

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 29 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 29 年 6 月

日本銀行総裁  
黒田 東彦

# 目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	
(概況) . . . . .	1
(輸出は、新興国経済の減速の影響が和らぐもとで、持ち直したあと、増加基調を辿った) . . . . .	2
(鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加や在庫調整の進捗から、持ち直したあと、増加基調を辿った) . . . . .	3
(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) . . . . .	5
(住宅投資、公共投資は横ばい圏内で推移した) . . . . .	7
(雇用・所得環境は、着実な改善を続けた) . . . . .	8
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した) . . . . .	10
(2) 物価 . . . . .	12
(3) 海外経済 . . . . .	16
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融資本市場 . . . . .	18
(2) 短期金融市場 . . . . .	21
(3) 債券市場 . . . . .	22
(4) 株式市場 . . . . .	25
(5) 外国為替市場 . . . . .	26
(6) 企業金融 . . . . .	28
(7) 量的金融指標 . . . . .	33
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績 . . . . .	34

2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	35
(2) 「経済・物価情勢の展望」	39
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 28年12月の会合	47
(国際金融市場では、ドル高が進んでおり、その影響が他の地域にも波及している)	
(海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている)	
(わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている)	
(消費者物価の前年比は、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている)	
(金融環境は、きわめて緩和した状態にある)	
ロ. 29年3月の会合	48
(国際金融市場について、先進国・新興国ともに株価は総じて堅調に推移している)	
(海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている)	
(わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている)	
(消費者物価の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている)	
(金融環境は、きわめて緩和した状態にある)	
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続	50
ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営	51
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	53
3. 金融市場調節の実施状況	54
4. 日本銀行のバランスシートの動き	59
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	61
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	97
3. 金融政策決定会合議事要旨	156



# 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 28 年度下期のわが国の経済を振り返ると、所得から支出への前向きの循環が維持されるもとで、緩やかな回復基調が続いた。

輸出は、新興国経済の減速の影響が和らぐもとで、持ち直したあと、増加基調を辿った。国内需要をみると、公共投資・住宅投資は、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・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、持ち直したあと、増加基調を辿った。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マイナス幅を次第に縮小して 0%程度となった。予想物価上昇率は、現実の物価上昇率が 0%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、弱含みの局面が続いた。

### (金融面の動向)

3. 短期金融市場では、全般として、金利は低水準で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。

株価は、11 月上旬まで概ね横ばいで推移したあと、年末にかけて、米新政権の経済政策運営に対する期待等から世界的に株価が上昇する中で、大きく上昇した。その後は横ばい圏内での動きが続き、3 月末には 18 千円台後半となった。

為替市場では、年末にかけて、米金利上昇などを受けてドルが多くの通貨対比で上昇する中、円安ドル高方向の動きとなった。その後は、米金利の上昇一服や、欧州の政治情勢を巡る不透明感の強まりなどを受けて、円高ドル安方向の動きとなり、3 月末には 111 円台となった。円の対ユーロ相場は、円安ユーロ高方向の動きとなり、3 月末には 119 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、大幅に緩和した状態であった。

資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が増加した。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は、プラス幅が緩やかに拡大し、3月には3%のプラスとなった。CPおよび社債の発行残高の前年比は、プラスで推移した。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は、前年比で2割台前半の高い伸びを続けた。マネーストック（M2）の動向をみると、前年比4%程度で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 28年度下期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、10月の会合では、わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けていると判断した。12月から3月の会合では、緩やかな回復基調を続けていると判断した。

7. 金融政策運営面では、28年度下期のすべての会合において、9月の会合で決定した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでの、以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続することとした。

（1）長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利



操作方針を実現するよう運営する。

## (2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② C P 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、28 年度下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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」との考え方を示した。

## (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、490.1兆円（前年比+20.8%）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

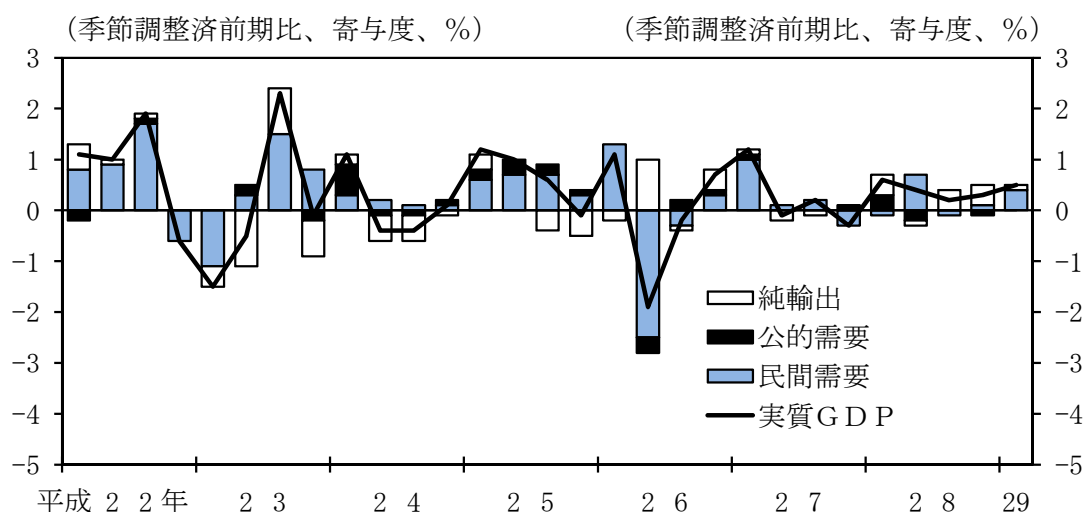
#### (概況)

平成28年度下期のわが国の経済を振り返ると、所得から支出への前向きの循環が維持されるもとの、緩やかな回復基調が続いた。

輸出は、新興国経済の減速の影響が和らぐもとの、持ち直したあと、増加基調を辿った。国内需要をみると、公共投資・住宅投資は、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・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、持ち直したあと、増加基調を辿った。

以上の経済情勢を実質GDPの前期比でみると(図表1)、28年1~3月以降、5四半期連続でプラスとなった。半期でみると、28年度下期は、上期対比で年率1.5%の伸びとなった。

(図表1) 実質GDPの推移



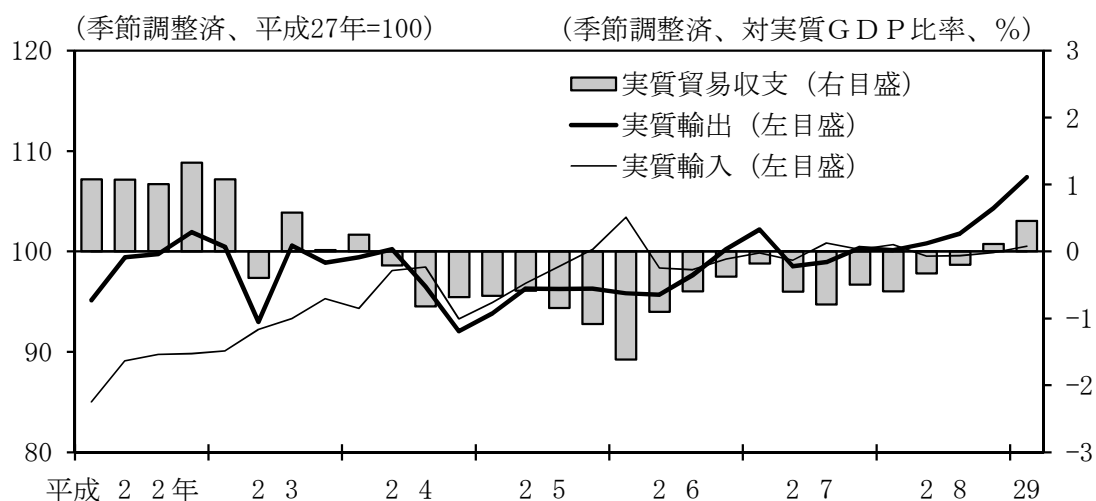
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

（輸出は、新興国経済の減速の影響が和らぐもとで、持ち直したあと、増加基調を辿った）

実質輸出は<sup>1</sup>、新興国経済の減速の影響が和らぐもとで、持ち直したあと、増加基調を辿った（図表2）。仔細にみると、先進国向けは、緩やかな増加基調を続けたほか、弱めの動きを続けていた新興国向けも、情報関連を中心に改善したことから、全体としても持ち直したあと、増加基調を辿った（図表3）。

実質輸入は、横ばい圏内の動きを続けた（図表2）。

（図表2）実質輸出入と実質貿易収支



<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。

(図表3) 実質輸出の内訳

## (1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

		平成28年				平成29年
		第1四半期	2	3	4	1
米国	<20.2>	1.5	-1.5	-0.4	2.6	0.0
EU	<11.4>	3.9	0.8	-0.3	-3.1	4.1
アジア	<53.0>	-1.6	1.8	1.7	4.8	3.7
中国	<17.7>	-1.3	0.9	0.9	7.2	5.0
NIEs・ASEAN等	<35.3>	-1.5	2.1	2.2	3.4	3.1
その他	<15.4>	-2.5	2.4	0.1	-1.8	7.1
実質輸出計		-0.2	0.7	0.9	2.5	3.0

## (2) 財別

(季節調整済前期比、%)

		平成28年				平成29年
		第1四半期	2	3	4	1
中間財	<18.8>	-1.5	0.5	-0.1	-0.6	-1.1
自動車関連	<24.9>	-3.7	0.4	2.2	3.5	-0.2
情報関連	<21.2>	-1.1	1.4	2.1	4.4	4.4
資本財	<17.1>	1.2	1.3	-0.4	3.5	6.3
実質輸出計		-0.2	0.7	0.9	2.5	3.0

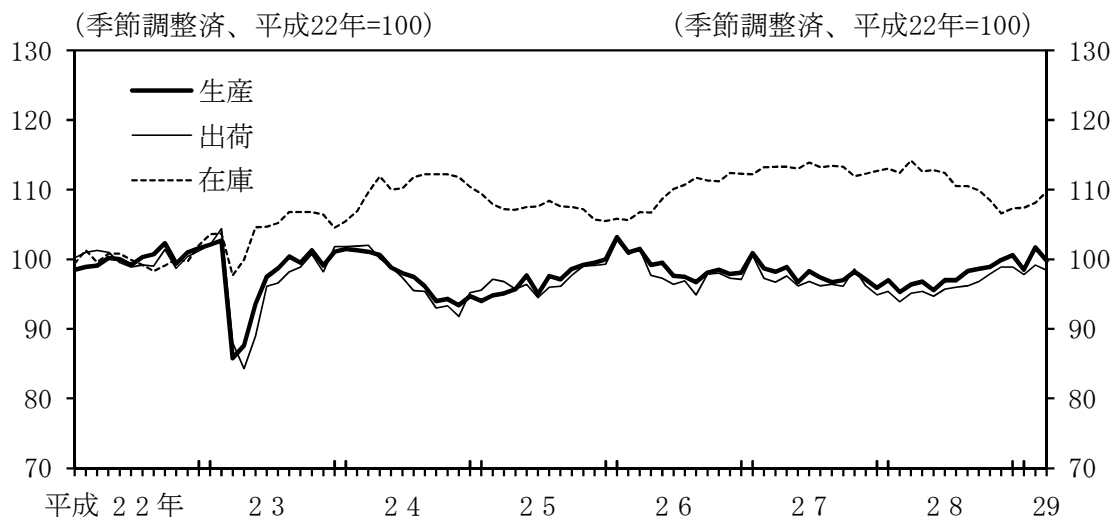
(注) < >内は、28年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEs・ASEAN等は、NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）やASEAN（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムなど）のほか、インド、バングラデシュなども含む。

**（鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加や在庫調整の進捗から、持ち直したあと、増加基調を辿った）**

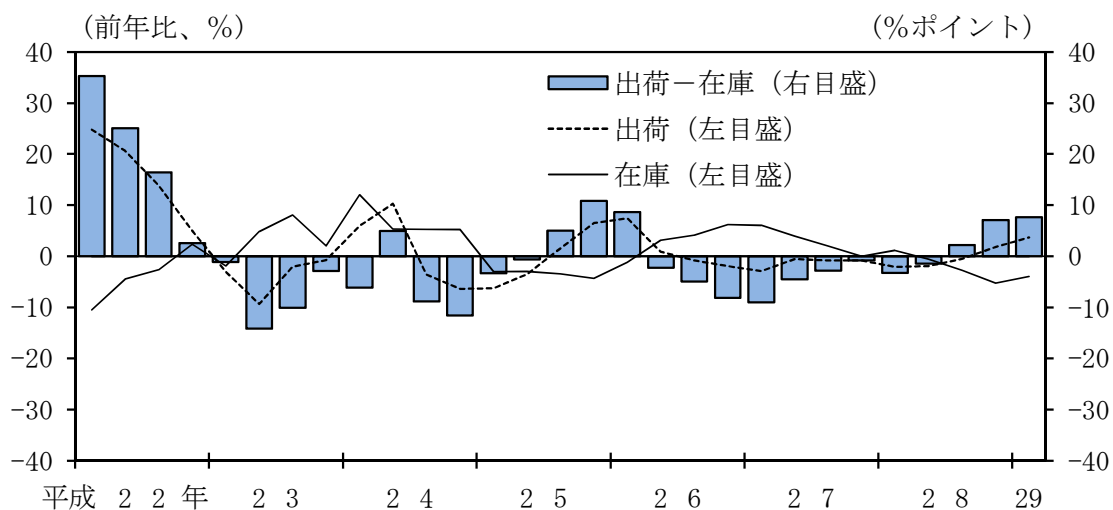
鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、持ち直したあと、増加基調を辿った（図表4）。業種別にみると、輸送機械（乗用車等）は、米欧向けの出荷の増加や国内への生産移管の動きもあって、増加を続けた。電子部品・デバイスは、スマートフォン関連需要などから、はっきりと増加した。はん用・生産用・業務用機械も、半導体製造装置を中心に堅調に増加した。

この間、出荷・在庫バランスをみると、前年比で出荷の伸びが在庫の伸びをはっきりと上回り、明確な改善をみせた（図表5）。

（図表4） 鉱工業生産・出荷・在庫



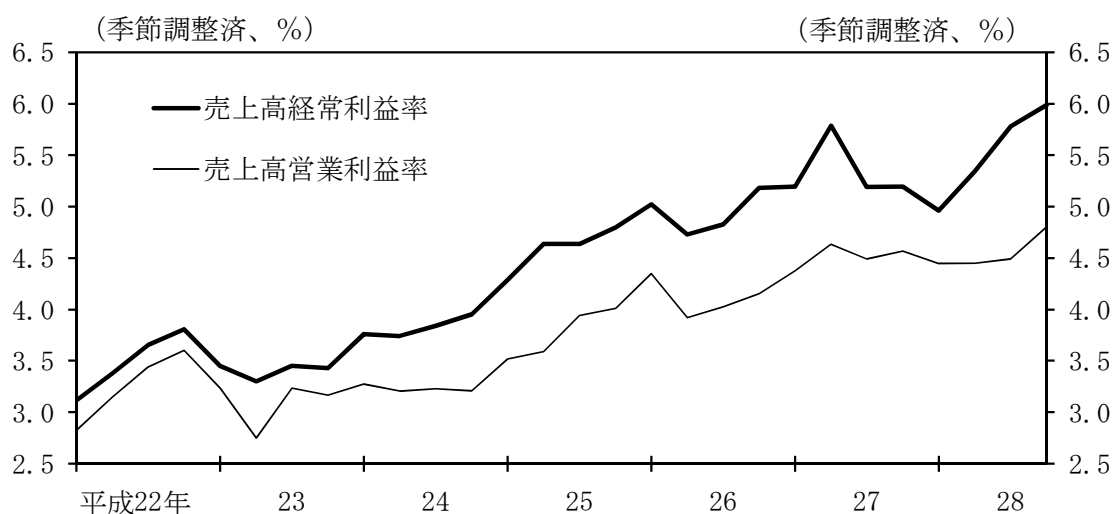
（図表5） 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った)

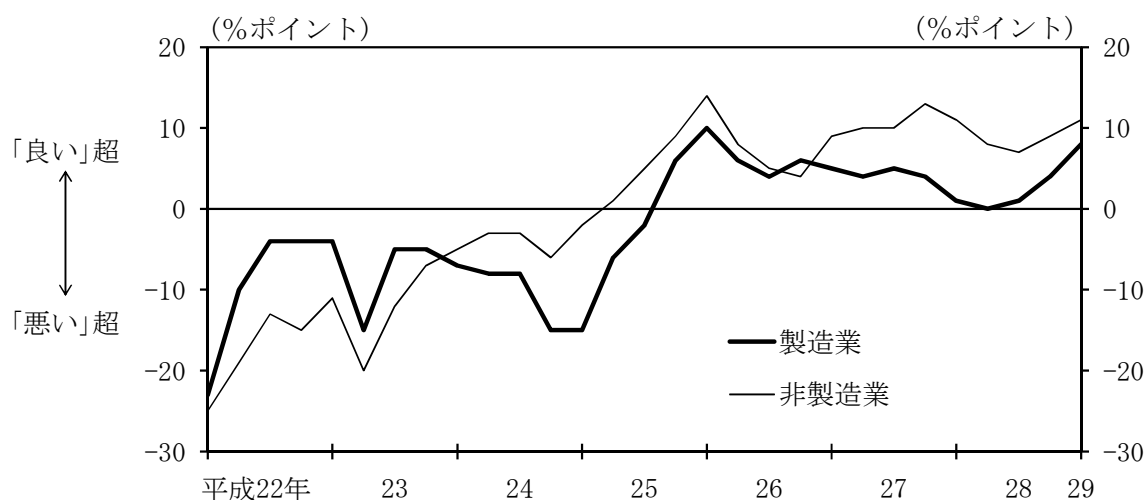
企業収益は、改善した。法人企業統計の利益率（季節調整値）の推移をみると（図表6）、経常利益率は、新興国経済の減速の影響が和らぐ中、資源価格の持ち直しや円安などにも支えられて、改善した。この間、企業の業況感を短観で見ると、企業収益の改善を反映して、幅広い業種で改善した（図表7）。

(図表6) 企業収益



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

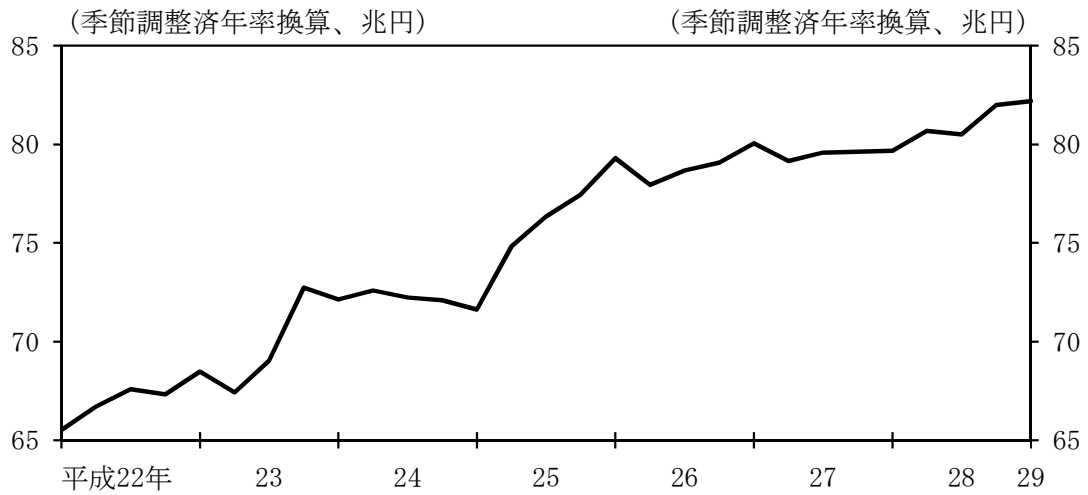
(図表7) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

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。28年度下期のGDPベースの実質設備投資は、上期対比で年率3.8%の伸びとなった（図表8）。

（図表8）設備投資（実質、GDPベース）

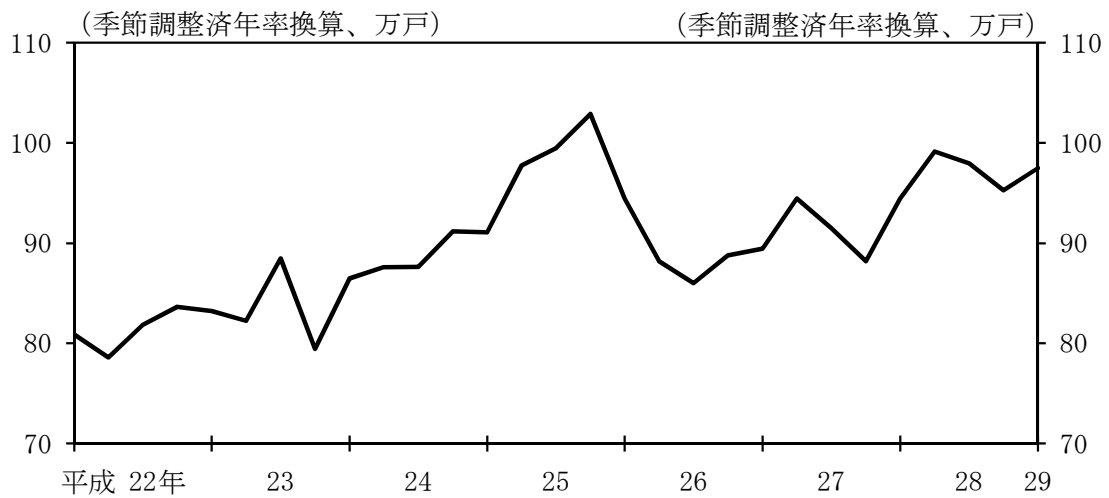


(住宅投資、公共投資は横ばい圏内で推移した)

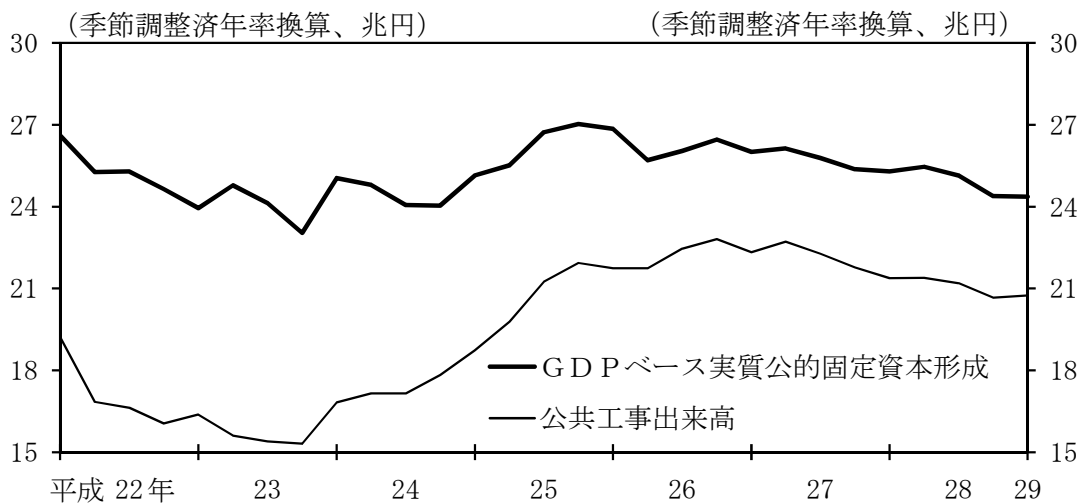
住宅投資は、緩和的な金融環境に支えられて、資産運用・節税ニーズの強い貸家を中心に持ち直したあと、横ばい圏内で推移した(図表9(1))。公共投資は、横ばい圏内で推移した(図表9(2))。

(図表9) 住宅投資・公共投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公共投資





(雇用・所得環境は、着実な改善を続けた)

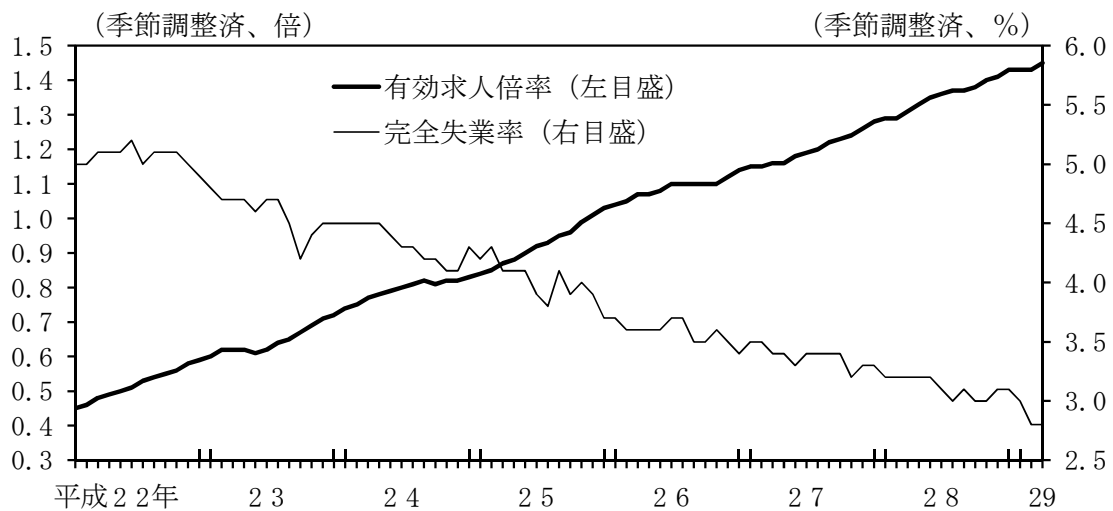
雇用面についてみると(図表10)、労働力調査の雇用者数の前年比は、1%から1%台半ばの高い伸びを続けた。そのもとで、有効求人倍率は着実に上昇を続けたほか、完全失業率も、振れを伴いつつも緩やかな改善を続け、2%台後半まで低下した。

賃金面では、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇した(図表11)。

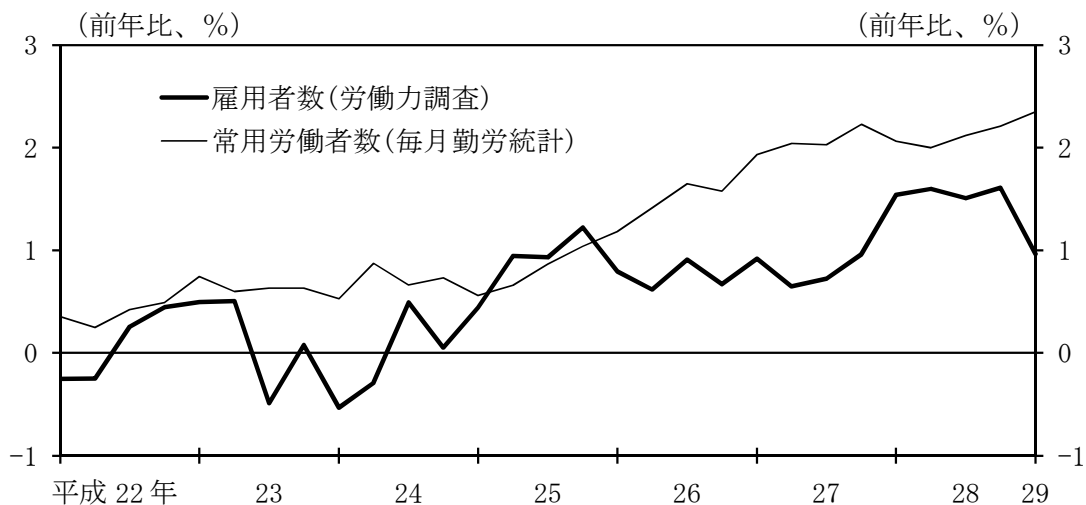
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は、振れを伴いつつも、緩やかにペースを高めながら増加を続けた。

(図表10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率

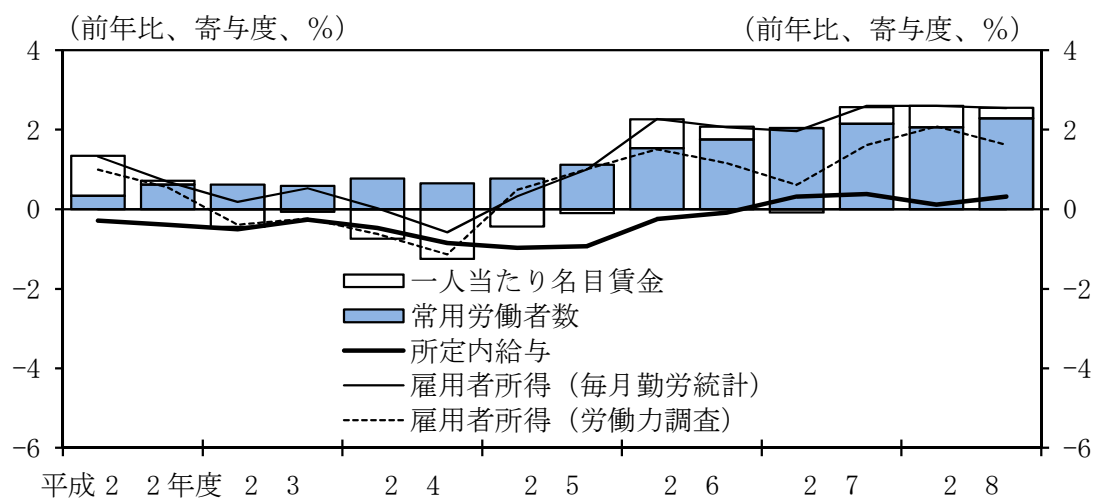


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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。

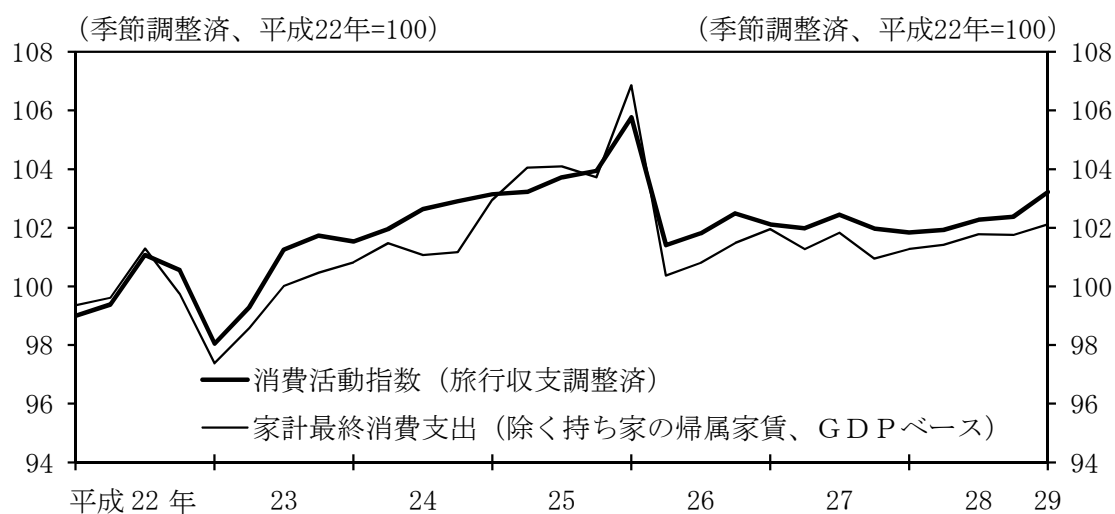
## (個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した)

個人消費については、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した(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))、生鮮食品価格の高騰の影響などから振れもみられたが、耐久財がリーマン・ショック後の需要喚起策により購入された乗用車や家電が買い替え期を迎えつつあるなかで緩やかな増加を続けたことなどから、底堅く推移した。サービス消費では、外食が増加を続けたほか、旅行は国内旅行を中心に持ち直した(図表 12(3))。

この間、個人消費関連のマインド指標は、振れを伴いつつも、株価上昇などを背景にごく緩やかに持ち直した(図表 13)。

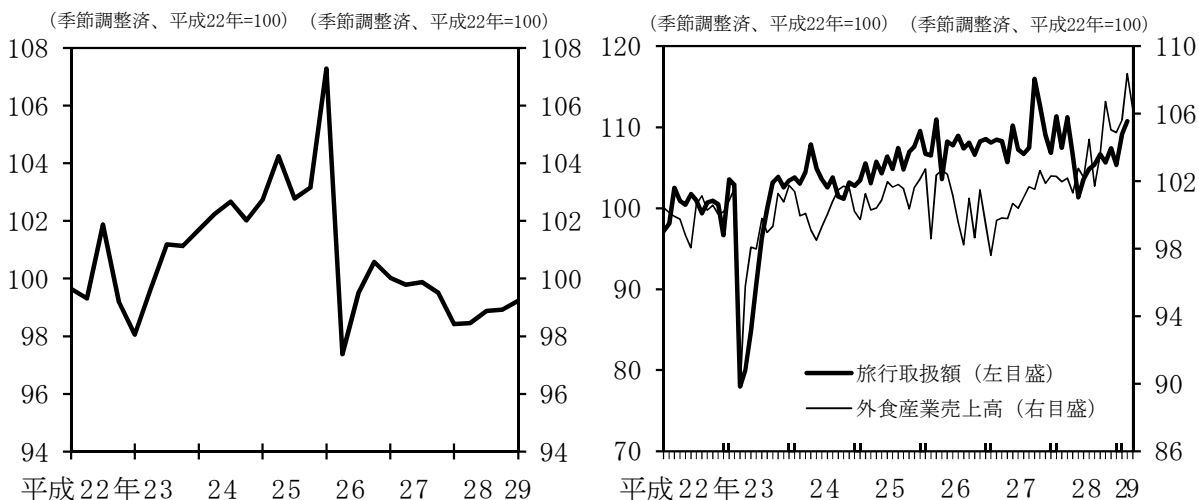
(図表 12) 個人消費

### (1) 個人消費(実質)



(2) 小売業販売額 (実質)

(3) サービス消費 (名目)

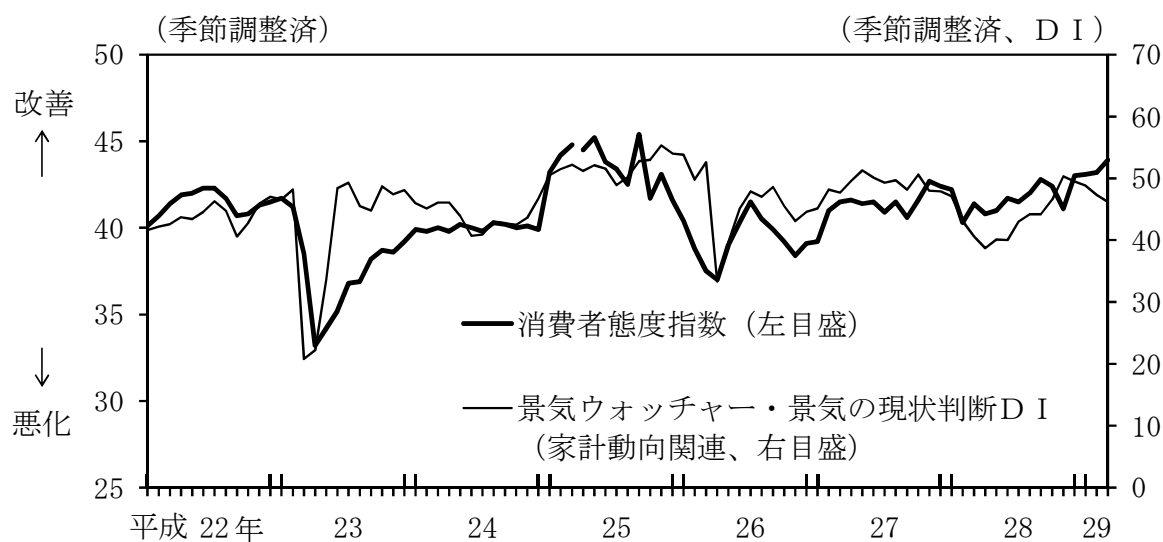


(注1) 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。

(注2) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。

(注3) 外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(図表 13) 個人消費関連のマインド指標



(注1) 消費者態度指数 (調査客体<25年4月以降>：全国・二人以上の世帯 約5,700世帯) は、消費者意識を尋ねたアンケート調査。景気ウォッチャー調査 (同<家計動向関連>：全国約1,400人) は、家計動向を敏感に反映する現象を観察できる職種の人々に尋ねたアンケート調査。

(注2) 消費者態度指数は、25年4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、25年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。

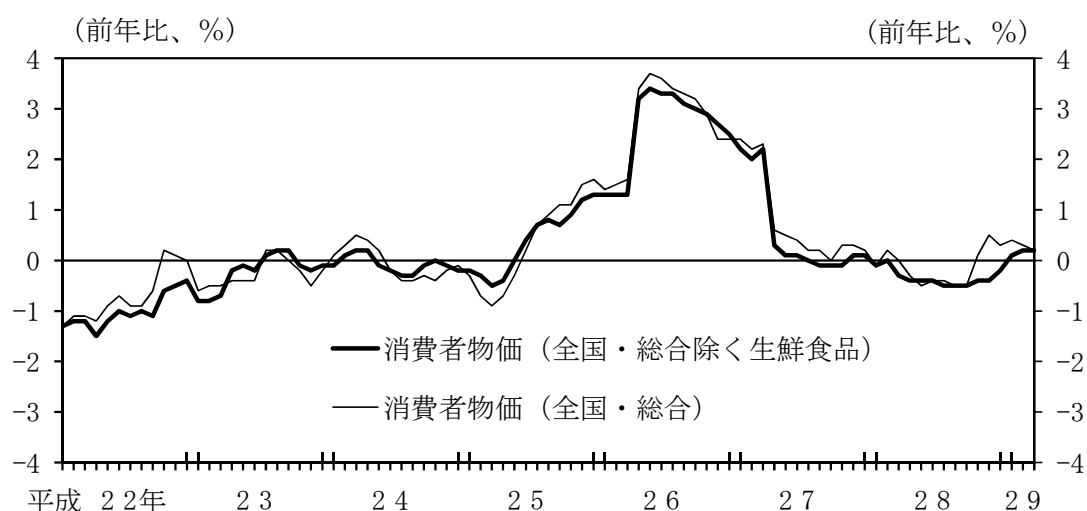
## (2) 物価

物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスからマイナス幅を縮小して0%程度となった(図表 14)。内訳をみると(図表 15)、財は、食料工業製品がプラス幅を縮小し、耐久消費財が下落するなか、石油製品を主因として上昇に転じたあとプラス幅をはっきりと拡大した。一般サービスは、人手不足に伴う賃金上昇を背景とした値上げの動きが家事関連サービスなどでみられたものの、宿泊料のプラス幅縮小や通信料のマイナス幅拡大、家賃の下落などから、0%程度で推移した。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の上昇を主因に、マイナス幅を緩やかに縮小した。

基調的な変動を捉える指標として、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）と刈込平均値<sup>2</sup>の前年比をみると（図表 16）、0%程度ないし小幅のプラスで一進一退の動きとなった。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標をみると、緩やかに低下したあと下げ止まった。

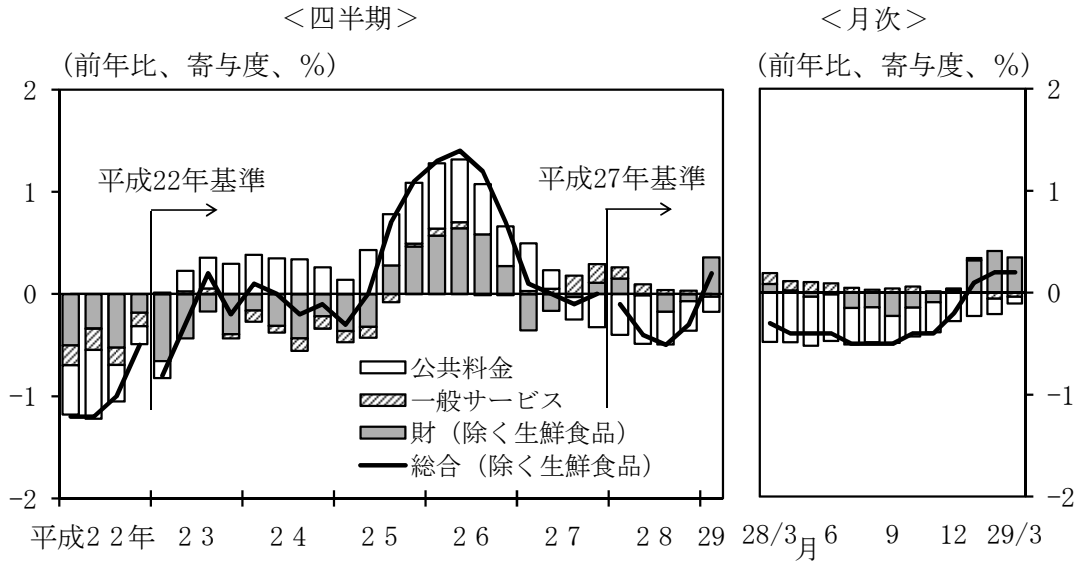
予想物価上昇率は（図表 17）、現実の物価上昇率が0%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、弱含みの局面が続いた。

(図表 14) 消費者物価



<sup>2</sup> 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、消費者物価指数の品目別価格変動分布の両端の一定割合を機械的に控除し、それ以外の品目の前年比を加重平均した値。

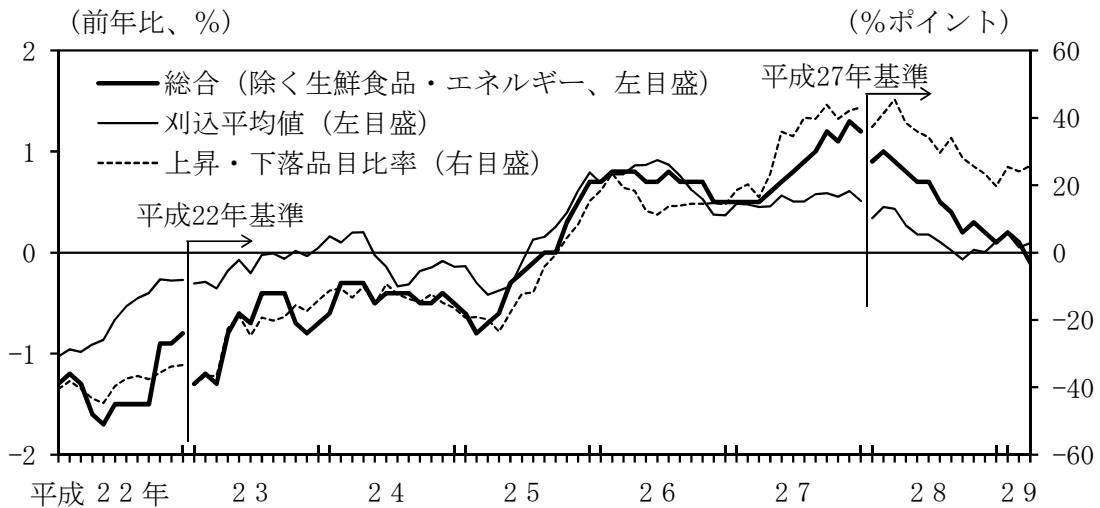
(図表 15) 消費者物価（全国・総合除く生鮮食品）の内訳



(注 1) 分類は組み替えて定義（「」内は総務省公表ベース）。財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」。

(注 2) 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(図表 16) 消費者物価の基調的な変動



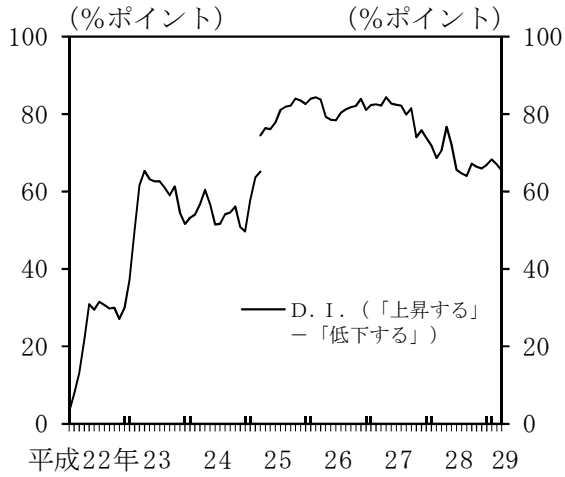
(注 1) 刈込平均値は、全個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(注 2) 上昇・下落品目比率は、総合（除く生鮮食品）を構成する品目のうち、前年比上昇した品目の割合から下落した品目の割合を差し引いて算出。

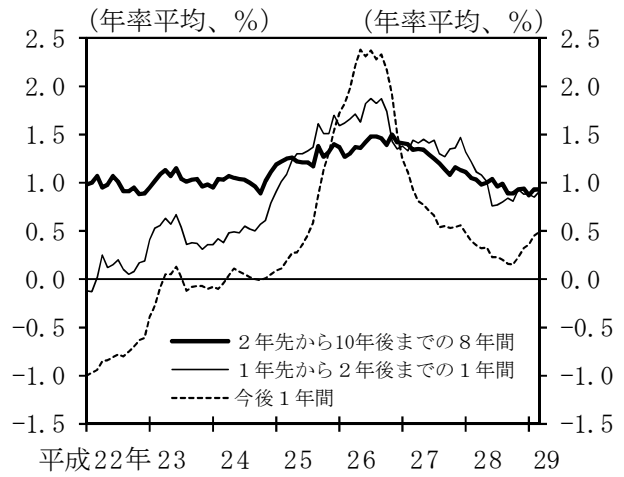
(注 3) 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(図表 17) 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  
(QUICK調査)



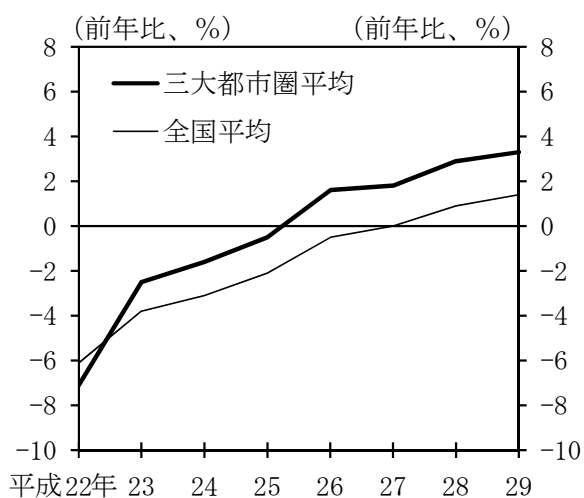
(注1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。25年4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。

(注2) QUICK調査は、25年9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

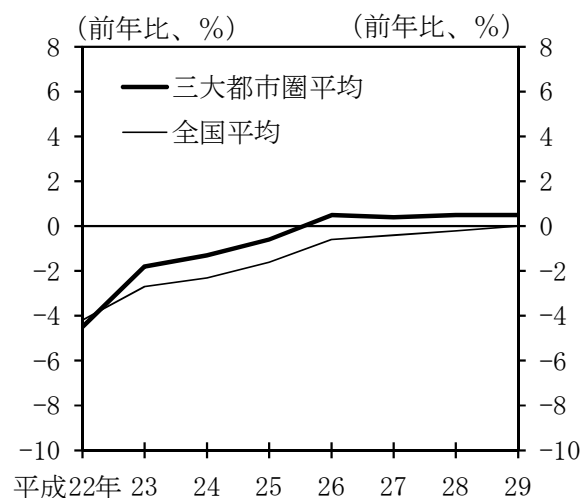
地価を地価公示（1月時点）で見ると（図表 18）、全国平均では、商業地が前年比プラス幅を拡大し、住宅地は下げ止まった。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均では、商業地が前年比プラス幅を拡大し、住宅地は前年比で小幅のプラスを続けた。

（図表 18）地価公示

（1）商業地



（2）住宅地



（注）地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。



### (3) 海外経済

28年度下期の海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いた（図表19）。

(図表19) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		27年	28年	27年 第4四半期	28年 1	2	3	4	29年 1
米 国		2.6	1.6	0.9	0.8	1.4	3.5	2.1	0.7
ユーロエリア		2.0	1.8	1.8	2.2	1.3	1.7	1.9	1.8
新興 国・ 地域	中 国	6.9	6.7	6.8	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9
	イ ン ド	7.5	7.5	6.9	8.6	7.2	7.4	7.0	-
	NIEsおよび ASEAN4	3.6	3.8	3.5	3.5	3.9	3.8	3.9	-
	ブラジル	-3.8	-3.6	-5.8	-5.4	-3.6	-2.9	-2.5	-
	ロ シ ア	-2.8	-0.2	-3.2	-0.4	-0.5	-0.4	0.3	-

(注) NIEsおよびASEAN4は、IMF公表のGDPウェイト（28年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、雇用・所得環境が改善する中、家計支出を中心に回復した。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の上昇を背景に1%台後半から2%台半ばへと上昇した。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2%台前半で推移した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準を12月会合で0.25~0.50%の範囲から0.50~0.75%の範囲へと、3月会合で0.75~1.00%の範囲へと引き上げた。この間、資産買入れプログラムについては現状維持とした。先行きの金融政策についてのガイダンスは、「経済状況はフェデラル・ファンド・レートの緩やかな上昇を正当化するかたちで展開し、フェデラル・ファンド・レートは、しばらくの間、長期的に妥当であると予想される水準より低い状態が続くと予想している」との文言がほぼ維持された。

ユーロエリア経済は、個人消費が牽引し緩やかな回復を続けた。物価面をみる

と、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の上昇を背景にゼロ%台半ばから2%程度へと上昇した。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は1%近傍で推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、期中を通じて政策金利（主要リファイナンス・オペにおける適用金利）を0.00%、限界貸出金利を0.25%、中銀預け金金利を▲0.40%にそれぞれ据え置いた。ただし、12月会合では、資産買入れプログラムに関して、実施期間を29年12月まで9か月間延長する一方、買入額を29年4月以降、月間800億ユーロから600億ユーロに減額することを決定した。また、買入れを円滑に実施するために、買入対象資産の残存期間の下限を引き下げるなどの技術的要素の見直しを決定した。また、3月会合の声明文では、「物価安定の目標達成に必要なであれば、マンデートの範囲内で利用可能なあらゆる政策手段を用いる」との文言が削除された。

新興国・地域をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けた。物価面をみると、消費者物価の前年比は、引き続き政府目標（3%前後）を下回って推移した。財政政策面では、均してみれば財政支出の拡大が続いた。金融政策面では、中国人民銀行は、預金や貸出の基準金利、預金準備率を据え置く一方、リバースレポ金利、中期貸出ファシリティ、常設貸出ファシリティの金利をそれぞれ引き上げた。この間、3月に開催された全国人民代表大会では、29年中は財政政策を「さらに積極的で効果的なものにする」、金融政策は「穏健・中立を維持する」との方針が示された。

中国以外の新興国・地域についてみると、NIEs・ASEAN諸国・地域の経済では、輸出がはっきりと持ち直したほか、景気刺激策の効果から内需は底堅く推移した。インド経済は、11月に実施された高額紙幣の廃止により一時混乱したが、3月末にかけてその影響は一服した。ロシア経済は、資源価格の底打ちなどから下げ止まった。一方、ブラジルの経済では、固有の脆弱性が景気の重石となっていたが、一部に明るい動きもみられた。物価面をみると、多くの国・地域で、エネルギー価格の上昇を主因にインフレ率が上昇したものの、目標レンジ内で推移した。ブラジルやロシアのインフレ率は、既往の通貨安の一服などを背景に低下した。金融政策面では、多くの国が金利を据え置くなかで、メキシコやトルコが利上げした一方、ブラジル、インドネシアなどが利下げした。

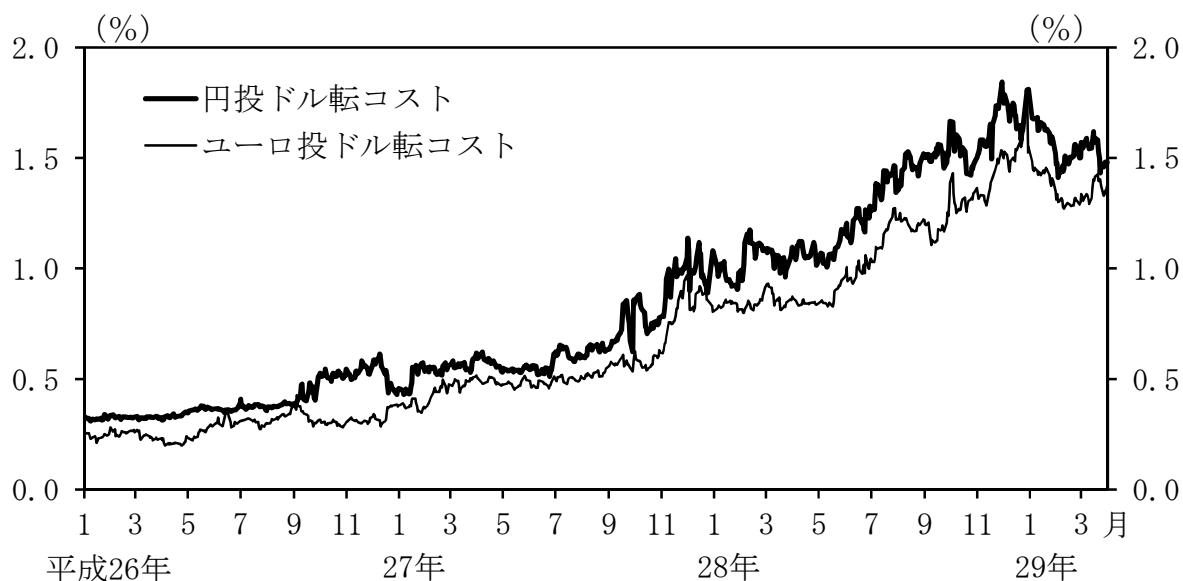
## 2. 金融面の動向

### (1) 国際金融資本市場

平成28年度下期の国際金融資本市場では、堅調な経済指標や米国の新政権による政策運営への期待などを背景に、各国の金利や株価は総じて上昇した。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートは米国連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。ターム物金利は、米国連邦準備制度による利上げが織り込まれるかたちで上昇した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、中銀預け金金利付近で横ばい圏内の動きとなった。為替スワップ市場でのドル転コストは<sup>3</sup>、対ユーロ、対円とも年末を前に上昇する場面もみられたが、均してみれば横ばい圏内の動きとなった(図表20)。この間、米国の投資適格債、低格付け債(ハイ・イールド債)の対国債スプレッドは縮小した。

(図表20) ドル転コスト(3か月物)

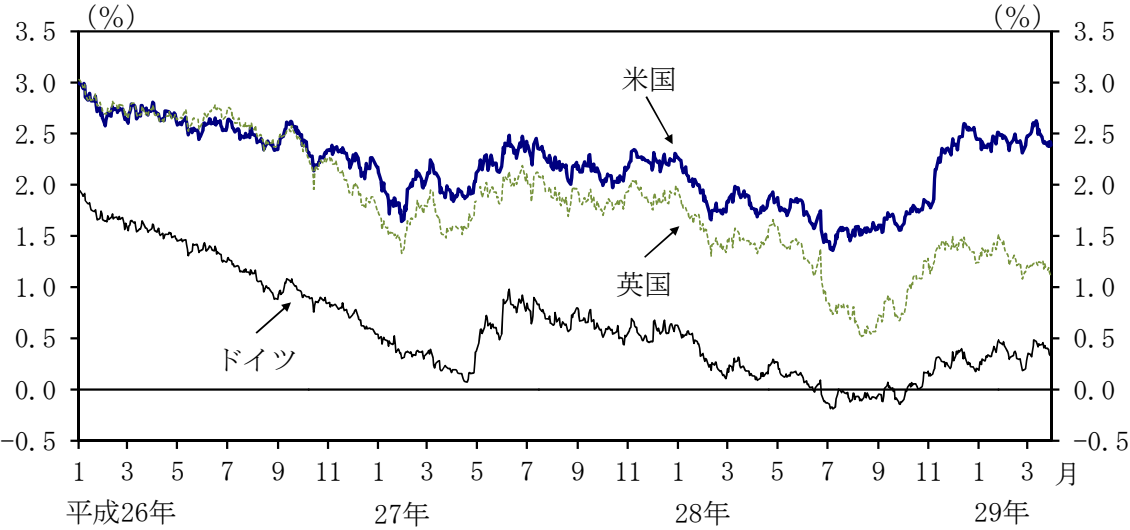


(注) ここでの円投ドル転コストは、円LIBORで調達した円を、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。ユーロ投ドル転コストは、ユーロLIBORで調達したユーロを、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。

<sup>3</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、円を担保にドルを調達した場合の金利と考えることができる。

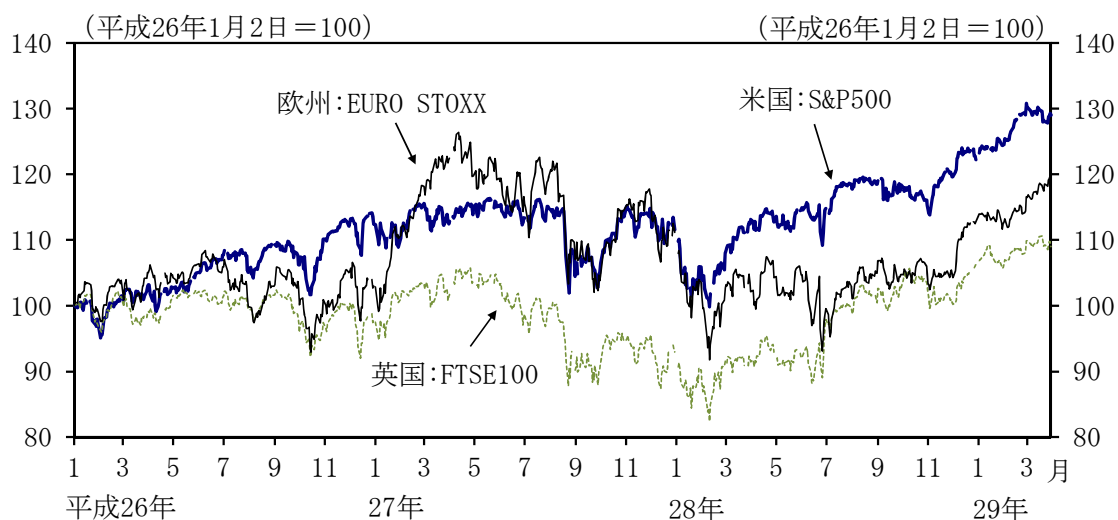
主要国の長期金利（国債 10 年物利回り）は（図表 21）、総じて上昇した。米国の長期金利は、新政権による拡張的な財政政策の影響などが意識されたほか、米国連邦準備制度による利上げが織り込まれるかたちで上昇した。ドイツの長期金利は、米国の長期金利の動きに連動しつつ、欧州中央銀行による金融政策の先行きを巡る思惑にも左右された。この間、英国の長期金利は、堅調な経済指標や米国の金利上昇などを材料に上昇した。

（図表 21）米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）



主要国の株価動向をみると（図表 22）、米国株（S & P 500）は、良好な経済指標や企業決算が相次いだほか、新政権による政策運営への期待から上昇した。欧州株価（EURO STOXX）、英国株価（FTSE100）も同様に上昇した。

（図表22）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、米国大統領選挙後、資金が流出し、通貨や株価が下落する場面がみられた。その後、市場が落ち着きを取り戻す中で、通貨と株価は全般的に上昇に転じた。

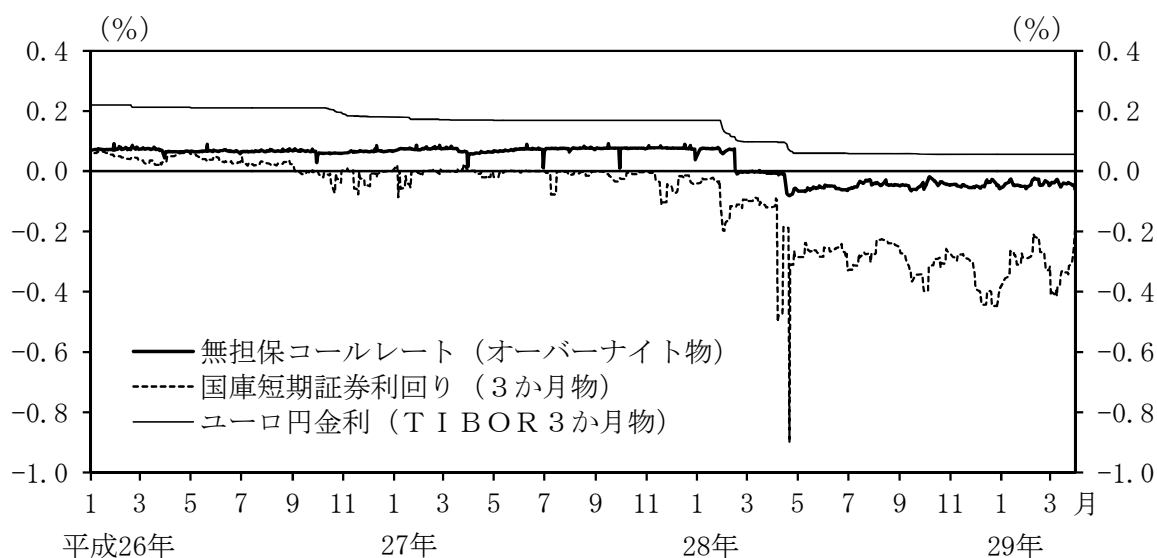
国際商品市況は、商品毎に区々の動きとなった。原油（WTI）は、OPEC加盟国の協調減産が好感されて上昇したあと、米国シェール・オイル増産などへの警戒感から下落した。銅、鉄鉱石は、中国の堅調な需要に加えて、米国の新政権による大規模なインフラ投資に伴う需要増加への期待などを背景に上昇した。農産物は、南米における天候不順の影響などから、2月にかけて上昇したが、その後は豊作観測もあって下落した。この間、金は米ドル高などを受けて下落した。

## (2) 短期金融市場

28年度下期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般として、金利は低水準で推移した。

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 23）<sup>4</sup>、小幅のマイナスで安定的に推移した。ターム物金利をみると<sup>5</sup>、国庫短期証券利回り（3か月物）は、海外投資家の運用需要の変化などを受けて、マイナス圏内でやや大きめに変動した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は横ばいで推移した。

(図表 23) 短期金融市場金利

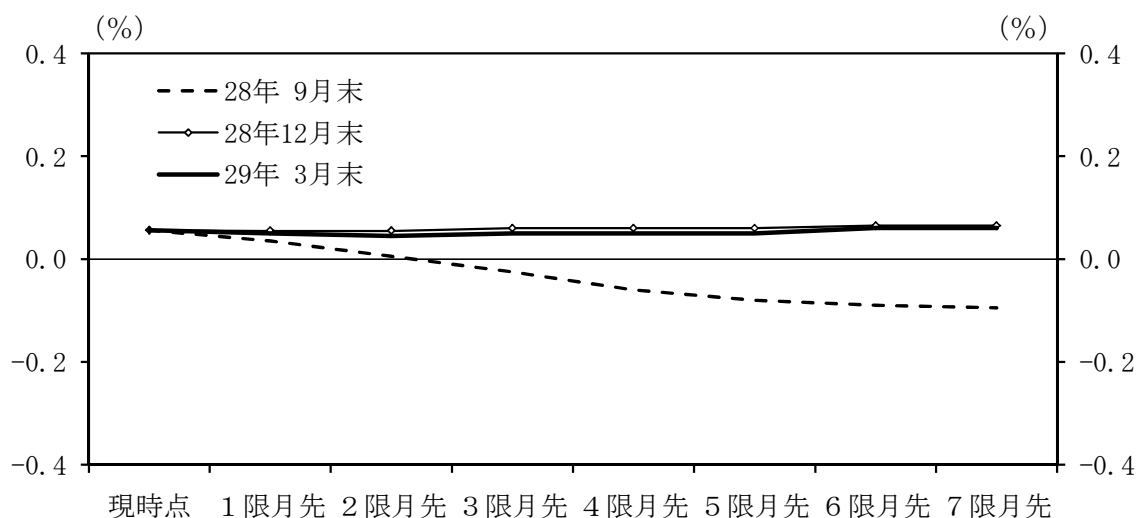


<sup>4</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

<sup>5</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 24）、短期政策金利の引き下げ観測の後退から、幾分上方シフトした。先行きの短期金利については、概ね横ばいで推移することを見込む姿となっている。

（図表 24）ユーロ円金利先物レート



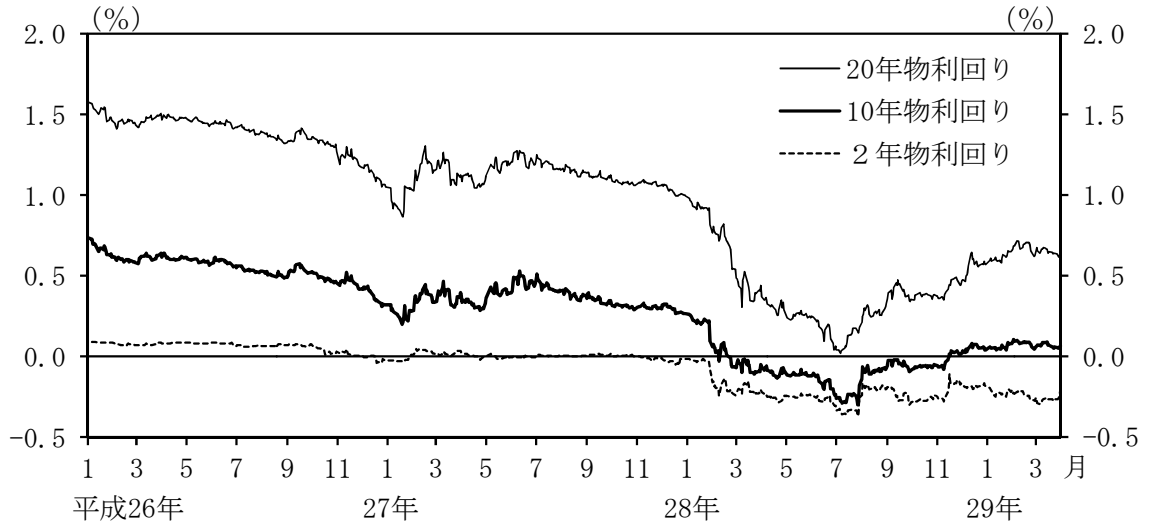
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、29年3月末時点（太い実線）における1限月先（29年6月中央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.050%、2限月先（29年9月中央時点）が0.045%、3限月先（29年12月中央時点）が0.050%であったことを表している。

### （3）債券市場

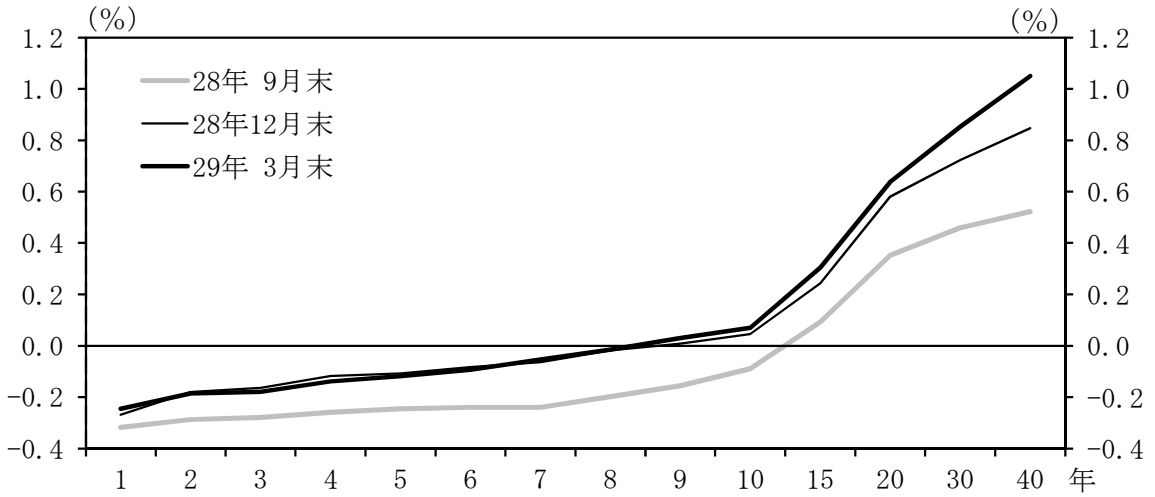
28年度下期の債券市場の動向をみると（図表 25、26）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。仔細にみると、11月上旬にかけて小幅のマイナスで推移したあと、11月下旬にかけて、米新政権の経済政策運営に対する期待が強まり米国長期金利が上昇する中で、ゼロ%を幾分上回る水準まで上昇した。その後は、3月末にかけてゼロ%近傍のプラス領域で安定的に推移した。

短中期国債（2年債）の流通利回りは、11月半ばに幾分上昇したあと、海外投資家の需要などを背景に、低下した。この間、超長期国債（20年債）の流通利回りは、上昇した。

(図表 25) 国債流通利回り



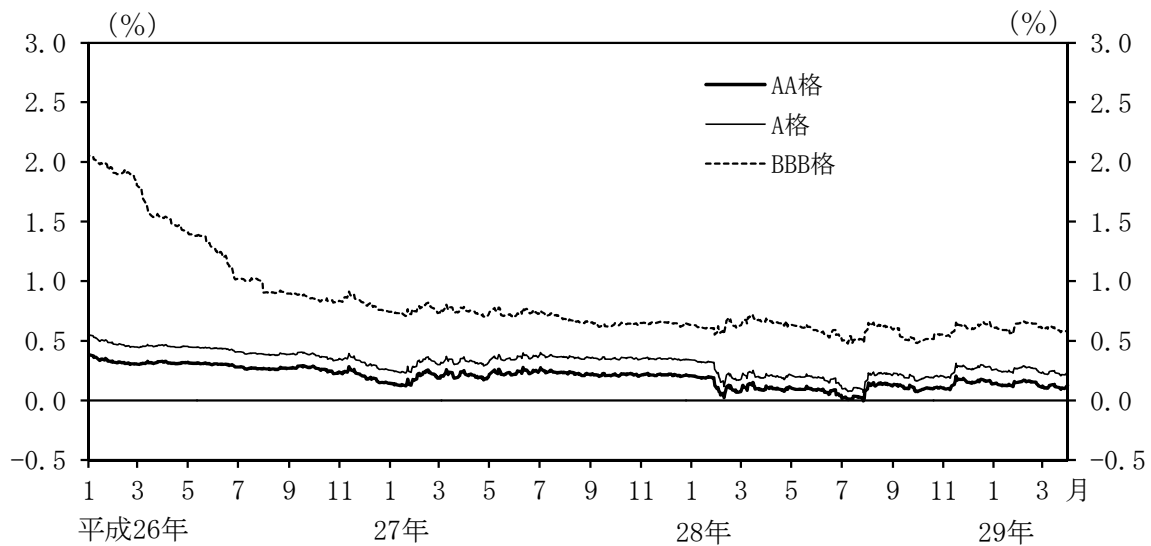
(図表 26) 国債の利回り曲線 (イールドカーブ)





社債流通利回りは（図表 27）、11 月半ばに上昇したあと、投資家の需要が強い中で、幾分低下した。

（図表 27）社債の流通利回り

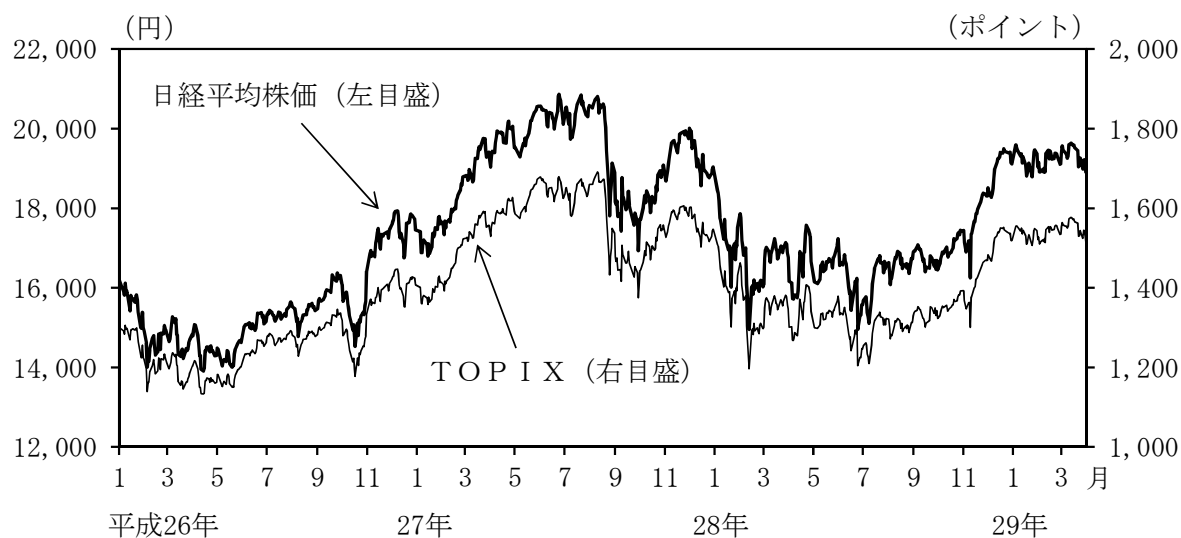


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

#### (4) 株式市場

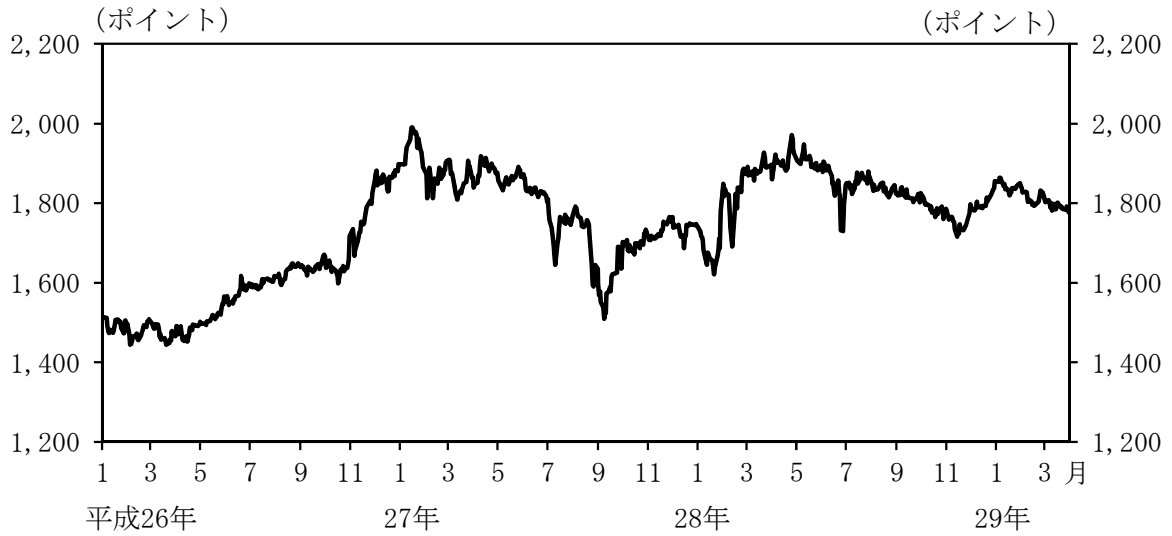
28年度下期の株式市場の動向をみると（図表28）、日経平均株価は、11月上旬まで概ね横ばいで推移したあと、年末にかけて、米新政権の経済政策運営に対する期待等から世界的に株価が上昇する中で、大きく上昇した。その後は横ばい圏内の動きが続き、3月末には18千円台後半となった。

(図表28) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表29）、年末にかけて株価上昇などを受けて上昇したあと、緩やかな下落に転じ、均してみれば横ばい圏内で推移した。

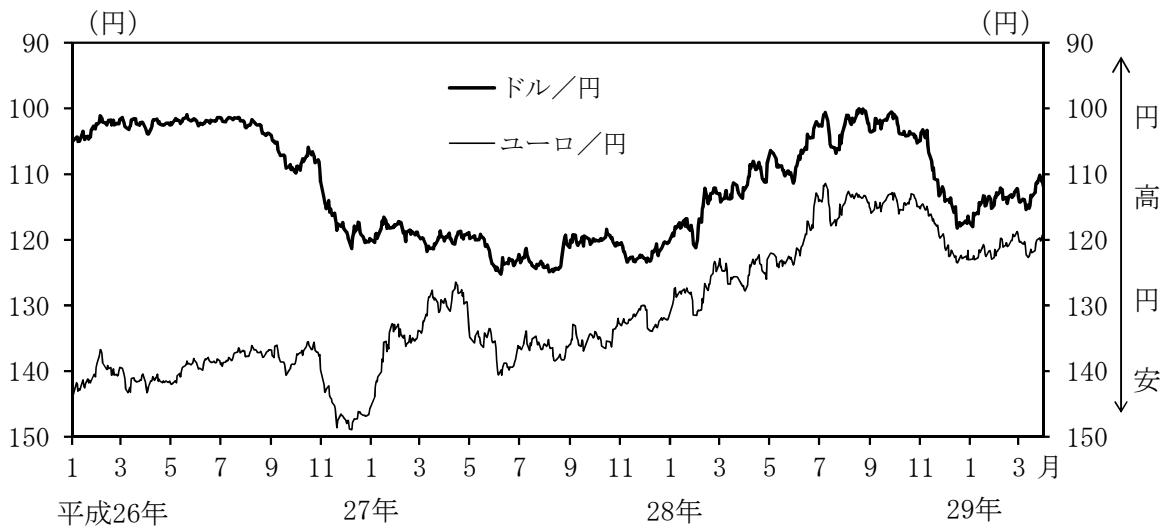
(図表 29) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

28年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表30)、年末にかけて、米金利上昇などを受けてドルが多く通貨対比で上昇する中、円安ドル高方向の動きとなった。その後は、米金利の上昇一服や、欧州の政治情勢を巡る不透明感の強まりなどを受けて、円高ドル安方向の動きとなり、3月末には111円台となった。円の対ユーロ相場は、円安ユーロ高方向の動きとなり、3月末には119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>6</sup>、円安方向に進んだ。

（図表 31）円の実質実効為替レート

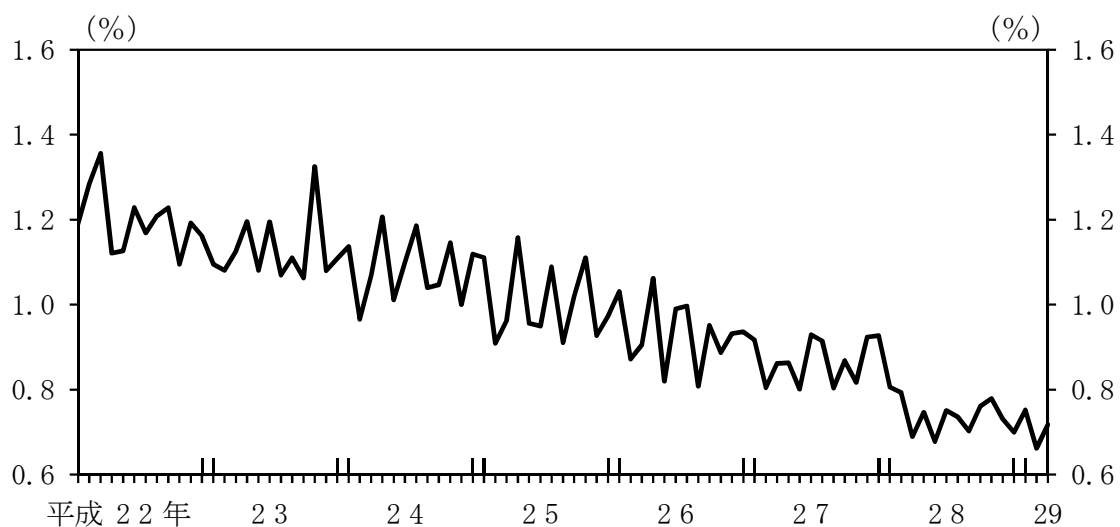


<sup>6</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

## (6) 企業金融

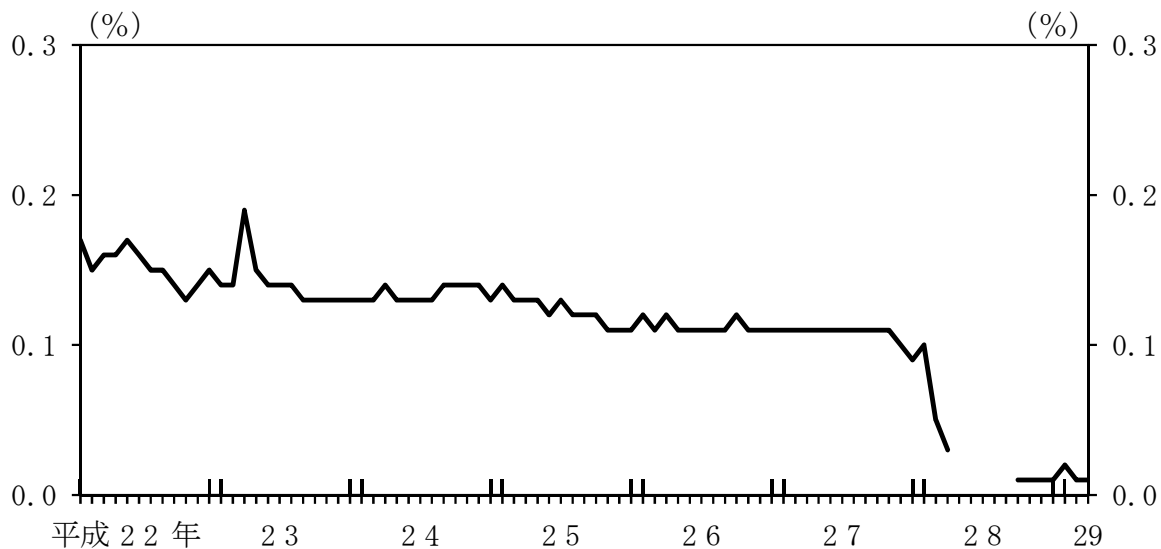
28年度下期において、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を進めるもとの、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表 32）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

(図表 32) 貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CP・社債の発行金利は（図表 33）、きわめて低い水準で推移した。

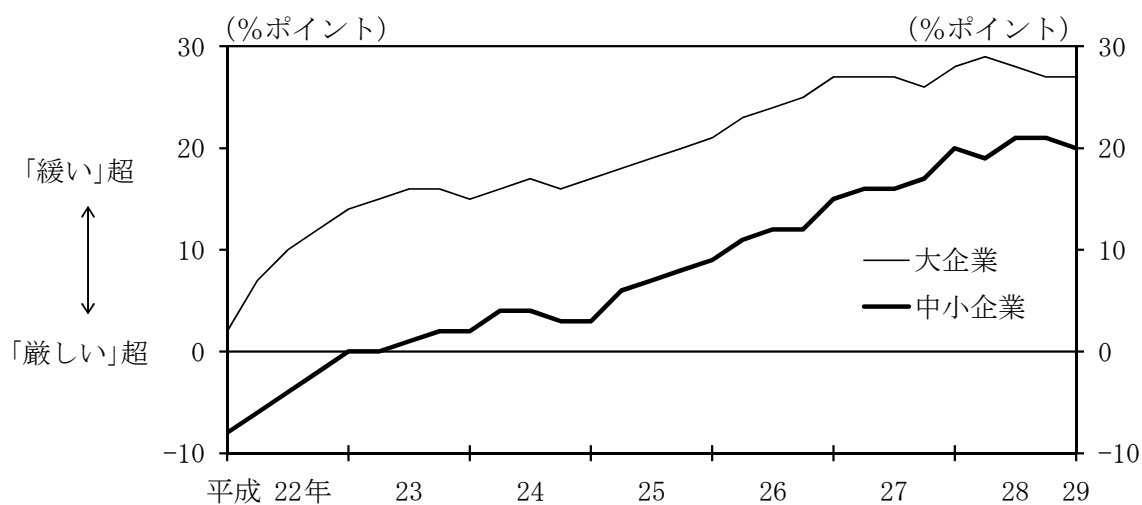
（図表 33）CP発行金利（3か月物）



（注）新発利回り。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。28年3月下旬から9月中旬までは、統計の公表が中断されていた。

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）、大幅に緩和した状態であった。

（図表 34）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）

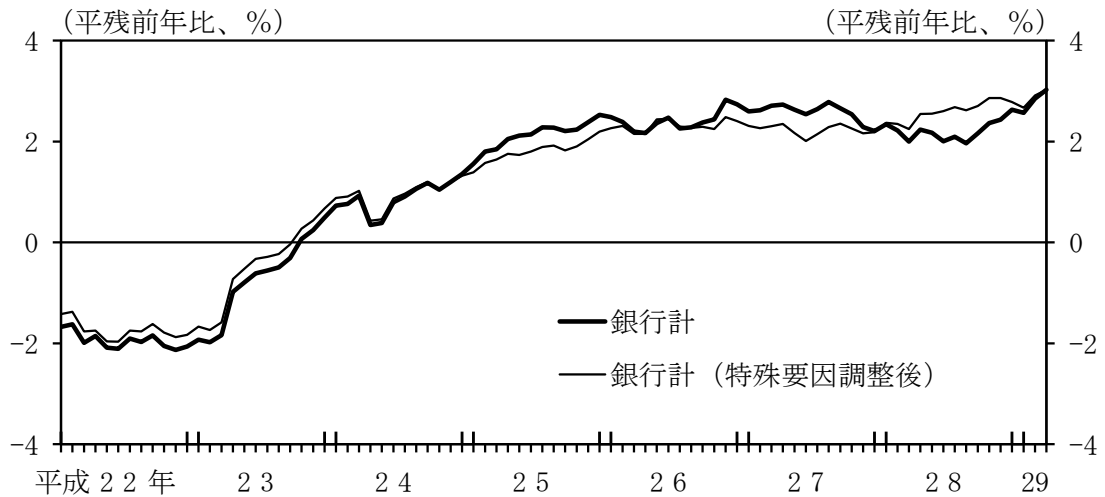


（注）全産業ベース（図表 37 も同様）。

資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が増加した。

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 35）<sup>7</sup>、プラス幅が緩やかに拡大し、3月には3%のプラスとなった。CPおよび社債の発行残高の前年比は（図表 36）、プラスで推移した。

（図表 35）民間銀行貸出残高

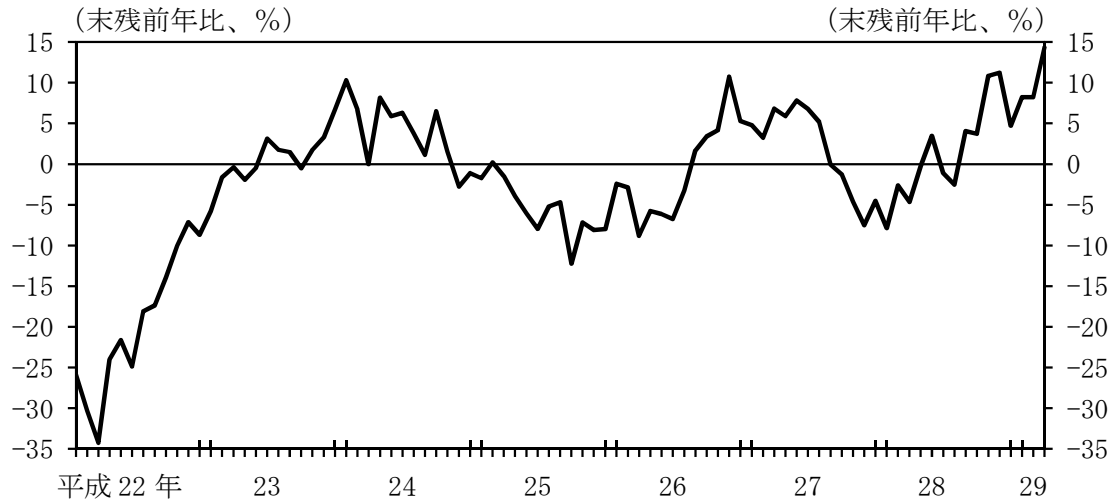


（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

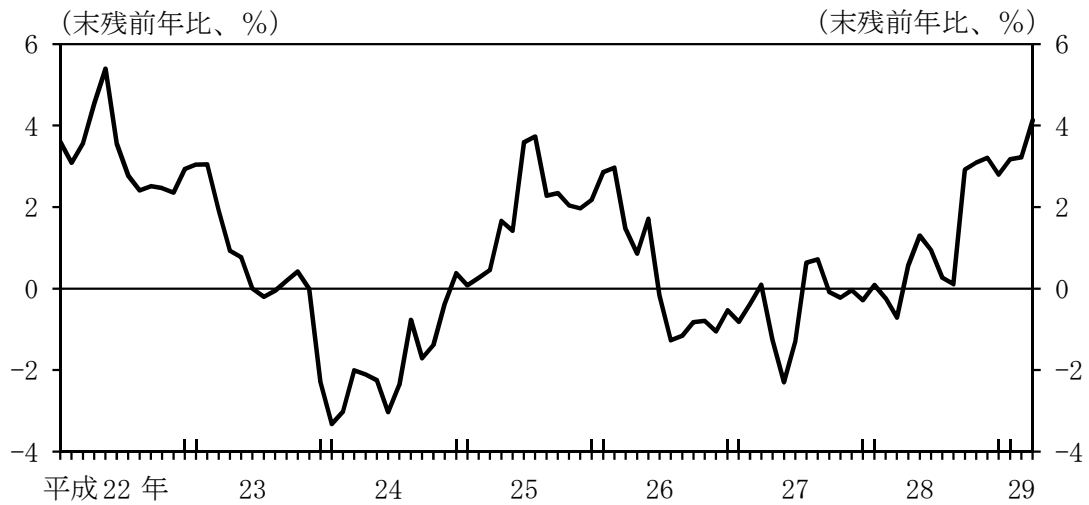
<sup>7</sup> 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。

(図表 36) 資本市場調達

(1) CP発行残高



(2) 社債発行残高

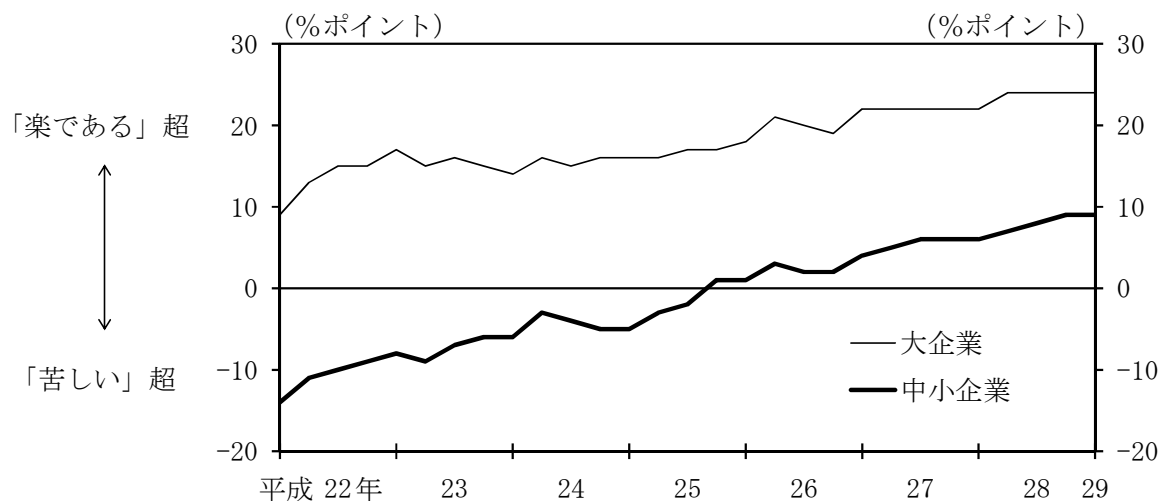


(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。

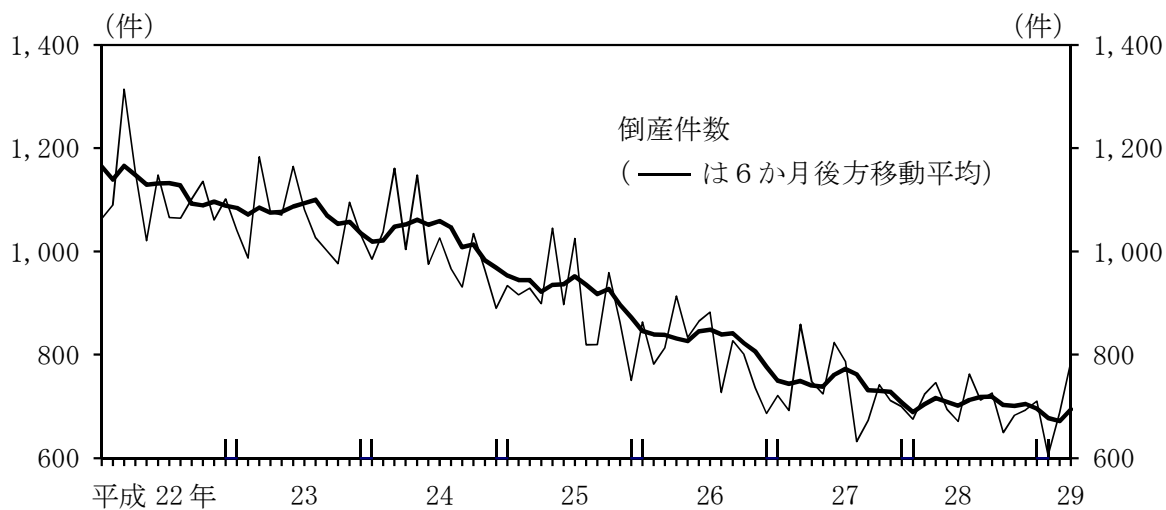


企業の資金繰りは（図表 37）、良好であった。企業倒産件数は（図表 38）、低水準で推移した。

（図表 37）企業の資金繰り判断D. I.（短観）



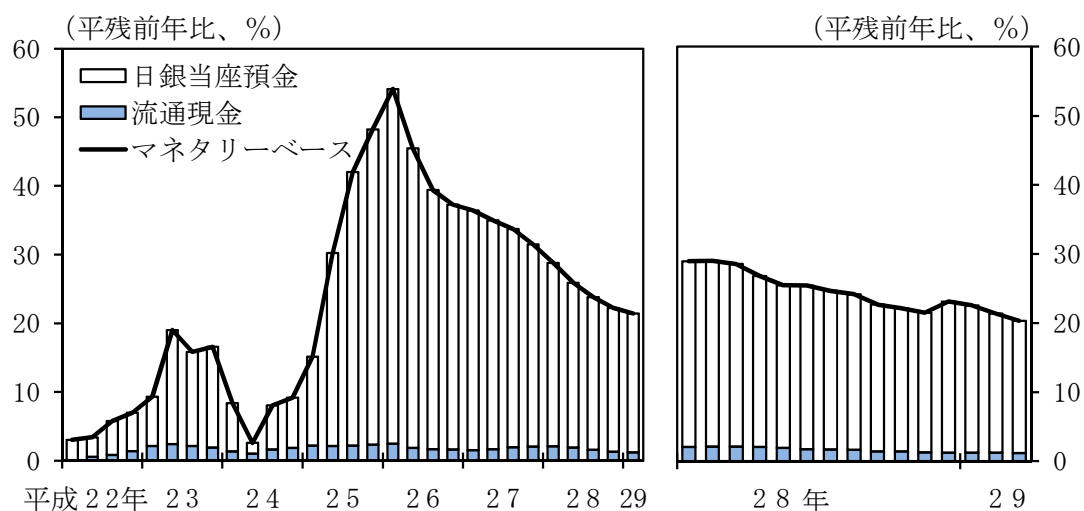
（図表 38）企業倒産



## (7) 量的金融指標

28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）は（図表39）、前年比で2割台前半の高い伸びを続けた。

(図表39) マネタリーベース



マネーストック（M2）の動向をみると（図表40）、前年比4%程度で推移した。

(図表40) マネーストック



(注) 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。

## 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28年10月から29年3月までの間、計4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）
	佐藤健裕	（審議委員）
	木内登英	（審議委員）
	原田 泰	（審議委員）
	布野幸利	（審議委員）
	櫻井 眞	（審議委員）
	政井貴子	（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、28年度下期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

## 2. 金融政策決定会合における検討・決定

### (1) 概況

#### (金融経済情勢)

政策委員会では、平成28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、景気の現状について、28年10月の会合では、わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けていると判断した。先行きについては、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残るものの、その後は緩やかに拡大していくとの見方を示した。12月から29年3月の会合では、景気の現状について、緩やかな回復基調を続けていると判断した。先行きについては、緩やかな拡大に転じていくとみられるとの見方を示した（図表41）。

物価の現状について、10月と12月の会合では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっていると判断した。先行きについては、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるとの見方を示した。1月と3月の会合では、現状について、0%程度となっていると判断した。先行きについては、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じるとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、28年度下期のすべての会合で、弱含みの局面が続いているとの見方を示した。

(図表 41) 政策委員会の経済情勢についての判断

28年10月	わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。
12月	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。
29年1月	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。
3月	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。

### (金融政策運営)

金融政策運営面では、28年度下期のすべての会合において、9月の会合で決定した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでの、以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続することとした(図表 42)。

#### (長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利: 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利: 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

#### (資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② 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、28年度下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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」との考え方を示した。

1月の会合では、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「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」等の措置について、受付期間を1年間延長することを決定した。

(図表42) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
<p>&lt; 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 &gt;</p>	
<p>28年11月1日</p>	<p>28年9月21日の会合で決定した以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した。また、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した<sup>(注1)</sup>。</p> <p>(長短金利操作&lt;イールドカーブ・コントロール&gt;)</p> <p>次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。</p>
<p>12月20日</p>	<p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>②CP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。</p>
<p>29年1月31日</p>	<p>(先行きの金融政策運営に関する方針)</p> <p>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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。</p>
<p>&lt;その他&gt;</p>	
<p>29年1月31日</p>	<p>「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「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」等の措置について、受付期間を1年間延長することを決定した<sup>(注2)</sup>。</p>

(注1) いずれの会合においても、金融市場調節方針と資産買入れ方針は賛成7反対2で決定された。

(注2) 全員一致で決定された。

## (2) 「経済・物価情勢の展望」

### (「経済・物価情勢の展望 (平成 28 年 10 月)」)

10月の会合では、28年度から30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、30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、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。そうしたもとで、輸出は横ばい圏内の動きとなっている。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きがみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。住宅投資は持ち直しを続けており、公共投資は下げ止まっている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は横ばい圏内の動きを続けている。企業の業況感は、総じて良好な水準を維持している。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品、以下同じ)の前年比は、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。
- ② 先行きのわが国経済を展望すると、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残るものの、その後は緩やかに拡大していくと予想している。まず国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計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持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて緩やかな増加基調を維持すると予想される。雇用者所得の改善が続く、個人消費は緩やかに増加していくとみられる。公共投資は、経済対策の効果などから29年度にかけて増加し、その後は、オリンピック関連需要もあって高めの水準で推移すると考えられる。この間、海外経済は、幾分減速



した状態が暫く続いたのち、先進国の着実な成長が続き、新興国経済も、その好影響の波及や各国の政策効果から減速した状態を脱していくにしたがって、徐々に成長率を高めていくと予想している。このため、輸出は、緩やかな増加に転じるとみられる。以上のもとで、わが国経済は、30年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる<sup>8</sup>。今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

- ③ こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると予想される<sup>9</sup>。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えらるると考えられる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される<sup>10</sup>。この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどが続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。それに伴い、自然利子率も上昇し、金融緩和の効果を高めると考えられる。
- ④ 先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、中長期的な予想物価上昇率の弱含みの局面が続いていることなどから、やや下振れている。なお、2%程度に達する時期は見通し期間の終盤（30年度頃）になる可能性が高い。

---

<sup>8</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台前半」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、相当の幅をもってみる必要がある。

<sup>9</sup> 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、想定している。

<sup>10</sup> 金融面の動向については、日本銀行「金融システムレポート」（28年10月）も参照。

- ⑤ 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、中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成される<sup>11</sup>。中長期的な予想物価上昇率は、現実の物価上昇率がゼロ%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、27年夏場以降の弱含みの局面が続いている。先行きについては、上記の経済見通しのもとで、個人消費が緩やかな増加に向かうにつれて、企業の価格設定スタンスが再び積極化していくほか、労働需給のタイト化が賃金設定スタンスを強める方向に影響すると考えられる。これらを背景にしつつ、①「適合的な期待形成」の面では、今後エネルギー価格による下押しの剥落もあって、現実の物価上昇率は高まっていくと予想されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。第2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、新興国経済の減速などを背景に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締めは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、経済対策の効果もあって、労働需給の引き締めは続き、設備の稼働率も、輸出・生産の持ち直しに伴い、再び上昇していくと考えられる。このため、マクロ的な需給バランスは、28年度末にかけてプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大していくと見込まれる。第3に、輸入物価についてみると、原油価格など国際商品市況の既往の下落は、当面、輸入物価を通じた消費者物価の下押し圧力となるが、その影響は減衰していくと予想される。為替相場が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響については、28年入り後の円高もあって、価格上昇圧力を抑制する方向に作用すると考えられる。
- 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、海外経済の動向、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、以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因と

---

<sup>11</sup> 予想物価上昇率の形成メカニズムについては、「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（28年9月）参照。

して、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目があること、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」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、消費者物価の前年比は、見通し期間の後半には、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとみられるものの、前回見通しに比べると幾分弱まっており、今後、注意深く点検していく必要がある。
- 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、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。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、これまでのところ、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ていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。
- ③ 金融政策運営については、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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

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、11月1日に公表した（背景説明を含む全文は11月2日に公表）。

### （「経済・物価情勢の展望（29年1月）」）

1月の会合では、28年度から30年度を対象とする「展望レポート」に関する議論を行った。

まず、30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、緩やかな回復基調を続けている。海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。そうしたもとの輸出は持ち直している。国内需要の面では、企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善するなかで、設備投資は緩やかな増加基調にある。また、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資も持ち直しを続けている。この間、公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、鉱工業生産は持ち直している。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。
- ② 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大に転じていくとみられる。まず国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計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持続するもとの増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて緩やかな増加基調を維持すると予想される。雇用者所得の改善が続き、個人消費は緩やかな増加を続けるとみられる。公共投資は、経済対策の効果などから29年度にかけて増加し、その後は、オリンピック関連需要もあって高めの水準で推移すると考えられる。この間、海外経済は、先進国の着実な成長が続き、新興国経済の回復も、その好影響の波及や各国の政策効果によって、次第にしっかりとしたものになっていくことから、緩やかに成長率を高めていくと予想している。こうした海外経済の改善を背景

として、輸出も、基調として緩やかに増加するとみられる。以上のもとで、わが国経済は、30年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる<sup>12</sup>。今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、GDP統計の基準改定に伴うGDPの上方修正に加え、海外経済の上振れや為替相場の円安方向への動きなどを背景に、幾分上振れている。

- ③ こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると予想される<sup>13</sup>。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えると考えられる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどが続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。それに伴い、自然利子率も上昇し、金融緩和の効果を高めると考えられる。
- ④ 先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。2%程度に達する時期は、見通し期間の終盤（30年度頃）になる可能性が高い。
- ⑤ 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、中長期的な予想物価上昇率は、現実の物価上昇率が小幅のマイナスで推移してきたこ

---

<sup>12</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、GDP統計の改定に伴い、従来の「0%台前半」から上方修正され、「0%台半ば程度」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、相当の幅をもつてみる必要がある。

<sup>13</sup> 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、想定している。

とから、「適合的な期待形成」<sup>14</sup>の要素が強く作用し、弱含みの局面が続いている。もっとも、各種のマーケット関連指標やアンケート調査結果をみると、総じて下げ止まりの動きとなっており、上昇しているものもみられる。先行きについては、上記の経済見通しのもとで、個人消費が緩やかな増加を続けることを背景に、企業の価格設定スタンスが再び積極化していくほか、労働需給のタイト化が賃金設定スタンスを強める方向に影響すると考えられる。これらを背景にしつつ、①「適合的な期待形成」の面では、エネルギー価格が物価に対して押し上げ寄与に転じていくことや、このところの為替相場の円安方向への動きの影響もあって、現実の物価上昇率は高まっていくと予想されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。第2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、労働需給の引き締まりが続くなか、ゼロ%程度で横ばい圏内の動きを続けてきたが、足もとでは改善の動きがみられる。先行きは、輸出・生産の持ち直しに伴う設備稼働率の改善に加え、経済対策の効果の顕在化もあって、労働需給の引き締まりが続くことから、マクロ的な需給バランスは、28年度末にかけてプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大していくと見込まれる。第3に、輸入物価についてみると、これまで下押し方向に働いてきた原油価格など国際商品市況の既往の下落の影響は、28年度末にかけて概ね剥落し、その後は、市況の持ち直しが、消費者物価に対してプラス方向に作用していくと予想される。また、為替相場が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響についても、既往の円高による下押し圧力が徐々に減衰する中で、29年度入り後は、このところの為替相場の円安方向への動きが、価格上昇圧力を高める方向に作用すると考えられる。

- 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、海外経済の動向、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、以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因と

---

<sup>14</sup> 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（28年9月）参照。

して、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目があること、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」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、消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要がある。
- 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、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。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、これまでのところ、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ていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。
- ③ 金融政策運営については、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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

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、1月31日に公表した（背景説明を含む全文は2月1日に公表）。

### (3) 金融経済情勢に関する検討

#### イ. 28年12月の会合

(国際金融市場では、ドル高が進んでおり、その影響が他の地域にも波及している)

国際金融市場について、委員は、米国大統領選挙後、米国の株価や長期金利が大きく上昇するとともに、ドル高が進んでおり、その影響が他の地域にも波及しているとの認識を共有した。

(海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている)

海外経済について、委員は、このところグローバルに製造業の改善がみられるもとで、先進国ではこれまで家計部門中心であった回復が企業部門にも広がりつつあるほか、新興国でも減速感が和らいでいるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、先進国が着実な成長を続けるとともに、その好影響の波及や政策効果によって、新興国の回復も次第にしっかりとしたものになっていくことから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

(わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている)

景気の現状について、委員は、海外経済が緩やかに成長するもとで輸出・生産が持ち直しているほか、個人消費も改善が明確になりつつあるなど、回復の足取りがよりしっかりしてきているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、わが国の景気は、緩やかな回復基調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、委員は、企業・家計の両部門で所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加するとみられることから、緩やかな拡大に転じていくとの見方を共有した。



**（消費者物価の前年比は、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている）**

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は小幅のマイナスとなっており、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとの見方で一致した。

**（金融環境は、きわめて緩和した状態にある）**

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。

#### **ロ. 29年3月の会合**

**（国際金融市場について、先進国・新興国ともに株価は総じて堅調に推移している）**

国際金融市場について、委員は、3月のFOMCにおける利上げ観測の高まりに伴い、米国や欧州の長期金利は上昇したが、世界経済の回復が継続するもとの、先進国・新興国ともに株価は総じて堅調に推移しているとの認識を共有した。

**（海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている）**

海外経済について、委員は、先進国では、家計支出を中心とした緩やかな成長が続くもとの、グローバルな製造業サイクルの改善を背景に、生産や設備投資が徐々に持ち直しているとの認識で一致した。また、新興国経済についても、委員は、一部の国は減速した状態にあるが、全体として持ち直しの動きが続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、先進国の着実な成長が続き、その好影響が新興国経済に波及していくことなどによって、海外経済は全体として緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

**（わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている）**

景気の現状について、委員は、緩やかな回復基調を続けているとの見方で一致

した。委員は、海外経済が緩やかに成長するもとで輸出・生産が持ち直しを続けているほか、個人消費も底堅く推移するなど、回復の足取りが一段としっかりしているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大に転じていくとの見方を共有した。委員は、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調を辿るとの認識を共有した。

**（消費者物価の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている）**

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、当面は、エネルギー価格の動きを反映して、0%程度から小幅のプラスに転じていくとの見方で一致した。

**（金融環境は、きわめて緩和した状態にある）**

わが国の金融環境について、委員は、きわめて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. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続

28年度下期のすべての会合において、28年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを賛成多数で決定した。

すなわち、金融市場調節方針について、多くの委員は、以下の方針とすることが適当であるとの見解を示した。

「短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、①ETFおよびJ-R EITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、②CP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こと、が適当であるとの認識を共有した。

一方、複数の委員は、28年度下期のすべての会合において、上記方針に反対した。このうち一人の委員は、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして、上記の長短金利の操作目標に反対した。また、この委員は、約6兆円のETFの買入れについて、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。もう一人の委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は+0.1%が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。この委員は、28年度下期のすべての会合において、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、長期国債やETF等の保有残高の増加ペースを減額することなどを主張したが、反対多数で否決された。

金融政策運営の考え方について、多くの委員は、28年度下期のすべての会合において、①2%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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する、③今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。そのうえで、上記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」に向けたモメンタムは維持されているとの認識を共有した。ただし、10月の会合において、大方の委員は、モメンタムは28年7月時点の見通しに比べて幾分弱まっており、注意深く点検していく必要があるとの認識で一致した。また、1月、3月の会合において、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要があるとの見方で一致した。

#### ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営

28年度下期のすべての会合において、委員は、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の実施状況について、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの見方を共有した。

この間、イールドカーブ・コントロールのもとでの国債買入れの運営について、10月の会合では、大方の委員が、保有残高の増加額年間約80兆円の「めど」を維持したうえで、金利操作方針を実現するよう長期国債の買入れを運営することが適当との見方を共有した。12月の会合では、多くの委員は、国債買入れの運営は、金利の水準だけでなく、金利の変化のスピードやモメンタム、その背後にある要因なども勘案しながら、イールドカーブ全体として金融市場調節方針と整合的に形成されるよう行っていくことが重要であるとの認識を共有した。1月の会合では、委員は、イールドカーブ・コントロールのもとでは、国債買入れの金額やタイミング、回数などは、金融市場調節方針を実現するために実務的に決定されるものであり、日々のオペ運営によって先行きの政策スタンスを示すことはないことを、改めてはっきりと説明していくことが重要であるとの認識を共有した。3月の会合では、ある委員は、長期金利を操作目標とするイールドカーブ・コントロールのもとでは、国債買入れ額は内生的に決まるものであり、その時々の

状況によって、ある程度増減するものであると指摘した。そのうえで、この委員は、2月初にかけて、長期金利に上昇圧力がかかる局面がみられたが、機動的なオペ運営の結果、わが国のイールドカーブは、引き続き金融市場調節方針に沿って推移していると述べた。

## (5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

28年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、①貸出増加支援資金供給等の延長、②金融政策手段に関する「基本要領」の記載事項の見直しである。

### イ. 貸出増加支援資金供給等の延長

1月の会合において、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していくとともに、復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援を継続する観点から、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「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」等の措置について、受付期間を1年間延長することとし、これに基づき、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を決定した。

### ロ. 金融政策手段に関する「基本要領」の記載事項の見直し

1月の会合において、金融政策に関する審議の一層の充実に資する観点から、政策的な含意をもたない改正を極力回避できるよう金融政策手段に関する「基本要領」の記載事項の見直しを行うため、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等を決定した。

### 3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成 28 年度下期を通じ、28 年 9 月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入時から適用を開始した以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針のもとで、金融市場調節を行った。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利:日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利:10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② C P 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。

上記方針のもとで金融市場調節を行った結果、10年物国債金利は、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。この間、長期国債の保有残高は増加を続け、3月末時点では、377.1兆円となった。また、E T F、J - R E I T、C P 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、3月末時点の残高は、それぞれ 12.9 兆円、3,822 億円、2.0 兆円、3.2 兆円となった(図表 43)。

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、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高が 37.0 兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、6.4 兆円となった。米ドル特則分についても、3回の貸付を実行し、3月末時点の残高は、206.8 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、3月末時点の残高は、4,090億円となった。「平成二十八年熊本地震にかかると被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、月に1度の頻度で実施を続け、3月末時点の残高は、1,161億円となった（図表43）。



(図表 43) 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	CP等	社債等	ETF	J-REIT		成長基盤 強化支援 資金供給	貸出増加 支援資金 供給	
27年									
4月末	2,296,225	22,071	31,756	47,656	2,147	270,207	46,753	223,454	3,058,771
5月末	2,369,689	23,113	32,122	50,625	2,183	270,207	46,753	223,454	3,073,844
6月末	2,411,473	19,541	31,233	53,894	2,246	278,200	47,114	231,086	3,250,477
7月末	2,492,823	21,889	31,642	56,651	2,371	278,200	47,114	231,086	3,257,375
8月末	2,575,892	22,996	32,666	60,145	2,487	278,200	47,114	231,086	3,274,457
9月末	2,628,320	19,980	31,778	62,389	2,556	284,591	48,473	236,118	3,384,353
10月末	2,709,948	21,990	31,956	63,729	2,563	284,591	48,473	236,118	3,444,225
11月末	2,786,785	22,360	32,447	65,202	2,648	284,591	48,473	236,118	3,436,698
12月末	2,820,254	21,954	31,985	68,985	2,696	297,780	52,672	245,108	3,561,336
28年									
1月末	2,917,384	22,089	32,380	71,831	2,793	297,780	52,672	245,108	3,587,612
2月末	2,987,494	23,534	32,138	74,826	2,877	297,780	52,672	245,108	3,588,015
3月末	3,018,986	19,700	31,703	75,676	2,936	300,570	56,350	244,220	3,756,977
4月末	3,118,227	20,683	31,709	77,843	2,960	300,570	56,350	244,220	3,861,893
5月末	3,194,697	23,007	32,385	80,453	3,113	300,570	56,350	244,220	3,867,264
6月末	3,235,673	20,297	31,557	84,674	3,198	314,248	59,249	254,999	4,039,372
7月末	3,320,639	23,126	31,782	87,236	3,247	314,248	59,249	254,999	4,039,463
8月末	3,395,500	22,654	32,055	90,912	3,307	314,248	59,249	254,999	4,045,290
9月末	3,408,735	20,368	31,752	97,693	3,397	340,230	60,251	279,979	4,128,432
10月末	3,484,117	21,482	32,024	102,068	3,404	340,230	60,251	279,979	4,176,291
11月末	3,574,710	23,343	32,776	106,770	3,528	340,230	60,251	279,979	4,198,407
12月末	3,606,599	23,132	31,636	111,444	3,568	388,036	61,216	326,820	4,374,314
29年									
1月末	3,682,940	23,430	32,300	118,449	3,619	388,036	61,216	326,820	4,354,926
2月末	3,764,227	23,536	32,199	122,959	3,667	388,036	61,216	326,820	4,336,596
3月末	3,771,442	20,357	32,144	129,354	3,822	434,065	64,102	369,963	4,472,678

(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资に関する特則分を含む。

## (2) 資金供給オペ

(億円)

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	C P 買現先 オペ	共通担保 資金供給 オペ	固定金利 方式	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	熊本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	補完 貸付
27年								
4月末	386,548	0	0	67,642	67,642	3,251	-	0
5月末	404,735	0	0	74,717	74,717	3,244	-	0
6月末	395,703	0	0	61,199	61,199	3,241	-	0
7月末	394,018	0	0	65,944	65,944	3,241	-	0
8月末	377,629	0	0	63,779	63,779	3,166	-	0
9月末	373,450	0	0	62,701	62,701	3,166	-	0
10月末	357,980	0	0	66,122	66,122	3,161	-	0
11月末	348,741	0	0	64,615	64,615	3,161	-	0
12月末	315,937	0	0	63,715	63,715	3,143	-	0
28年								
1月末	340,233	0	0	62,714	62,714	3,144	-	0
2月末	341,624	0	0	58,669	58,669	3,144	-	0
3月末	369,147	0	0	36,739	36,739	3,144	-	0
4月末	364,015	0	0	24,115	24,115	4,212	-	0
5月末	403,466	0	0	16,291	16,291	4,212	-	0
6月末	425,843	0	0	9,871	9,871	4,212	369	0
7月末	433,016	0	0	9,190	9,190	4,212	369	0
8月末	451,170	0	0	4,162	4,162	4,209	836	0
9月末	448,070	0	0	7,320	7,320	4,042	838	0
10月末	438,927	0	0	4,820	4,820	4,055	996	0
11月末	429,758	0	0	4,671	4,671	4,055	997	0
12月末	405,450	0	0	4,562	4,562	4,093	997	0
29年								
1月末	381,286	0	0	3,341	3,341	4,090	1,161	0
2月末	364,477	0	0	3,196	3,196	4,090	1,161	0
3月末	326,348	0	0	7,330	7,330	4,090	1,161	0

(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。

(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(米ドル特則)は100万米ドル>)

	資金吸収			その他			
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補完 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	米ドル 資金供給 オペ	成長基盤 強化支援 資金供給 (米ドル 特則)
27年							
4月末	0	0	0	117	-	0	12,000
5月末	0	0	0	0	-	0	12,000
6月末	0	0	0	807	-	520	12,000
7月末	0	0	0	2	-	0	12,000
8月末	0	0	0	9	-	2	12,000
9月末	0	0	0	420	-	539	12,000
10月末	0	0	0	276	-	0	12,000
11月末	0	0	0	234	-	1	12,000
12月末	0	0	0	0	-	72	12,000
28年							
1月末	0	0	0	0	-	1	12,000
2月末	0	0	0	0	-	1	11,994
3月末	0	0	0	1,900	-	101	11,999
4月末	0	0	0	283	-	0	11,999
5月末	0	0	0	377	-	1	11,999
6月末	0	0	0	61	-	1,475	12,000
7月末	0	0	0	495	-	130	12,000
8月末	0	0	0	1,987	-	11	12,000
9月末	0	0	0	4,446	0	655	12,000
10月末	0	0	0	429	0	0	15,196
11月末	0	0	0	69	0	0	15,196
12月末	0	0	0	6,149	0	1,223	17,722
29年							
1月末	0	0	0	553	0	122	17,722
2月末	0	0	0	2,301	0	202	17,722
3月末	0	10,016	0	24,237	0	550	20,681

(注3) 「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29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、490.1兆円（前年比+20.8%）となった。

資産をみると、資産買入れを進める中、長期国債は377.1兆円（前年比+24.9%）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）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、貸出増加を支援するための資金供給等が増加したことから、44.7兆円（前年比+31.2%）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により、342.8兆円（前年比+24.4%）となった。発行銀行券は、99.8兆円（前年比+4.4%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ21.8兆円（前年比+15.8%）、3.4兆円（前年比18.0倍）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）

—— 兆円、かっこ内は前年比%

	28年3月末	28年9月末	29年3月末
(資産)			
国債	349.2 (29.4)	397.6 (28.4)	417.7 (19.6)
[うち長期国債]	301.9 (37.1)	340.9 (29.7)	377.1 (24.9)
[うち短期国債]	47.3 (-4.8)	56.7 (21.4)	40.6 (-14.2)
コマーシャル・ペーパー等	2.0 (-0.5)	2.0 (1.9)	2.0 (3.3)
社債	3.2 (-2.2)	3.2 (-0.1)	3.2 (1.4)
金銭の信託（信託財産株式） <sup>(注1)</sup>	1.4 (-0.5)	1.3 (-6.8)	1.2 (-13.2)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） <sup>(注2)</sup>	7.6 (68.8)	9.8 (56.6)	12.9 (70.9)
同（信託財産不動産投資信託） <sup>(注3)</sup>	0.29 (42.3)	0.34 (32.9)	0.38 (30.2)
貸付金 <sup>(注4)</sup>	34.0 (-0.2)	35.2 (0.6)	44.7 (31.2)
外国為替	6.7 (-5.8)	6.1 (-15.0)	6.6 (-1.3)
資産計	405.6 (25.4)	456.8 (24.8)	490.1 (20.8)
(負債・純資産)			
発行銀行券	95.6 (6.6)	96.3 (5.2)	99.8 (4.4)
当座預金	275.4 (36.7)	311.8 (28.7)	342.8 (24.4)
政府預金	18.8 (10.5倍)	29.7 (4.8倍)	21.8 (15.8)
売現先勘定	0.2 (-98.9)	0.4 (-96.1)	3.4 (18.0倍)
負債・純資産計	405.6 (25.4)	456.8 (24.8)	490.1 (20.8)

(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、被災地金融機関を支援するための資金供給オペおよび平成二十八年熊本地震にかかる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45.7兆円となった。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は8.7兆円、貸出増加を支援するための資金供給は37.0兆円となった。

(図表45)「貸出支援基金」の残高

— 億円

	28年3月末	28年9月末	29年3月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 <sup>(注)</sup>	69,859	72,412	87,139
貸出増加を支援するための資金供給	244,220	279,979	369,963
合計	314,079	352,391	457,102

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表44の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

28年度下期中に償還期限が到来した長期国債のうち3.3兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。27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。