

# 日銀の金融政策について

大臣官房総合政策課 政策調整室

政策調整室長

調査統計官

辻 貴博

赤松 哲陽

小野寺 慶

## 1. 金融政策

### (1) 金融政策と金融政策決定会合

日本銀行は、日本銀行法において、我が国の中央銀行として、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ため、通貨及び金融の調節を行うこととされている（日本銀行法第1条、第2条）。この日本銀行が行う政策を金融政策という\*1。

金融政策運営の基本方針は、月に1～2回開催される日本銀行政策委員会の金融政策決定会合において、政策委員（総裁1名、副総裁2名、審議委員6名の計9名）の多数決により決定される。

なお、日本銀行法において、金融政策決定会合には政府の代表者（財務大臣又は経済財政政策担当大臣（又はそれぞれが指名する職員））が出席し、経済金融情勢の認識等について意見を述べるができることとされている（日本銀行法第19条第1項）。また、政府からの出席者は、会合における議決権はないが、金融調節事項に関する議案を提出し、又は議決の延期を求めることができる（日本銀行法第19条第2項）。

### (2) 金融市場調節方針

金融市場調節方針とは、金融市場調節の操作目標の具体的な誘導水準のことであり、金融政策決

定会合において、その都度決定される。現在の金融市場調節の操作目標は無担保コールレート（オーバーナイト物（以下O/N））\*2とされており、金融市場調節方針では、当該レートの具体的な誘導水準が示される。

### (3) 金融調節

金融調節とは、金融政策決定会合で決定された誘導目標を実現するために、短期金融市場における資金量を調節することである。その主たる手段はオペレーション（公開市場操作）といい、日本銀行が市中の金融機関との間で、有価証券を担保とした貸付けや国債等の売買を行うことにより、金融機関への資金供給や金融機関からの資金吸収を行う取引のことである。日本銀行は、日々、資金供給オペレーションや資金吸収オペレーションを行うことを通じて、短期金融市場における資金の需給関係に影響を与え、無担保コールレート（O/N）を誘導している。

### (4) 日本銀行の自主性の尊重と政府との関係

日本銀行法では、日本銀行の金融政策の自主性について「尊重されなければならない」と規定されている（日本銀行法第3条）。また、政府との関係については、金融政策が経済政策の一環をな

\*1) 日本銀行による一連の金融政策の推移については図表1を参照。

\*2) 無担保コール取引（金融機関同士が日々の資金の過不足を調節するために短期資金を貸し借りする取引）のうち、期間が翌日までの取引にかかる金利。

【図表1】金融政策の推移

		金融市場調節方針		補完貸付・当座預金制度		長国買入れ額	資産買入等の基金
		無担保コールレート誘導目標	当預残高目標	補完貸付制度適用利率	補完当座預金制度適用利率		
1998年(平成10年)	9月	0.25%前後 (9/9)					
	10~12月						
	1月						
1999年(平成11年)	2月	できるだけ低め (2/12:注1)					
	3~12月						
2000年(平成12年)	1~7月						
	8月	0.25%前後 (8/11)					
	9~12月						
	1月						
	2月	0.15%前後 (2/28)					
	3月		5兆円程度 (3/19)	0.25% (3/16:注3)		4,000億円 (3/19)	
2001年(平成13年)	4~7月						
	8月		6兆円程度 (8/14)				
	9月		6兆円を上回る (9/18)	0.1% (9/19)		6,000億円 (8/14)	
	10~11月						
	12月		10~15兆円程度 (12/19)			8,000億円 (12/19)	
2002年(平成14年)	1月						
	2月						
	3~9月					1兆円 (2/28)	
	10月		15~20兆円程度 (10/30)			1兆2,000億円 (10/30)	
	11~12月						
	1~3月						
2003年(平成15年)	4月		17~22兆円程度 (3/5:注2)				
	5月		22~27兆円程度 (4/30)				
	6~9月		27~30兆円程度 (5/20)				
	10月		27~32兆円程度 (10/10)				
	11~12月						
2004年(平成16年)	1月		30~35兆円程度 (1/20)				
	2~12月						
2005年(平成17年)	1~4月						
	5月		当預残高が目標を下回ることがありうる (5/20)				
	6~12月						
2006年(平成18年)	1~2月						
	3月	概ねゼロ% (3/9)					
	4~6月						
	7月	0.25%前後 (7/14)		0.40% (7/14)			
	8~12月						
2007年(平成19年)	1月						
	2月	0.5%前後 (2/21)		0.75% (2/21)			
	3~12月						
2008年(平成20年)	1~9月						
	10月	0.3%前後 (10/31)		0.5% (10/31)	0.1% (10/31:注4)		
	11月						
	12月	0.1%前後 (12/19)		0.3% (12/19)		1兆4,000億円 (12/19)	
2009年(平成21年)	1~2月						
	3月					1兆8,000億円 (3/18)	
	4~12月						
2010年(平成22年)	1~9月						
	10月	0~0.1%程度 (10/5)					35兆円程度 (10/5)
	11~12月						
2011年(平成23年)	1~2月						
	3月						40兆円程度 (3/14)
	4~7月						
	8月						50兆円程度 (8/4)
	9月						
	10月						55兆円程度 (10/27)
	11~12月						
2012年(平成24年)	1月						65兆円程度 (2/14)
	2月						
	3月						70兆円程度 (4/27)
	4月						
	5~8月						80兆円 (9/19)
	9月						
	10月						91兆円 (10/30)

(注1) 無担保コールレートをできるだけ低めに促す際、日本銀行は、「短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後をめざし、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」とした。  
 (注2) 2003年3月5日の決定会合において、「4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17~22兆円程度となるよう金融市場調節を行う」ことが決定された。  
 (注3) 2001年2月9日の決定会合で補完貸付制度新設の方針が決定された後、同年2月28日の決定会合で実施要領が制定された。その際、補完貸付制度の運用開始は同年3月16日とすることとされた。  
 (注4) 2008年11月積み期 (11/16~12/15) から適用開始。なお、補完当座預金制度は、「当分の間」の臨時措置。  
 (出所：日本銀行公表資料から執筆者作成)

すものであることを踏まえ、日本銀行は「政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」と規定されている（日本銀行法第4条）。

## 2. 量的緩和政策導入後の金融政策の変遷

### (1) 量的緩和政策の導入・解除と政策金利の引上げ

#### ① 量的緩和政策導入前の状況

日本銀行は、平成10年9月に一段の金融緩和措置を決定し、無担保コールレート（O/N）の誘導目標を0.25%前後に引き下げた後、平成11年2月にもさらなる金融緩和に踏み切り、無担保コールレート（O/N）を実質的にゼロまで低下させた。いわゆる「ゼロ金利政策」の開始である。その後、日本銀行は、デフレ懸念が払拭されたとして、平成12年8月に政府の議決延期請求を反対多数で否決したうえで、ゼロ金利政策を解除し、無担保コールレート（O/N）の誘導目標水準を0.25%前後に引き上げた。しかし、その後の景気低迷などを背景に、平成13年2月には無担保コールレート（O/N）の誘導目標水準を再度0.15%前後に引き下げることとした。その後も、物価は弱含みの動きを続け、さらに需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念があったことや、再び経済情勢が悪化していたことから、物価の継続的下落を防止し、持続的な経済成長を達成するため、平成13年3月に量的緩和政策を導入した。

#### ② 量的緩和政策

量的緩和政策は、日本銀行が金融機関に潤沢な資金を供給することでゼロ金利政策と同等以上の金融緩和効果を実現しようとする政策であった。

量的緩和政策の導入時に、その基本的な枠組みについて、①金融市場調節の主たる操作目標を、それまでの無担保コールレート（O/N）から日銀当座預金残高に変更する（量的緩和政策導入時の日銀当座預金残高目標は5兆円程度とされた。なお、それまでの日銀当座預金残高は4兆円程度）、②この新しい金融市場調節方式は消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）（以下コアCPI）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する（「量的緩和政策継続のコミットメント」または「約束」と呼ばれている）\*3、③日銀当座預金残高を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、月4000億円ペースで行っている長期国債の買入れを増額する、ことが決定された\*4。

また、金融面からの景気回復の支援や金融市場の安定化などの目的から、日銀当座預金残高目標は累次にわたって引き上げられた。また、その引き上げられた日銀当座預金残高目標のもとで円滑な資金供給に資するため、長期国債買入額も数次にわたり引き上げられた（18年3月の量的緩和政策解除時の日銀当座預金残高目標は30～35兆円程度、毎月の長期国債買入額は1.2兆円）。

#### ③ 量的緩和政策の解除

日本銀行は、平成18年3月9日の金融政策決定会合において、経済は着実に回復を続けており、先行きも息の長い経済回復が続き、物価面においても、コアCPIの前年比上昇率がプラスに転じており、かつ先行きプラス基調が定着していくと見られるという判断から、いわゆる「約束」の条件は満たされた、として量的緩和政策の解除を決定した。

量的緩和政策の解除にともない、日本銀行は、金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から量的緩和政策導入前と同じ無担保コールレート

\*3) 平成15年10月、日本銀行は、この「量的緩和政策継続のコミットメント」を明確化し、①実際のコアCPI前年比が基調的な動きとしてゼロ%以上となること、②それが先行き再びマイナスとならないと見込まれること、③経済・物価情勢による総合的な判断を加えること、とした。

\*4) 平成13年3月の金融政策決定会合において、これまでの「長期国債買い切りオペは銀行券に対応させる」という考え方を守り、銀行券発行残高を長期国債保有残高の上限とすることがあわせて決定された。

(O/N)に戻し、それを「概ねゼロ%」で推移するよう促すこととした。一方、量的緩和政策時に増額されてきた長期国債買入額は、当面の間、月1.2兆円ペースを維持していくこととされた。

#### ④ 政策金利の引上げ

量的緩和政策解除後、経済は引き続き企業部門中心に改善が見られ、物価についても上昇傾向が見られるなど、デフレからの脱却が徐々に視野に入るようになった。こうした状況を踏まえ、日本銀行は、平成18年7月14日の金融政策決定会合において、経済・物価が今後とも望ましい経路をたどっていくためには、金利水準の調整を行うことが適当と判断し、無担保コールレート（O/N）誘導目標を概ねゼロ%から0.25%前後へ引き上げることを決定した。さらに、日本銀行は、平成19年2月21日の金融政策決定会合において、経済・物価情勢の改善が展望できる情勢を踏まえ、金利水準の調整を行うことが適当との判断から、さらなる政策金利の引上げを決定し、無担保コールレート（O/N）誘導目標を0.25%前後から0.5%前後へ変更した。

## (2) 平成20年秋以降の金融危機に対する日本銀行の対応

平成19年夏からの米国のサブプライム住宅ローン問題に端を発した金融市場の混乱は、平成20年秋以降、リーマン・ブラザーズの破綻等を契機に世界的な金融危機へと発展していった。

我が国金融市場は、平成20年夏頃までは相対的に安定して推移してきたが、秋になると国際金融市場の混乱の影響をより強く受けるようになり、無担保コール市場で市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから金利のばらつきが生じる等、さまざまな市場で機能が低下した。また、实体经济の悪化等を背景に、CP発行金利の上昇や社債発行の困

難化など、企業の資金調達環境も急速に悪化していった。

こうした状況に対して、日本銀行は、平成20年秋以降、金融政策面から我が国経済を支えるため、政策金利の引下げを行うとともに、金融調節面でのさまざまな措置を実施した（図表2）。

## (3) 最近の金融政策運営

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。日本銀行は、政府のデフレ判断後<sup>\*5</sup>、デフレ脱却に向け、①固定金利オペの導入、拡充、②「中長期的な物価安定の理解」の明確化などを図ってきたが、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との認識のもと、現在、包括的な金融緩和策を通じた強力な金融緩和の推進、成長基盤強化の支援、金融市場の安定確保に取り組んでいる（図表3）。

### ①「成長基盤強化を支援するための資金供給」の導入（平成22年6月）

日本銀行は、日本経済が現在直面している最も重要な課題は潜在成長率の趨勢的な低下やその背後にある人口減少や生産性の低迷であるとし、デフレ問題についても成長期待の低下という日本経済が抱える根源的な問題の表れであるとの認識を示している。

こうした認識のもと、日本銀行は、平成22年6月15日の金融政策決定会合において、成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取り組みを金融面から支援するため、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の導入を決定した。

本資金供給は、民間金融機関による成長基盤強化に向けた融資・投資の取り組みに応じて、当該

\*5) 政府は、平成21年11月20日の月例経済報告において、「物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にある」と判断し、平成18年6月以来のデフレ認識を示した。日本銀行においても、平成21年11月30日の総裁講演において、デフレ状況にあることを明言し、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、中央銀行として最大限の努力を行っていく方針を表明した。

【図表2】平成20年秋以降に日本銀行が実施した主な取組

【金融政策面での措置】

1. 政策金利の引下げ等

- 平成20年10月31日：0.5% ⇒ 0.3%
  - ・ 補完当座預金制度（注）の導入決定：適用利率0.1%（当面の間）  
（注）日銀当座預金のうち所要準備額を超える金額について利息を付す措置（いわゆる付利）
- 平成20年12月19日：0.3% ⇒ 0.1%

2. 金融市場安定化のための措置

- 年末・年度末越え資金の積極的な供給
- 国債買現先オへの拡充
- 米ドル資金供給オベ（注）（平成20年9月24日～平成22年2月1日）
  - ・ ドル資金を担保の範囲内で無制限に貸付け（固定金利）  
（注）欧州の米ドル短期金融市場における緊張が再び高まったため、平成22年5月10日に再開を決定。
- 長期国債買入れの増額
  - ・ 平成20年12月：月1.2兆円(年14.4兆円) ⇒ 月1.4兆円(年16.8兆円)
  - ・ 平成21年3月：月1.4兆円(年16.8兆円) ⇒ 月1.8兆円(年21.6兆円)

3. 企業金融を支援するための措置

- C P 買現先オへの積極的活用
- 資産担保C Pの適格担保要件の緩和（平成20年10月28日～平成22年12月末）
- 民間企業債務の適格担保範囲の拡大（平成20年12月9日～平成22年12月末）
  - ・ 社債と企業向け証書貸付債権の格付要件を緩和：A格相当以上 ⇒ B B B格相当以上
- 企業金融支援特別オベ（平成21年1月8日～平成22年3月末）
  - ・ 民間企業債務（C P、社債等）の担保の範囲内で無制限に貸付け（固定金利（0.1%））
- C P 買入れ（平成21年1月30日～12月末）
  - ・ 総額：3兆円、対象：担保適格かつa-1格相当以上、残存期間3カ月以内
- 社債買入れ（平成21年3月4日～12月末）
  - ・ 総額：1兆円、対象：担保適格かつA格相当以上、残存期間1年以内

【金融システム安定化のための措置】

- 金融機関保有株式買入れ（平成21年2月23日～平成22年4月末）
  - ・ 総額：1兆円、対象：上場株式（BBB格相当以上）
- 金融機関向け劣後特約付貸付（平成21年5月29日～平成22年3月末）
  - ・ 総額：1兆円、対象：国際統一基準行

〔出所：日本銀行公表資料から執筆者作成〕

【図表3】物価安定のもとでの持続的成長へ向けた最近の金融政策

○日本銀行は、以下の3つの措置からなる「包括的な金融緩和政策」を通じて強力な金融緩和を推進。

### ① 実質的なゼロ金利政策の実施（2010年10月～）

政策金利を「0～0.1%程度」とし、実質的なゼロ金利政策を採用。

### ② 時間軸の明確化（2012年2月～）

- ・「中長期的な物価安定の目途（goal）」として、「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%を目途とする」と設定。
- ・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、強力な金融緩和を推進していく。

### ③ 「資産買入等の基金」による資産買入れ等（2010年10月～）

多様な金融資産の買入れ等を通じて、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促進し、金融緩和を一段と強力に推進するため、総額35兆円程度の資産買入れ等の基金を創設。その後、累次にわたって規模を拡大（現在は91兆円程度）。

#### <現在の「基金」の規模と買入れ状況>

現在の「基金」の規模				(参考)
(増額完了の目途)	(12年末)	(13/6末)	(13年末)	創設時(10年10月)の規模 (11年末目途)
総額	65兆円程度	78兆円程度	91兆円程度	35兆円程度
長期国債	24.0	31.5	39.0	1.5
国庫短期証券	9.5	14.5	19.5	2.0
CP等	2.1	→	2.2	0.5
社債等	2.9	→	3.2	0.5
ETF(指数連動型上場投資信託)	1.6	→	2.1	0.45
J-REIT(不動産投資信託)	0.12	→	0.13	0.05
共通担保資金供給オペ (固定金利オペ)	25.0	25.0	25.0	30.0

※「長期国債」の買入れ対象は残存期間が1年～3年の国債。

[出所：日本銀行公表資料から執筆者作成]

金融機関に対し、長期（貸付期間は原則1年、3回まで借り換え可能（最長4年））かつ低利（年0.1%）の資金を適格な担保を裏付けとして供給するものであり、貸付総額の残高上限は3兆円（対象金融機関毎の貸付残高の上限は1500億円）、貸付受付期限を平成24年3月末までとする時限措置とされた。また、日本銀行は、成長基盤強化に資する資金使途として、研究開発、起業、事業再編、環境・エネルギー事業、医療・介護・健康関連事業等18分野を例示しており、各対象金融機関に対

しては、資金使途を含む成長基盤強化に向けた取り組み方針を策定し、日本銀行の確認を受けることが貸付けの要件とされた。

### ② 「包括的な金融緩和政策」の導入（平成22年10月）

平成22年夏以降、米国において雇用や住宅関連など多くの経済指標の改善が足踏みするなど、海外経済が減速したことや、83円を割る水準に達した円高による企業マインドへの影響などを背景

に、我が国経済の改善の動きが弱まった。先行きについても、政府による需要刺激策の効果が減衰するなど、景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続くと思われ、さらに、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとの、景気下振れリスクが意識される状況にあった。こうした情勢を踏まえ、日本銀行は、平成22年10月5日の金融政策決定会合において、金融緩和を一段と強力に推進するために、以下の3つの措置からなる「包括的な金融緩和策」を実施することとした。

#### (a) 金利誘導目標の変更（実質ゼロ金利政策の明確化）

無担保コールレート（O/N）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

#### (b) 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

「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。ただし、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とする。

#### (c) 「資産買入等の基金」の創設

長めの市場金利低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、臨時的措置としてバランスシート上に基金を創設し、多様な金融資産の買入および固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（基金オペ）を行うことを決定。基金の残高上限は、資産買入れ5兆円程度、基金オペ30兆円程度の総額35兆円程度とし、平成23年末を目途に買入れ限度額となるよう買入れを実施することとされた。基金は、その後累次にわたって規模を拡大し、平成24年10月30日現在91兆円程度となっている。

#### ③「資産買入等の基金」の増額（平成23年3月）

東日本大震災による企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが实体经济

に悪影響を与えることを未然に防ぐため、日本銀行は、平成23年3月14日の金融政策決定会合において、リスク性資産を中心に「資産買入等の基金」による買入れ資産を5兆円程度増額し、総額40兆円程度とするとともに、買入れの期限の延長を決定した（平成24年6月末を目途に増額後の限度額となるよう買入れを実施）。

#### ④「新たな貸付枠（ABL特則）」の設定（平成23年6月）

日本銀行は、平成23年6月14日の金融政策決定会合において、平成22年6月以降実施してきた「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、成長基盤強化に向けた民間金融機関の取組みをさらに後押ししていく観点から、資本金の供給や従来型の担保・保証に依存しない融資を支援していくため、新たな貸付枠を設定することを決定した。

新たに追加された貸付枠については、貸付受付期間が平成24年3月末の時限措置とされ、対象とする投融資は出資等、動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）等、貸付金利は0.1%、貸付期間は原則2年（1回の借り換えが可能、最長4年）、貸付総額は5千億円（従来3兆円とは別枠、対象金融機関毎の貸付限度額は500億円（平成22年4月以降に行った出資等とABL等の残高の範囲内で貸出し）とされた。

#### ⑤「資産買入等の基金」の増額（平成23年8月）

平成23年7月以降、米国における財政健全化に対する懸念や景気の先行きに対する不安、欧州周縁国のソブリンリスク問題、新興国の物価安定と成長の両立に対する不透明感など、海外経済に大きな不確実性が生じ、それに端を発した円高により、ドル円相場が一時戦後最高値（1ドル76.25円）に近づくなど、企業マインドや経済活動に悪影響が及ぶ可能性が生じていた。また、消費者物価指数の基準改訂に伴い、消費者物価の前年比が下方改訂されることが見込まれていた。

こうした状況を踏まえ、日本銀行は、平成23年

8月4日、5日に予定されていた金融政策決定会合を8月4日の1日で終了し、「資産買入等の基金」のうち、基金オペ（期間6か月）を5兆円程度増額するとともに、買入れ資産額についても5兆円程度増額し、総額50兆円程度とした。また、同時に買入れの期限の延長を決定した（平成24年末を目途に増額後の限度額となるよう買入れを実施）。

#### ⑥「資産買入等の基金」の増額（平成23年10月）

その後も、欧州におけるソブリン問題に対する懸念などから国際金融資本市場では緊張が高い状態が続いた。世界経済の先行きに対する不確実性の高まりを受け、グローバルな投資家のリスク回避姿勢が強まり世界的に株価は大きく振れ、ドル円相場についても、10月26日に、一時戦後最安値の75円73銭をつけるなど歴史的な円高水準が続き、国内の企業マインドにもマイナス影響が及んでいた。

こうした状況を踏まえ、日本銀行は、平成23年10月27日の金融政策決定会合において、先々の下振れリスクを考慮し、8月の緩和に続き、もう一段の追加緩和を行ったほうが良いとの判断から、「資産買入等の基金」のうち長期国債の買入れを5兆円程度増額し、総額55兆円程度とすることを決定した。

#### ⑦「中長期的な物価安定の目途」導入、時間軸の明確化、「資産買入等の基金」の増額（平成24年2月）

平成23年10月の基金増額後、国内の金融環境は落ち着いた動きを見せていたが、世界経済は欧州ソブリン問題の影響や、米国のバランスシート調整の影響などにより不確実性の高い状態が続いていた。特に欧州ではギリシャやイタリア国債の利回りがユーロ導入後の最高水準を更新するなど、ソブリン問題は緊張度の高い状態が続き、また、欧州金融機関のカウンターパーティーリスクが強くなり意識され、ドル調達コストが上昇を続けるなど国際金融市場への影響も顕在化していた。このよ

うな状況を受け、11月には日米欧の6中銀による協調対応策として米ドル・スワップ取極の適用金利引下げ措置、年末には欧州中央銀行による3年物の長期流動性供給オペが実施された。その結果、年明け以降、欧州各国の国債金利の低下、ドル調達コストの低下など、欧州ソブリン問題を巡る国際金融資本市場の緊張は幾分和らいできた。また、米国では、個人消費や雇用などに改善の動きが見られるようになり、国内経済についても震災復興関連の需要が顕在化し内需が底堅く推移するなど、前向きの動きが見られるようになっていた。

日本銀行は、平成24年2月14日、このような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、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ため、以下の3点について決定した。

##### (a)「中長期的な物価安定の目途」の導入

従来、「中長期的な物価安定の理解」として、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率の範囲を示していたが、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「中長期的な物価安定の目途 (the price stability goal in the medium to long term)」として明示することとした。具体的には、「消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする」とされた。

##### (b) 時間軸の明確化

日本銀行は、「中長期的な物価安定の目途」の公表と併せて、「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。

### (c) 「資産買入等の基金」の増額

長期国債を対象として「資産買入等の基金」を55兆円程度から65兆円程度に10兆円程度増額した。

なお、今回の「中長期的な物価安定の目途」導入、基金増額が決定された背景には、従来の「中長期的な物価安定の理解」が、日本銀行という組織、日本銀行政策委員会としての意思、判断を表すものになっていないという指摘があったこと、また、日本銀行のデフレ脱却に向けた政策姿勢を伝える努力をする必要があるとの認識のもと、表現の工夫をした上で、さらにそれを裏付ける政策措置を伴うことで、日本銀行の姿勢をより効果的に伝えることができるとの判断があった。

こうした決定を受け金融資本市場において、国債利回りが中短期ゾーンを中心に低下したほか、国際金融資本市場における緊張緩和や、米国経済の改善を示す動きと相まって、為替相場は円安方向の動きとなり、株価もグローバルな投資家のリスク回避姿勢が弱まる流れの中で、上昇していった。

### ⑧「成長基盤資金供給」における「小口特則」「米ドル特則」の設定等（平成24年3月）

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ものとの考えから、日本銀行は、平成24年3月13日の金融政策決定会合において、2月の金融緩和の強化とパッケージとして「成長基盤強化を支援するための資金供給」の拡充等を決定した。円貨、外貨両面での拡充により、貸付額の総額は、3兆5000億円から5兆5000億円に2兆円増額された。具体的には以下の4点が決定された。

#### (a) 「小口特則」の導入

本則で対象とされていない小口投融資にも、成長基盤強化に資するものが少なくない、という声が聞かれていたことを受け、金融機関による成長基盤強化に向けた取組みをより幅広く支援するた

めに、これまでは対象としていない小口（100万円以上1000万円未満）の投融資を対象に、新たに5000億円の貸付枠（小口特則）を導入。

#### (b) 「米ドル特則」の導入

わが国経済の成長力強化のためには、内需開拓と共に、拡大するグローバル需要の取込みが重要であるという考えのもと、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（米ドル特則）の導入を決定。その後、平成24年4月10日の金融政策決定会合において、貸付総額を120億ドル、貸付利率を米ドル・6か月LIBOR（6か月毎の変動金利）とする等の詳細が決定された。

#### (c) 「本則」の延長・拡充

成長力強化のための取組みを粘り強く続けていくため、平成22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平成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3兆5000億円に5000億円増額した。

#### (d) 「ABL特則」の延長

平成23年年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2014年3月末まで2年延長した。

### ⑨「資産買入等の基金」の増額等（平成24年4月）

その後、欧州債務問題が金融市場に大きな混乱をもたらすリスクは低下し、米国経済も緩やかに回復しているもと、日本銀行は、平成24年4月27日の決定会合において、国内経済は、「なお横ばい圏内にあるが、前向きな経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」とし、先行きについても、同日公表された「展望レポート」において「やや長い目でみれば、日本経済が物価安定のもとの持続的成長経路に復する蓋然性は高い」との認識を示した。

日本銀行は、このように経済・物価の面で起きているよいモメンタムを大事にし、これまでの金融緩和措置の累積的な効果と併せ、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復することがさらに確実なものになると期待し、以下のとおり、さらなる金融緩和の強化を決定した。

#### (a) 「資産買入等の基金」の増額

- i) 長期国債の買入れを10兆円程度増額。
- ii) 指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) の買入れを2000億円程度、不動産投資法人投資口 (J-REIT) の買入れを100億円程度、それぞれ増額。
- iii) 期間6か月の基金オペについては、応札額が未達となるケース (札割れ) が発生している状況を勘案し、5兆円程度減額。

その結果、「資産買入等の基金」は65兆円程度から70兆円程度に5兆円程度増額。

#### (b) 買入れ対象とする長期国債・社債の

##### 残存期間の延長

買入れ対象とする長期国債の残存期間については、今回の増額分を含めて多額の買入れを円滑に進め、長めの金利へ効果的に働きかける観点から、従来の「1年以上2年以下」を「1年以上3年以下」に延長。社債についても、長期国債と同様に、買入れ対象の残存期間を延長。

#### (c) 買入れ期限の延長

基金の70兆円程度への増額は平成25年6月末を目途に完了する。なお、平成24年末時点における基金の規模は従来通り65兆円程度とする。

また、併せて、強力な金融緩和の推進に当たっては、「財政の持続可能性に対する市場の信認をしっかりと確保することが、金融政策の効果浸透

や、金融システムの安定および経済の持続的な成長にとって、きわめて重要である」との認識が示された。

#### ⑩「資産買入等の基金」の買入れ上限額変更 (平成24年7月)

日本銀行が金融緩和を推進するも、日銀当座預金残高は高水準で推移しており\*6、国内の短期金融市場では、金利が低位で安定的に推移する一方で、資金余剰感が強い状態が続いていた。こうした状況を背景として、4月の基金増額等の決定後も、期間6か月物の基金オペを中心に応札額が未達となるケース (札割れ) が頻繁に発生している状況を受け、日本銀行は、平成24年7月12日の決定会合において、基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めていく観点から、以下の措置を決定した。

(a) 基金オペを5兆円程度減額し、短期国債買入れを5兆円程度増額 (基金の総額 (70兆円程度) は変更せず)。

(b) 短期国債の買入れをより確実に行うため、買入れにおける入札下限金利 (年0.1%) を撤廃 (CPの買入れについても同様)。

(c) 金融機関の資金需要に柔軟に対応するため、基金オペの「期間3カ月」と「期間6カ月」の区分をなくし、「期間6カ月以下」とする。

#### ⑪「資産買入等の基金」の増額 (平成24年9月)

欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きく、海外経済が減速した状態が強まっていることを背景に、日本銀行は、平成24年9月19日の決定会合において、物価安定のもとでの持続的な成長経路

\*6) 平成24年7月2日に、日銀当座預金残高は過去最高額の44兆500億円を記録 (当時)。なお、本稿執筆時点の当座預金残高の最高額は平成24年10月17日の46兆900億円。

に復していく軌道を踏み外さないようにするため、以下の措置を決定した。

- (a) 長期国債の買入れを5兆円程度増額  
(買入れ期限は平成25年末まで延長)
- (b) 短期国債の買入れを5兆円程度増額  
(買入れ期限は平成25年6月末まで延長)
- (c) 長期国債・社債の買入れ下限金利(0.1%)  
の撤廃\*7

その結果、「資産買入等の基金」は70兆円程度から80兆円程度に10兆円程度増額。

#### ②「資産買入等の基金」の増額、「貸出支援基金の創設」、「デフレ脱却に向けた取組について」の共同発表(平成24年10月)

日本銀行は、平成24年10月30日の決定会合において、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響の広がりなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいこと等から、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするため、金融緩和を一段と強化することが適当と判断し、以下の措置を決定した。

- (a) 「資産買入等基金」の増額
  - (i) 長期国債の買入れを5兆円程度増額
  - (ii) 短期国債の買入れを5兆円程度増額
  - (iii) CP等の買入れを0.1兆円程度増額
  - (iv) 社債等の買入れを0.3兆円程度増額
  - (v) 指数連動型上場投資信託の買入れを0.5兆円程度増額
  - (vi) 不動産投資信託の買入れを0.01兆円程度増額

その結果、「資産買入等の基金」は80兆円程度から91兆円程度に11兆円程度増額。

#### (b) 貸出支援基金の創設

金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期、資金供給の総額の上限は設定せず、無制限とする資金供給を決定。本措置による資金供給と「成長基盤強化を支援するための資金供給」を合わせて、「貸出支援基金」を創設することを決定。

#### (c) 「デフレ脱却に向けた取組について」の共同発表

また、同日、政府及び日本銀行は、我が国経済にとって、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であるとの認識から、「デフレ脱却に向けた取組について」を公表した(参考1)。

この文書は、政府及び日本銀行がデフレからの「早期」脱却を両者共通の課題として改めて確認するとともに、両者が「一体」となって最大限の努力を行うこと及びそれぞれの具体的な役割を明記して共同発表した「共通理解」と位置づけられるものである。

デフレからの脱却は、政府によるマクロ経済政策及び構造改革と日本銀行の金融政策が相まって、はじめて実現されるものであり、両者が「スクラム」を組んで、強力にデフレ脱却に取り組む「決意」を内外に宣言したものと言える。

\*7) 資産の買入れを着実に進めるための措置

## 【参考1】デフレ脱却に向けた取組について

## デフレ脱却に向けた取組について

政府及び日本銀行は、我が国経済のデフレ脱却に向けて、当面、以下のとおり取り組む。

1. 政府及び日本銀行は、我が国経済にとって、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であるとの認識を共有しており、一体となってこの課題の達成に最大限の努力を行う。
2. 日本銀行としては、上記1. の課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものであると認識しており、政府が成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。

日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」を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、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。その際、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、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かどうかを確認していく。

日本銀行は、『経済・物価情勢の展望』（平成24年10月30日）において消費者物価の見通しを公表した。日本銀行としては、引き続き「1%」を目指して、強力に金融緩和を推進していく。今後の物価動向については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において定期的に報告する。

また、日本銀行は、金融政策運営の考え方を市場にわかりやすく説明していく努力を続ける。

3. 政府は、日本銀行に対して、上記2. の方針にしたがってデフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続することを強く期待する。

政府は、デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠であると認識している。このため、政府としては、足下の景気下押しリスクに対応し経済活性化に向けた取組を加速すべく、平成24年10月17日の内閣総理大臣指示に基づき、経済対策を速やかに取りまとめる。また、政府は、「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）に基づき、平成25年度までを念頭に、「モノ」「人」「お金」をダイナミックに動かすため、規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員する。

デフレ状況を含めた経済状況及び経済運営については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、定期的に点検を行う。

平成24年10月30日

日本銀行総裁

白川 方明

内閣府特命担当大臣

(経済財政政策担当)

前原 誠司

財務大臣

城島 光力

〔出所：日本銀行、内閣府、財務省HP〕

## 【参考2】日本銀行法（平成9年法律第89号）（抄）

## （目的）

第一条 日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。

2 日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。

## （通貨及び金融の調節の理念）

第二条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、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もって、その理念とする。

## （日本銀行の自主性の尊重及び透明性の確保）

第三条 日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。

2 日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない。

## （政府との関係）

第四条 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。

## （政府からの出席等）

第十九条 財務大臣又は内閣府設置法（平成十一年法律第八十九号）第十九条第二項に規定する経済財政政策担当大臣（経済財政政策担当大臣が置かれていないときは、内閣総理大臣。次項において「経済財政政策担当大臣」という。）は、必要に応じ、金融調節事項を議事とする会議に出席して意見を述べ、又はそれぞれの指名するその職員を当該会議に出席させて意見を述べさせることができる。

2 金融調節事項を議事とする会議に出席した財務大臣又はその指名する財務省の職員及び経済財政政策担当大臣又はその指名する内閣府の職員は、当該会議において、金融調節事項に関する議案を提出し、又は当該会議で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで延期することを求めることができる。

3 前項の規定による議決の延期の求めがあったときは、委員会は、議事の議決の例により、その求めについての採否を決定しなければならない。