

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 30 年 12 月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

平成 30 年 12 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	
(概況)	1
(輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けたことを背景に、増加基調を辿った)	2
(鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った)	3
(設備投資は、企業収益が改善基調を辿り、業況感も良好な水準で推移するもとで、増加傾向を続けた)	5
(住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資も高めの水準を維持しつつ横ばい圏内で推移した)	7
(雇用・所得環境は着実に改善した)	8
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加した)	10
(2) 物価	12
(3) 海外経済	16
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	20
(3) 債券市場	21
(4) 株式市場	24
(5) 外国為替市場	25
(6) 企業金融	27
(7) 量的金融指標	31

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	33
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	34
(2) 「経済・物価情勢の展望」	40
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 30年6月の会合	52
ロ. 9月の会合	54
(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	56
ロ. 展望レポートにおける物価の先行きに関する記述の検討	57
ハ. 強力な金融緩和継続のための枠組み強化	58
ニ. 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」導入後の市場の状況等	63
ホ. 低金利環境が金融仲介機能等に及ぼす影響	63
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	65
3. 金融市場調節の実施状況	66
4. 日本銀行のバランスシートの動き	72
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	74
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	116
3. 金融政策決定会合議事要旨	118
参考計表・資料一覧	204

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 30 年度上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メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大した。

輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けたことを背景に、増加基調を辿った。国内需要をみると、住宅投資は横ばい圏内で推移したほか、公共投資も高めの水準を維持しつつ横ばい圏内で推移した。一方、設備投資は、企業収益が改善基調を辿り、業況感も良好な水準で推移するもとの、増加傾向を続けた。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、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、30 年度上期末には 1%程度の伸びになった。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移した。

(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、7月の金融政策決定会合の前後で幾分振れる場面がみられたが、「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、円安ドル高の進行等を背景に、5月中旬には 22 千円台後半まで上昇した。その後、保護主義的な通商政策を巡る不透明感や欧州の政治情勢への懸念等から幾分下落する場面もみられたが、9月中旬以降はそうした不透明感が幾分後退する中、円安ドル高の進行もあって上昇し、9月末には 24 千円台となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、5月中旬までは米金利が上昇するもとの円安ドル高の動きとなった。その後は、保護主義的な通商政策を巡る不透明感

や欧州の政治情勢への懸念等から円高ドル安に振れる場面もみられたが、9月末には、そうした不透明感が幾分後退するもとで円安ドル高の動きとなり、113円台となった。円の対ユーロ相場は、均してみれば横ばい圏内の動きとなった。

4. 企業金融について、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、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、2%程度のプラスで推移した。CPおよび社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移した。

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6～8%程度の伸びを続けた。マネーストック（M2）の動向をみると、前年比3%程度で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 30年度上期中には、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、すべての会合において、わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大していると判断した。

7. 金融政策運営面では、4月と6月の会合において、28年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。

7月の会合では、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、以下のとおり、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンス

日本銀行は、31 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(3) 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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動するものとする。

- 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。

また、7月の会合では、上記の措置と合わせて、以下の実務的な対応を行うこととした。

(1) 政策金利残高の見直し

日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高(金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額)を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準(平均して10兆円程度)から減少させる。

(2) ETFの銘柄別の買入れ額の見直し

ETFの銘柄別の買入れ額を見直し、TOPIXに連動するETFの買入れ額を拡大する。

9月の会合では、7月の会合で決定した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。

先行きの金融政策運営について、4月と6月の会合では、「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」との考え方を示した。

また、7月と9月の会合では、「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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、545.7兆円（前年比+6.3%）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

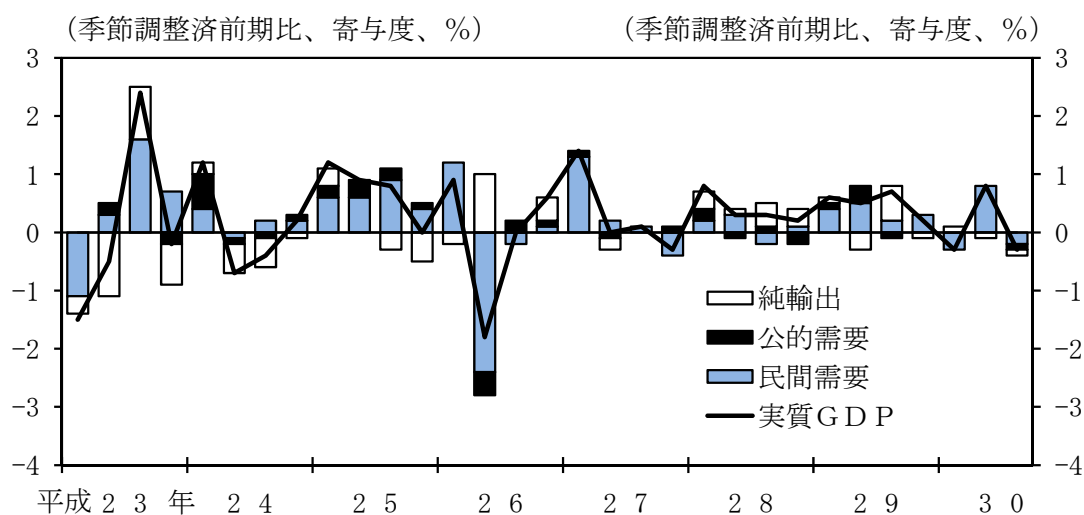
(概況)

平成30年度上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メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大した。

輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けたことを背景に、増加基調を辿った。国内需要をみると、住宅投資は横ばい圏内で推移したほか、公共投資も高めの水準を維持しつつ横ばい圏内で推移した。一方、設備投資は、企業収益が改善基調を辿り、業況感も良好な水準で推移するもとの、増加傾向を続けた。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加した。以上の内外需要のもとの、鉱工業生産は、増加基調を辿った。

以上の経済情勢を実質GDPでみると(図表1)、30年度上期は、前年度下期対比で年率0.9%の伸びとなった。

(図表1) 実質GDPの推移



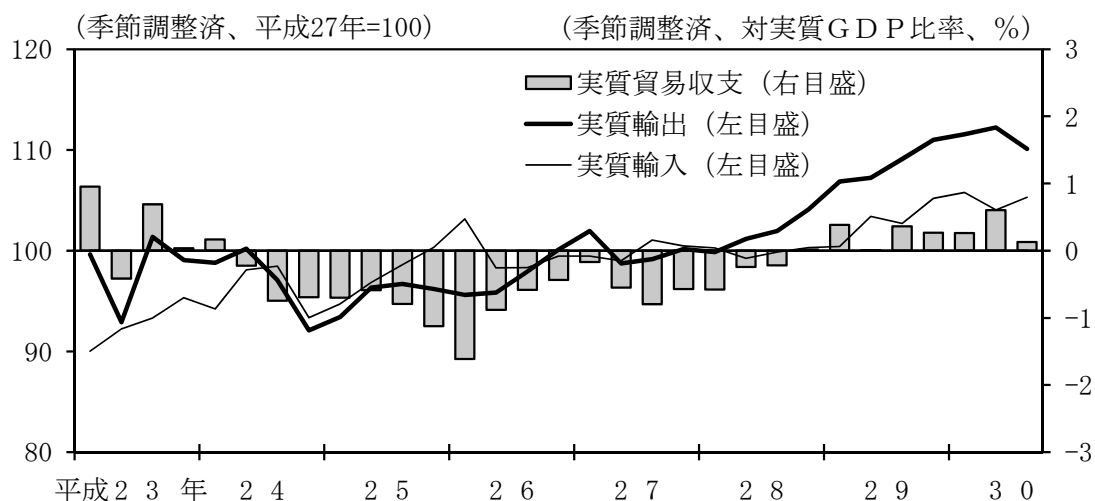
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

（輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けたことを背景に、増加基調を辿った）

実質輸出は¹、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けたことを背景に、増加基調を辿った（図表2）。ただし、上期後半には、自然災害による供給制約もあって、減少した。仔細にみると、先進国向けは増加基調を続けたほか、新興国・資源国向けも、幅広く持ち直した（図表3）。

実質輸入は、国内需要の動きを反映して資本財などが増加したことから、緩やかな増加傾向を辿った（図表2）。

（図表2）実質輸出入と実質貿易収支



¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。

(図表3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

		平成29年		平成30年		
		第3四半期	4	1	2	3
米国	<19.3>	1.6	-0.9	-0.2	1.5	-0.3
EU	<11.1>	-1.6	1.0	4.5	2.7	-4.8
アジア	<54.8>	1.5	4.2	-0.2	0.1	0.4
中国	<19.0>	2.0	5.7	-0.3	2.1	-0.2
NIEs・ASEAN等	<35.8>	1.4	3.2	0.0	-1.1	0.9
その他	<14.8>	1.6	1.0	5.5	1.7	-8.9
実質輸出計		1.7	1.7	0.5	0.6	-1.9

(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

		平成29年		平成30年		
		第3四半期	4	1	2	3
中間財	<19.1>	1.7	0.7	0.0	-0.6	0.7
自動車関連	<24.0>	0.9	1.8	5.3	-0.2	-3.8
情報関連	<21.3>	1.6	3.3	-0.6	2.9	0.5
資本財	<17.5>	-0.9	5.6	-0.8	3.6	-2.3
実質輸出計		1.7	1.7	0.5	0.6	-1.9

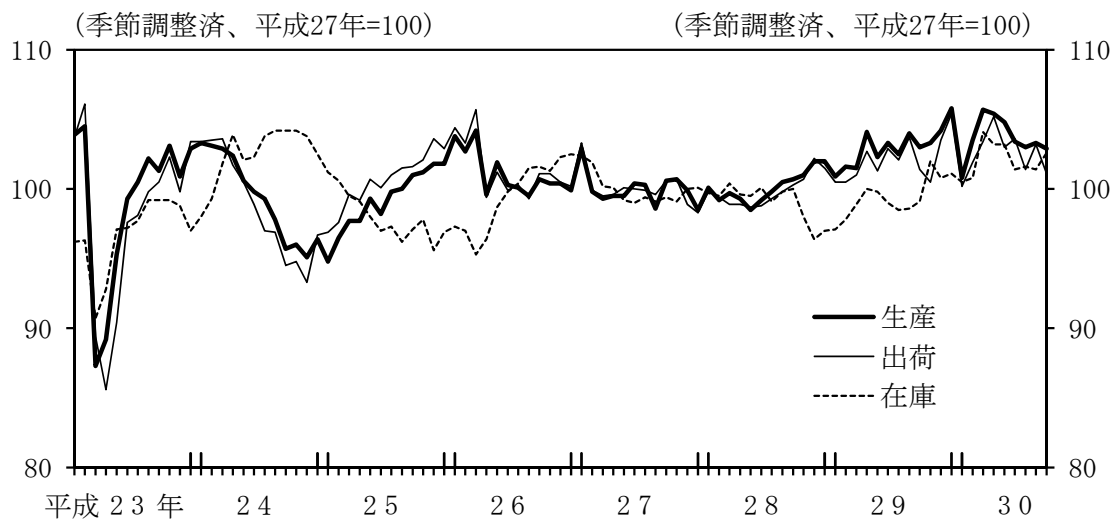
(注) < >内は、29年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEs・ASEAN等は、NIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)やASEAN(タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムなど)のほか、インド、バングラデシュなども含む。

(鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った)

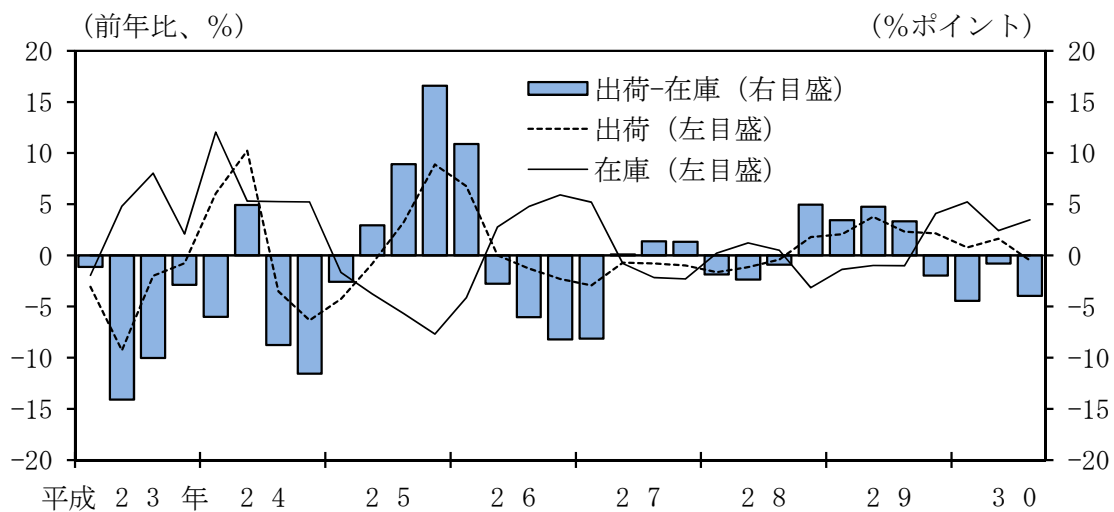
鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った(図表4)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)は、自然災害による供給制約もあって、上期後半にかけては減少したものの、均してみれば、増加基調を続けた。電子部品・デバイスも、データセンターや車載向けの需要が旺盛なもとで、増加基調を続けた。はん用・生産用・業務用機械は、振れを伴いながらも、緩やかな増加基調を辿った。

この間、出荷・在庫バランス（=出荷の伸び率-在庫の伸び率）は、自然災害に伴う物流障害が出荷を下押しするもとの、上期末にかけて幾分悪化した（図表5）。

（図表4） 鋳工業生産・出荷・在庫



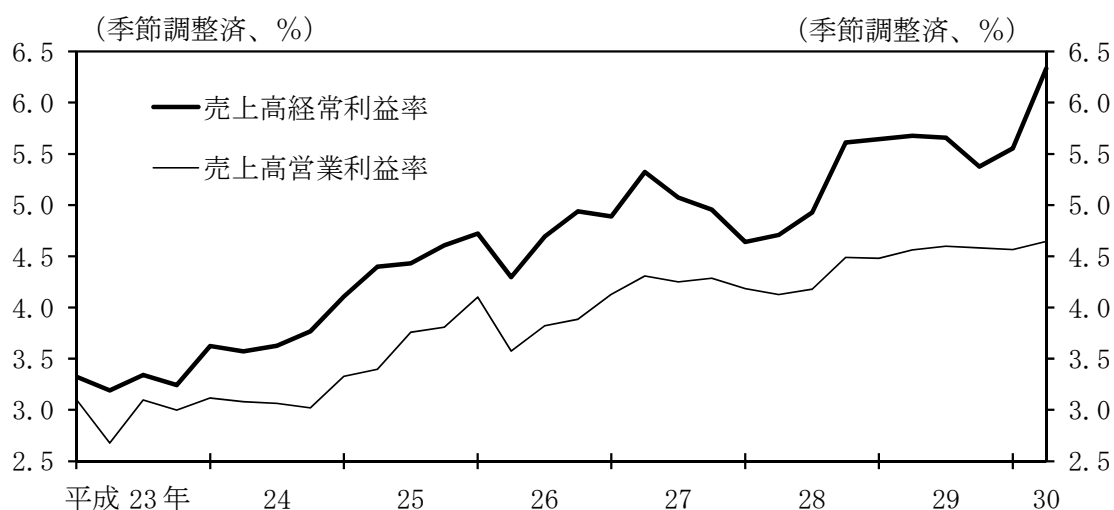
（図表5） 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益が改善基調を辿り、業況感も良好な水準で推移するも
 で、増加傾向を続けた)

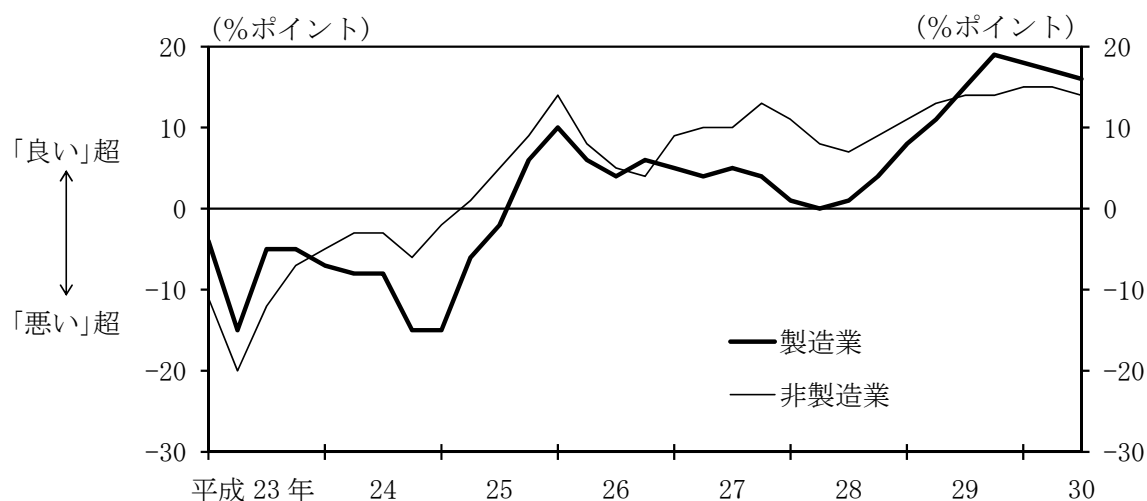
企業収益は、改善基調を辿った。法人企業統計の利益率(季節調整値)の推移
 をみると(図表6)、経常利益率は、改善傾向を続け、既往最高となった。この間、
 企業の業況感を短観でも、良好な水準で推移した(図表7)。

(図表6) 企業収益



(注) 法人企業統計季報の計数。金融業、保険業および純粋持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

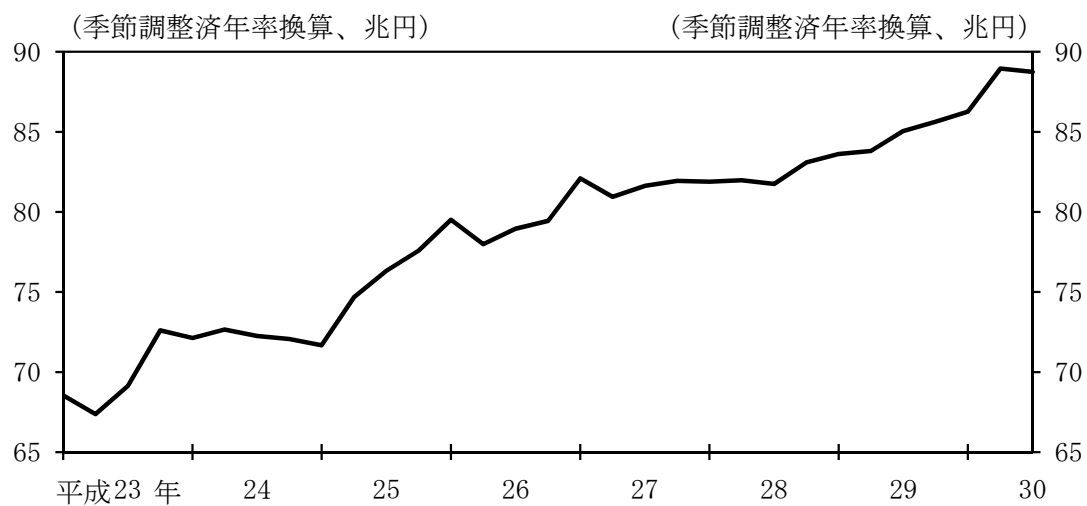
(図表7) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうした企業収益、業況感のもとで、設備投資は増加傾向を続けた。30年度上期のGDPベースの実質設備投資は、前年度下期対比で年率6.9%の伸びとなった(図表8)。

(図表8) 設備投資 (実質、GDPベース)

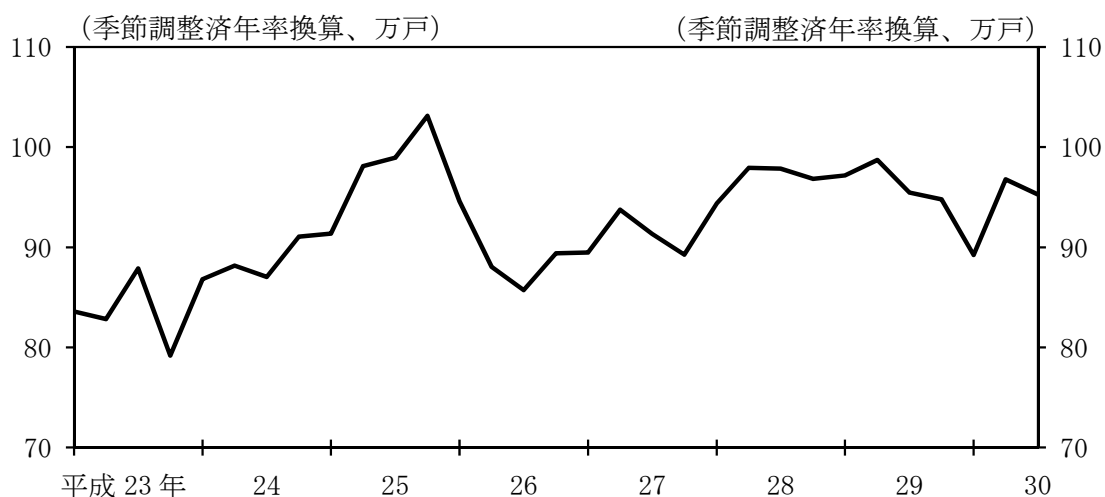


(住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資も高めの水準を維持しつつ横ばい圏内で推移した)

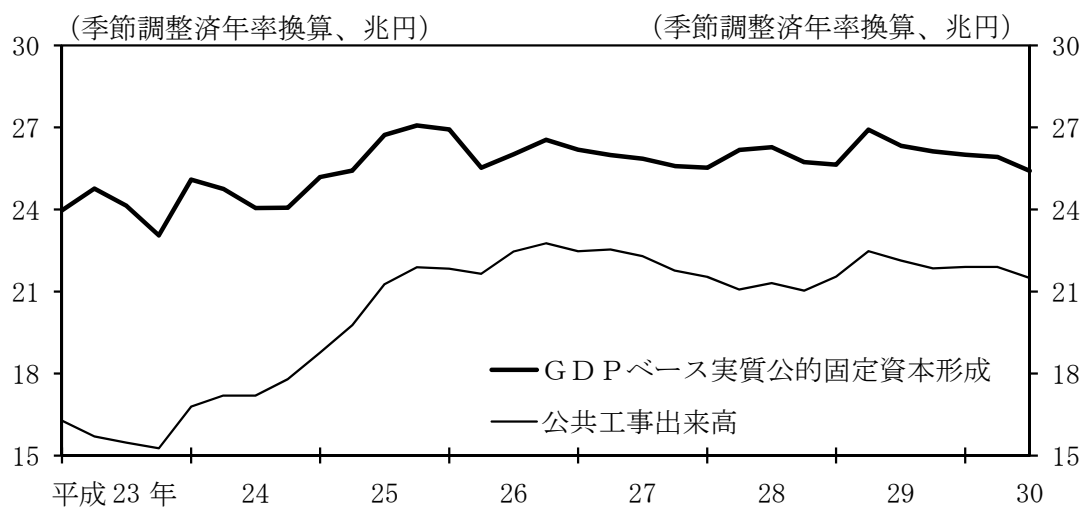
住宅投資は、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境が下支えとなったものの、貸家への節税ニーズの一巡もあって、横ばい圏内で推移した(図表9(1))。公共投資も、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移した(図表9(2))。

(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・所得環境は着実に改善した）

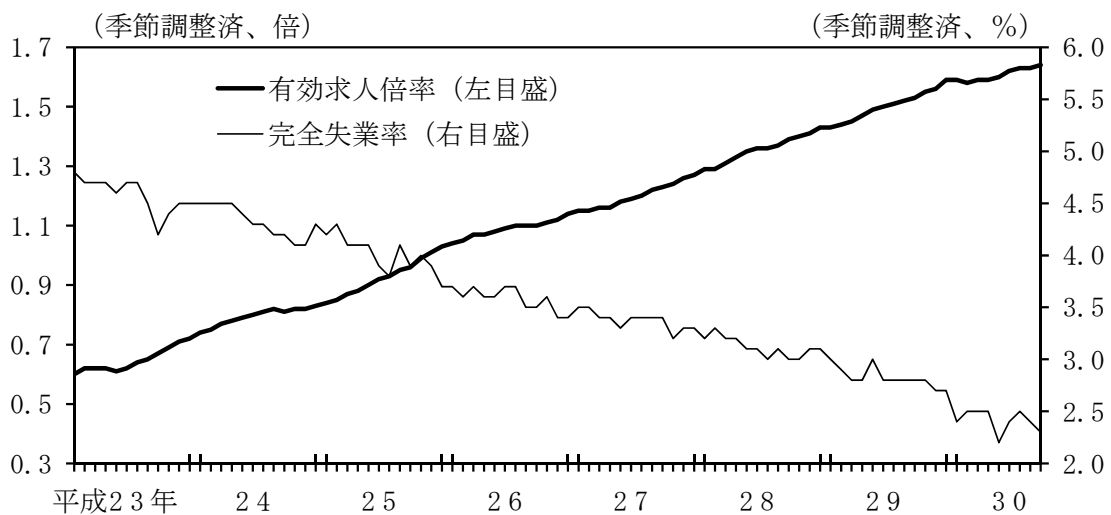
雇用面についてみると（図表 10）、労働力調査の雇用者数の前年比は、2%程度の伸びを続けた。そのもとで、有効求人倍率は着実に上昇を続けたほか、完全失業率は2%台半ばとなるなど、労働需給は着実な引き締まりを続けた。

賃金面では（図表 11）、一般労働者の一人当たりの所定内給与が、振れを伴いつつも、緩やかに上昇した。一方、労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり所定内給与は、均してみれば高めの伸びを続けた。

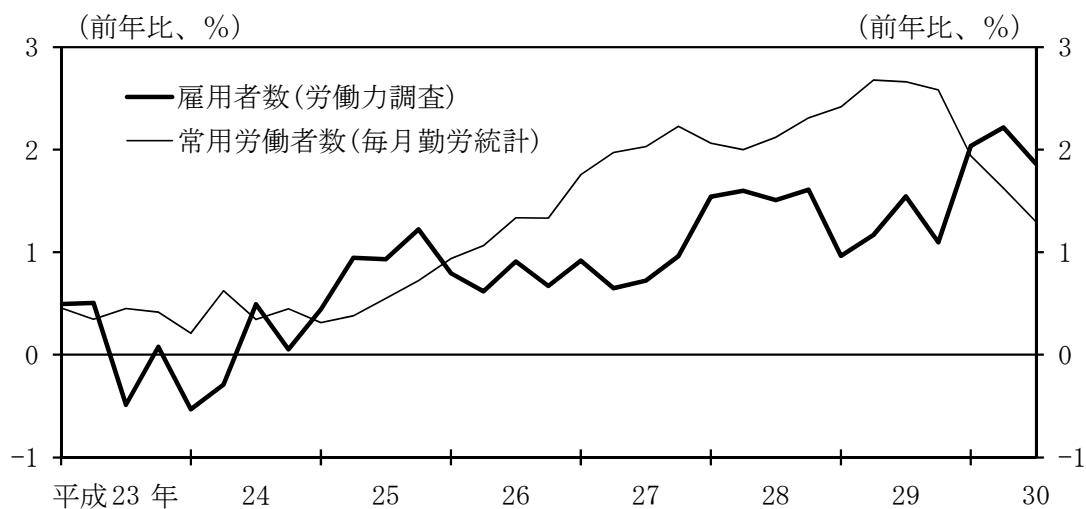
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は、増加傾向を続けた。

（図表 10）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

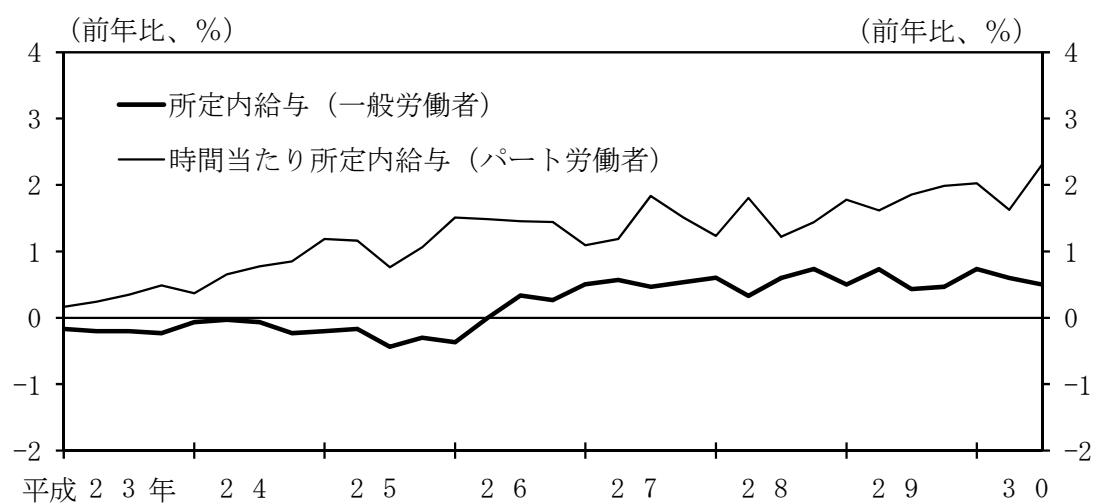


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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) 賃金



(注) 平成28年第4四半期以降は、継続標本ベースの計数を用いて算出。

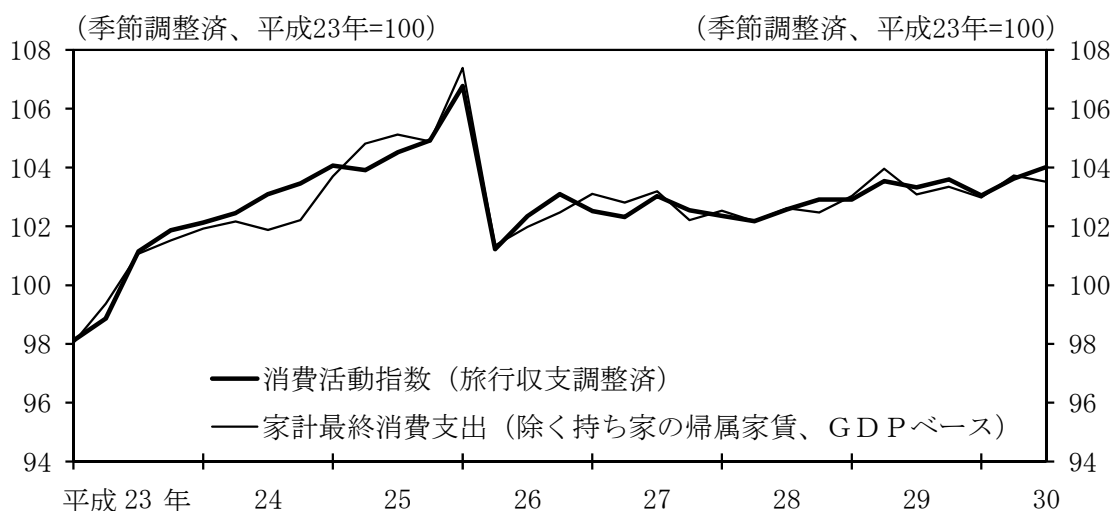
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加した)

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、振れを伴いながらも、緩やかに増加した(図表 12(1))。耐久財の消費動向をみると(図表 12(2))、乗用車販売は、新車投入効果もあって、持ち直した。家電販売も、白物家電が底堅く推移しているもとの、猛暑を受けてエアコンなどの販売が好調となったこともあって、緩やかな増加傾向を続けた。サービス消費では、外食が増加基調を辿ったほか、旅行は、自然災害に伴う振れを均してみれば、持ち直しの動きを続けた(図表 12(3))。

この間、個人消費関連のマイナスインドキ指標は、総じてみれば横ばい圏内で推移した(図表 13)。

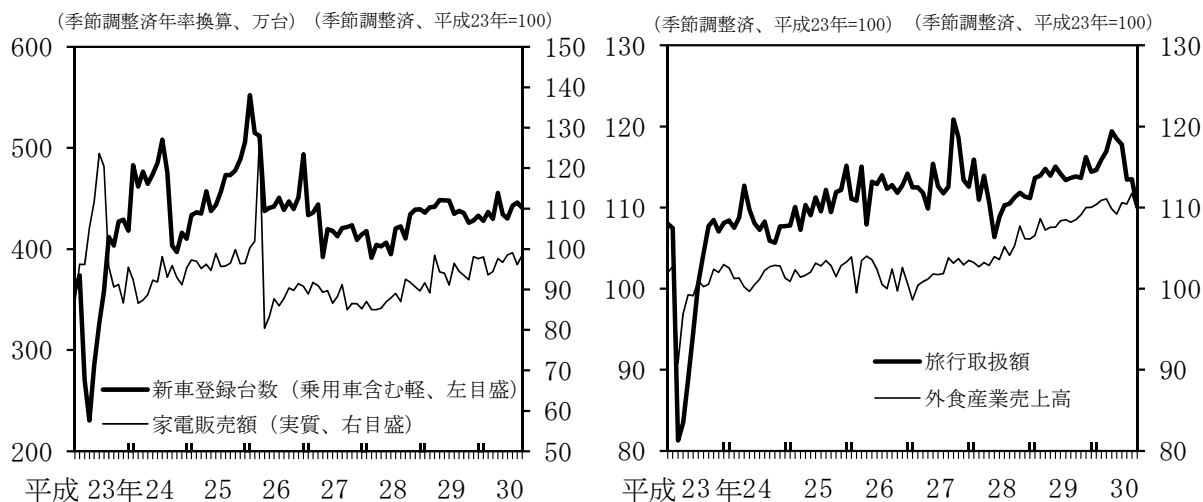
(図表 12) 個人消費

(1) 個人消費 (実質)



(2) 耐久財消費

(3) サービス消費 (名目)

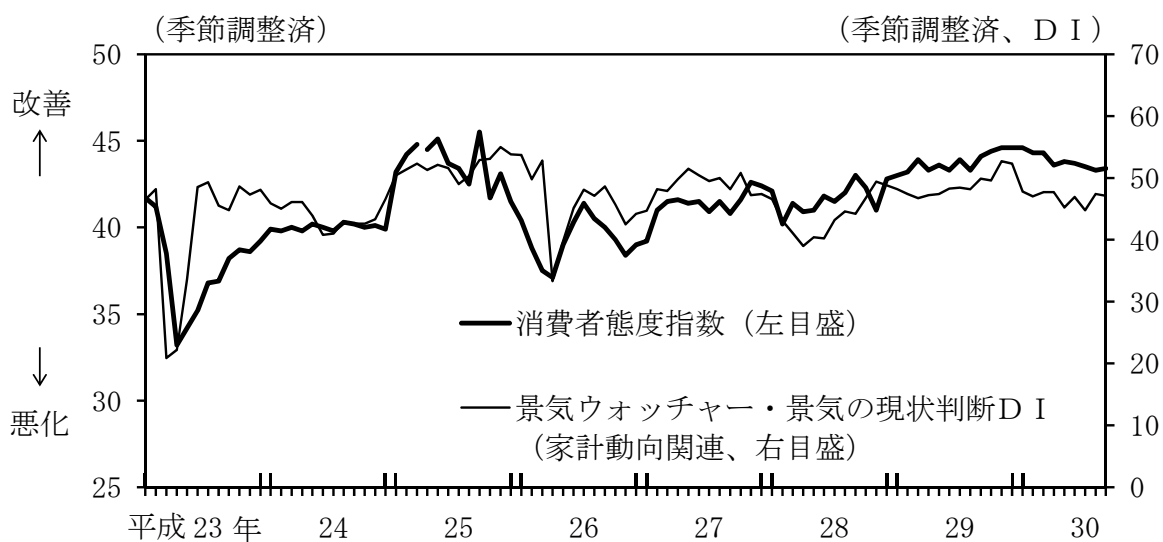


(注1) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて算出。

(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。

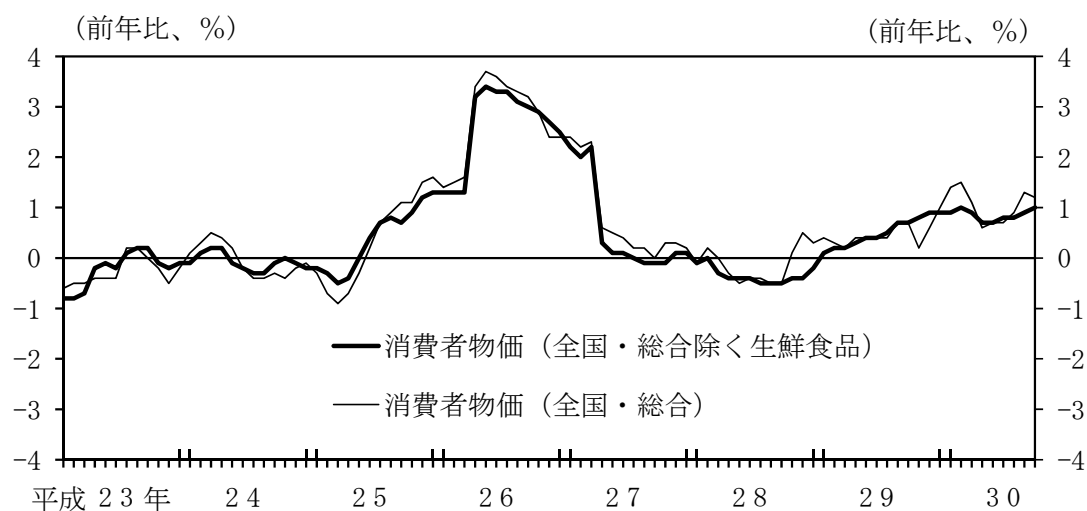
(2) 物価

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、30年度上期末には1%程度の伸びになった（図表14）。内訳をみると（図表15）、財は、耐久消費財がマイナス転化し、食料工業製品がプラス幅を縮小したものの、石油製品がプラス幅を拡大したことから、全体では同程度のプラス幅で推移した。一般サービスをみると、家賃の下落は続いたものの、宿泊費や外国パック旅行費が一時的にやや大幅に上昇したうえ、人件費上昇を背景に外食などもプラス幅を拡大した。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の動きなどから、前年比プラス幅が緩やかに縮小した。

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）の前年比をみると（図表16）、0%台前半で推移した。刈込平均値²の前年比をみると、0%台半ばでの推移となった。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、低下気味に推移した。

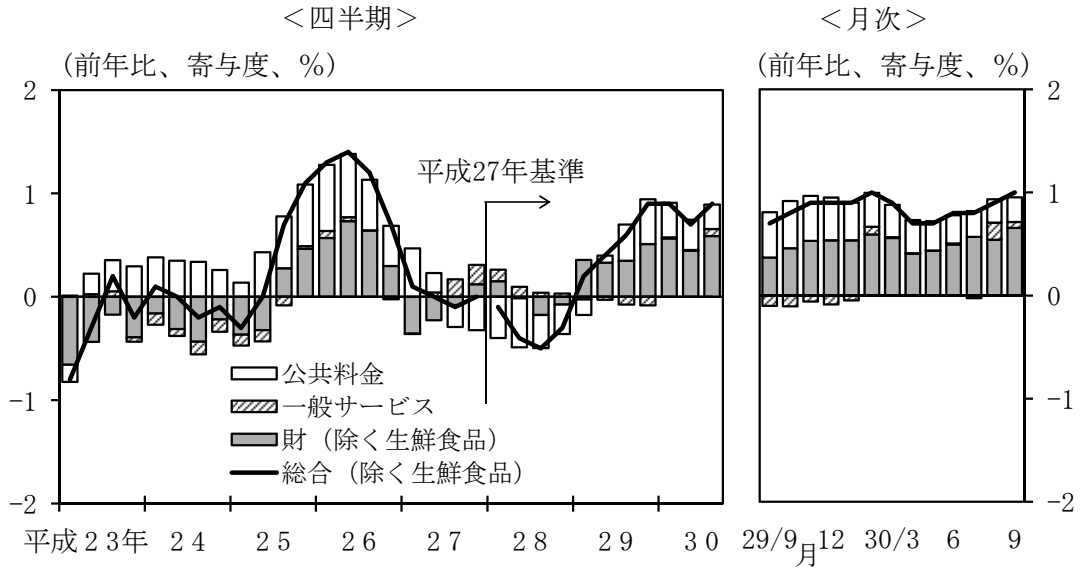
予想物価上昇率は（図表17）、横ばい圏内で推移した。

(図表14) 消費者物価



² 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。

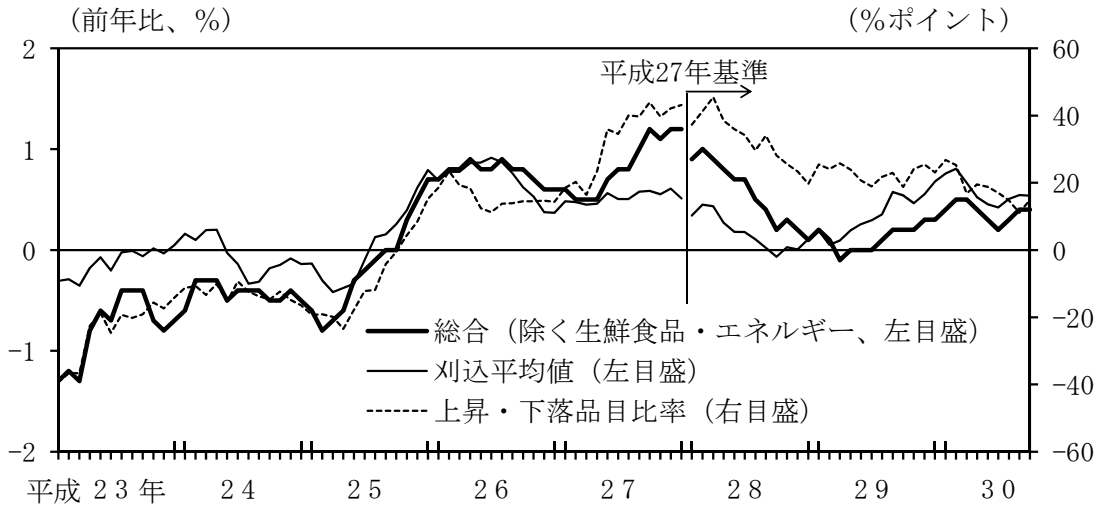
(図表 15) 消費者物価（全国・総合除く生鮮食品）の内訳



(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。

(図表 16) 消費者物価の基調的な変動



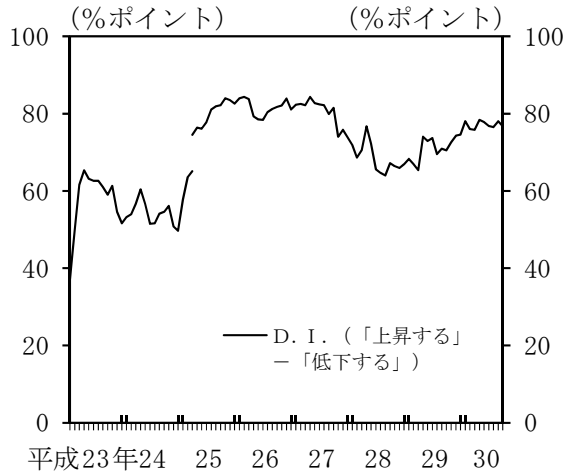
(注 1) 刈込平均値は、全個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(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。

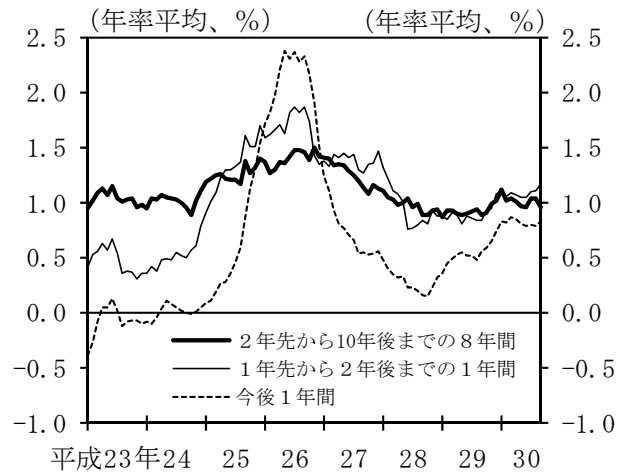
(注 3) 消費者物価指数は、消費税調整済み。

(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)



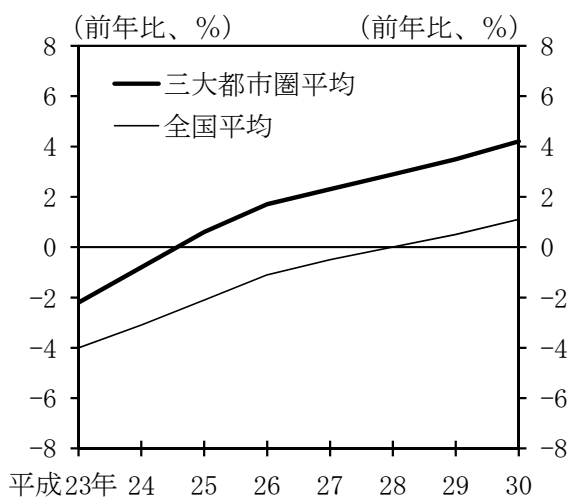
(注1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。25年4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。

(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。

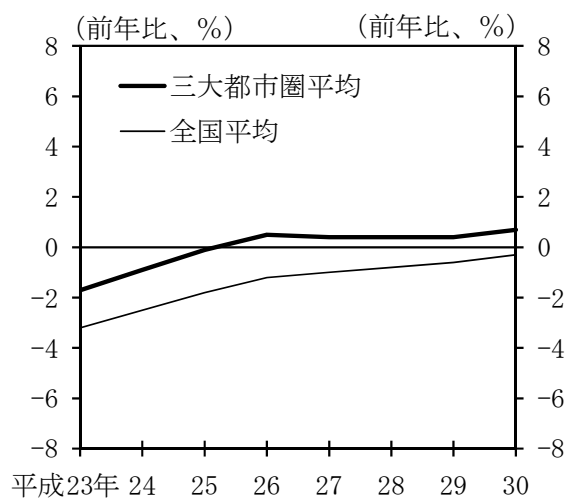
地価を都道府県地価（7月時点）の前年比で見ると（図表 18）、全国平均では、商業地がプラス幅を拡大したほか、住宅地もマイナス幅を縮小した。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均では、商業地と住宅地ともプラス幅を拡大した。

（図表 18）都道府県地価

（1）商業地



（2）住宅地



（注）都道府県地価は、7月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

30年度上期の海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いた（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、%)

		28年	29年	29年 第2四半期	3	4	30年 1	2	3
米 国		1.6	2.2	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.5
ユーロエリア		1.9	2.4	2.8	2.7	2.7	1.6	1.8	0.7
新興 国・ 地域	中 国	6.7	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5
	イ ン ド	7.9	6.2	5.6	6.3	7.0	7.7	8.2	-
	NIEsおよび ASEAN4	3.8	4.4	4.2	4.7	4.4	4.5	4.3	-
	ブラジル	-3.5	1.0	0.4	1.4	2.1	1.2	1.0	-
	ロ シ ア	-0.2	1.5	2.5	2.2	0.9	1.3	1.9	1.3

(注) NIEsおよびASEAN4は、IMF公表のGDPウェイト（29年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は拡大を続けた。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、2%台後半で推移した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、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・レートの誘導目標レンジを6月会合で1.75~2.00%へ、9月会合で2.00~2.25%へと引き上げた。先行きの金融政策についてのガイダンスでは、6月会合で、「フェデラル・ファンド・レートはしばらくの間、長期的に妥当とされる水準を下回ると予想している」との文言などが削除された。

ユーロエリア経済は、幾分減速しつつも回復を続けた。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1%台半ばから2%程度へと上昇した。エネルギー・食料品・アルコール・たばこを除くコアベースの消費者物価の前年比は、1%程度で推移した。

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。資産買入については、6月会合において、10月以降の買入規模を月間300億ユーロから150億ユーロに縮小するとともに、12月末で終了することを決定した。先行きの金融政策についてのガイダンスは、6月会合で、「主要政策金利は、少なくとも31年夏まで、かつインフレ率が現在予想されている持続的な調整に即した動きを確保するのに必要な限り、現行水準にとどまると予想される」とした。

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、7月末の共産党中央政治局会議において、「積極的な財政政策」がさらに大きな役割を果たすとの方針が決定された。金融政策面では、中国人民銀行は、預金や貸出の基準金利、リバースレポ金利、貸出ファシリティの金利を据え置いた一方、主要金融機関の預金準備率を4月に1%ポイント、7月に0.5%ポイント引き下げた。

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、輸出が増加基調にあるもとで、内需も底堅く推移した。インド経済は、内需を中心に緩やかに回復した。ブラジルやロシアの経済は、インフレ率の落ち着きなどから緩やかに回復した。物価面をみると、多くの国・地域で、インフレ率は目標値近傍で推移した。金融政策面では、アルゼンチンやトルコ、インドネシアなど一部の国において、通貨安やインフレ率上昇への対応などから、政策金利が引き上げられた。

2. 金融面の動向

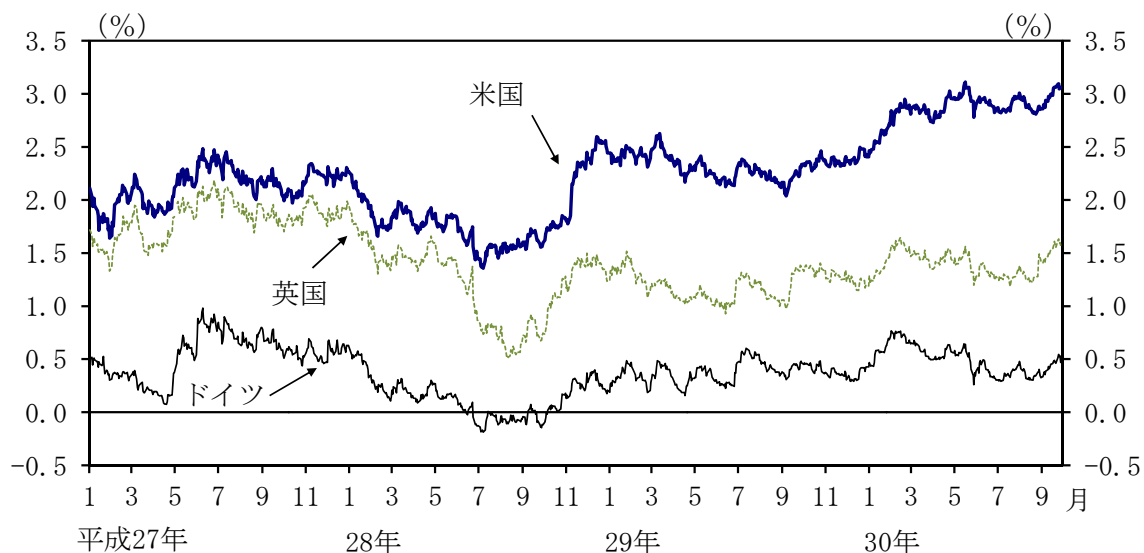
(1) 国際金融市場

平成30年度上期の国際金融市場をみると、保護主義的な通商政策の拡がりや欧州の政治情勢が相場に影響したほか、米国で利上げが継続されるなか、一部の新興国においてその脆弱性が意識されたことから通貨が下落した。

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を織り込みながら上昇した。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。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）をみると（図表20）、米国や英国では、総じてみれば上昇した。ドイツの長期金利は、欧州の政治情勢への懸念を背景に、期間を通してみれば横ばいで推移した。

(図表20) 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 21）、米国株（S & P 500）は、良好な企業収益や経済指標などを受けて上昇した。一方、欧州株価（EURO STOXX）や、英国株価（FTSE100）は、欧州の政治情勢を巡る展開などが意識されるも、期間を通してみれば横ばい圏内で推移した。

（図表21）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、株価は、保護主義的な通商政策の拡がりや一部の国の脆弱性が意識されるも、下落した。通貨も、米国で利上げが継続されるなか、一部の国の脆弱性が意識され下落した。

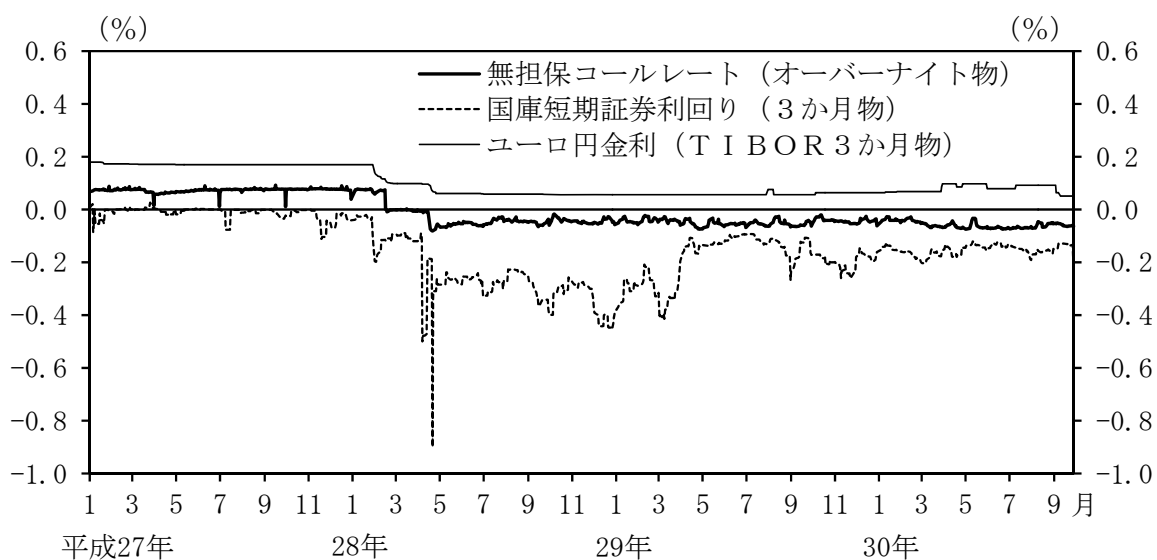
国際商品市況は、保護主義的な通商政策の拡がりや一部の国への経済制裁などを背景に、商品毎に区々の動きとなった。原油（WT I）価格は、米国による一部の国への経済制裁に伴う供給制約などが意識され、総じてみると上昇した。銅は、最大の消費国である中国の需要減少懸念などから下落した。農産物価格も、保護主義的な通商政策の拡がりの影響などから下落した。この間、金価格はドル高の影響などから下落した。

(2) 短期金融市場

30年度上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22）³、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⁴、国庫短期証券利回り（3か月物）は、概ね▲0.1%台で推移した。また、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

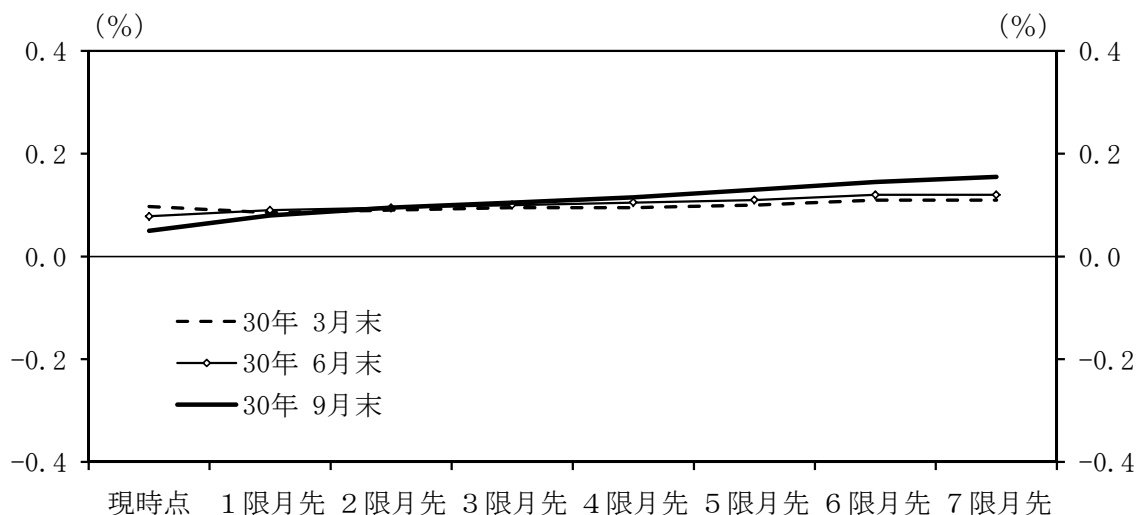


³ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

⁴ 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 23）、30 年度上期を通して概ね不変であり、先行きの短期金利について、概ね横ばいで推移することを見込む姿となった。

（図表 23）ユーロ円金利先物レート



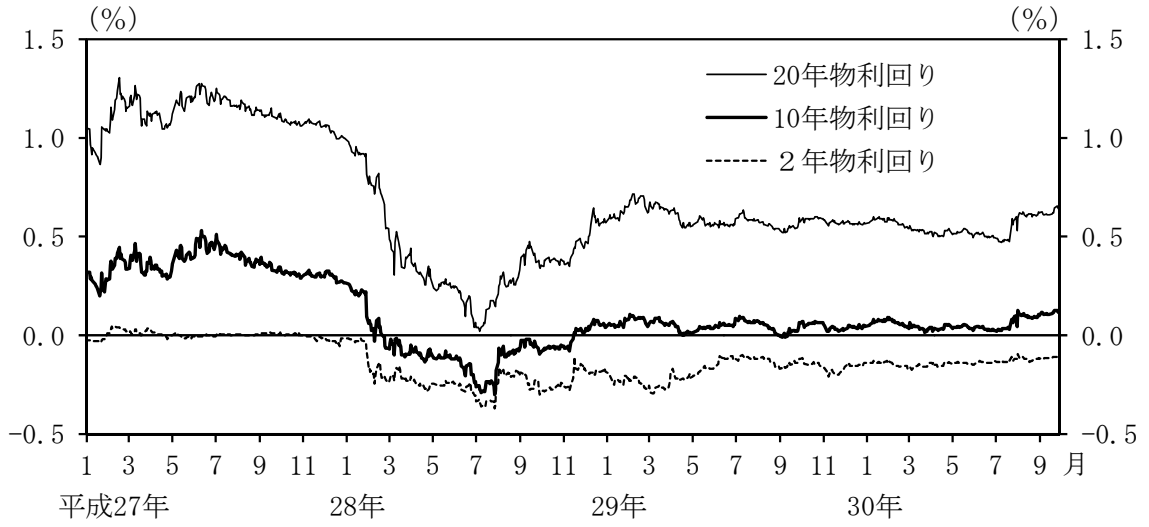
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、30年9月末時点（太い実線）における1限月先（30年12月中央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.080%、2限月先（31年3月中央時点）が0.095%、3限月先（31年6月中央時点）が0.105%であったことを表している。

（3）債券市場

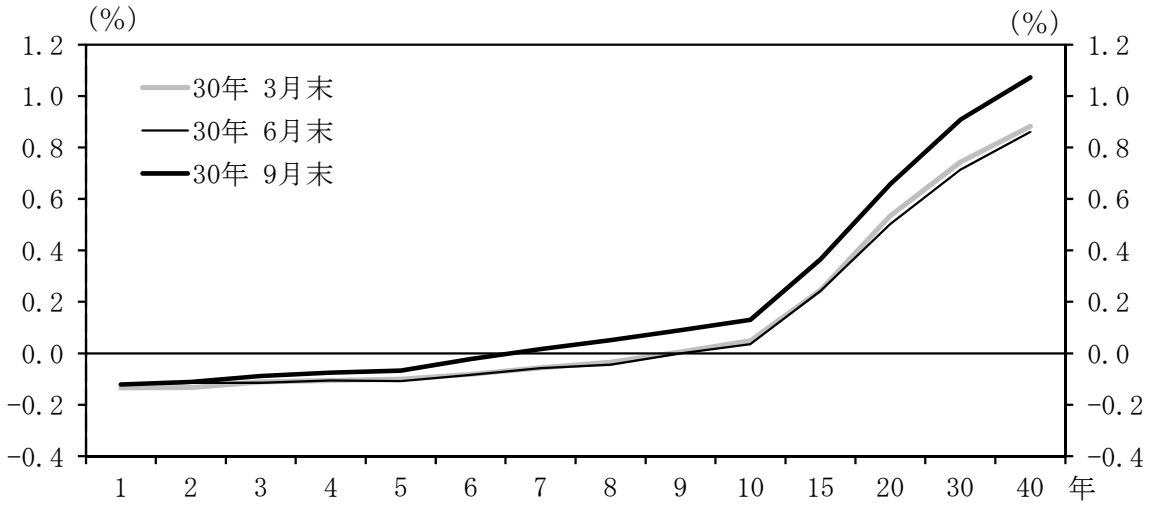
30年度上期の債券市場の動向をみると（図表 24、25）、長期国債（10年債）の流通利回りは、7月の金融政策決定会合の前後で幾分振れる場面がみられたが、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。

また、短中期国債（2年債）の流通利回りが概ね横ばいで推移するもとで、超長期国債（20年債）の流通利回りは幾分上昇し、わが国のイールドカーブは幾分スティープ化した。

(図表 24) 国債流通利回り

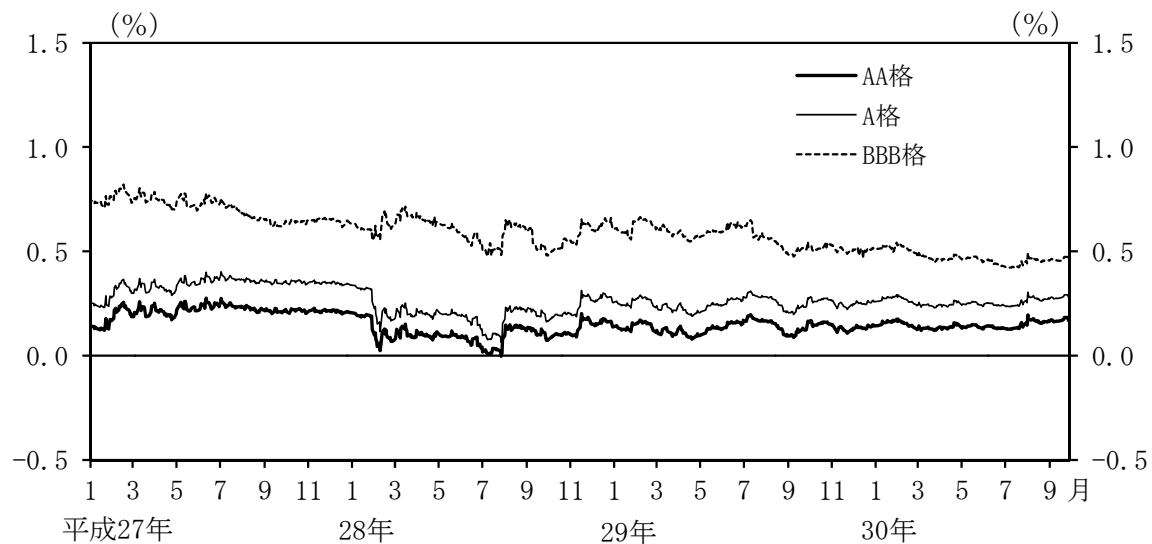


(図表 25) 国債の利回り曲線 (イールドカーブ)



社債流通利回りは（図表 26）、国債の流通利回りに連れる形で、幾分振れる場面がみられたが、期間を通してみれば横ばい圏内で推移した。

（図表 26）社債の流通利回り

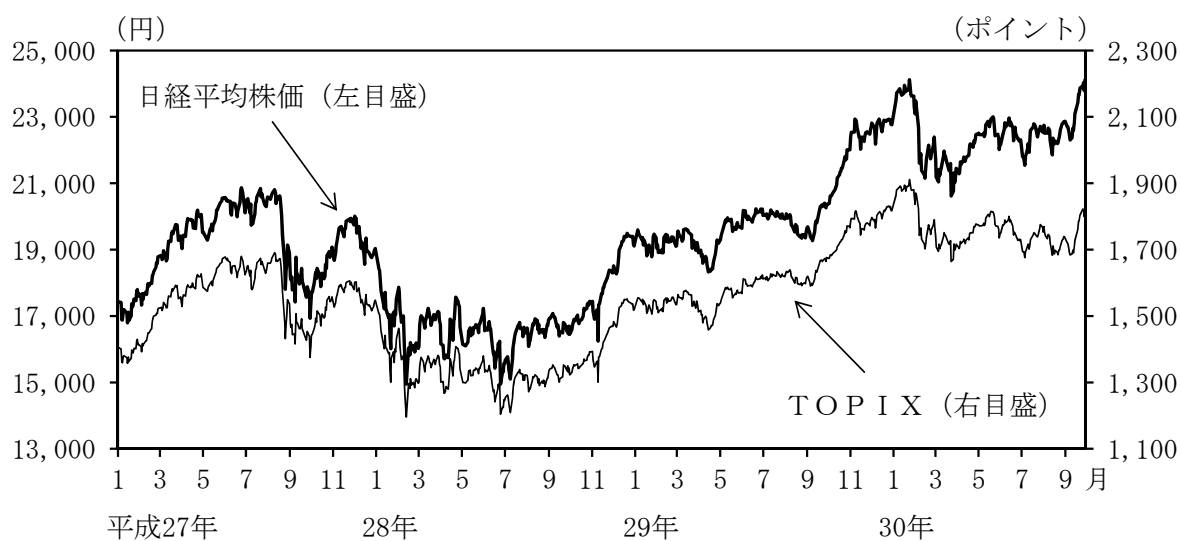


（注） 残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

30年度上期の株式市場の動向をみると(図表27)、日経平均株価は、円安ドル高の進行等を背景に、5月中旬には22千円台後半まで上昇した。その後、保護主義的な通商政策を巡る不透明感や欧州の政治情勢への懸念等から幾分下落する場面もみられたが、9月中旬以降はそうした不透明感が幾分後退する中、円安ドル高の進行もあって上昇し、9月末には24千円台となった。

(図表27) 株価



不動産投資法人投資口(J-REIT)の価格は(図表28)、海外投資家の購入等を背景に、小幅に上昇した。

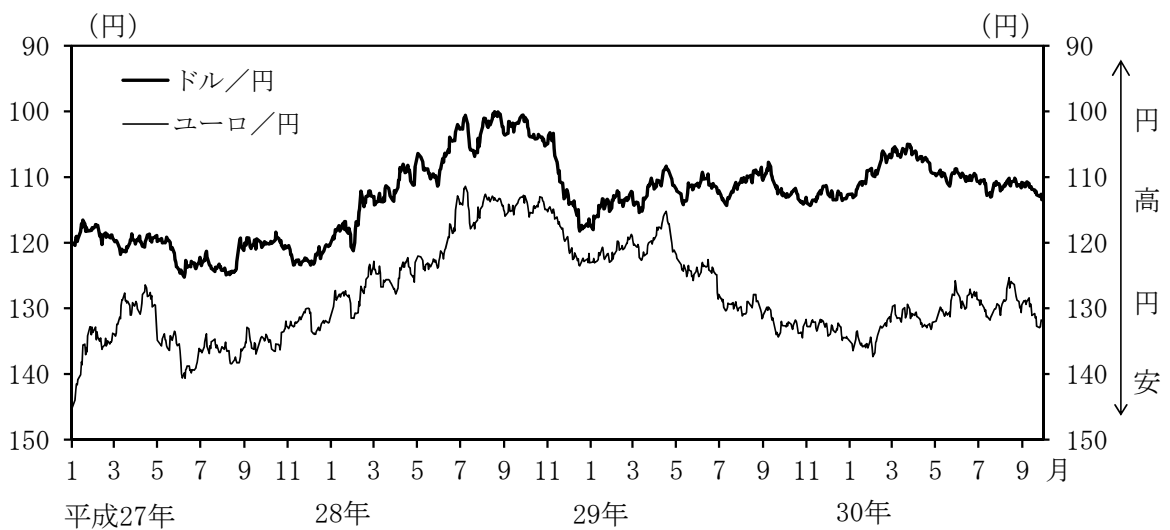
(図表 28) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

30年度上期の外国為替市場の動向をみると(図表29)、円の対ドル相場は、5月中旬までは米金利が上昇するもとの円安ドル高の動きとなった。その後は、保護主義的な通商政策を巡る不透明感や欧州の政治情勢への懸念等から円高ドル安に振れる場面もみられたが、9月末には、そうした不透明感が幾分後退するもとの円安ドル高の動きとなり、113円台となった。円の対ユーロ相場は、均してみれば横ばい圏内の動きとなった。

(図表 29) 円の対ドル、対ユーロレート



こうした為替相場動向の中、アジアを中心とした新興国通貨に対する円高の動きを受けて、円の実質実効為替レートは（図表 30）⁵、幾分円高方向に進んだ。

（図表 30）円の実質実効為替レート

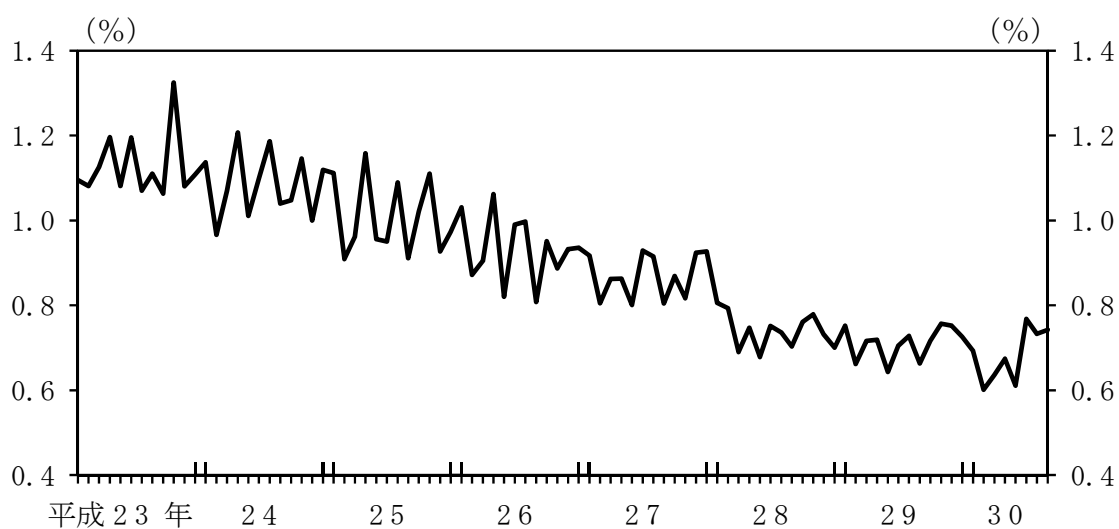


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

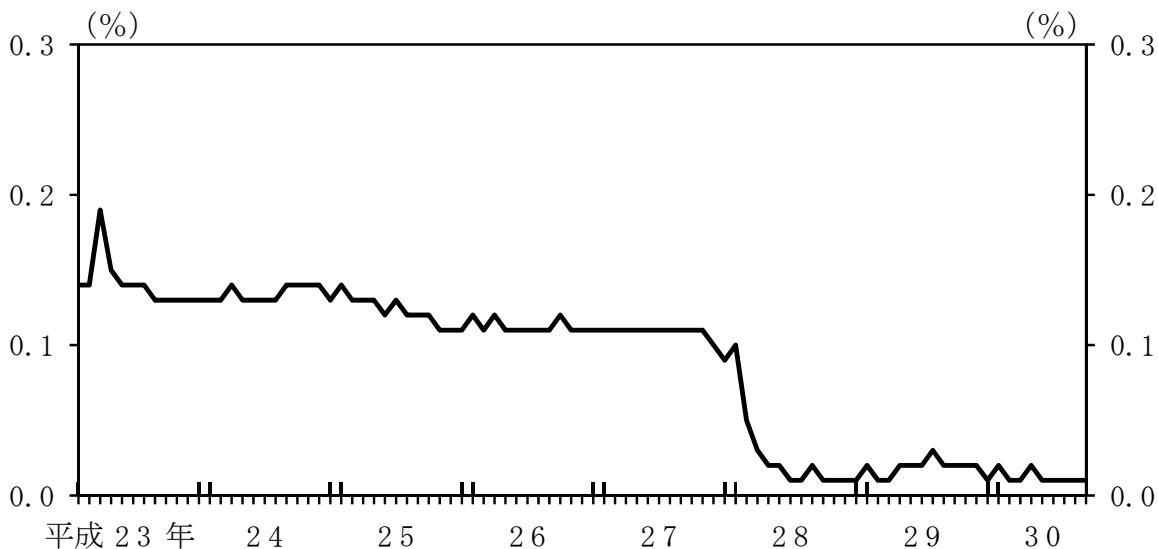
30年度上期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

（図表31）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 32）、きわめて低い水準で推移した。

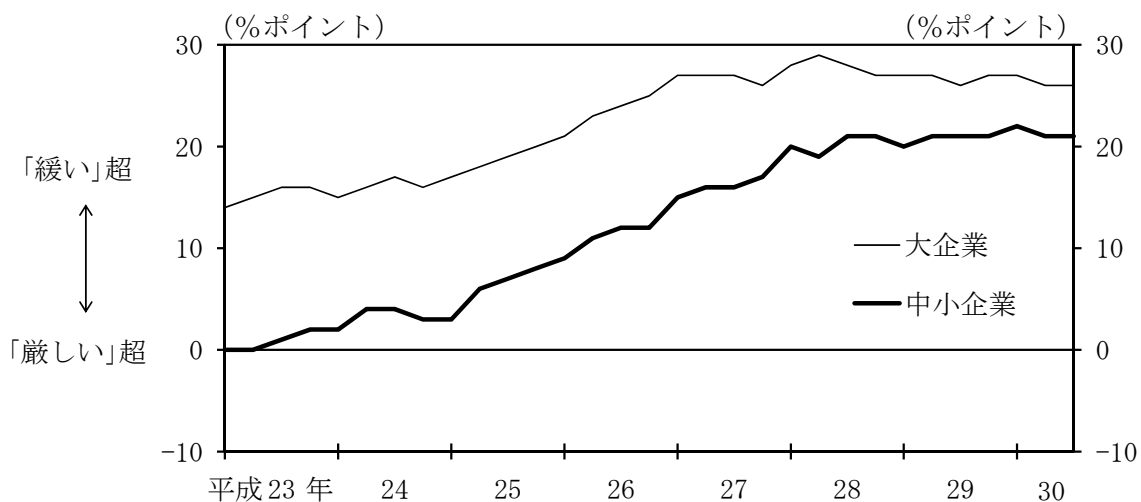
（図表 32）CP発行金利（3か月物）



（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。

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 33）、大幅に緩和した状態であった。

（図表 33）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）

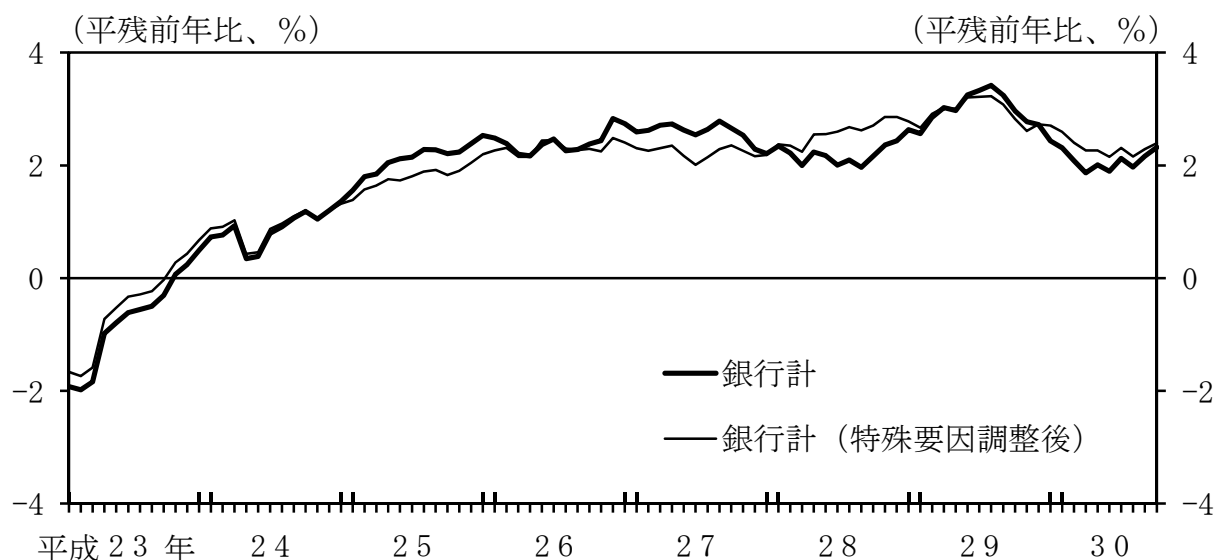


（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

資金需要面をみると、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 34）⁶、2%程度のプラスで推移した。CPおよび社債の発行残高の前年比は（図表 35）、高めのプラスで推移した。

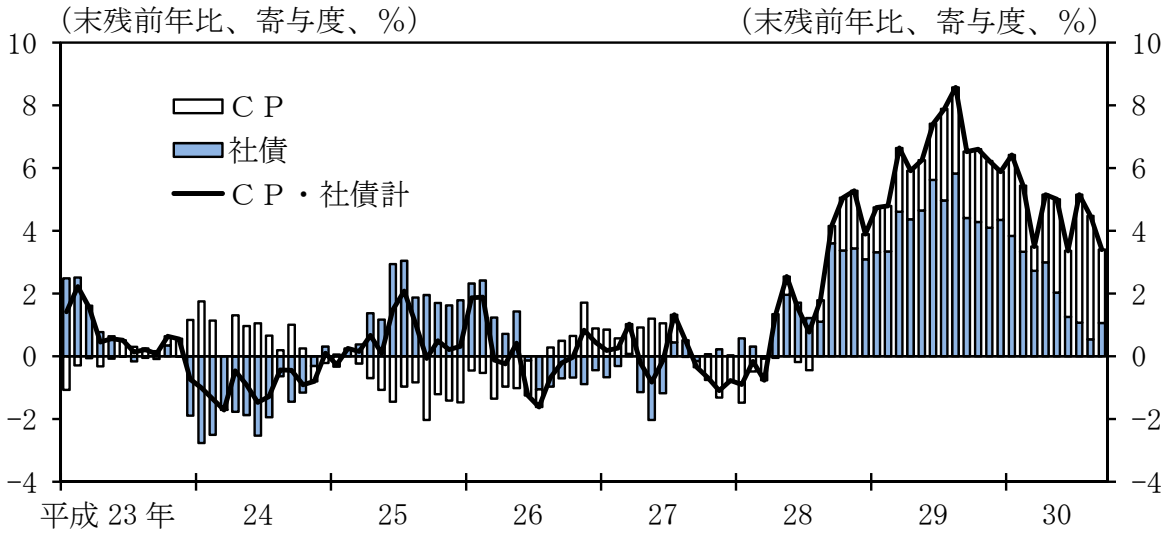
（図表 34）民間銀行貸出残高



（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。

⁶ 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）。

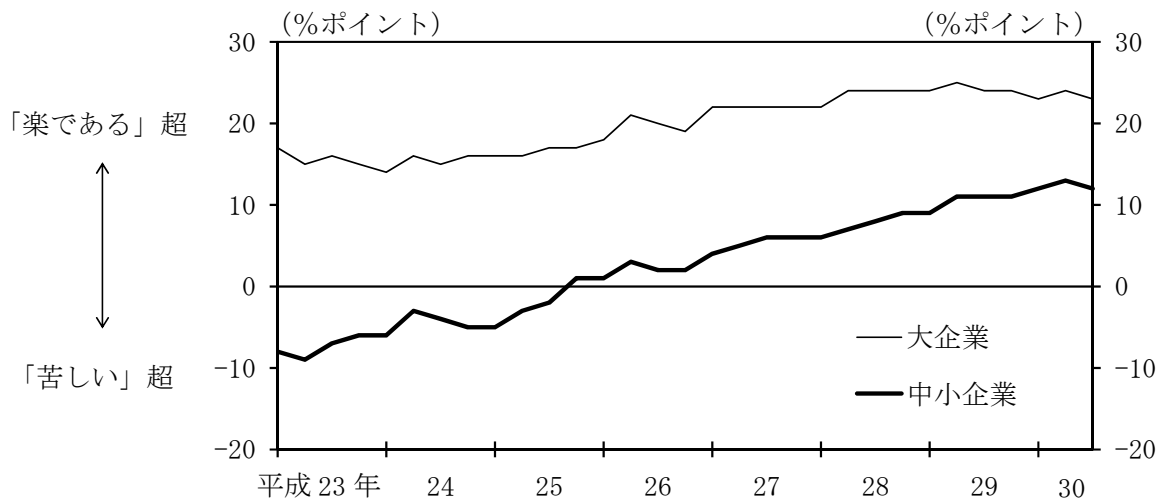
(図表 35) C P ・ 社債発行残高



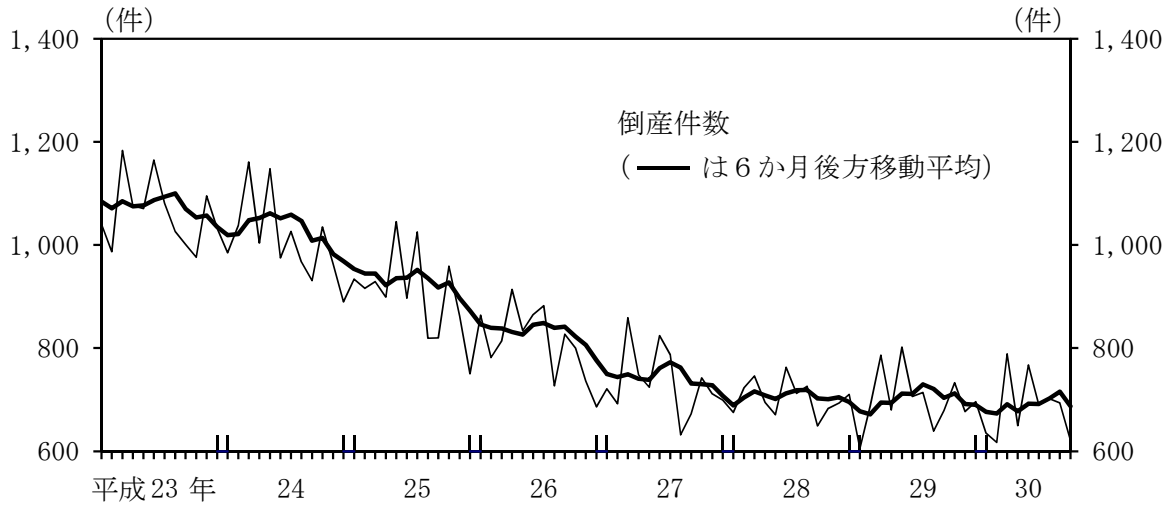
(注) C P 発行残高は、短期社債（電子 C P）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C P は含む）。

企業の資金繰りは（図表 36）、良好であった。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)



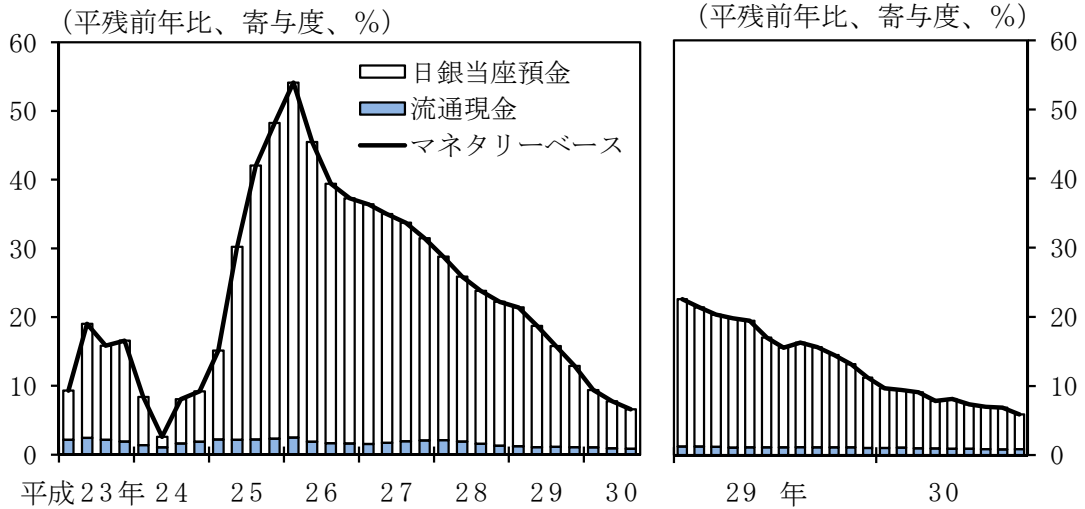
(図表 37) 企業倒産



(7) 量的金融指標

30年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表 38）、前年比で6～8％程度の伸びを続けた。

(図表 38) 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 39)、前年比 3%程度で推移した。

(図表 39) 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30年4月から30年9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）
	雨宮正佳	（副総裁）
	若田部昌澄	（副総裁）
	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）
	鈴木人司	（審議委員）
	片岡剛士	（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、30年度上期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、平成30年度上期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状について、すべての会合で、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大していると判断した。先行きについては、すべての会合で、緩やかな拡大を続けるとの見方を示した（図表40）。

物価の現状については、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比でみて、4月の会合では「1%程度となっている」、6月から9月の会合では「0%台後半となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、4月と6月の会合では、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を示した。7月と9月の会合では、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合で、横ばい圏内で推移していると判断した。

(図表 40) 政策委員会の経済情勢についての判断

30年4月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。
6月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。
7月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。
9月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、4月と6月の会合において、28年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41)。

(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。

- 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。
- 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。

7月の会合では、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、以下のとおり、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した(図表41)。

(政策金利のフォワードガイダンス)

日本銀行は、31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし⁷、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。⁸
- 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。

また、7月の会合では、上記の措置と合わせて、以下の実務的な対応を行うこととした(図表41)。

(政策金利残高の見直し)

日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高(金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額)を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準(平均して10兆円程度)から減少させる。

(E T Fの銘柄別の買入れ額の見直し)

E T Fの銘柄別の買入れ額を見直し、T O P I Xに連動するE T Fの買入れ額を拡大する。

⁷ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

⁸ 27年12月に決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするE T Fの買入れについては、これまでどおり、年間約3,000億円の買入れを行う。

9月の会合では、7月の会合で決定した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。

先行きの金融政策運営について、4月と6月の会合では、「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」との考え方を示した。7月と9月の会合では、「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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。

9月の会合では、「補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則」を制定すること等を決定した。

(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
<p>< 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>30年4月27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^(注1)。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</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>(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>6月15日</p>	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>また、先行きの金融政策運営に関して以下の考え方を示した。</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>7月31日</p>	<p>強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、以下のとおり、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した^(注2)。</p> <p>(政策金利のフォワードガイダンス)</p> <p>日本銀行は、31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし^(注3)、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。</p> <p>(資産買入れ方針)</p>

7月31日	<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>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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。^(注4)</p> <p>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。</p> <p>上記の措置と合わせて、以下の実務的な対応を行うこととした。</p> <p>(政策金利残高の見直し)</p> <p>日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高(金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額)を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準(平均して10兆円程度)から減少させる。</p> <p>(E T Fの銘柄別の買入れ額の見直し)</p> <p>E T Fの銘柄別の買入れ額を見直し、T O P I Xに連動するE T Fの買入れ額を拡大する。</p> <p>また、先行きの金融政策運営に関して以下の考え方を示した。</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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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>
9月19日	30年7月31日の会合で決定した金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した ^(注5) 。
<その他>	
30年9月19日	「補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則」を制定すること等を決定した ^(注6) 。

(注1) いずれの会合においても、金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注2) 金融市場調節方針は賛成7反対2、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注3) 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

(注4) 27年12月に決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするE T Fの買入れについては、これまでどおり、年間約3,000億円の買入れを行う。

(注5) 金融市場調節方針は賛成7反対2、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注6) 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30年4月)」)

4月の会合では、30年度から32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、32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、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。そうしたもとの、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は弱含んで推移している。この間、公共投資は高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。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、1%程度となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。
- ② 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。30年度についてみると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、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、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、オリンピック関連投資、人手不足に対応した省力化投資を中心に、増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとの、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、既往の経済対策による押し上げ効果が緩やかに減衰するものの、29年度補正予算やオリンピック関連需要もあって高めの水準を維持すると予想している。輸出についても、海外経済の着実な成長を背景に、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。こ

うしたもとの、30年度は、潜在成長率⁹を上回る成長を続けると見込まれる。31年度と32年度については、内需の減速を背景に成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。すなわち、個人消費は、31年10月に予定されている消費税率の引き上げの影響¹⁰から一時的に減少に転じるなど、31年度、32年度ともに緩やかな増加ペースにとどまると予想される。もっとも、海外経済の着実な成長を背景に、輸出は増加基調を維持すると見込まれる。この間、設備投資は、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、32年度にかけて増勢が徐々に鈍化していくとみられるが、輸出の増加を起点とした投資需要の高まりもあって、増勢鈍化のペースは緩やかなものになると予想される。31年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、海外経済の上振れなどを背景に、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」を推進するもとの、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想定している¹¹。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などが続くもとの、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 消費者物価の前年比は徐々にプラス幅を拡大しているが、エネルギー価格の影響を除くと0%台半ばにとどまっており、景気の拡大や労働需給の引き

⁹ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」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。

¹⁰ 31年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、下押し効果は、26年度の前回増税時と比べると、不確実性は大きいものの、小幅なものにとどまると予想される。

¹¹ 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。

締まりに比べると、なお弱めの動きが続いている。この背景としては、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている。このように、労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。もっとも、パート時給がはっきりとした上昇基調を続けているほか、仕入価格の上昇などもあって、企業のコスト面からみた価格上昇圧力は高まっている。

- ⑤ 先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。31年度まで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¹²。
- ⑥ 物価上昇率を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、着実にプラス幅を拡大している。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとの、マクロ的な需給ギャップは30年度にプラス幅をさらに拡大し、31年度から32年度についても比較的大幅なプラスで推移するとみられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率は、27年夏以降、弱含みの局面が続いていたが、最近はやや横ばい圏内で推移している。先行きについては、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。この理由としては、①「適合的な期待形成」¹³の面では、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格

¹² 31年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、31年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（31年度と32年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。なお、教育無償化政策の影響については、統計上の取り扱いが未定ということもあり、消費者物価指数には反映されないと仮定している。

¹³ 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。

設定スタンスも次第に積極化し、現実の物価上昇率も着実に伸びを高めると考えられること、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が挙げられる。この間、輸入物価についてみると、既往の原油価格の持ち直しは、消費者物価のエネルギー価格の押し上げ要因として作用してきたが、その影響は緩やかに減衰すると予想される。

- ⑦ 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、消費税率引き上げの影響、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性といった要因がある。物価情勢については、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、マクロ的な需給ギャップ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¹⁴。

- 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。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、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考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、このところ横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に高まると考えられること、が背景である。
- 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、30年度はリスクは概ね上下にバランス

¹⁴ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（25年1月22日）参照。

しているが、31年度以降は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、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¹⁵。

- 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、4月27日に公表した（背景説明を含む全文は4月28日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（30年7月）」）

7月の会合では、30年度から32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、32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、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩

¹⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（30年4月）を参照。

やかに増加している。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。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%台後半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

- ② 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。30年度についてみると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、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、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、オリンピック関連投資、人手不足に対応した省力化投資を中心に、増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとの、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、29年度補正予算やオリンピック関連需要もあって高めの水準を維持すると予想している。輸出についても、海外経済の着実な成長を背景に、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。こうしたもとの、30年度は、潜在成長率¹⁶を上回る成長を続けると見込まれる。31年度と32年度については、内需の減速を背景に成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。すなわち、個人消費は、31年10月に予定されている消費税率の引き上げの影響¹⁷から一時的に減少に転じるなど、31年度、32年度ともに緩やかな増加ペースにとどまると予想される。もっとも、海外経済の着実な成長を背景に、輸出は増加基調を維持すると見込まれる。この間、設備投資は、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、32年度にかけて増勢が徐々に鈍化していくとみられるが、輸出の増加を起点とした投資需要の高まりもあって、増勢鈍化のペースは緩やかなものになると予想される。なお、今回の成長率の見通しを従来の見通

¹⁶ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」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。

¹⁷ 31年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、下押し効果は、26年度の前回増税時と比べると、不確実性は大きいものの、小幅なものにとどまると予想される。

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、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想定している¹⁸。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。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などが続く中で、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。
- ④ わが国の物価は、マクロ的な需給ギャップが需要超過となるもと、前年比プラスの状況が続いている。もっとも、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、なお弱めの動きを続けている。こうした中、中長期的な予想物価上昇率は横ばい圏内となっており、その高まりが後ずれしている。
- ⑤ 先行きの物価を展望すると、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くも、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まってくるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、これまでの想定よりは時間がかかるものの、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、下振れている¹⁹。

¹⁸ 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。

¹⁹ 31年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、31年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（31年度と32年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。なお、教育無償化政策の影響については、統計上の取り扱いが未定ということもあり、消費者物価指数には反映されないと仮定している。

＜物価上昇に時間を要している背景²⁰＞

⑥ 25年4月の「量的・質的金融緩和」導入以降、わが国の経済・雇用情勢は大きく好転し、マクロ的な需給ギャップも、はっきりと改善した。こうしたもとで、エネルギー価格の影響を除いた物価上昇率はプラス圏での推移が定着しており、わが国は、「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではなくなった。もともと、経済・雇用情勢の改善に比べて、物価や予想物価上昇率の改善ペースは、緩慢なものにとどまっている。この背景には、基本的に、長期にわたる低成長やデフレの経験があると考えられる²¹。1990年代後半の金融危機やその後の世界金融危機を含む厳しい調整局面を経て、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや値上げに対する家計の慎重な見方、言い換えれば、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が経済に組み込まれ、その転換に時間を要している。加えて、非製造業を中心に生産性を引き上げる余地が大きいことや、デジタル化といった近年の技術進歩などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重なスタンスを維持することを可能にし、分野によっては競争環境を厳しくしている面もあるとみられる。

⑦ このように、低成長やデフレの経験が生産性向上余地の大きさなどと相俟って、わが国では、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適切的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が、想定以上の期間にわたって、続いていると考えられる。こうした物価や予想物価上昇率が上がりにくくなっている要因を、家計や企業の行動面から整理すると、以下のとおりとなる。第1に、企業の賃金設定スタンスがなお慎重であり、本格的な賃金上昇の実現に時間がかかっている。第2に、家計の値

²⁰ 経済・雇用情勢に比べて賃金・物価が上がりにくく時間がかかる現象は、程度に差はあるが、主要先進国に共通の現象である。この背景として、潜在的な労働供給余力の存在、世界金融危機の履歴効果、新興国を含むグローバル・サプライチェーンの深化、デジタル化を始めとする技術進歩など、多くの要因が指摘されているが、現時点で見方は収斂していない。ここでは、こうした点も踏まえつつ、長期にわたる低成長やデフレの経験といった日本特有の事情も勘案した上で、わが国の物価が弱めの動きを続けている要因を考察している。関連する詳細な分析は、7月の展望レポートの「賃金・物価に関する分析資料」（「基本的見解」と同時公表。展望レポート「背景説明」にはBOXとして掲載）参照。

²¹ わが国の消費者物価の伸び率が、30年度入り後にやや低下したことには、振れの大きい宿泊料の下落や、春先までの円高に伴うコスト上昇圧力の緩和など、短期的な要因も相応に影響している。

上げに対する許容度が明確には高まっていない。第3に、仕入価格が上昇し、賃金コストが緩やかながら着実に増加しているもとでも、企業の価格設定スタンスはなお慎重である。第4に、競争環境が厳しさを増していることに伴う価格押し下げ圧力が、いくつかの分野で働いている。このほか、以上とはやや性質を異にするが、消費者物価指数において相応のウェイトを持つ公共料金や家賃などが鈍い動きを続けていることも、物価の上がりにくさに影響していると考えられる。

<物価上昇率が高まるメカニズム>

- ⑧ このように、複数の要因が複合的に作用してきたことから、物価上昇率の高まりには時間を要しているが、最近では、業種や規模を問わず幅広い企業で、販売価格の引き上げに向けた動きがみられ始めている。また、積極的な設備投資計画からも窺われるように、経済・雇用情勢が持続的に改善するもとで、企業の将来に対する見方も変化しつつあるとみられる。
- ⑨ 先行きを展望すると、景気の拡大基調が続く中で、物価の上昇を遅らせてきた要因の多くは次第に解消していくと考えられる。技術進歩の影響などは先行き強まる可能性もあるが、労働需給が引き締まった状態が続くもとで、賃金上昇率の高まりはより明確化していくとみられる。こうしたもとで、外食などのサービス業で既にみられ始めているように、販売価格への上昇圧力は強まっていくとみられるほか、人手不足を背景とする物流コストの増加は、インターネット通販企業のコスト面での競争力を弱めることを通じて、小売業との競争環境を緩和させる方向に作用することも考えられる。さらに、労働生産性の上昇や非正規雇用者の賃金水準の高まりが、正規雇用者の賃金に波及していけば、家計の値上げ許容度も全体として徐々に高まり、企業による値上げはより受け入れられやすくなるとみられる。また、高齢者の労働参加の高まりを支えてきたいわゆる団塊世代が70歳代に達しつつあることなどを踏まえると、労働参加の高まりが賃金を抑制する効果も緩やかになっていくことが予想される。
- ⑩ このように、消費者物価の上昇を抑制してきた要因が次第に解消し、その前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていく姿を、一般物価の動向を規定するマクロ的な需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率などに基づいて

整理すると、以下のとおりとなる。第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、プラス幅を拡大している。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとで、マクロ的な需給ギャップは30年度にプラス幅をさらに拡大し、31年度から32年度についても比較的大幅なプラスで推移するとみられる。このように、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、実際に価格引き上げの動きが広がっていくと考えられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、まず、「適合的な期待形成」²²の面では、先ほど述べたように、実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、これが、現実の物価上昇率の伸びを通じて、予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、「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が、予想物価上昇率を2%に向けて押し上げていく力になると考えられる。第3に、輸入物価についてみると、最近の原油価格の上昇は、30年度の消費者物価の押し上げ要因として作用するが、その影響は緩やかに減衰していくと予想される。この間、先ほど指摘したように、最近になって顕著となっている女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みの強化は、短期的には賃金や物価の上昇圧力を弱める方向に作用するとみられるが、より長い目でみれば、上昇圧力を高める方向に作用していくと予想される。すなわち、こうした動きは、労働人口の減少といった構造的な問題を軽減し、日本経済全体の生産性を高め、成長力強化に繋がる可能性がある。人口減少などを理由に期待成長率を低めにみる企業経営者も少なくないだけに、経済全体の成長力が高まっていけば、企業の支出行動が積極化していくことが期待できる。また、日本経済の成長力の高まりとともに、自然利子率が上昇すれば、日本銀行による金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

²² 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。

- ⑪ 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、消費税率引き上げの影響、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性といった要因がある。物価情勢については、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、マクロ的な需給ギャップ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²³。

- 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、これまでの想定よりは時間がかかるものの、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、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考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられること、が背景である。
- 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、30年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、31年度以降は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、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

²³ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（25年1月22日）参照。

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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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、7月31日に公表した（背景説明を含む全文は8月1日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した30年4月および7月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 30年6月の会合

(国際金融市場では、市場が不安定化する局面もあったが、落ち着きを取り戻しつつある)

国際金融市場について、委員は、米国の保護主義的な通商政策に対する懸念やイタリアの政局を巡る不透明感の高まりなどから、5月末にかけて市場が不安定化する局面もあったが、6月入り後は、落ち着きを取り戻しつつあるとの認識を共有した。

(海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている)

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。委員は、世界的に活発な貿易活動が継続する中、先進国は着実な改善を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。海外経済の先行きについて、委員は、着実な成長を続けるとの認識で一致した。

(わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している)

景気の現状について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。委員は、企業部門の動きについて、輸出は増加基調にあるほか、設備投資も、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けているとの認識を共有した。また、家計部門についても、委員は、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識で一致した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。

このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境と政府支出による下支えなどを背景に、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の、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%台後半のプラスとなっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している）

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、このところ伸び率が幾分縮小しており、0%台後半のプラスとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、0%台前半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べ、物価が弱めの動きを続けていることについて、何人かの委員は、やや長い目でみると、賃金や物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることも、その要因として、引き続き影響しているとの見方を示した。予想物価上昇率の動きについて、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。

先行きについて、大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。

こうした議論を経て、何人かの委員は、最近の賃金・物価の弱さの背景や、これが予想物価上昇率に及ぼす影響などについて、今一度しっかりと分析していく必要があるとの認識を示した。また、何人かの委員は、7月の会合において、「展望レポート」を取りまとめるにあたっては、こうした物価の見通しと、背後にあるメカニズムやリスク評価などを詳しく議論し、その内容を丁寧に説明していくことが重要であると述べた。

（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。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとの、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のい

ずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

ロ. 9月の会合

(国際金融市場では、株価を中心に幾分振れのある展開がみられる)

国際金融市場について、委員は、米中等の通商政策を巡る不透明感や、トルコリラの急落を契機とした一部新興国の通貨下落などを背景に、投資家のリスクセンチメントが悪化し、株価を中心に幾分振れのある展開がみられるとの認識を共有した。

(海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている)

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。複数の委員は、多くの国で内需が増勢を維持しているほか、世界貿易も、幾分減速しつつ回復を続けているとの見方を示した。海外経済の先行きについて、委員は、着実な成長を続けるとの認識で一致した。そのうえで、多くの委員は、保護主義的な動きの長期化や、米国金利の上昇による新興国経済への影響といった、海外経済を巡る下振れリスクは、引き続き増大しているとの認識を示した。

(わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している)

景気の現状について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。多くの委員は、実質GDP成長率は、1～3月に一時的にマイナスとなったものの、4～6月は設備投資や個人消費などを中心に大幅なプラス成長に復しており、全体として、内需主導の拡大基調が続いているとの認識を示した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出に

よる下支えなどを背景に、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の、増加基調を辿るとの認識を共有した。夏に相次いだ自然災害の影響に関し、多くの委員は、景気の中心的な見通しの修正につながるほどではないものの、風評被害を含め、インバウンド需要や消費者マインドに及ぼす影響については、引き続き、丁寧な情報収集等を続けていくことが大事であると述べた。

（消費者物価の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している）

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%台後半となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台前半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。

（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。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

(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

30 年度上期には、4 月と 6 月の会合において、大方の委員は、以下の金融市場調節方針を維持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、すべての委員は、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、一人の委員は、上記の会合において、消費税増税や米国景気後退など 32 年度までのリスク要因を考慮すると、金融緩和を一段と強化することが望ましく、10 年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして、上記の金融市場調節方針に反対した。

4 月と 6 月の会合において、大方の委員は、先行きの金融政策運営の考え方について、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。

一方、一人の委員は、上記の会合において、こうした考え方に反対した。4月の会合では、「物価安定の目標」の達成時期を明記するとともに、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。6月の会合では、コミットメントを強化し、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。

(金融政策の基本的な運営スタンス)

4月と6月の会合において、大方の委員は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、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。このうち6月の会合で、ある委員は、2%に向けたモメンタムは維持されているとはいえ、2%の実現までには相応の時間を要すると見込まれることから、その効果と副作用の双方を丁寧に点検しながら、持続可能な形で強力な金融緩和を息長く続けていくことが必要であると指摘した。別のある委員は、現在の緩和的な金融環境を粘り強く維持することが重要であり、そのためには、経済・金融環境に深刻な歪みが生じることがないように注意しながら、持続性に十分配慮した政策運営を行うべきであるとの見解を示した。このほか、何人かの委員は、日本銀行による大規模な国債買入れが、国債市場の流動性や機能度に及ぼす影響について言及し、最近、こうした影響が様々な形で目に付くようになってきていると述べた。ある委員は、7月の会合では、最近の物価動向に関する分析に加え、強力な金融緩和を継続することに伴う国債市場への影響などについても、合わせて点検・議論していくことが必要との認識を示した。

ロ. 展望レポートにおける物価の先行きに関する記述の検討

4月の会合において、委員は、展望レポートにおける物価の先行きに関する記述について議論を行った。多くの委員は、これまで展望レポートに記載していた2%程度に達する時期は、あくまで先行きの見通しであるが、市場の一部では、

これを2%の達成期限と捉えたうえで、その変化を政策変更に結びつけるといった見方も根強く残っていると指摘した。また、何人かの委員は、現実の物価上昇が予想物価上昇率に波及するまでに相応の時間がかかる可能性があるなど、物価の先行きに様々な不確実性がある中であって、計数のみに過度な注目が集まることは、市場とのコミュニケーションの面からも適当とはいえないとの認識を示した。こうした議論を経て、大方の委員は、2%程度に達する時期が具体的な達成期限ではないことを明確にするため、4月の展望レポートから、そうした時期に関する記述をとりやめることが適当であるとの見解を示した。この間、一人の委員は、展望レポートに2%の達成時期を明記することは、物価上昇率をできるだけ早期に2%にアンカーさせるためのコミットメントとして作用しており、今回の記述の見直しは、その効果を弱めることになりかねないとの懸念を示した。こうした意見を踏まえたうえで、委員は、展望レポートの記述を修正したとしても、これまでどおり、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指して政策を運営するという日本銀行の方針は全く変わらないことを、しっかりと説明する必要があるとの認識で一致した。

ハ. 強力な金融緩和継続のための枠組み強化

7月の会合において、委員は、以下のような議論を行い、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

大方の委員は、「物価安定の目標」の実現にはこれまでの想定より時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、強力な金融緩和をさらに継続していくにあたって点検すべき課題とその対応策について検討を行った。

(政策金利のフォワードガイダンス)

大方の委員は、「物価安定の目標」の実現に、これまでの想定より時間がかかる

ことが見込まれる中にある場合は、目標実現に向けた政策運営スタンスに対する信認を確保するような施策が重要であるとの認識を共有した。この点に関し、ある委員は、海外中銀の例にもあるような、将来に向けて政策金利を低位に維持することを約束するフォワードガイダンスを導入することを検討してはどうか、と述べた。複数の委員は、物価の見通しが下振れするこのタイミングでフォワードガイダンスを導入し、目標実現に対するコミットメントを強化することは適切であると指摘した。

こうした委員の意見を踏まえ、執行部は、政策金利のフォワードガイダンスに関し、一案として、「31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」旨を示すことが考えられると説明した。これについて、執行部は、主要国中銀のフォワードガイダンスの実例をみると、物価目標の実現まで距離がある段階では、経済情勢やリスク評価などを踏まえた定性的な条件を示す方式が多くみられると付け加えた。そのうえで、わが国の場合、消費税率引き上げという、当面想定される経済面での重要イベントを例示しつつ、経済・物価を巡る不確実性を判断基準として示す方法が考えられると述べた。

執行部が提示したフォワードガイダンスの案について、多くの委員は、2%の実現に向けたコミットメントを強化し、政策運営に対する信認を確保する観点から適切であるとの認識を示した。この間、ある委員は、金融政策は、物価目標との関係がより明確となるガイダンスの方が望ましいとの見解を示した。これに対し、別のある委員は、コミットメントの実効性確保と政策運営の柔軟性確保という、フォワードガイダンスに求められる2つの要請を踏まえると、執行部案は、現時点では、バランスのとれたものであると述べた。ある委員は、物価見通しが下振れる中にある場合は、金利を長く低位に維持することは自明であり、敢えてフォワードガイダンスを導入する意味はないのではないかと述べた。これに対し、複数の委員は、わが国では、物価が弱めで推移しているにもかかわらず、事あるごとにいわゆる出口観測が高まるのが実情であり、今回のガイダンスには、こうした見方への対応としての効果も期待されるとの認識を示した。

（「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置）

何人かの委員は、この先、金融緩和をさらに継続していく際は、金融市場調節

や資産の買入れをより弾力的に運営するなどして、緩和の長期化に耐え得る枠組みを構築していく必要があるとの認識を示した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールの導入当初から、ある程度の金利変動は想定していたが、結果的に、市場における長期金利の形成は幾分硬直的になっていると指摘した。そのうえで、この委員は、「ゼロ%程度」という操作目標等の骨格は維持したうえで、実際の長期金利は、上下双方向にある程度変動しうることを示してはどうか、との意見を述べた。何人かの委員は、そうした長期金利操作の弾力化は、市場機能の維持・向上に資するとして、この意見を支持した。

この間、ある委員は、マイナス金利導入後の経験から、現状程度の短期市場金利を維持するうえで、現在の10兆円規模の政策金利残高は不要であることが明らかになってきていることから、これを減額することも考えられると述べた。このほか、何人かの委員は、ETFやJ-REITの買入れについては、現在の買入れペースを維持しつつ、より弾力的に買入れを行い、政策の持続性を高めていくことが考えられるとの意見を述べた。ある委員は、ETFの買入れをより円滑に行う観点から、銘柄別の買入れ額についても見直す余地があると指摘した。

こうした委員の意見を踏まえ、執行部は、金融市場への影響などにも配慮しつつ、現在の金融緩和の持続性を強化する措置として、以下を内容とする案を提示した。

- ・ 短期金利と長期金利について、現在の金融市場調節方針を維持する。ただし、長期金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとする。国債買入れ額は、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。
- ・ 政策金利残高については、現在の水準から半減させる。
- ・ ETF、J-REITの買入れについては、保有残高の年間増加目標を維持したうえで、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。ETFについては、TOPIXに連動するETFの買入れ額を拡大する。

多くの委員は、現在の金融緩和の持続性を強化する措置について、執行部が示した内容に沿って検討することが望ましいとの認識を示した。ある委員は、長期金利は、「上下にある程度変動しうる」とする案に賛成したうえで、金利水準が一

人歩きするリスクがあることから、変動幅についての言及は慎重に行うべきとの認識を示した。別のある委員は、「ある程度変動しうる」という文言は曖昧で解釈の余地が大きいと、実際のオペレーション次第では、金利が必要以上に上昇しうると述べた。そのうえで、この委員は、そうした場合には、実体経済が改善したとき、国債買入れ額を増額して、長期金利をゼロ％に維持すれば緩和効果が強まるという、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあると指摘した。こうした意見を踏まえ、ある委員は、イールドカーブ導入以降の金利動向を考慮し、長期金利の変動幅として、これまでの概ね±0.1％の幅から、上下その倍程度に変動しうることを念頭に置くことが大方の委員の合意となるのであれば、議長による記者会見でこれを明らかにしてはどうかと提案した。大方の委員は、これに賛意を示した。なお、ある委員は、長期金利変動幅の弾力化は、市場から利上げを意図したものと誤解されるおそれがあり適切でないとして述べた。この点に関し、何人かの委員は、そうした誤解を防ぐためにも、経済・物価情勢等から乖離して金利が急速に上昇した場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施し、金利の安定に努めることが必要との認識を示した。

このほか、委員は、ETFやJ-REITの買入れペースを維持しつつ、市場の状況に応じて買入れ額は上下に変動しうるとすることは、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から適切であるとの認識で一致した。委員は、ETFの銘柄別の買入れ額の見直しや、政策金利残高の見直しについても、執行部の提案に賛成した。何人かの委員は、TOPIX連動型のETFの買入れ額を拡大することは、現在の買入れ方法を継続することに伴う一部株式の品薄化や、市場の一部で指摘されている株価形成の歪みを回避することに資するとの見解を示した。

以上の検討を踏まえ、金融市場調節方針について、大方の委員は、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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある

程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、すべての委員は、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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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こと、が適当であるとの認識を共有した。

一方、二人の委員が、上記の金融市場調節方針に反対した。このうち一人の委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとする、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。別の一人の委員は、物価が伸び悩む現状や今後のリスク要因を考慮すると、10 年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましく、長期金利操作の弾力化は「ゼロ%程度」の誘導目標を不明確にするとして反対した。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、① 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、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 31 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、政策金利は、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④ 今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。

一方、二人の委員が、政策金利のフォワードガイダンスに反対した。このうち一人の委員は、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。別の一人の委員は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、長短金利維持のコミットメントではなく、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追

加緩和手段を講じるとのコミットメントが適当であるとして反対した。

その後、9月の会合では、大方の委員は、7月の会合で決定した上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持することが適当であるとの見解を示した。

二. 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」導入後の市場の状況等

9月の会合において、委員は、7月の会合で決定した「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」導入後の市場の状況等について議論を行った。一人の委員は、7月の会合以降、株価や為替相場は総じて落ち着いており、政策金利のフォワードガイダンスを含めた「枠組み強化」は、市場参加者に大きな混乱なく受け止められていると指摘した。こうした中、この委員を含む複数の委員は、市場の一部には、なお、「枠組み強化」の政策意図の分かりづらさを指摘する声もあることから、7月の措置が、金融緩和の副作用への目配りを行いつつ、強力な金融緩和を粘り強く続けるという日本銀行の政策スタンスをより明確にしたものであることを、引き続き丁寧に説明していくことが重要であると述べた。ある委員は、「枠組み強化」の一環として長期金利の変動幅を拡大したことなどを受け、国債市場では、一頃よりもボラティリティが高まっているほか、市場参加者に対するサーベイでも、市場機能度に関する評価が幾分改善していると指摘した。もともと、この委員を含む何人かの委員は、7月の会合以降、国債取引が少なくなる夏場を挟んで2か月程度しか経過していないため、「枠組み強化」が市場に与える影響については、引き続き注意深く点検していく必要があるとの見解を示した。このほか、ETFの買入れについて、ある委員は、8月から9月前半の買入れ実績を眺め、市場参加者の間では、市場の状況に応じてETFを弾力的に買入れることで、リスクプレミアムに効果的に働きかけるといふ日本銀行のスタンスに対する理解が進んだのではないかとの見方を示した。

ホ. 低金利環境が金融仲介機能等に及ぼす影響

30年度上期の会合において、委員は、金融仲介機能等に及ぼす影響を含め、強

力な金融緩和を継続する場合の効果と副作用について議論を行った。多くの会合において、委員は、わが国の金融機関は充実した資本基盤を有していることもあり、現時点で金融仲介機能に支障は生じていないが、金融機関の収益動向がその経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、低金利環境の継続が金融機関収益や金融仲介機能に及ぼす影響をしっかりとみていく必要があるとの認識を示した。

この点に関し、4月の会合では、一人の委員が、最近の社債発行や銀行貸出の動向をみると、長期実質金利の低下に伴う経済・物価への緩和効果が小さくなっている可能性があるとして指摘したうえで、金融機関の経営体力に対する金融緩和の累積的影響が厳しさを増す中、望ましいイールドカーブの形状についてさらに検証を進めることが重要であると述べた。一方、別のある委員は、市場では金利の早期引き上げを求める声もあるが、実際に金利を引き上げた場合、債券価格と株価が下落するとともに、円高で企業の経営が悪化し、金融機関の収益に大きな悪影響が及ぶ可能性があるとの見方を示した。

また、9月の会合において、一人の委員は、今後、収益の確保を目指して金融機関が過度なリスクテイクを進め、それらのリスク性資産が不良化した場合には、資本基盤が毀損して金融仲介機能が低下し、ひいては、持続可能な経済成長を阻害するリスクも高まると述べた。そのうえで、この委員は、より長期的な視点から、金融面の不均衡の有無や先行きの動向を、慎重に点検していくことが重要であると指摘した。この点に関連し、ある委員は、大規模な金融緩和に伴う金融面での副作用を考慮すると、その長期化にも限界があると考えられるため、金融政策の時間軸について、政策委員の間で議論を深めておくべきではないか、との意見を述べた。このほか、別のある委員は、金融機関収益を改善させるために金利を引き上げるべきとの声もあるが、現状で金利だけが上昇しても、景気悪化に伴うクレジットコストの上昇により収益が悪化するリスクが高いことから、金利は物価上昇と資金需要の回復に応じて上昇することが望ましいとの見解を示した。これらの議論を踏まえ、一人の委員は、現在のように、景気は着実に拡大する一方、2%の実現には時間がかかっている複雑な状況のもとでは、様々な情勢を総合的に勘案して政策を運営することが重要であると指摘したうえで、強力な金融緩和を粘り強く続けていけるよう、政策の効果と副作用をバランスよく考慮していくことが大切であると述べた。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

30年度上期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、補完当座預金制度における新規先の取扱いである。

9月の会合において、補完当座預金制度の円滑な運営を図る観点から、28年1月積み期以降に新たに補完当座預金制度の対象となった先に対してマクロ加算額を付与する仕組みを設けるため、「補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則」の制定等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成30年度上期入り後、7月の会合までは、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。

7月の会合においては、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、以下のとおり、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定し、同会合以降は、この措置のもとで、金融市場調節を行った。

(政策金利のフォワードガイダンス)

日本銀行は、31年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし²⁴、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。²⁵
- 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。

なお、7月の会合においては、上記の措置と合わせて、以下の実務的な対応を行うこととした。

(政策金利残高の見直し)

日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高(金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額)を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準(平均して10兆円程度)から減少させる。

(E T Fの銘柄別の買入れ額の見直し)

E T Fの銘柄別の買入れ額を見直し、T O P I Xに連動するE T Fの買入れ額を拡大する。

²⁴ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

²⁵ 27年12月に決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするE T Fの買入れについては、これまでどおり、年間約3,000億円の買入れを行う。

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、9月末時点では、447.4兆円となった。また、ETF、J-REIT、CP等および社債等についても、上記方針に基づき買入れを行い、9月末時点の残高は、それぞれ21.7兆円、4,981億円、2.2兆円、3.2兆円となった（図表42）。

貸出支援基金の運営状況について、「貸出増加を支援するための資金供給」をみると、日本銀行は、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高が38.8兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高は、6.9兆円となった。米ドル特則分についても、2回の貸付を実行し、9月末時点の残高は、225.0億米ドルとなった。また、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、月に1度の頻度で実施を続け、9月末時点の残高は、4,039億円となった。「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レーション」は、月に1度の頻度で実施を続け、9月末時点の残高は、2,773億円となった（図表42）。

(図表 42) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資金供給

(億円)

	長期国債	C P 等	社債等	E T F	J-R E I T	国庫短期 証券買入 オペ	共通担保 資金供給 オペ	国債 買現先 オペ	C P 買現先 オペ
28年									
10月末	3,484,117	21,482	32,024	102,068	3,404	438,927	4,820	0	0
11月末	3,574,710	23,343	32,776	106,770	3,528	429,758	4,671	0	0
12月末	3,606,599	23,132	31,636	111,444	3,568	405,450	4,562	0	0
29年									
1月末	3,682,940	23,430	32,300	118,449	3,619	381,286	3,341	0	0
2月末	3,764,227	23,536	32,199	122,959	3,667	364,477	3,196	0	0
3月末	3,771,442	20,357	32,144	129,354	3,822	326,348	7,330	0	0
4月末	3,853,644	24,330	31,934	136,827	3,883	317,471	4,580	0	0
5月末	3,901,912	24,283	32,489	139,603	3,941	296,668	4,910	0	0
6月末	3,924,470	20,093	32,035	143,714	4,024	278,214	3,490	0	0
7月末	3,976,667	23,829	32,084	146,996	4,119	269,506	3,181	0	0
8月末	4,049,446	24,796	32,718	154,696	4,193	257,327	3,773	0	0
9月末	4,042,391	19,384	31,885	158,422	4,348	255,473	7,026	0	0
10月末	4,115,443	22,171	32,296	160,913	4,417	230,807	3,281	0	0
11月末	4,185,519	21,781	32,221	166,189	4,441	192,493	4,889	0	0
12月末	4,185,169	21,809	31,748	172,353	4,476	180,620	9,522	0	0
30年									
1月末	4,237,132	22,169	32,464	177,106	4,501	191,888	2,923	0	0
2月末	4,299,640	23,014	32,798	182,749	4,596	188,228	3,684	0	0
3月末	4,265,674	20,574	31,921	189,348	4,761	187,730	3,682	0	0
4月末	4,337,575	23,289	32,239	194,977	4,724	172,333	3,642	0	0
5月末	4,398,965	22,941	32,607	197,674	4,782	165,073	3,704	0	0
6月末	4,353,655	20,891	31,786	204,854	4,818	168,188	3,792	0	0
7月末	4,441,725	21,616	31,863	210,656	4,892	169,672	3,817	0	0
8月末	4,500,212	21,122	32,233	213,041	4,915	156,042	3,305	0	0
9月末	4,473,603	21,680	31,803	216,514	4,981	137,701	4,023	0	0

(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（繰上償還を含む）を控除した額。

(億円＜成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）

・米ドル資金供給オペは100万米ドル＞)

	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	成長基盤強化 支援資金供給 (円貨)	成長基盤強化 支援資金供給 (米ドル特則)	貸出増加 支援資金 供給	米ドル 資金供給 オペ	補完貸付
28年							
10月末	4,055	996	60,251	15,196	279,979	0	0
11月末	4,055	997	60,251	15,196	279,979	0	0
12月末	4,093	997	61,216	17,722	326,820	1,223	0
29年							
1月末	4,090	1,161	61,216	17,722	326,820	122	0
2月末	4,090	1,161	61,216	17,722	326,820	202	0
3月末	4,090	1,161	64,102	20,681	369,963	550	0
4月末	4,090	1,164	64,097	20,681	369,963	0	0
5月末	4,090	1,164	64,097	20,681	369,963	0	0
6月末	4,041	1,164	68,863	23,321	375,194	10	0
7月末	4,041	1,164	68,863	23,321	375,194	0	0
8月末	4,041	1,197	68,863	23,321	375,194	0	0
9月末	4,040	1,195	68,863	23,542	387,670	400	0
10月末	4,043	1,045	68,863	23,542	387,670	0	0
11月末	4,043	1,044	68,863	23,542	387,670	0	0
12月末	4,039	1,044	68,609	23,387	402,101	160	0
30年							
1月末	4,039	882	68,609	23,387	402,101	1	0
2月末	4,039	882	68,609	23,387	402,101	5	0
3月末	4,039	882	68,880	23,211	386,636	0	0
4月末	4,039	1,079	68,875	23,211	386,636	0	0
5月末	4,039	1,379	68,875	23,211	386,636	1	0
6月末	4,039	2,773	70,348	22,747	384,544	1	0
7月末	4,039	2,773	70,348	22,747	384,544	0	0
8月末	4,039	2,773	70,348	22,747	384,544	0	1
9月末	4,039	2,773	68,631	22,496	388,160	0	0

(注2) 「成長基盤強化支援資金供給（円貨）」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) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	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	
28年						
10月末	0	0	0	429	0	4,176,291
11月末	0	0	0	69	0	4,198,407
12月末	0	0	0	6,149	0	4,374,314
29年						
1月末	0	0	0	553	0	4,354,926
2月末	0	0	0	2,301	0	4,336,596
3月末	0	10,016	0	24,237	0	4,472,678
4月末	0	0	0	2,390	0	4,621,733
5月末	0	0	0	567	0	4,559,275
6月末	0	0	0	2,834	0	4,680,343
7月末	0	0	0	121	0	4,683,444
8月末	0	0	0	326	0	4,691,626
9月末	0	0	0	3,885	0	4,746,665
10月末	0	0	0	567	0	4,766,167
11月末	0	0	0	468	0	4,715,342
12月末	0	0	0	3,893	0	4,799,976
30年						
1月末	0	0	0	147	0	4,767,186
2月末	0	0	0	1,669	0	4,751,797
3月末	0	0	0	3,113	0	4,870,044
4月末	0	0	0	1,452	0	4,983,048
5月末	0	0	0	1,120	0	4,926,269
6月末	0	0	0	1,358	0	5,029,173
7月末	0	0	0	13,766	0	5,029,788
8月末	0	0	0	1,756	0	5,019,637
9月末	0	0	0	2,926	0	5,049,881

(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30年9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、545.7兆円（前年比+6.3%）となった（図表43）。

資産をみると、資産買入れを進める中、長期国債は447.4兆円（前年比+10.7%）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、貸出増加を支援するための資金供給等が増加した一方、共通担保資金供給オペ等が減少したことから、46.8兆円（前年比-0.2%）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、395.5兆円（前年比+7.1%）となった。発行銀行券は、104.7兆円（前年比+3.9%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ12.5兆円（前年比-29.9%）、0.3兆円（前年比-24.7%）となった。

（図表43）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%

	29年9月末	30年3月末	30年9月末
(資産)			
国債	435.9 (9.6)	448.3 (7.3)	462.1 (6.0)
[うち長期国債]	404.2 (18.6)	426.6 (13.1)	447.4 (10.7)
[うち短期国債]	31.7 (-44.2)	21.8 (-46.4)	14.8 (-53.3)
コマーシャル・ペーパー等	1.9 (-4.8)	2.1 (1.1)	2.2 (11.8)
社債	3.2 (0.4)	3.2 (-0.7)	3.2 (-0.3)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.1 (-12.8)	1.0 (-11.7)	1.0 (-12.9)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	15.8 (62.2)	18.9 (46.4)	21.7 (36.7)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.43 (28.0)	0.48 (24.6)	0.50 (14.5)
貸付金 ^(注4)	46.9 (33.0)	46.4 (3.9)	46.8 (-0.2)
外国為替	6.8 (11.0)	6.4 (-3.6)	6.8 (1.0)
資産計	513.4 (12.4)	528.3 (7.8)	545.7 (6.3)
(負債・純資産)			
発行銀行券	100.8 (4.6)	104.0 (4.2)	104.7 (3.9)
当座預金	369.1 (18.4)	378.2 (10.4)	395.5 (7.1)
政府預金	17.8 (-40.0)	15.1 (-30.5)	12.5 (-29.9)
売現先勘定	0.4 (-12.6)	0.3 (-90.9)	0.3 (-24.7)
負債・純資産計	513.4 (12.4)	528.3 (7.8)	545.7 (6.3)

- (注1) 信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式(受渡しベース)など(未収配当金等を含む)。
- (注2) 信託銀行を通じて買入れた指数連動型上場投資信託受益権(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
- (注3) 信託銀行を通じて買入れた不動産投資法人投資口(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
- (注4) 共通担保資金供給オペ、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)、貸出増加を支援するための資金供給、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48.2兆円となった(図表44)。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は9.4兆円、貸出増加を支援するための資金供給は38.8兆円となった。

(図表44)「貸出支援基金」の残高

—— 億円

	29年9月末	30年3月末	30年9月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	95,345	93,548	94,207
貸出増加を支援するための資金供給	387,670	386,636	388,160
合計	483,015	480,184	482,367

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表43の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

30年度上期中に償還期限が到来した長期国債のうち0.9兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。29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。