議論された主な論点は、以下の通りである。

##### (物価安定の数値的表現に関する議論)

日本銀行は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を理念として、金融政策を運営している。その際の「物価の安定」は、中長期的に持続可能なものでなければならない。こうした認識のもと、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた日本銀行の姿勢をさらに明確化する取り組みの一環として、2月の会合で、「中長期的な物価安定の目途」の導入を決定した。この「中長期的な物価安定の目途」は、日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したものである。現在は、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途」としている。

2月の会合に先立つ1月の会合では、何人かの委員は、米国FRBがコミュニケーション政策を見直していることもあり、情報発信のあり方については不断に点検を続けていくことが重要であると指摘した。

2月の会合では、委員は、①金融政策運営に関する情報発信については、かねてから、より良いあり方を模索する不断の検討が必要との認識が委員間で共有されてきたこと、②そうした中、1月の会合では、米国FRBにおいて情報発信のあり方を巡る検討が進められていることを踏まえ、何人かの委員から改めて、「中長期的な物価安定の理解」や、それに基づく時間軸の示し方について、検討していく必要があるとの問題提起があったこと、③実際に、米国FRBが物価安定に関する「Longer-run goal」を示したことを契機に、中央銀行の物価安定に対する姿勢について関心が改めて高まっていること、等を踏まえ、金融政策運営に関する情報発信のあり方について議論することになった。

また、「中長期的な物価安定の理解」では日本銀行の政策姿勢が伝わり難いとの指摘が一部にあることについて、大方の委員は、日本銀行が目指すべき中長期的に持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率を「各政策委員の理解」として示

していることが一因となっているとの認識を示した。これらの委員は、概念的定義、時間的視野、中心的指標といった、日本銀行の物価安定に関する基本的な考え方は変わらないが、これまで「各政策委員の理解」として示してきた物価上昇率を全政策委員の一致した見解である「日本銀行としての判断」というかたちで公表すれば、日本銀行が目指す物価の安定をより明確にできるのではないかと述べた。こうした意見を踏まえて、中長期的に持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率として、政策委員全員で共有できる数値表現について検討することとなった。

具体的な数値表現を検討するに当たって、何人かの委員は、従来同様、①物価指数の計測誤差（バイアス）、②物価下落と景気悪化の悪循環への備え（のりしろ）、③家計や企業が物価の安定と考える状態（国民の物価観）の3つの観点を踏まえる必要があると指摘した。多くの委員は、政策姿勢を明確に示すためには、ピンポイントの数値で示すことが望ましいが、日本経済の構造変化や国際的な経済環境などを巡り、先行きの不確実性が大きいことを踏まえると、ある程度幅を持って示しておく必要性も小さくないとの見解を示した。何人かの委員は、現在の国民の物価観が低めであること等を勘案し、当面は、現在「中心」として示している物価上昇率1%を目指すとしても、より長い目でみた場合には、目指すべき物価上昇率は1%を上回る水準に高まる可能性があり、この機会を捉えて、こうした可能性を踏まえた表現に変更することが考えられるとの見解を示した。このうち複数の委員は、「1~2%」という表現も一案であると述べた。また、ある委員は、為替相場が長期トレンドとして一方向に傾くことがないよう、長期的には主要国の多くと共通の物価上昇率を目指す必要があると、現状、それは「2%」であると述べた。別の一人の委員は、わが国が直面している経済状況は海外主要国と異なることから、必ずしもこれらの国と同じ水準まで目指すべきことにはならないと述べた。これらに対し、何人かの委員は、従来の「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度」という表現を大きく変える必要はないと考えていると述べた。こうした議論を経て、委員は、当面、目指すべき物価上昇率は「1%」とし、より長い目でみた場合には、中長期的に目指すべき物価上昇率が変わり得ることを踏まえ、「2%以下のプラスの領域にある」と幅を持って表現することが適当との見解で一致した。

さらに、中長期的に持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率の呼称について



も、「目途」に決定するまでに様々な議論が行われた。多くの委員は、これまでの「理解」という言葉の語感からは、日本銀行が受け身的に経済物価情勢の改善を待っているかのような印象を受けがちであり、能動的に達成を目指す姿勢が伝わりづらいとの認識を示した。また、何人かの委員は、①「目標」は、一定の物価上昇率を維持するために、短期的な物価の振れに対して機械的な政策運営を行う印象を与えがちである、②「目標」や「定義」は、固定的・硬直的な語感があり、日本経済の構造変化や国際的な経済環境などを巡り、先行きの不確実性が大きい状況下では相応しくない、③「目安」は、政策姿勢を示していくうえでは「理解」と同様、曖昧さが残る、と述べた。

### （デフレ脱却に向けた日本銀行の対応に関する議論①：強力な金融緩和の推進）

23年度下期の各会合では、デフレ脱却に向けた日本銀行の対応としての強力な金融緩和の推進について、継続的に議論が行われた。

10月27日の会合では、金融緩和を一段と強化する観点から、資産買入等の基金を5兆円増額することを決定した。委員は、経済・物価情勢について2つの柱に基づく点検を行った結果、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価の見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要であるとの認識を共有した。そのうえで、先行きの金融政策運営について、委員は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとの考え方で一致した。また、こうした日本銀行の取り組みが、日本経済の中長期的な成長力の強化に結びつくためには、民間、政府を含め各方面が、きわめて緩和的な現在の金融環境を活用しつつ、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要との見解を共有した。

1月の会合では、時間軸政策を巡って議論が行われた。委員は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していくとの方針を、これまで以上に粘り強く対外的に説明していくことがきわめて重要との認識を共有した。何人かの委員は、こ

こうした時間軸の示し方は、現下の日本経済の情勢等を踏まえると、金融政策の透明性や有効性の観点から適切であるが、米国FRBがコミュニケーション政策を見直していることもあり、情報発信のあり方については不断に点検を続けていくことが重要であると付け加えた。

2月の会合では、「中長期的な物価安定の目途」の導入と併せて、時間軸の表現を、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」と改めることとなった。何人かの委員は、見直し後の表現であれば、日本銀行として、今後も必要に応じて追加的な手段を講じていく姿勢にあることがより分かり易いとコメントした。このうちの一人の委員は、こうした見直しにより、時間軸政策の効果は強化されることになることと述べた。また、別のある委員は、時間軸政策の継続期間について、特定の時期で示す方法や、特定の指標等の公表値と紐付ける方法と比較して、現在日本銀行が採用している、経済物価情勢に関する政策当局の予想と紐付ける方法は、先行きの金融政策に関する期待の安定化を図るとともに、政策の信頼性を維持する観点から望ましいとの見方を示した。複数の委員は、今後の金融政策運営に当たっても、これまで同様、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、わが国経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを確認していくことが重要であり、このことについて、適切な情報発信に努めていく必要があると述べた。

同じく2月の会合では、委員は、こうした政策運営に関する情報発信のあり方の見直しに併せて、一段の金融緩和強化策を講じることが、日本銀行の政策姿勢の明確化を行動で裏付け、その効果を高める観点から望ましいという認識を共有した。複数の委員は、こうした政策の組み合わせにより、長めの金利や企業・家計等の意思決定に働きかけ、金融緩和の効果をさらに強めることが期待できると述べた。また、委員は、このタイミングで金融緩和の強化策を講じることが、先行きの内外経済の不確実性がなお大きい中で、最近みられている前向きの動きを金融面からさらに強力に支援し、わが国経済の緩やかな回復経路への復帰をより確実なものとする観点からも重要であるという考え方を共有した。こうした議論を経て、資産買入等の基金の残高を10兆円程度増額し、増額の対象資産を長期国債とすることが、全員一致で決定された。

3月の会合では、強力な金融緩和の効果について、委員は、前回2月の会合以降、中短期ゾーンの国債利回りが一段と低下しており、累次にわたり実施した資産買入等の基金の増額は、金融市場に対して一定の効果を発揮しているとの認識で一致した。さらに、多くの委員は、最近の株価や為替の動きは、欧州債務問題を巡る緊張感の緩和や米国経済の回復を示す経済指標を受けて、グローバル投資家のリスク回避姿勢が後退していることを反映したものと考えられるが、2月の会合の決定はそうした動きの後押しにもつながっている可能性があるとの認識を示した。ただし、累次の資産買入等の基金の増額によって国債買入規模が拡大している点について、何人かの委員は、日本銀行が財政ファイナンスを行っているという疑念を生じさせることを通じて市場の不安定化につながることを避けよう、こうした国債買入れの目的を引き続きしっかりと説明し続けていくことが重要と述べた。

#### **（デフレ脱却に向けた日本銀行の対応に関する議論②：成長基盤強化の支援）**

わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するためには、成長力強化の努力と金融面からの後押しの両面での取り組みが必要である。23年度下期の各会合では、こうした認識のもと、デフレ脱却に向けた日本銀行の対応として、強力な金融緩和の推進と並行して、成長基盤強化の支援についても議論が行われた。

成長基盤強化を支援するための資金供給（成長支援資金供給）について、12月の会合では、委員は、出資等の資本性を有する投融資や動産・債権担保融資（ABL）を対象としている特則（ABL特則）分は、金融機関がABLの活用に向けた取り組みを進めるうえでの「呼び水」としての役割を果たしているという認識で一致した。新規の貸付額が175億円にとどまったことについて、一人の委員は、ABLの市場規模や体制整備に要する時間などからみて、想定範囲内の結果であるが、今後とも金融機関によるABLへの取り組みを促すよう努めていくことは必要と述べた。

1月の会合では、複数の委員は、特則分の貸付額は大きくないものの、「呼び水」としての効果は発揮されているとの認識を示したうえで、日本銀行としては、

引き続き金融機関によるABLへの前向きな取り組みを後押ししていく必要があると述べた。

2月の会合では、多くの委員は、成長支援資金供給について、3月末に貸付受付期限が到来することに言及し、その延長の要否について今後検討する必要があると述べた。このうちの何人かの委員は、わが国経済にとって成長力強化が引き続き大きな課題であることを踏まえると、期限を延長する方向で検討し、その際、制度設計に一段の工夫が可能かどうかも併せて検討することが適当との見解を示した。

3月の会合では、委員は、成長支援資金供給の拡充を図ることが適当との認識で一致した。大方の委員は、デフレからの脱却は、成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくという認識に照らすと、2月の会合において、政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化したことと、今回の成長支援資金供給の拡充は一つの政策パッケージと位置付けるべきものとの認識を共有した。何人かの委員は、金融機関が引き続き成長基盤強化に取り組むための体制整備を進めていることを踏まえ、日本銀行として、こうした金融機関の取り組みをしっかりと支援していくことが適当であると述べた。

同じく3月の会合では、本則について、複数の委員は、資金供給残高が上限の3兆円に達したあとも、毎回既往貸付の返済により生じる新規貸付余力を上回る借入希望が金融機関から寄せられている点に言及したうえで、こうした金融機関のニーズにしっかりと応えていく必要があると指摘した。そのうえで、これらの委員は、金利引き下げ競争への懸念を再び強めることのないように配慮する必要があることも踏まえると、5千億円の増額幅は適切であると述べた。ABL特則について、委員は、金融機関における取り組みの拡がりが見られている現状において、こうした動きをしっかりと定着させるためにも、支援を継続することが適当との認識で一致した。本則では対象としていない小口の投融资を対象とする小口特則について、複数の委員は、これまで大口案件に絞ってきたが故に対象となりにくかった中小・零細企業の中にも潜在的な成長力を秘めた先が含まれていることを踏まえると、こうした先の発掘を支援していくことが適当との見方を示した。これらの委員は、貸付規模が小さいことを踏まえると、貸付枠は5千億円とすることが適当と述べた。

また、同会合では、外貨建て投融資を対象とする米ドル特則について、委員は、①本措置がわが国の成長基盤の強化につながるという点をしっかりと担保すること、②本措置が中・小型の投融資案件を含めて幅広く活用され、呼び水効果を発揮するための工夫を講じること、③適切な市場金利を適用すること、④政府系金融機関等の施策と明確な切り分けを行うこと、⑤本措置が為替の水準に影響を及ぼすとの誤解を招くことがないように十分に配慮すること、といった点が重要であるとの認識を共有した。米ドル特則の貸付枠について、委員は、その他の貸付枠とのバランスや日本銀行の外貨資産保有残高を勘案すると、1兆円相当とすることが適当との認識で一致した。委員は、そうした問題意識に沿って、米ドル特則の具体的なスキームを議論するため、執行部に対して、金融機関との意見交換等を通じて、実務面を含めた検討を行い、4月の会合において検討結果を報告するよう、議長から指示することが適当との認識で一致した。また、委員は、3月の会合では、米ドル特則についての骨子素案を取りまとめ、公表することが適当であるとした。

#### **（資産買入等の基金の運営に関する議論）**

累次にわたって増額された資産買入等の基金のもとで、金融資産の買入れが進む中で、金利入札オペだけでなく、資産買入等の基金における資産の買入れや固定金利オペにおいても、札割れが相応の頻度でみられるようになった。こうしたことを受けて、23年度下期の会合では、資産買入等の基金の運営について継続的に議論が行われた。

11月の会合では、社債等買入れにおいて札割れが生じたことについて、何人かの委員は、社債市場が良好な状況にあることが影響しているとの見方を示した。また、別の委員は、量的緩和政策を行っていた時期と比較して、わが国の金融機関の経営状況が総じて安定しており、当時みられたような金融機関の予備的な資金需要の高まりがみられないことも影響していると述べた。さらに、ある委員は、仮に金融機関の資金需要が低いとすれば、今後も札割れが生じ得るため、今後の状況を注視していく必要があると述べた。こうした議論を経て、委員は、今般の札割れについて、日本銀行による強力な金融緩和が浸透してきた証左とみることもできるとの認識を共有した。

1月の会合では、何人かの委員は、このところ、社債等買入れや国庫短期証券買入れにおいて札割れが生じ、6か月物の固定金利オペの応札倍率が低下していることは、強力な金融緩和が市場に浸透していることの一つの表れであるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、金融市場の状況次第では、引き続き札割れが生じ得るとの見方を示したうえで、今後もオファーを地道に継続し、市場の安心感を維持していくことが重要と指摘した。別の一人の委員は、金融緩和を強化するために、基金を導入した以上、基金の積み上げの期限が24年末であることを念頭に置いて、買入れが実現できるよう一段と努力する必要があると述べた。

3月の会合では、何人かの委員は、このところ、固定金利オペについて、6か月物について札割れが生じているほか、3か月物についても応札倍率が低下していることに言及し、札割れは強力な金融緩和が市場に浸透していることの一つの表れであるが、24年末の期限に向けて買入れが実現できるよう、一段と努力する必要があると述べた。

#### (欧州債務問題への中央銀行の協調対応策に関する議論)

23年度下期の会合では、欧州債務問題への懸念が高まり、国際金融資本市場の緊張が高まる中、他の5中央銀行との協調対応策として11月30日の会合で決定された、米ドル資金供給オペレーションを巡る一連の施策の効果等について、継続的に議論された。

11月30日の会合では、米ドル資金供給オペレーションの適用金利を0.5%ポイント引き下げることについて、委員は、米ドル調達金利の安定化機能や、安全弁としての機能は強化されるとの見解で一致した。風評リスクを懸念して同オペの利用をためらう先が海外では少なくないことについて、複数の委員は、適用金利の引き下げにより、信用力に問題のない先でも利用のメリットが大きくなるため、利用をためらわなくなるのではないかと、この見方を示した。別の一人の委員は、同オペの適用金利引き下げが、金融機関の安易なオペ依存をもたらさないかどうかについても、注意して見ていく必要があると述べた。また、米ドル資金供給オペレーションの期限を24年8月1日から25年2月1日まで6か月間延長したことについても議論が行われ、何人かの委員は、これにより本オペが先行き1年以上にわたって継続可能となるため、市場に一定の安心感を与える効果があると述

べた。

12月の会合でも、11月30日の会合で決定された米ドル資金供給オペレーションの適用金利の引き下げを巡って議論が行われ、委員は、適用金利の引き下げによって以前よりも利用しやすくなり、米ドル調達金利の安定化機能や安全弁としての機能は強化されているとの認識で一致した。適用金利の引き下げ後も円投ドル転コストの高止まりが続いていることについて、何人かの委員は、邦銀の資金繰りに何らかの問題が生じていることを表している訳ではなく、年末を控えて為替スワップ市場の流動性が低下していることを表している面が大きいと指摘した。1月の会合では、多くの委員は、金融機関の旺盛な応札がみられるも、為替スワップ市場等を通じたドル調達金利は年初以降、低下しており、相応の効果を発揮してきているとの見方を改めて示した。

2月、3月の会合では、欧州債務問題を巡る市場の緊張が幾分和らぐ中、一人の委員は、米ドル資金供給オペレーションについて、オペ需要は一頃に比べて弱まっているが、ドル資金の調達環境が再び変調するリスクに備えて、今後も定期的にオペを実施し、市場の安定確保に努めていくことが重要と述べた。

#### **（被災地の復旧・復興に向けた金融面での支援に関する議論）**

日本銀行は、23年3月の東日本大震災発生の直後から、主に、金融・決済機能の維持、金融市場の安定確保、経済の下支えの3つの観点から、潤沢な資金供給や金融緩和の一段の強化をはじめ、様々な措置を迅速に講じた。こうした措置に加えて、被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を資金面から支援するため、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を実施しているほか、被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図っている。23年度下期の会合では、こうした制度の扱いについて、議論が行われた。

10月6、7日の会合では、23年10月末に貸付受付期間が終了する被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、委員は、受付期限を延長し、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き、被災地の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ことが適当との見解で一致

した。大方の委員は、延長後の期限について、被災地金融機関の年末、年度末の資金繰りに万全を期す観点から、24年4月末とすることが適当と述べた。何人かの委員は、本オペレーションの実施期間と合わせるかたちで決定した、被災地企業等債務にかかる担保適格要件の緩和措置の適用期限についても、同様に6か月延長し、25年4月末としてはどうかと述べた。複数の委員は、今後の対応については、復興資金需要の動向やそれに対する民間金融機関の取り組みのほか、政府等による支援の状況なども踏まえつつ、必要に応じて、中央銀行としての適切な対応を検討していくことが適当であると述べた。

2月の会合では、何人かの委員は、成長支援資金供給の期限延長等を検討するのに合わせて、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についても、24年4月末の貸付受付期限到来前に延長の要否について検討する必要があると述べた。

3月の会合では、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、委員は、受付期限を延長し、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き、被災地の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ことが適当との見解で一致した。受付期限の延長期間について、委員は、復興関連需要が強まるタイミング等を巡りなお不確実性が大きいことや、本措置の貸付期間が1年であり、期日返済により復活する貸付枠を十分に再利用するという観点などを踏まえると、担保要件の緩和措置と併せて、1年とすることが適当との認識を共有した。このような認識のもとで、委員は、こうした対応方針が固まった以上、今回の会合において決定・公表することが適当との考え方で一致した。ある委員は、復興資金需要の動向なども踏まえつつ、必要に応じて、中央銀行としての適切な対応を検討していくことが適当であると述べた。



### 3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段等の動向

日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を操作目標とする金融市場調節方針のもとで、金融政策決定会合で決定した誘導目標を達成するように金融市場調節を行っている。

平成 23 年度下期を通じ、日本銀行は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という金融市場調節方針のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。また、2月の会合では、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率として、「中長期的な物価安定の目途」を示したうえで、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していくとした。

上記の金融市場調節の結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、23年度下期を通じて、0.1%を幾分下回る水準で概ね横ばい圏内で推移した（図表 42）。

(図表42) 無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

(%)

準備預金積み期間	無担保コールレート (オーバーナイト物) <sup>(注)</sup>
23年9月16日～10月15日	0.080
10月16日～11月15日	0.077
11月16日～12月15日	0.078
12月16日～24年1月15日	0.078
1月16日～2月15日	0.082
2月16日～3月15日	0.086
3月16日～4月15日	0.076

(注) 積み期間（当月16日～翌月15日）中の単純平均。  
休日は、休日前のレートを使用。

23年度下期に実施した金融市場調節手段等に係る決定事項は、①定例の担保価格等の見直し、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、③2度にわたる資産買入等の基金の増額、④米ドル資金供給オペレーションの実施期限の延長等、⑤米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの導入等、⑥成長基盤強化支援の拡充等である<sup>24</sup>。

---

<sup>24</sup> 詳細は、Ⅱ．5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

(図表 43) 短期金融市場調節手段等の残高

## (1) 資金供給オペ等 (資産買入等の基金を除く)

(億円)

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	C P等 買現先 オペ	共通担保 資金供給 オペ (本店)	固定金利 方式	共通担保 資金供給 オペ (全店)	固定金利 方式	企業金融 支援特別 オペ	C P等 買入 オペ	社債 買入 オペ	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	補完 貸付	成長基盤 強化支援 資金供給
22年													
4月末	90,395	29,791	0	36,024	0	208,328	144,260	39,495	---	1,496	---	45	---
5月末	86,054	40,193	0	76,045	0	228,304	176,268	23,801	---	1,369	---	0	---
6月末	92,464	38,263	0	42,188	0	216,312	200,308	---	---	897	---	43	---
7月末	94,156	0	0	74,035	0	250,303	200,282	---	---	536	---	46	---
8月末	83,042	0	0	95,878	0	280,370	200,329	---	---	432	---	47	---
9月末	77,120	0	0	78,047	0	278,370	208,330	---	---	154	---	42	4,625
10月末	72,857	0	0	76,048	---	50,028	---	---	---	83	---	29	4,623
11月末	75,919	0	0	52,030	---	128,089	---	---	---	20	---	35	4,623
12月末	73,994	0	0	6,005	---	167,391	---	---	---	---	---	36	14,606
23年													
1月末	65,083	0	0	0	---	156,438	---	---	---	---	---	35	14,606
2月末	57,990	0	0	16,008	---	143,649	---	---	---	---	---	34	14,606
3月末	55,432	597	5,690	0	---	251,053	---	---	---	---	---	200	21,615
4月末	53,411	0	0	0	---	148,736	---	---	---	---	---	33	21,615
5月末	52,350	0	0	16,586	---	116,739	---	---	---	---	741	39	21,615
6月末	52,922	0	0	17,407	---	30,862	---	---	---	---	2,034	39	29,424
7月末	40,995	0	0	53,656	---	36,076	---	---	---	---	3,320	40	29,424
8月末	33,437	0	0	50,392	---	40,594	---	---	---	---	3,456	1	29,424
9月末	26,105	0	0	42,031	---	40,034	---	---	---	---	4,489	0	30,381
10月末	19,758	0	0	40,030	---	10,005	---	---	---	---	4,879	33	30,381
11月末	11,893	0	0	32,903	---	10,266	---	---	---	---	4,891	40	30,380
12月末	10,336	0	0	16,010	---	23,599	---	---	---	---	4,943	46	30,528
24年													
1月末	6,561	0	0	24,017	---	20,025	---	---	---	---	5,008	35	30,528
2月末	5,404	0	0	22,009	---	70,055	---	---	---	---	5,061	0	30,528
3月末	4,489	0	0	0	---	7,710	---	---	---	---	5,062	70	30,889

(注1) 「国庫短期証券買入オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分(繰上償還を除く)を控除した額。また、「国庫短期証券売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

(注2) 「固定金利方式」の共通担保資金供給オペによる貸付けのうち、22年10月に資産買入等の基金が創設された時点で実施中のものは、同基金の運営として行うものに移行。

(注3) 「企業金融支援特別オペ」による貸付けは22年3月に完了。

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

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

## (2) 資産買入等の基金

(億円)

	資産買入等の基金							
	長期国債	国庫短期証券	CP等	社債等	ETF	J-REIT	共通担保 資金供給	
22年								
4月末	---	---	---	---	---	---	---	---
5月末	---	---	---	---	---	---	---	---
6月末	---	---	---	---	---	---	---	---
7月末	---	---	---	---	---	---	---	---
8月末	---	---	---	---	---	---	---	---
9月末	---	---	---	---	---	---	---	---
10月末	224,327	---	---	---	---	---	---	224,327
11月末	235,295	1,500	1,502	---	---	---	---	232,293
12月末	262,530	4,518	7,499	989	1,027	142	22	248,333
23年								
1月末	272,466	4,518	8,998	1,166	1,027	431	22	256,304
2月末	293,371	6,019	10,497	1,603	2,055	828	46	272,323
3月末	317,628	9,018	13,493	2,742	2,055	1,851	177	288,292
4月末	333,339	9,018	14,997	6,794	3,439	2,596	197	296,298
5月末	346,358	11,041	19,040	11,871	4,970	2,964	197	296,275
6月末	364,554	12,065	22,037	16,288	6,497	3,185	197	304,285
7月末	369,840	13,066	25,037	15,803	8,021	3,406	227	304,280
8月末	386,457	16,086	26,903	16,141	9,551	5,114	391	312,271
9月末	387,801	16,086	26,817	14,643	11,076	6,392	527	312,260
10月末	399,755	19,086	26,326	13,443	12,603	7,442	582	320,273
11月末	411,258	24,091	26,969	17,440	14,071	7,796	622	320,269
12月末	420,318	29,117	26,824	19,830	15,355	8,291	645	320,256
24年								
1月末	430,102	35,183	23,694	16,965	16,871	8,479	660	328,250
2月末	446,507	43,197	26,087	16,251	18,302	8,479	687	333,504
3月末	489,025	63,227	34,523	15,945	20,099	8,479	728	346,024

## (3) 資金吸収オペ・その他

(億円&lt;米ドル資金供給オペは100万米ドル&gt;)

資金吸収			その他	
国庫短期証券売却オペ	国債売現先オペ	手形売出オペ	国債補完供給	米ドル資金供給オペ
0	0	0	0	---
0	0	0	0	210
0	0	0	0	213
0	0	0	0	214
0	0	0	0	4
0	0	0	0	1
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	101
0	0	0	0	13,991
0	0	0	0	19,455
0	0	0	0	18,123
0	0	0	3	13,466

#### 4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成24年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、139.5兆円（前年比-2.0%）となった。

（図表 44）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目<sup>（注1）</sup>）

—— 兆円、かっこ内は前年比%

	23年3月末	23年9月末	24年3月末
(資産)			
買現先勘定	0.6 (-87.4)	0 (—)	0 (皆減)
国債	77.3 (5.8)	84.4 (10.0)	87.2 (12.9)
[うち長期国債]	59.1 (17.7)	62.0 (11.6)	70.7 (19.6)
[うち短期国債]	18.2 (-20.5)	22.4 (6.0)	16.6 (-8.9)
コマーシャル・ペーパー等	0.3 (皆増)	1.5 (皆増)	1.6 (5.8倍)
社債	0.2 (18.2)	1.1 (71.8倍)	2.0 (9.8倍)
金銭の信託（信託財産株式） <sup>（注2）</sup>	1.5 (4.9)	1.4 (-7.4)	1.4 (-4.5)
金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託） <sup>（注3）</sup>	0.2 (皆増)	0.6 (皆増)	0.8 (4.6倍)
金銭の信託（信託財産不動産投資信託） <sup>（注4）</sup>	0.02 (皆増)	0.05 (皆増)	0.07 (4.1倍)
貸付金	56.1 (56.9)	42.9 (18.9)	39.0 (-30.5)
[うち共通担保資金供給オペ等] <sup>（注5）</sup>	56.1 (56.9)	42.9 (18.9)	39.0 (-30.5)
外国為替	4.7 (-6.6)	4.4 (-5.6)	5.9 (25.2)
資産計	142.4 (16.9)	137.7 (14.4)	139.5 (-2.0)
(負債・純資産)			
発行銀行券	80.9 (4.6)	78.9 (2.6)	80.8 (-0.1)
当座預金	40.8 (73.8)	34.6 (71.7)	34.4 (-15.5)
政府預金	2.4 (-22.0)	1.3 (11.4)	1.8 (-22.2)
売現先勘定	12.3 (5.6)	16.9 (3.8)	14.4 (17.1)
負債・純資産計	142.4 (16.9)	137.7 (14.4)	139.5 (-2.0)

（注1）決算処理後の計数であるため、決算処理を勘案していない図表43の計数とは、同じ項目であっても一致しないことがある（図表45においても同じ）。

(注2) 信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式(受渡しベース)など(未収配当金等を含む)。  
 (注3) 信託銀行を通じて買入れた指数連動型上場投資信託受益権(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。

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

(注5) 23年3月末については、共通担保資金供給オペ(固定金利方式によるものを含む)および成長基盤強化を支援するための資金供給による貸付金の残高。23年9月末および24年3月末については、共通担保資金供給オペ(固定金利方式によるものを含む)、成長基盤強化を支援するための資金供給および被災地金融機関を支援するための資金供給オペによる貸付金の残高。

以下では、23年度下期中の日本銀行のバランスシートの動きについて概説する。

まず、24年3月末の資産の内訳をみると、国債は、87.2兆円(前年比+12.9%)となった。うち長期国債は、引き続き買入額が償還額を上回ったことから、70.7兆円(前年比+19.6%)となった。貸付金は、東日本大震災を受けて金融機関の予備的な資金需要が高まった前年との対比で共通担保資金供給オペが減少したことから、39.0兆円(前年比-30.5%)となった。

資産のうち、「資産買入等の基金」の残高および内訳は、下表のとおりとなった。

(図表45)「資産買入等の基金」の内訳

— 億円、24年3月末

長期国債	63,142
国庫短期証券	34,541
コマーシャル・ペーパー等	15,949
社債	19,906
指数連動型上場投資信託	8,479
不動産投資信託	736
共通担保資金供給オペレーション	346,024
合計	488,778

一方、負債の内訳をみると、24年3月末の当座預金残高は、東日本大震災を受けて金融機関の予備的な資金需要が高まった前年との対比で減少し、34.4兆円(前年比-15.5%)となった。日本銀行券の発行残高は、80.8兆円(前年比-0.1%)となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ1.8兆円(前年比-22.2%)

および 14.4 兆円（前年比+17.1%）となった。

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

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

また、資産買入等の基金による多様な金融資産の買入れについては、同買入れから生じるリスクを管理し、引当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、他の金融調節の結果保有する資産とは分別管理することとしているほか、当該資産の買入れに当たっては、資産ごとの買入上限額の設定、信用力の確認、買入銘柄の分散など、リスク管理面での工夫を行っている。また、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）および金銭の信託（信託財産不動産投資信託）については、期末における評価損益の状況等を踏まえ、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、24 年 3 月末は含み益超となったことから引当ては計上していない。

## 5. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>25</sup>

### (1) 担保価格等の見直し

平成23年10月6、7日の会合において、適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、日本銀行の資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、これを見直すことを決定し、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」、「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」、「適格外国債券担保取扱要領」および「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の一部改正を行った<sup>26</sup>。

### (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

10月6、7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の未実行の貸付枠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」等の一部改正し、「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24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25年4月30日まで、それぞれ延長することを決定した。

### (3) 資産買入等の基金の増額

10月27日の会合において、金融緩和を一段と強化し、これを通じて、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとする観点から、「資産買入等の基金運営基本要領」を一部改正し、資産買入等の基金を5兆円程度

<sup>25</sup> 決定の詳細はⅢ. 2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

<sup>26</sup> 本件は、10月27日から実施した。



増額し、55兆円程度とすることを決定した。増額に当たっては、長期国債を対象とすることとした。

#### (4) 米ドル資金供給オペレーションの実施期限の延長等

11月30日の臨時会合において、最近における国際短期金融市場の状況と、これが円の金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」、「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」および「ニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極要綱」を一部改正し、これらの有効期限を25年2月1日まで延長することを決定した。また、固定金利方式の米ドル資金供給オペレーションの貸付金利を0.5%ポイント引き下げることとした<sup>27</sup>。

さらに、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行との間で、不測の事態への対応措置として、市場の状況によって必要とされる場合に各国・地域において上記中央銀行いずれの通貨でも流動性供給を行えるよう、各中央銀行間でそれぞれ有効期限を25年2月1日とするスワップ取極を締結することについて合意した。

#### (5) 米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの導入等

12月の会合において、最近における国際短期金融市場の状況と、これが円の金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、米ドル以外の外貨資金供給オペレーションを導入すべく、「カナダドル資金供給オペレーション基本要領」、「英ポンド資金供給オペレーション基本要領」、「ユーロ資金供給オペレーション基本要領」および「スイスフラン資金供給オペレーション基本要領」等を制定し、これらの有効期限を25年2月1日とすることを決定した。また、これらのオペレーションを行うために当面必要とする外貨資金の調達のため、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行およびスイス国民銀行との間で、それぞれ有効期限を25年2月1日とする各通貨と円貨のスワップ取極を締結することを決定した。

---

<sup>27</sup> 12月5日以降のオペレーションから適用した。

さらに、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度（ニューヨーク連邦準備銀行）およびスイス国民銀行が円資金を供給するために当面必要とする円資金を提供するため、これらの中央銀行との間で、それぞれ有効期限を25年2月1日とする円貨と各通貨のスワップ取極を締結することを決定した。

## （６）資産買入等の基金の増額

24年2月の会合において、金融緩和を一段と強化し、これを通じて、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとする観点から、「資産買入等の基金運営基本要領」を一部改正し、資産買入等の基金を10兆円程度増額し、65兆円程度とすることを決定した。増額に当たっては、長期国債を対象とすることとした。

## （７）成長基盤強化支援の拡充等

3月の会合において、わが国経済の成長基盤強化に向けた民間金融機関の取り組みに対する支援を拡充するため、以下のとおり、成長基盤強化を支援するための資金供給を拡充することを決定した。

- ① 「成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資に関する特則」を制定し、これまで対象としていなかった小口の投融資を対象に、新たに5千億円の貸付枠を導入する。
- ② 成長に資する外貨建て投融資を対象に、日本銀行が保有する米ドル資金を用いて、新たに1兆円の貸付枠を導入する。これについて、議長は、執行部に対し、次回会合までに具体的な検討を行い、報告するよう指示した。
- ③ 「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領」を一部改正し、新規貸付の受付期限を26年3月末まで2年延長するとともに、貸付枠を3兆円から3兆5千億円に5千億円増額する。
- ④ 「成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則」を一部改正し、新規貸付の受付期限を26年3月末まで2年延長する。

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25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26年4月30日まで、それぞれ延長することを決定した。