

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

令和元年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。

令和元年 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、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動きとなっ<br>た) . . . . .                        | 2  |
| (鉱工業生産も、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動き<br>となった) . . . . .                     | 3  |
| (企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられたものの、総じて良好<br>な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けた) . . . . . | 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<br>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<br>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 . . . . .   | 19 |
| (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 . . . . .   | 32 |

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 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. 30年12月の会合                          | 50  |
| ロ. 31年3月の会合                           | 51  |
| (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             | 54  |
| ロ. 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」決定後の市場の動きとその効果 | 58  |
| ハ. 先行きの物価動向に関するコミュニケーションのあり方          | 59  |
| (5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更                | 60  |
| 3. 金融市場調節の実施状況                        | 61  |
| 4. 日本銀行のバランスシートの動き                    | 66  |
| 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                    | 68  |
| 2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更                 | 106 |
| 3. 金融政策決定会合議事要旨                       | 117 |
| 参考計表・資料一覧                             | 202 |

# 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 年度下期のわが国の経済を振り返ると、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられたものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大した。

輸出や鉱工業生産は、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動きとなった。一方、企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられたものの、総じて良好な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けた。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。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。

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、0%台後半で推移した。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、「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、米国の株価下落や米中貿易摩擦を巡る不透明感、為替円高の進行から下落基調を辿り、12月下旬には19千円台前半まで落ち込んだ。その後は、振れを伴いつつも、米国の株価上昇に連れる形で上昇し、3月末には21千円台となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、12月中旬までは113円台前後の横ばい圏内で推移した。その後、米金利が低下するもとで円高ドル安の動きとなり、3月末には110円台となった。円の対ユーロ相場は、英国のEU離脱交渉を巡る不透明感等から、円高ユーロ安の動きとなった。

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が続いた。

資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連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%台前半から半ば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、プラス幅を拡大し、高めの伸び率で推移した。

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4～6%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2%台で推移した。

（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月から1月の会合では「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」、3月の会合では「わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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」とそれぞれ判断した。

7. 金融政策運営面では、30年度下期のすべての会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、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。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。

## (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。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。

先行きの金融政策運営について、30 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。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、令和元年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. 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、557.0兆円（前年比+5.4%）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

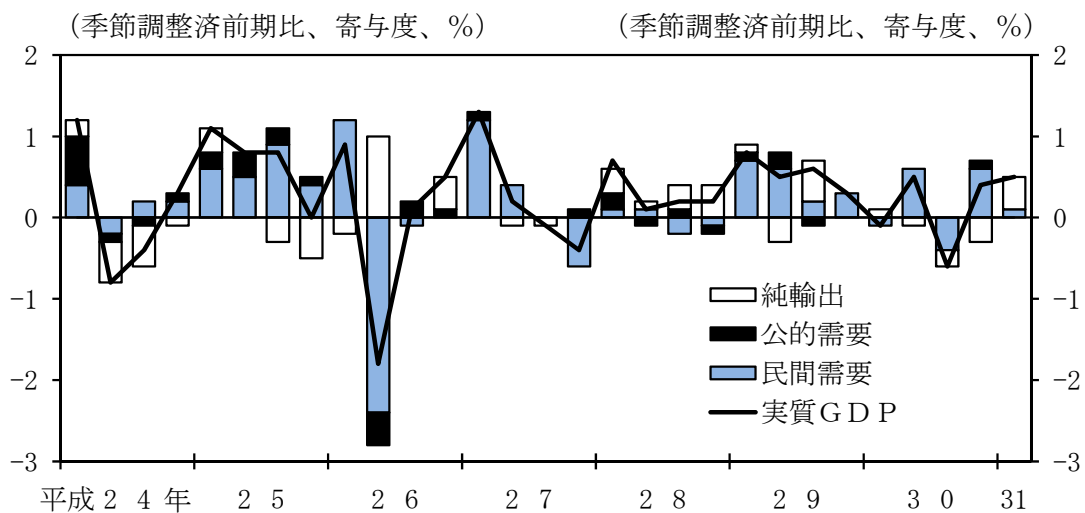
#### (概況)

平成30年度下期のわが国の経済を振り返ると、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられたものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くことで、緩やかに拡大した。

輸出や鉱工業生産は、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動きとなった。一方、企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられたものの、総じて良好な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けた。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。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。

以上の経済情勢を実質GDPでみると(図表1)、30年度下期は、上期対比で年率0.7%の伸びとなった。

(図表1) 実質GDPの推移



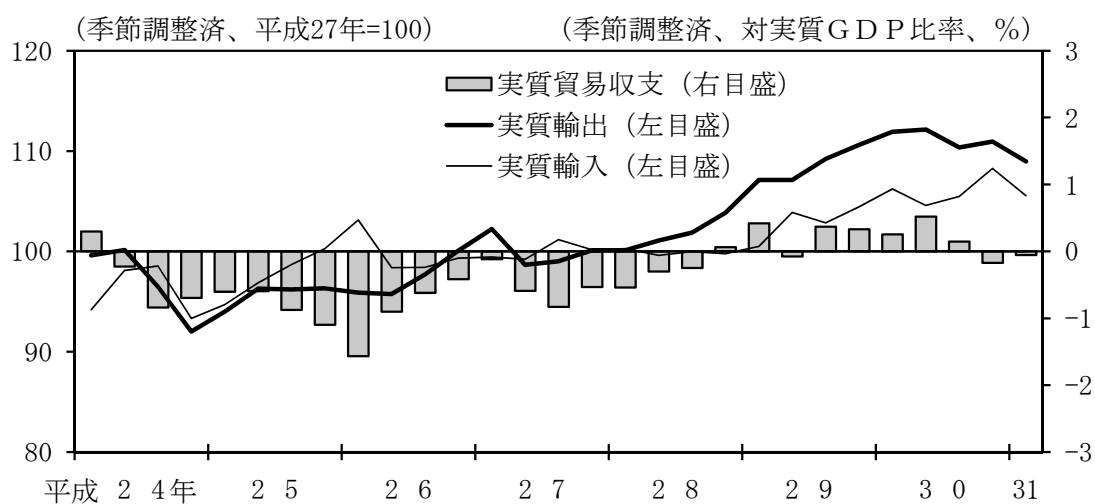
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

(輸出は、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動きとなった)

実質輸出は<sup>1</sup>、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動きとなった(図表2)。仔細にみると、先進国向けは増加基調を続けたものの、新興国・資源国向けは、情報関連と資本財を中心に、下期後半にかけて弱めの動きとなった(図表3)。

実質輸入は、振れを伴いながらも、均してみれば緩やかな増加基調を辿った(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30年<br>第1四半期 | 2    | 3    | 4    | 平成31年<br>1 |
|-------------|--------|----------------|------|------|------|------------|
| 米国          | <19.0> | -0.3           | 1.9  | -0.2 | 4.1  | 0.3        |
| EU          | <11.3> | 4.4            | 2.5  | -3.6 | 2.9  | 2.0        |
| アジア         | <54.9> | 0.7            | -0.3 | -0.1 | -0.6 | -3.2       |
| 中国          | <19.5> | 0.6            | 1.1  | -0.4 | -0.5 | -5.4       |
| NIEs・ASEAN等 | <35.4> | 0.9            | -1.0 | 0.1  | -0.8 | -1.9       |
| その他         | <14.8> | 5.4            | 0.4  | -6.9 | 2.7  | -3.0       |
| 実質輸出計       |        | 1.2            | 0.2  | -1.6 | 0.5  | -1.8       |

## (2) 財別

(季節調整済前期比、%)

|       |        | 平成30年<br>第1四半期 | 2    | 3    | 4    | 平成31年<br>1 |
|-------|--------|----------------|------|------|------|------------|
| 中間財   | <19.7> | 1.3            | -0.8 | 0.4  | 3.0  | -2.6       |
| 自動車関連 | <24.0> | 5.3            | -0.6 | -2.9 | 1.9  | 0.2        |
| 情報関連  | <20.8> | 1.2            | 1.4  | 0.4  | -1.1 | -3.5       |
| 資本財   | <17.7> | 0.4            | 3.1  | -2.3 | -0.2 | -3.8       |
| 実質輸出計 |        | 1.2            | 0.2  | -1.6 | 0.5  | -1.8       |

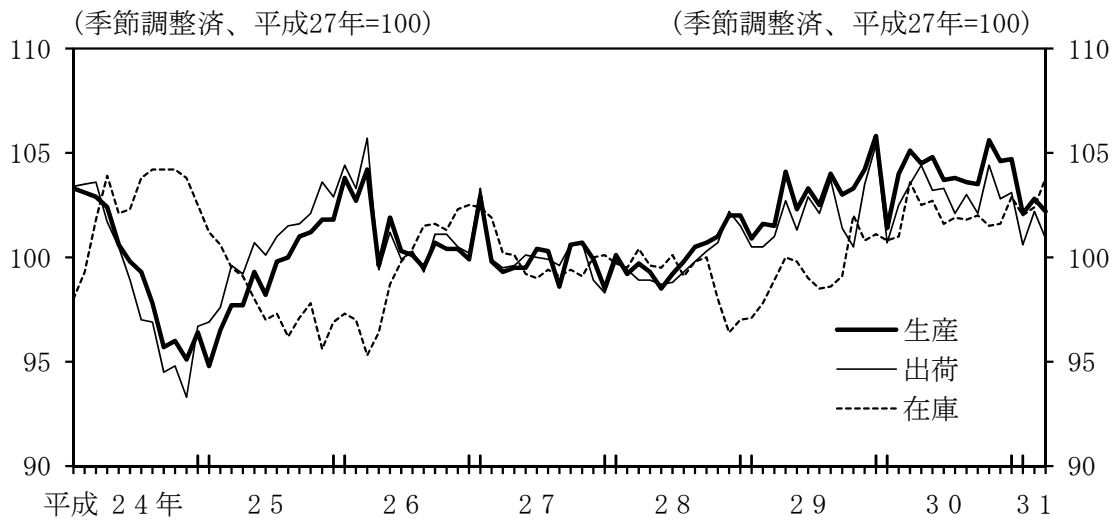
(注) < >内は、30年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEs・ASEAN等は、NIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)やASEAN(タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムなど)のほか、インド、バングラデシュなども含む。

(鉱工業生産も、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動きとなった)

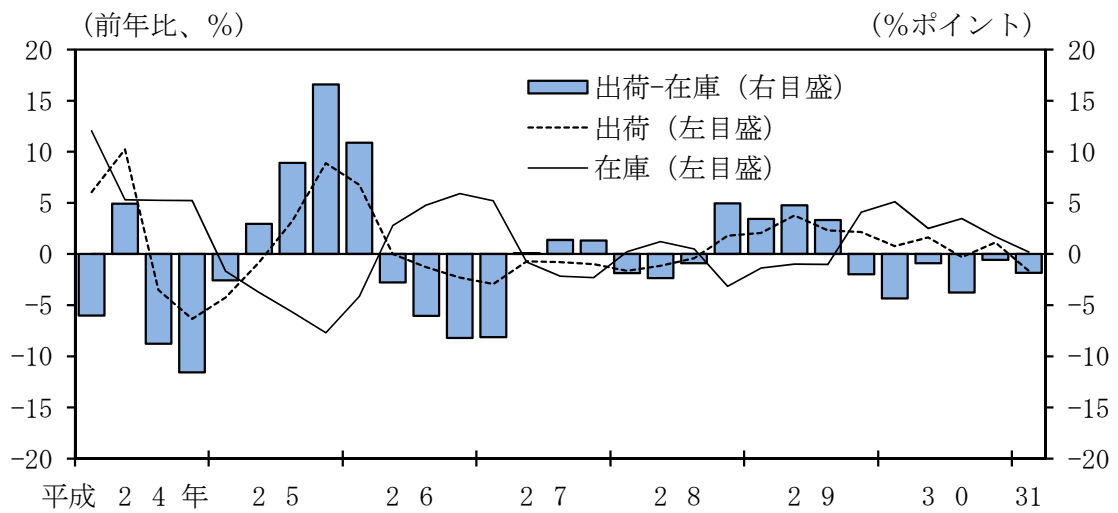
鉱工業生産も、増加基調を辿ったあと、下期後半にかけては弱めの動きとなった(図表4)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)は、均してみれば増加基調を続けた。電子部品・デバイスは、増加基調を続けてきたが、スマートフォン向けなどの需要が鈍化するもとの、下期後半にかけて減少した。はん用・生産用・業務用機械も、半導体製造装置などを中心に減少した。

この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、ほぼゼロで推移した（図表5）。

（図表4） 鉱工業生産・出荷・在庫



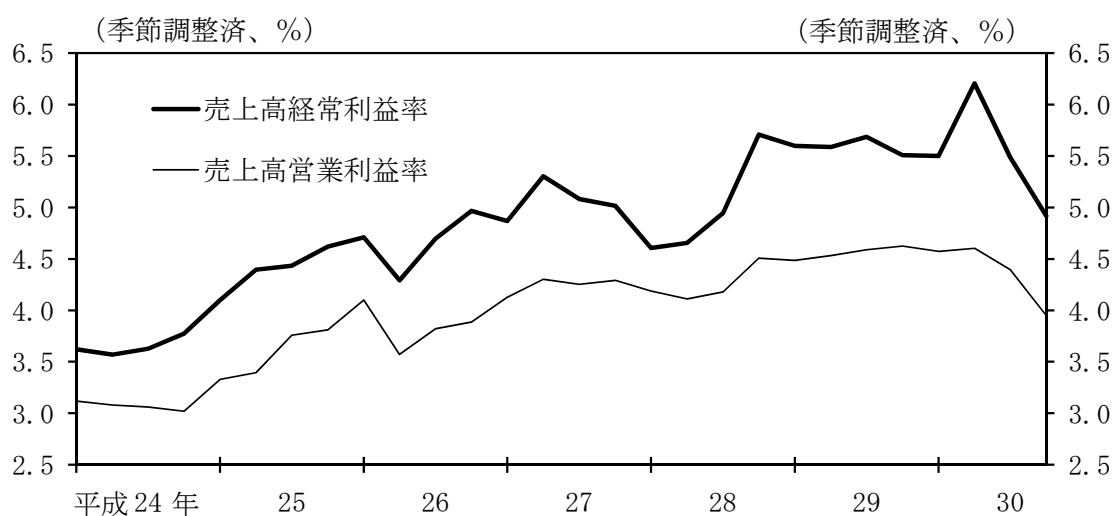
（図表5） 出荷・在庫バランス



(企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられたものの、総じて良好な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けた)

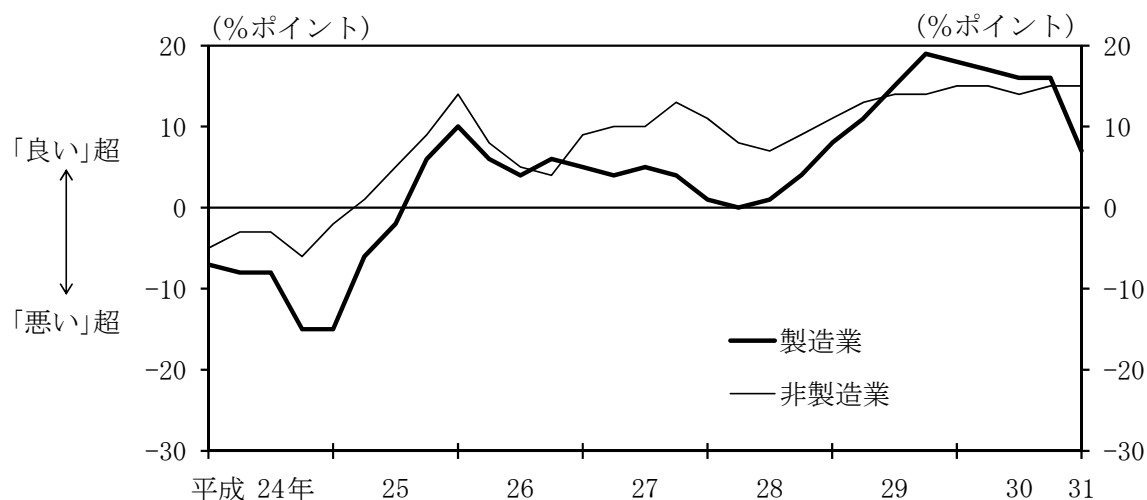
企業収益を法人企業統計の経常利益率(季節調整値)でみると(図表6)、2四半期連続で低下したが、総じて高水準で推移した。この間、短観でみた企業の業況感は、海外経済の減速の影響から製造業において大きめに悪化したものの、内需が下支えするもとで、「良い」超幅が大きい状況は続いた(図表7)。

(図表6) 企業収益



(注) 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。

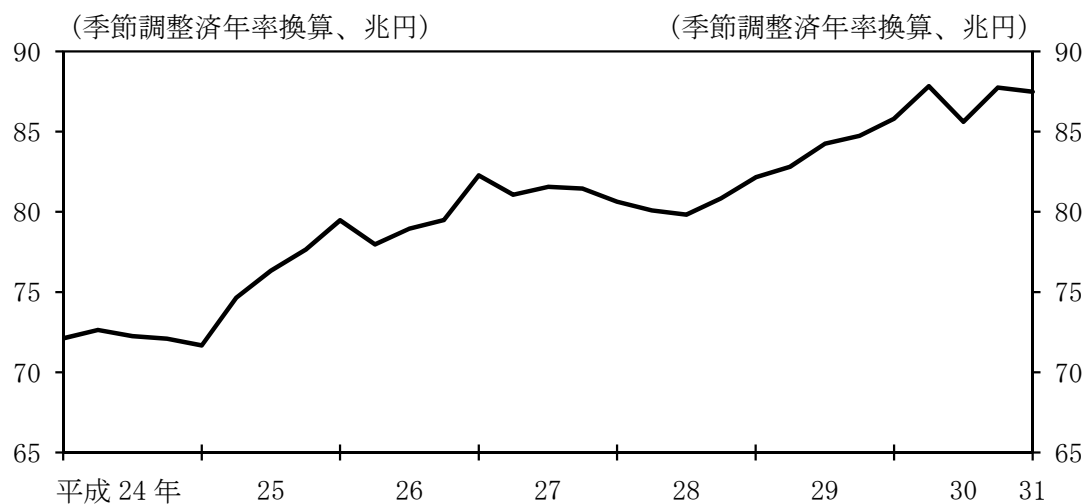
(図表7) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

このように、企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられたものの、総じて良好な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けた。30年度下期のGDPベースの実質設備投資は、上期対比で年率2.1%の伸びとなった（図表8）。

（図表8）設備投資（実質、GDPベース）

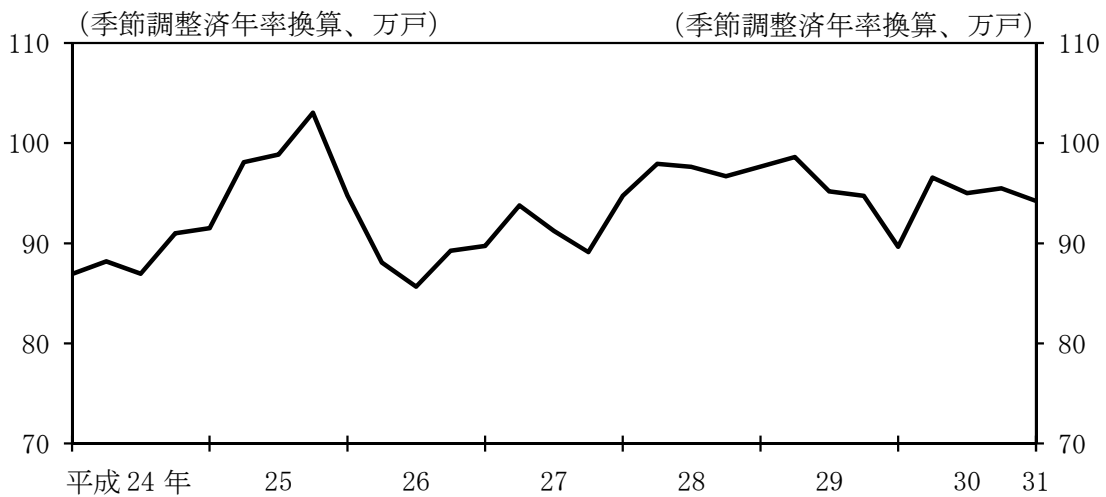


(住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資も高めの水準を維持しつつ横ばい圏内で推移した)

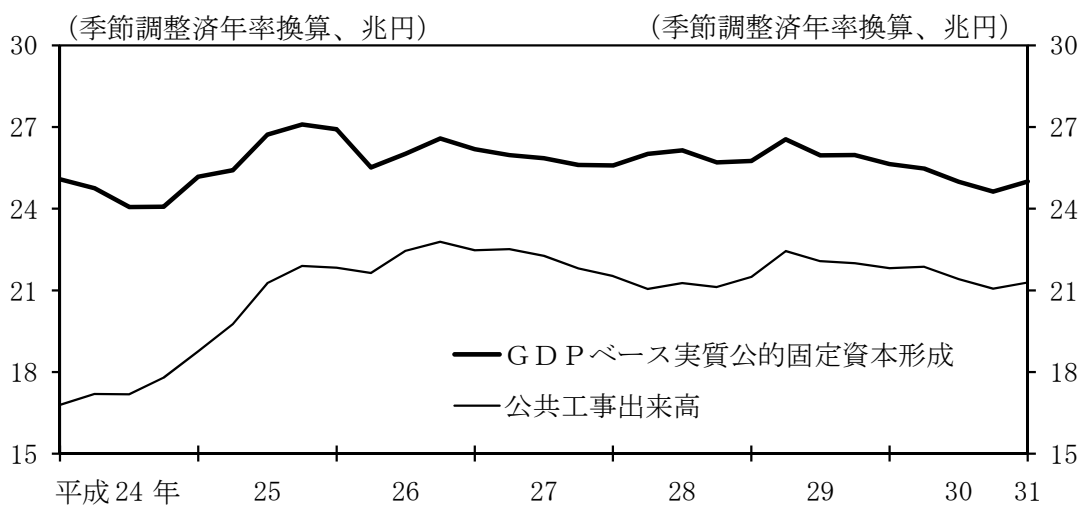
住宅投資は、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境が下支えとなったものの、貸家への節税ニーズの一巡もあって、横ばい圏内で推移した(図表9(1))。公共投資も、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移した(図表9(2))。

(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）

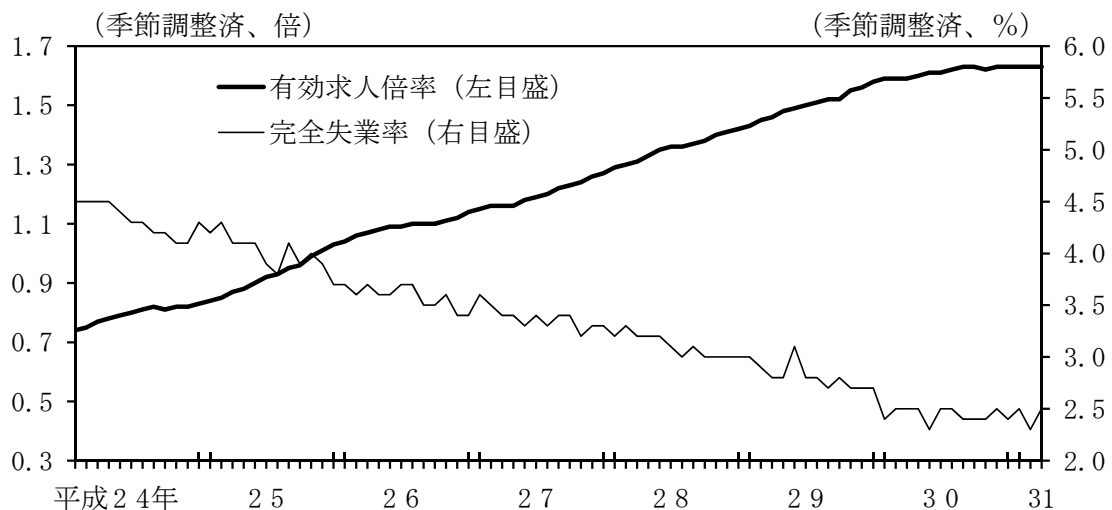
雇用面についてみると（図表 10）、労働力調査の雇用者数は、しっかりとした増加を続けた。そのもとで、有効求人倍率は高水準を続けたほか、完全失業率は低水準で推移するなど、労働需給は着実な引き締まりを続けた。

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。

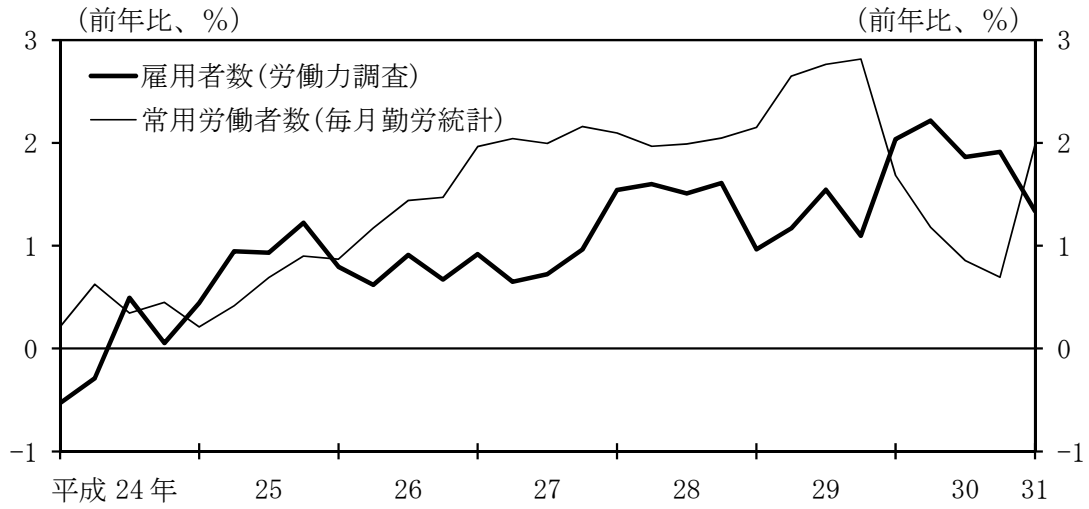
（図表 10）労働需給

### （1）有効求人倍率と完全失業率



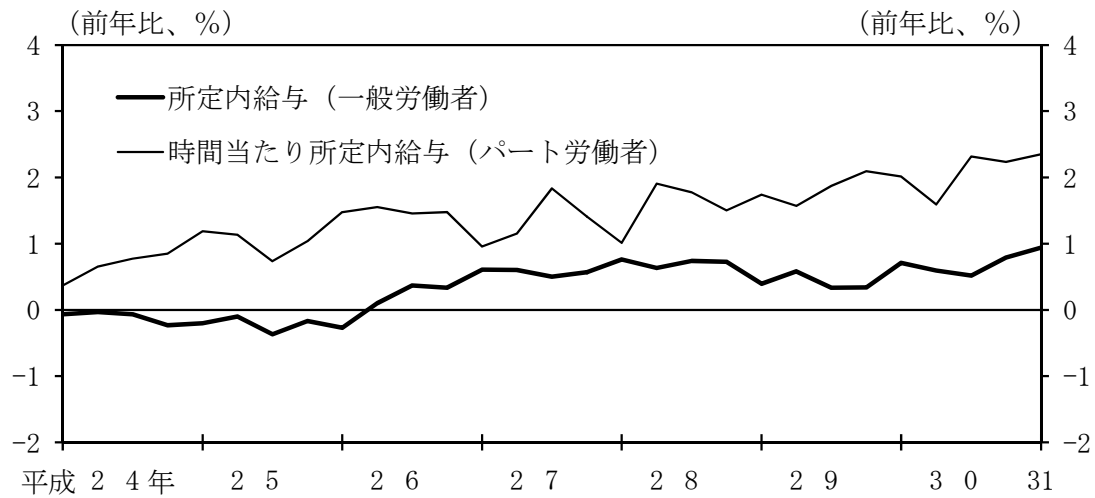


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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。毎月勤労統計の25年第1四半期以降は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した再集計値。

(図表 11) 賃金



(注) 25年第1四半期以降は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した再集計値。28年第1四半期以降は、共通事業所ベース。

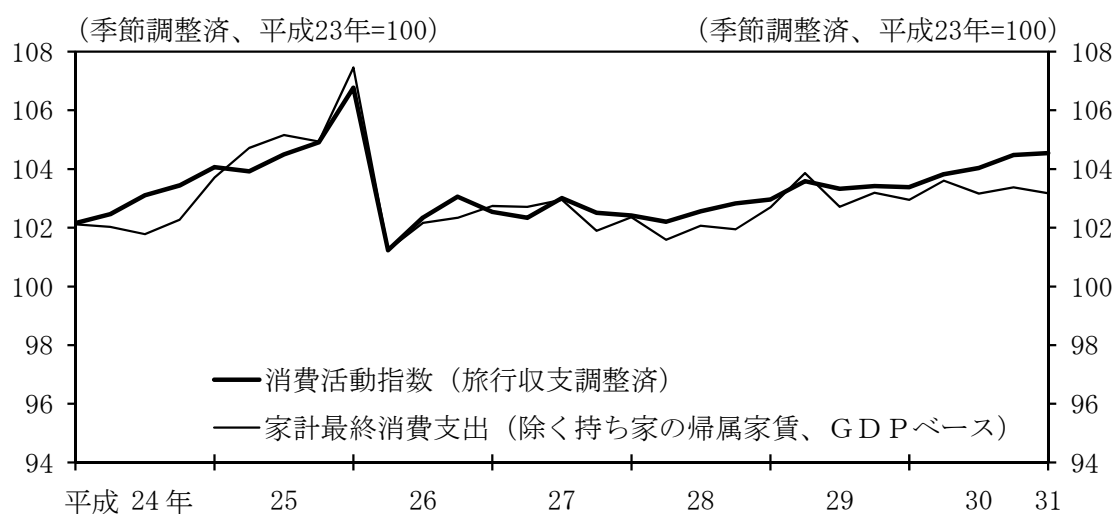
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加した)

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、横ばい圏内で推移した。家電販売は、白物家電が堅調に推移しているもとで、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、自然災害の影響などによる振れを均してみれば、緩やかな増加基調を続けた(図表 12(3))。

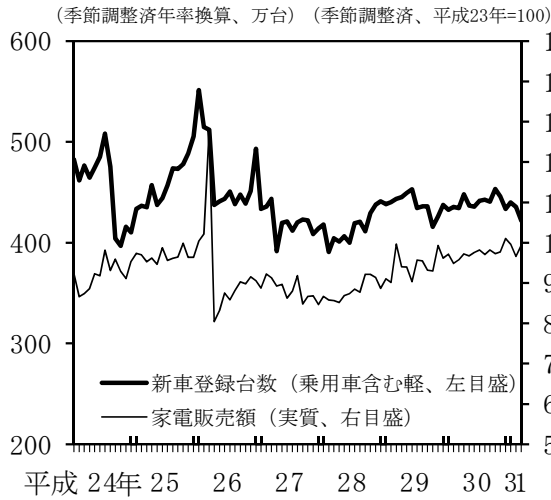
この間、個人消費関連のマインド指標は、弱含んで推移した(図表 13)。

(図表 12) 個人消費

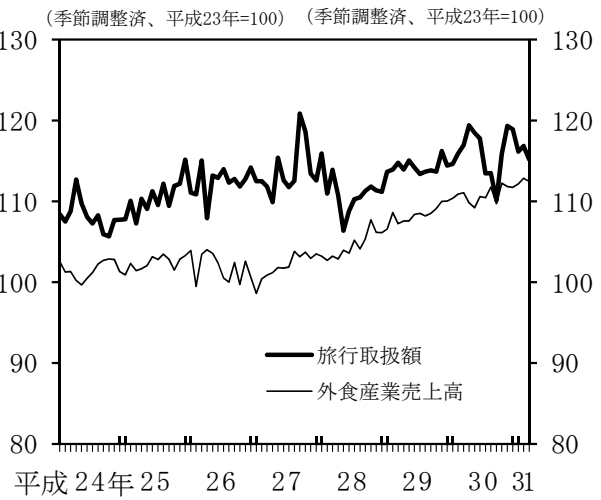
(1) 個人消費(実質)



(2) 耐久財消費

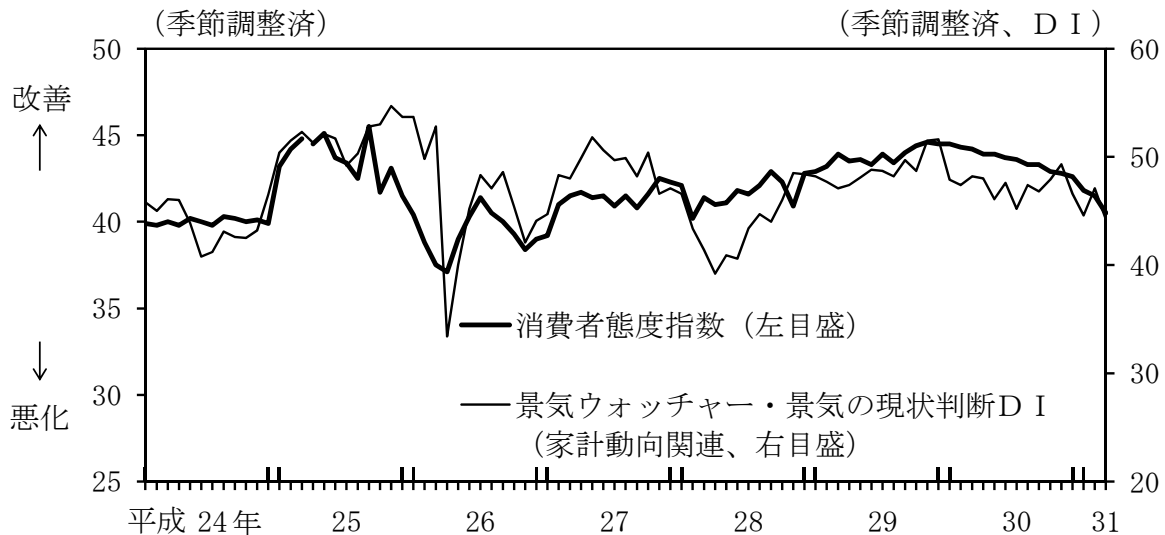


(3) サービス消費 (名目)



- (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消費者物価指数を用いて算出。
- (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。

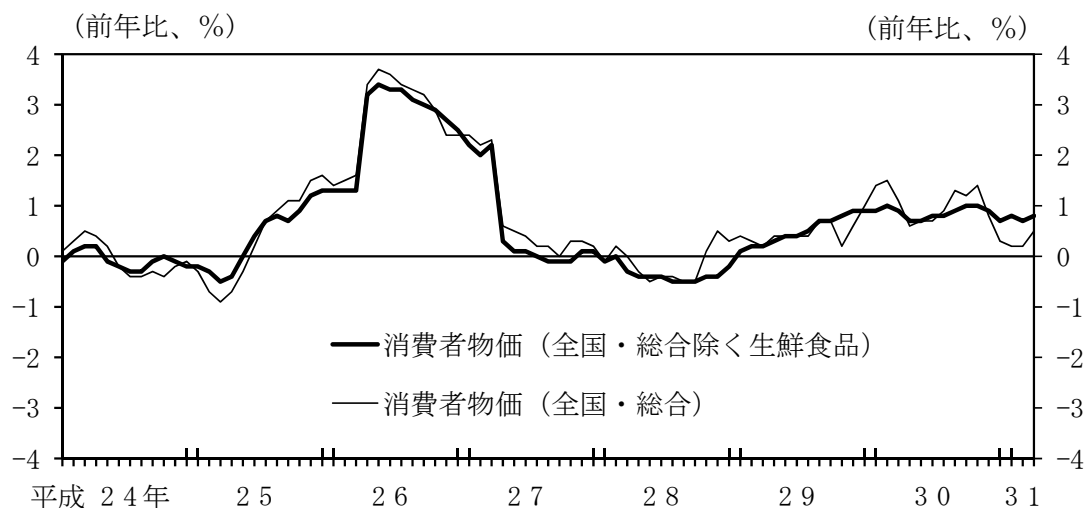
## (2) 物価

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、0%台後半で推移した（図表 14）。内訳をみると（図表 15）、財は、石油製品を中心にプラス幅を縮小した。一方、一般サービスをみると、人件費上昇を背景に外食などがプラスで推移する中、外国パック旅行費などがプラス幅を拡大したほか、家賃のマイナス幅が縮小した。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、前年比プラス幅が拡大した。

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<sup>2</sup>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、幾分上昇したあと、横ばい圏内の動きとなった。

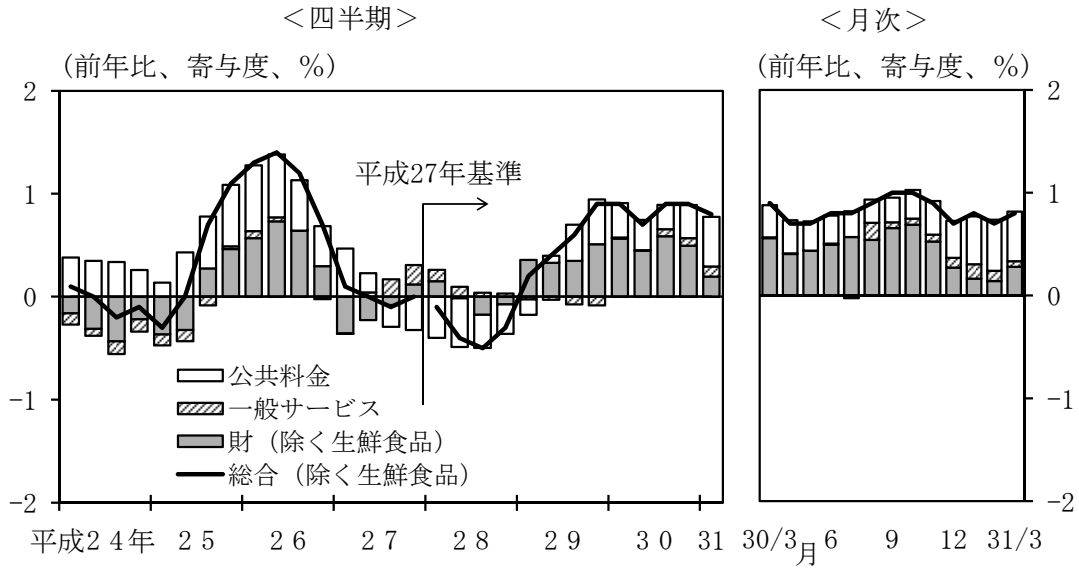
予想物価上昇率は（図表 17）、横ばい圏内で推移した。

(図表 14) 消費者物価



<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。

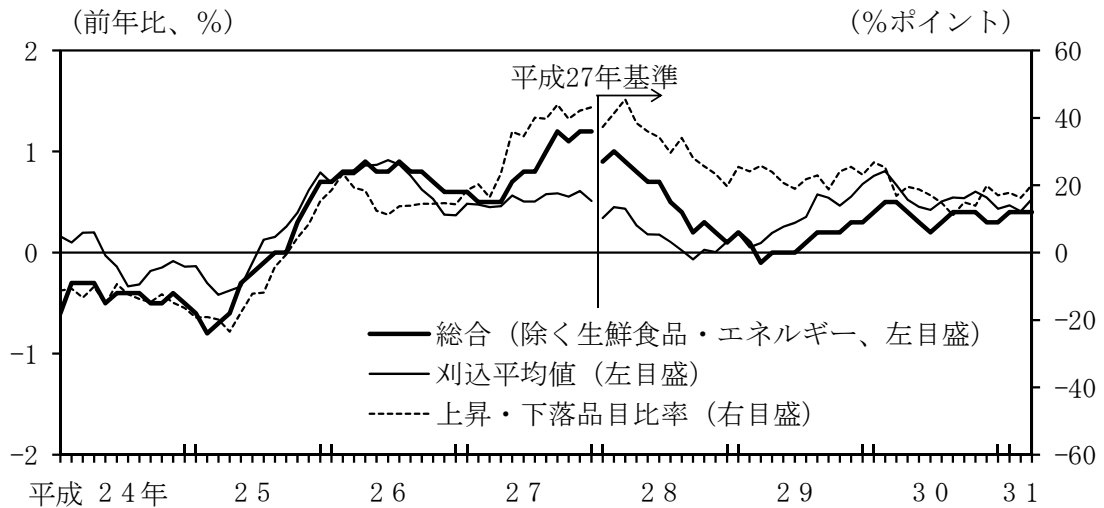
(図表 15) 消費者物価（全国・総合除く生鮮食品）の内訳



(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。

(図表 16) 消費者物価の基調的な変動



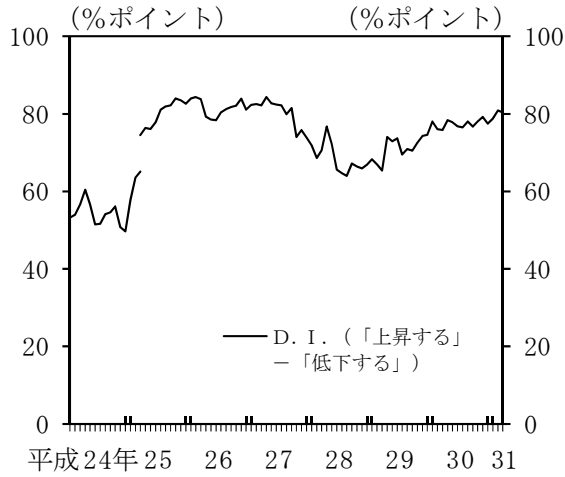
(注 1) 刈込平均値は、全個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(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。

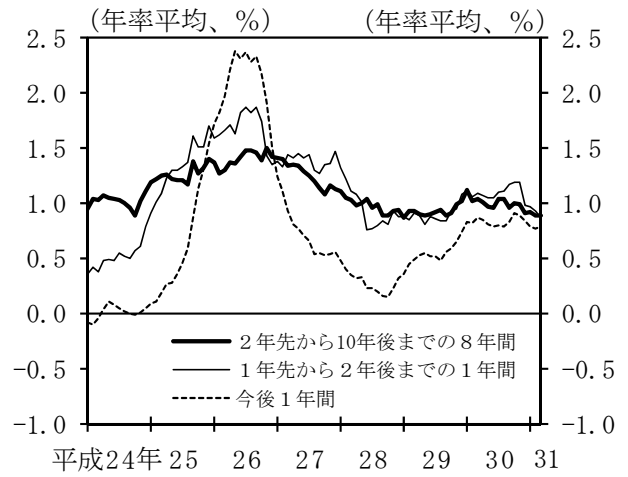
(注 3) 消費者物価指数は、消費税調整済み。

(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。

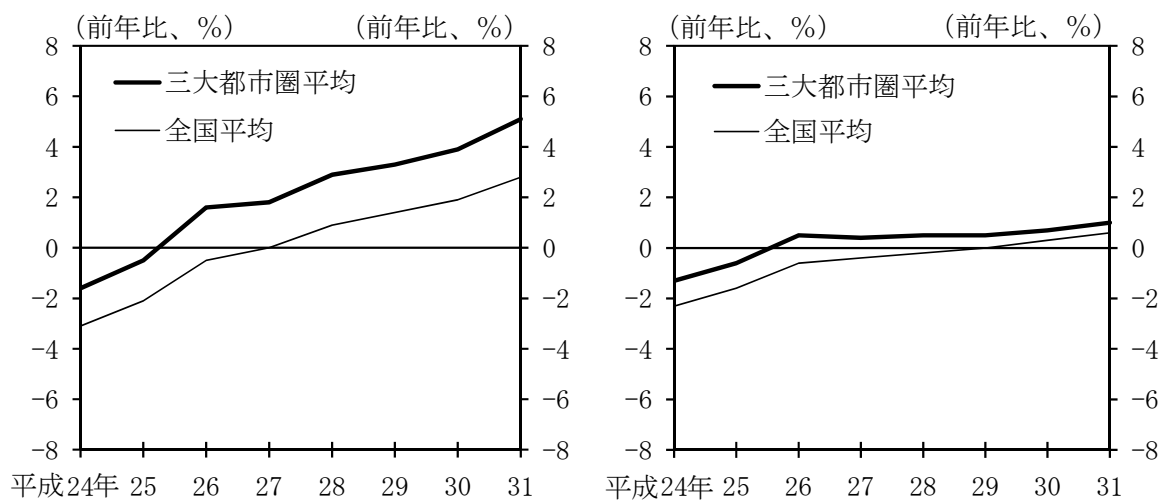
(注2) QUICK調査は、25年9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

地価を地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表18）、全国平均と三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均のいずれについても、商業地と住宅地ともにプラス幅を拡大した。

（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

30年度下期の海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば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、%)

|                |                            | 29年 | 30年 | 29年<br>第4四半期 | 30年<br>1 | 2   | 3   | 4   | 31年<br>1 |
|----------------|----------------------------|-----|-----|--------------|----------|-----|-----|-----|----------|
| 米 国            |                            | 2.2 | 2.9 | 2.3          | 2.2      | 4.2 | 3.4 | 2.2 | 3.2      |
| ユーロエリア         |                            | 2.4 | 1.9 | 2.8          | 1.5      | 1.7 | 0.6 | 0.9 | 1.6      |
| 新興<br>国・<br>地域 | 中 国                        | 6.8 | 6.6 | 6.7          | 6.8      | 6.7 | 6.5 | 6.4 | 6.4      |
|                | イ ン ド                      | 6.9 | 7.4 | 7.7          | 8.1      | 8.0 | 7.0 | 6.6 | -        |
|                | N I E s および<br>A S E A N 4 | 4.4 | 4.1 | 4.4          | 4.5      | 4.4 | 3.8 | 3.9 | 3.4      |
|                | ブラジル                       | 1.1 | 1.1 | 2.2          | 1.2      | 0.9 | 1.3 | 1.1 | -        |
|                | ロ シ ア                      | 1.6 | 2.3 | 0.3          | 1.9      | 2.2 | 2.2 | 2.7 | 0.5      |

(注) N I E s および A S E A N 4 は、IMF公表のGDPウェイト（30年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は拡大を維持した。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を背景に、2%台前半から1%台半ばへと低下した。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、12月会合で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2.25~2.50%へと引き上げた。先行きの政策金利についてのガイダンスは、12月会合で「フェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジの緩やかな引き上げを更に幾分進める」とし、「幾分」の文言が追加された。1月会合では、先行きの緩やかな利上げに関する文言が削除された上で、誘導目標レンジを調整するにあたり、「委員会は忍耐強くなる」との文言が追加された。バランスシートについては、1月会合において公表された、「金融政策運営とバランスシート正常化に関する声明文」で、引き続きフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジの変更を主要な政策手段と位置付けつつ、経済・金



融動向に応じ、バランスシート正常化の細目を調整する準備があること、より緩和的な金融政策が必要な場面では、バランスシートの規模・構成の変更を含む、あらゆる手段を講じる準備があること、を示した。また、3月会合では、「バランスシート正常化に関する原則と計画」を公表し、①今年5月から、米国債の月次償還限度額を300億ドルから150億ドルに引き下げること、②保有証券残高の縮小は今年9月末に完了する予定であること、③それ以降は、バランスシートの規模を当面ほぼ一定に保つこと、を示した。

ユーロエリア経済は、減速した状態にあった。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を背景に、2%程度から1%台半ばへと低下した。エネルギー・食料・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、12月会合において、30年12月末にネットでの買入を終了することを決定するとともに、償還再投資については、「償還元本は主要政策金利の利上げを開始した後も長期にわたり再投資する」とのガイダンスを示した。3月会合では、先行きの政策金利に関するガイダンスについて、主要政策金利が現行の金利水準にとどまると予想される期間を、「少なくとも2019年末まで」とし、それまでの「少なくとも2019年夏まで」から延長した。同時に、新型資金供給オペレーション（貸出条件付き長期資金供給オペレーション3：TLTROⅢ）を今年9月から開始することを決定した。

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ているものの、弱めの動きもみられた。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、3月に開催された全国人民代表大会において、「積極的な財政政策は、力を強め、効率を上げる必要がある」とされ、今年の財政赤字の名目GDP比率目標値が引き上げられた。金融政策面では、預金準備率が10月と1月にそれぞれ1%ポイント、計2%ポイント引き下げられたほか、全国人民代表大会では、今年中の方針として、「穏健な金融政策は緩和と引き締めを適度なものにする必要がある」とされた。

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、輸出の増加基調が一服しているものの、内需は底堅く推移した。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、

インフレ率は安定的に推移した。金融政策面では、インドネシアやフィリピンなど多くの国において、既往の通貨安などを背景に、政策金利が引き上げられたが、米国連邦準備制度が金融政策正常化に慎重な姿勢を示した後は、政策金利を引き上げる国はわずかにとどまった。

## 2. 金融面の動向

### (1) 国際金融市場

平成30年度下期の国際金融市場をみると、年末にかけては、米中貿易摩擦や世界経済の先行きを巡る不透明感などから投資家のリスク回避姿勢が強まり、株価、社債、コモディティといった、リスク性資産の価格が下落し、長期金利は低下した。もともと、年明け後は、米国連邦準備制度が金融政策正常化に慎重な姿勢を示したことや米中通商協議の進展観測を契機に、投資家のリスク回避姿勢が後退し、リスク性資産価格は上昇に転じた。

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<sup>3</sup>、米国連邦準備制度による利上げを受けて上昇した。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）は、米国、ドイツ、英国いずれの長期金利も、米国における先行きの利上げ予想の後退などを受けて低下した（図表20）。また、ドイツでは欧州経済の減速、英国では英国のEU離脱交渉を巡る不透明感も、長期金利の低下に寄与した。

（図表20）米欧の長期金利（国債10年物利回り）



<sup>3</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。

主要国の株価動向をみると、米国株（S & P 500）は、米中貿易摩擦や世界経済の先行きを巡る不透明感、高値圏にあったハイテク銘柄の調整などから、年末にかけて大幅に下落した（図表 21）。もっとも、年明け後は、米国連邦準備制度が金融政策正常化に慎重な姿勢を示したことや、米中通商協議の進展観測を受けて、下落幅を縮小し、期間を通してみれば小幅の下落となった。欧州株価（EURO STOXX）や、英国株価（FTSE 100）も、米国株に連れた動きとなり、年末にかけて下落し、年明け後に下落幅を縮小した。

（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、主要国と同様、年末にかけて軟調に推移したが、年明け後は上昇に転じた。一方、通貨は、米国連邦準備制度が金融政策正常化に慎重な姿勢を示したことが安心材料となり、安定的に推移した。

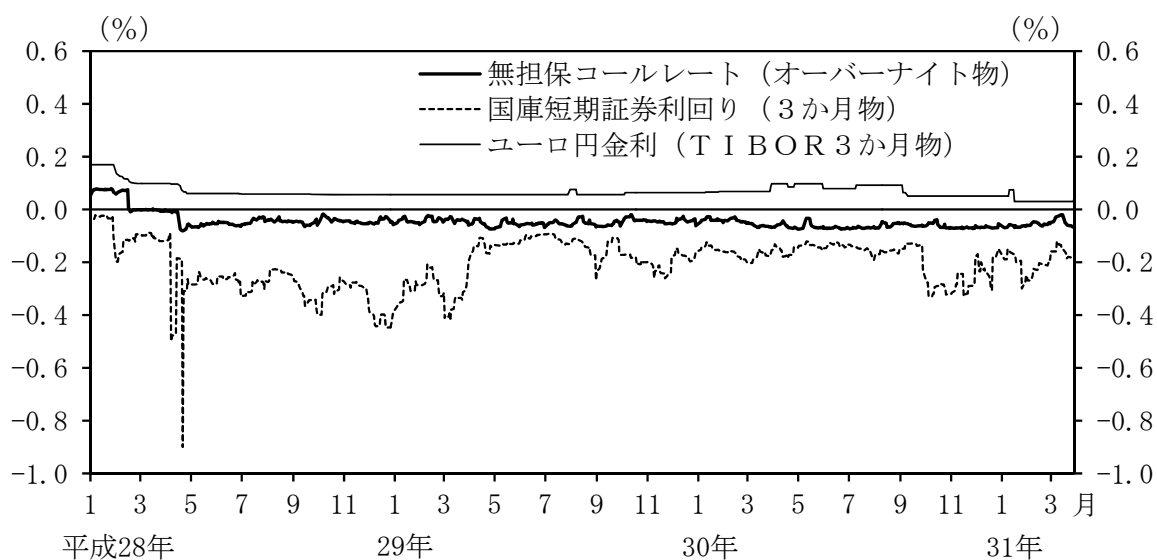
国際商品市況は、供給要因や、米中通商協議の進展観測、投資家のリスク回避姿勢などに振らされる展開となった。原油（WT I）価格は、年末にかけては、産油国における供給増加観測や、投資家のリスク回避姿勢の強まりを受けた投機資金の流出から大幅に下落したものの、年明け後は、産油国における協調減産の動きや投資家のリスク回避姿勢の後退から上昇に転じた。銅は、最大の消費国である中国の需要減退懸念などから下落する局面もみられたが、年明け後は、米中通商協議の進展観測などから持ち直した。農産物価格は、総じてみると横ばいで推移した。この間、金価格は世界経済の先行きを巡る不透明感などから上昇した。

## (2) 短期金融市場

30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22）<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、国庫短期証券利回り（3か月物）は、海外投資家の運用需要などを受けて、▲0.3%台から▲0.1%台のマイナス圏で変動した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は概ね横ばい圏内で推移した。

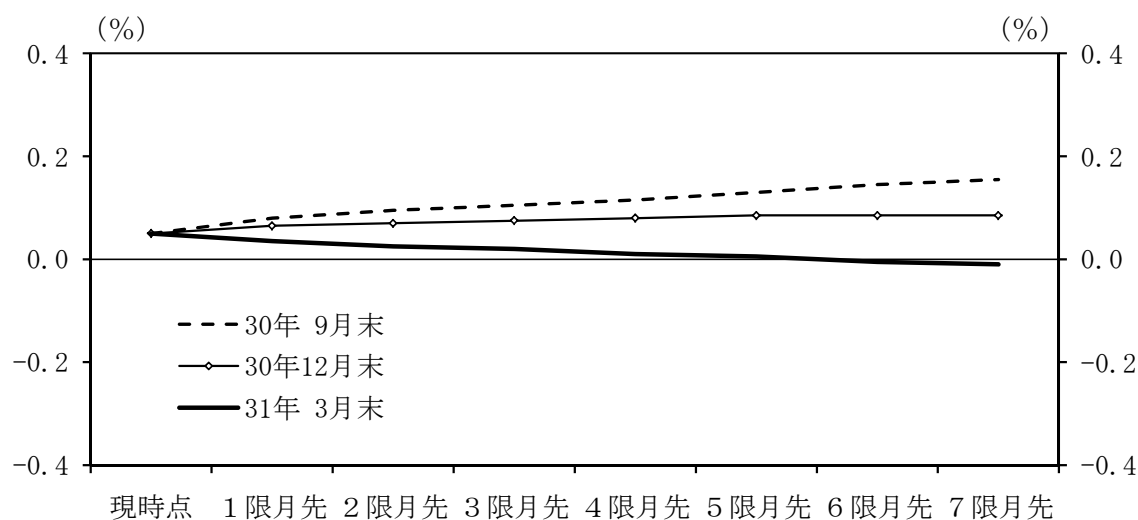
(図表 22) 短期金融市場金利



<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）。

ユーロ円金利先物レートは（図表 23）、30 年度下期を通して幾分下方にシフトしたものの、先行きの短期金利について、引き続き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



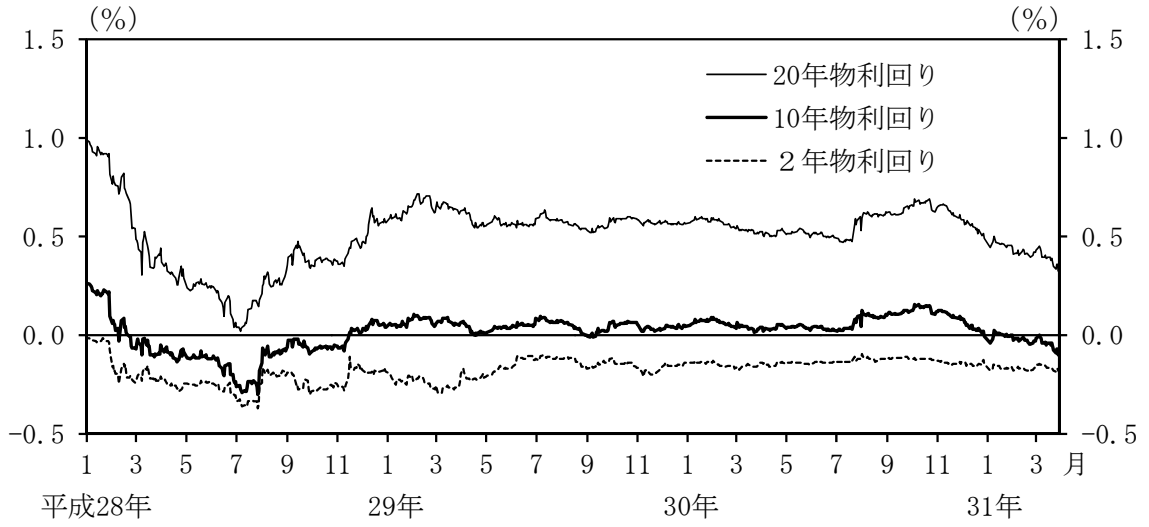
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、31年3月末時点（太い実線）における1限月先（令和元年6月央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.035%、2限月先（元年9月央時点）が0.025%、3限月先（元年12月央時点）が0.020%であったことを表している。

### （3）債券市場

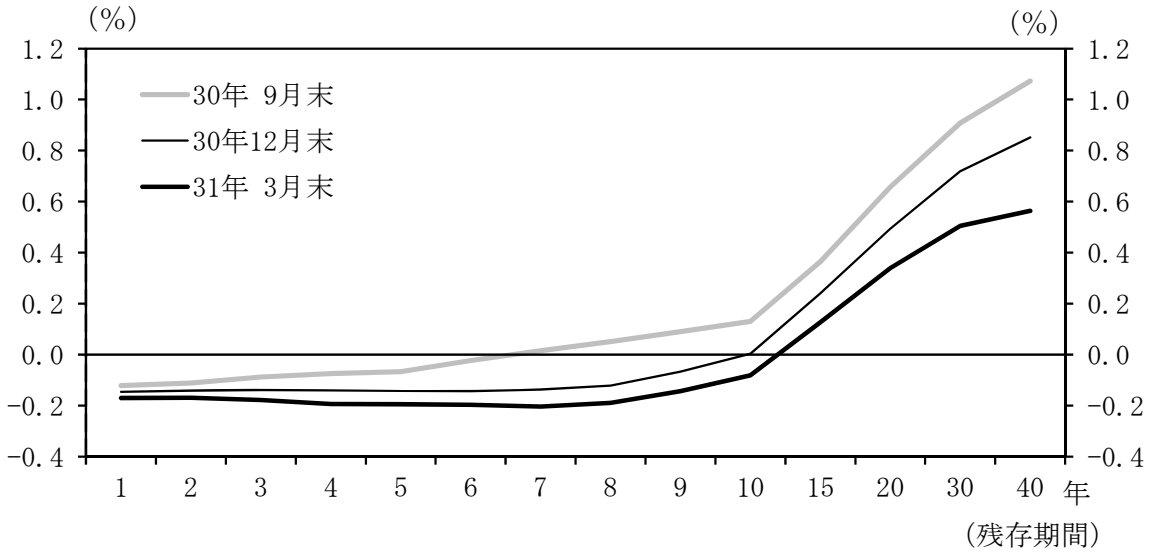
30年度下期の債券市場の動向をみると（図表 24、25）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。仔細にみると、米国の長期金利に連れる形で期間を通じてみれば幾分低下した。

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）の流通利回りは低下し、わが国のイールドカーブはフラット化した。

(図表 24) 国債流通利回り

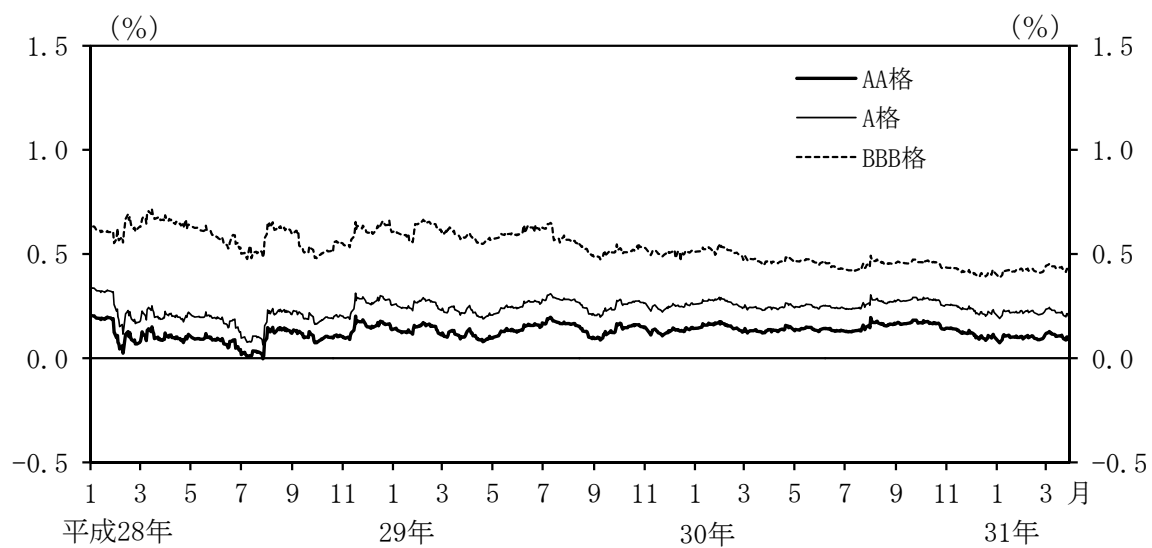


(図表 25) 国債の利回り曲線 (イールドカーブ)



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低下した。

（図表 26）社債の流通利回り



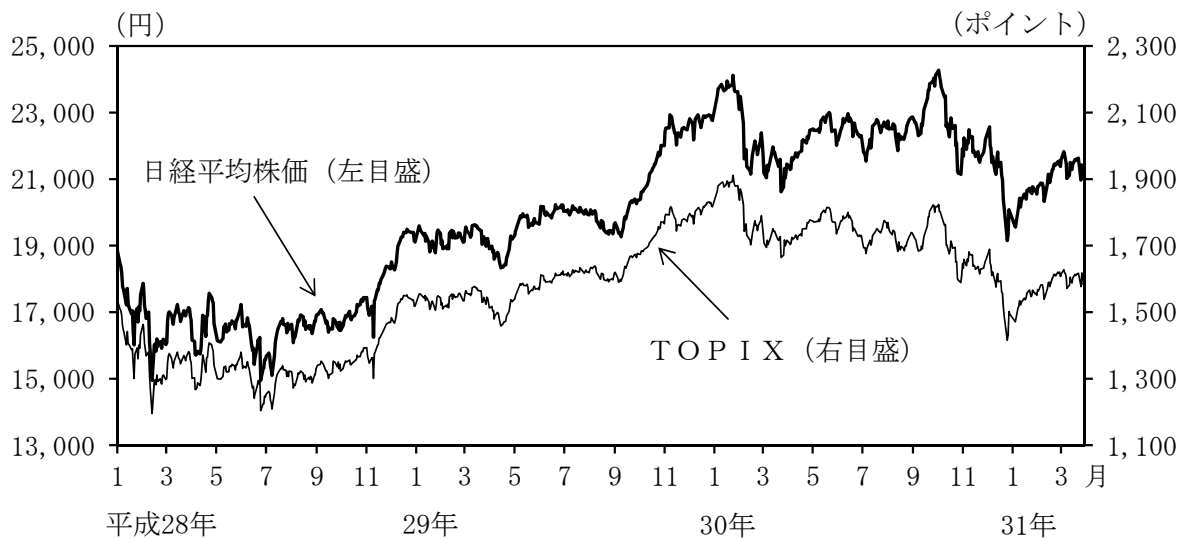
（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。



#### (4) 株式市場

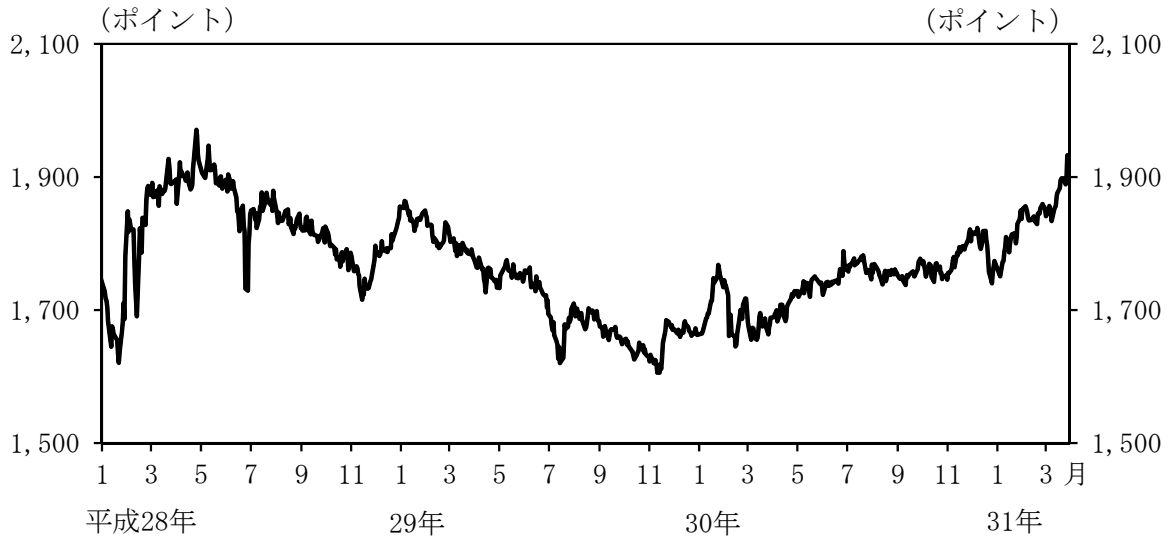
30年度下期の株式市場の動向をみると(図表27)、日経平均株価は、米国の株価下落や米中貿易摩擦を巡る不透明感、為替円高の進行から下落基調を辿り、12月下旬には19千円台前半まで落ち込んだ。その後は、振れを伴いつつも、米国の株価上昇に連れる形で上昇し、3月末には21千円台となった。

(図表27) 株価



不動産投資法人投資口(J-REIT)の価格は(図表28)、株価の推移に連れて下落する場面もみられたが、海外投資家の購入等を背景に上昇基調を辿り、3月末には、28年5月以来となる水準まで上昇した。

(図表 28) 東証REIT指数



### (5) 外国為替市場

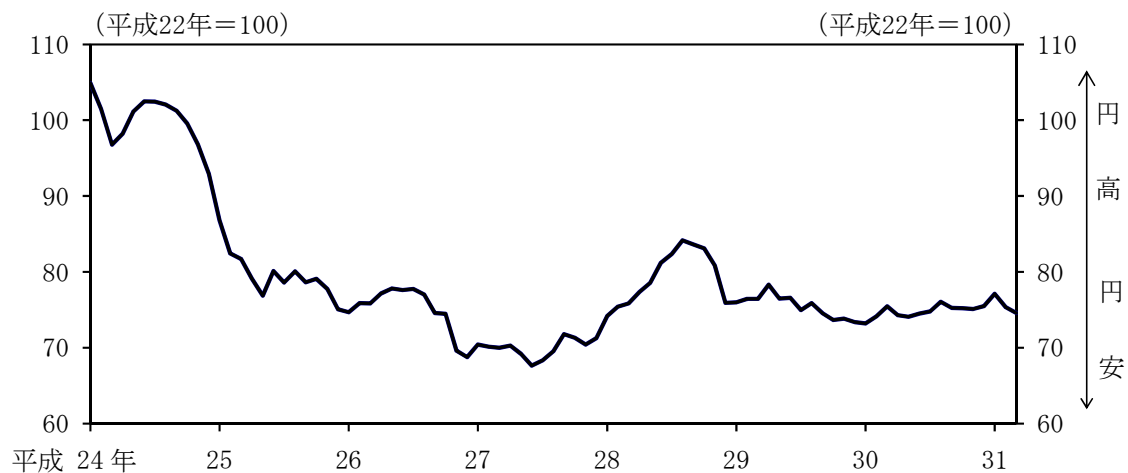
30年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表29)、円の対ドル相場は、12月中旬までは113円台前後の横ばい圏内で推移した。その後、米金利が低下するもとの円高ドル安の動きとなり、3月末には110円台となった。円の対ユーロ相場は、英国のEU離脱交渉を巡る不透明感等から、円高ユーロ安の動きとなった。

(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、円の実質実効為替レートは（図表 30）<sup>5</sup>、横ばい圏内で推移した。

（図表 30）円の実質実効為替レート

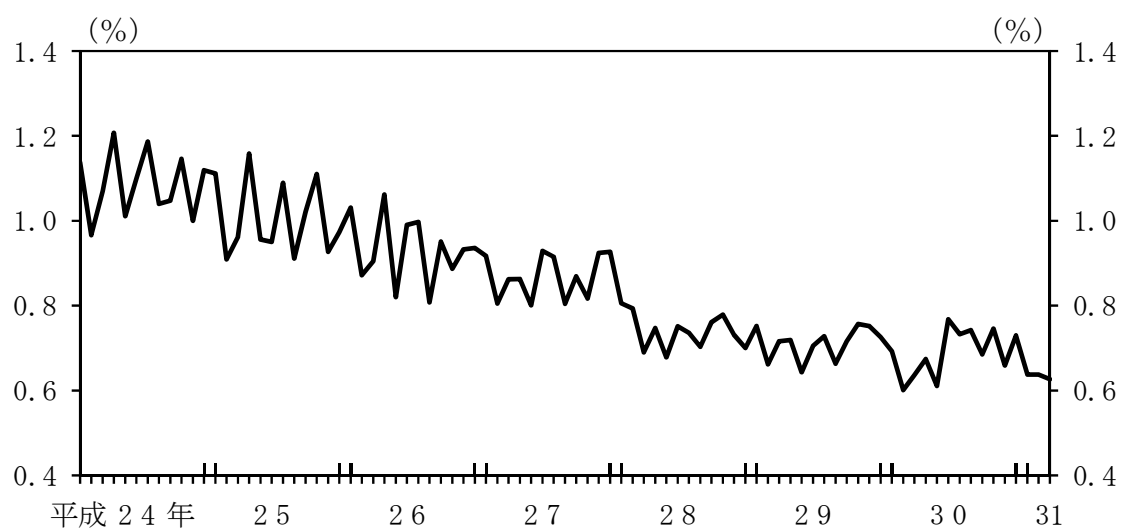


<sup>5</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

## (6) 企業金融

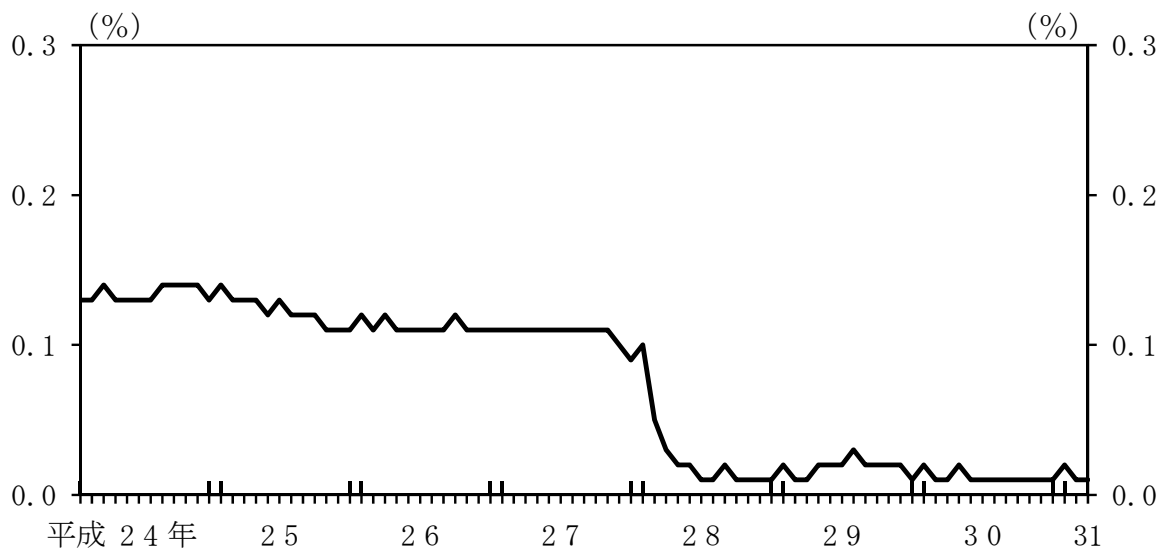
30年度下期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

（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。

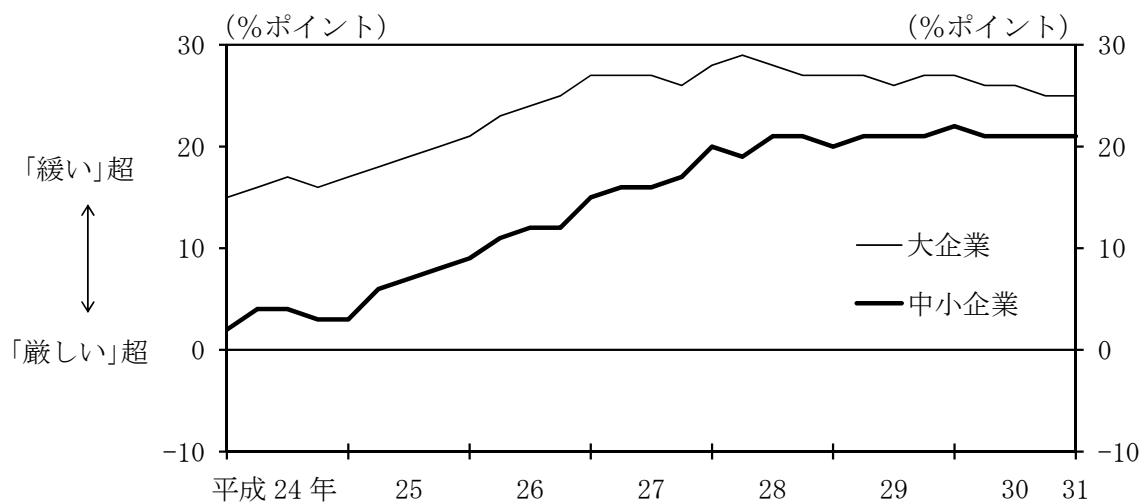
（図表 32）CP発行金利（3か月物）



（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が続いた。

（図表 33）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）

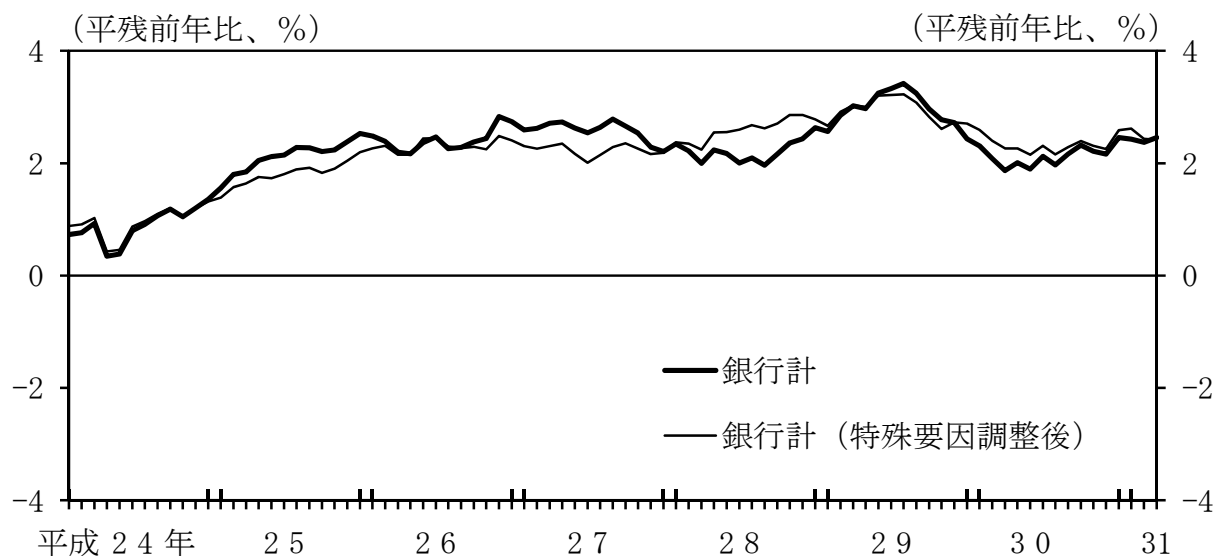


（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連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）<sup>6</sup>、2% 台前半から半ばのプラスで推移した。C P および社債の発行残高の前年比は（図表 35）、プラス幅を拡大し、高めの伸び率で推移した。

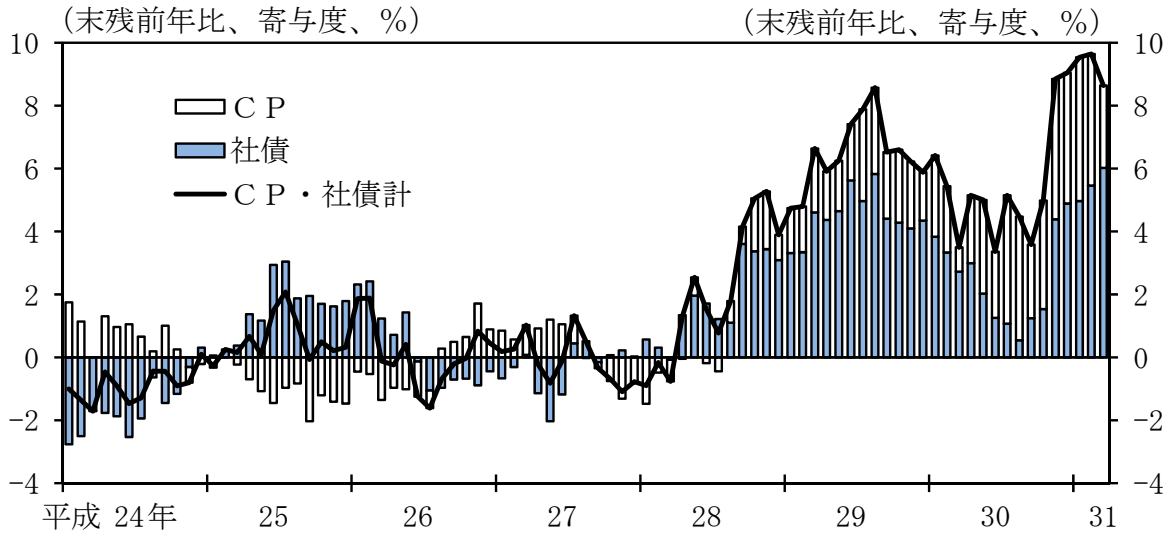
（図表 34）民間銀行貸出残高



（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。

<sup>6</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）。

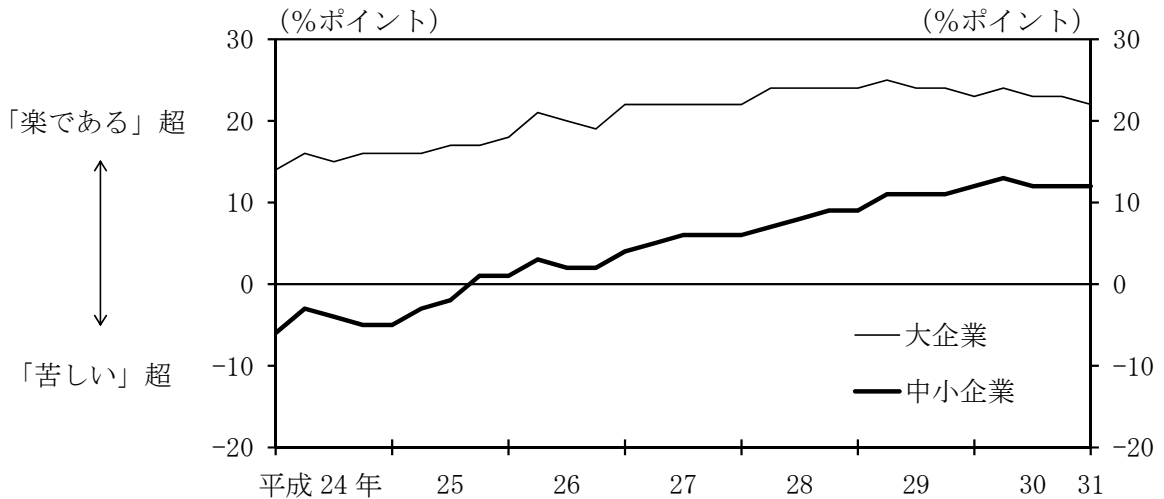
(図表 35) C P ・ 社債発行残高



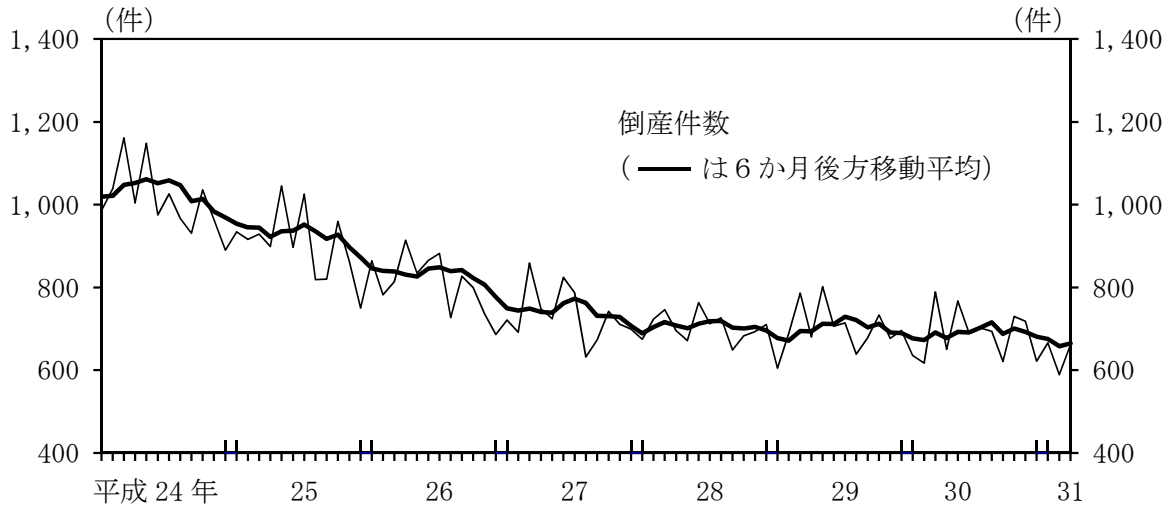
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC CPは含む）。

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)



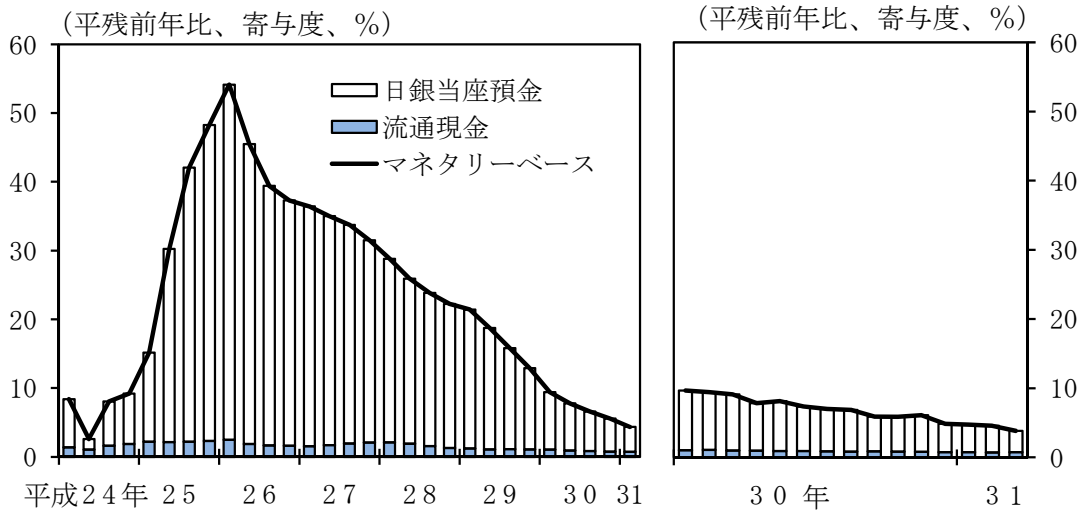
(図表 37) 企業倒産



(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 38）、前年比で4～6％程度の伸びを続けた。

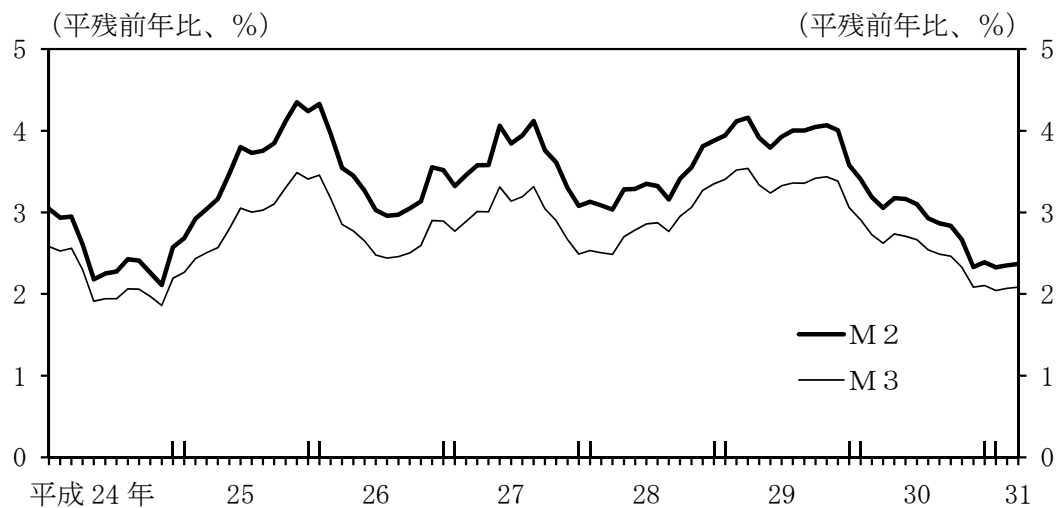
(図表 38) マネタリーベース





マネーストック（M2）の動向をみると（図表39）、前年比2%台で推移した。

（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10月から31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)   |
|    | 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30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、10月から1月の会合では「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」、3月の会合では「輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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」とそれぞれ判断した(図表40)。先行きについては、10月と12月の会合では「緩やかな拡大を続ける」、1月の会合では「令和2年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続く」、3月の会合では「当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、緩やかな拡大を続ける」との見方をそれぞれ示した。

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、10月と12月の会合では「1%程度となっている」、1月と3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、すべての会合で、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10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。                           |
| 12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。                           |
| 31年1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。                           |
| 3月     | わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、30年度下期のすべての会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、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。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<sup>7</sup>、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。
- 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、30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。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、令和元年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。

<sup>7</sup> 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。

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。

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   |
|-----------------------|--|
| <「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」> |  |
| 30年10月31日             | <p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した<sup>(注1)</sup>。<br/>                     (長短金利操作&lt;イールドカーブ・コントロール&gt;)<br/>                     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。<br/>                     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。<br/>                     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<sup>(注2)</sup>、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> |
| 12月20日                | <p>(資産買入れ方針)<br/>                     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。<br/>                     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。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。<br/>                     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。</p>  |
| 31年1月23日              | <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。<br/>                     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、令和元年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>                |
| <その他>                 |  |
| 31年1月23日              | <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3)</sup>。</p>   |

(注1) いずれの会合においても、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2) 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3) 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10月)」)

10月の会合では、平成30年度から令和2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、2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、企業収益が改善基調をたどり、業況感も良好な水準を維持するもとの、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。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、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などで、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、オリンピック関連需要や補正予算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、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、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<sup>8</sup>を上回る成長を続けると見込まれる。元年度と2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、元年10月に予定されている消費税率の引き上げの影響<sup>9</sup>から一時的に減少に転じるなど、元年度、2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、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けることを背景に、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、2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<sup>10</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 消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。この背景としては、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、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根強く残っており、企業の慎重な

---

<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。

<sup>9</sup> 元年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。

<sup>10</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。



賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていないことがある。加えて、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、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ている。また、技術進歩などは、分野によっては競争環境を厳しくしている面もある。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みられる。こうしたもとで、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続いていると考えられる。なお、春先までの為替円高に伴うコスト上昇圧力の緩和も、短期的には消費者物価を押し下げていたが、足もと、こうした下押し圧力は弱まりつつある。

- 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、30年度を中心に幾分下振れている<sup>11</sup>。
- ⑥ 消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向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プラス幅を拡大しており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。こうしたもとで、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高まり、企業の価格設定スタンスも積極化していけば、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

---

<sup>11</sup> 元年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、元年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（元年度と2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。

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」<sup>12</sup>の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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が、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。第3に、輸入物価についてみると、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、最近の女性・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、長い目でみれば、物価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、こうした動きを受けて、経済全体の成長力が高まっていけば、企業や家計の支出行動が積極化していくことが期待できる。また、日本経済の成長率の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

- 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、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<sup>13</sup>。

- 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%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価

<sup>12</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。

<sup>13</sup> 「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。

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、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、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。もともと、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、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。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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある<sup>14</sup>。
- 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、元年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、10月31日に公表した（背景説明を含む全文は11月1日に公表）。

<sup>14</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（30年10月）を参照。

## （「経済・物価情勢の展望（31年1月）」）

1月の会合では、平成30年度から令和2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、2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、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの、設備投資は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。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、2年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続くとみられる。海外経済は、米中貿易摩擦など最近の様々な動きには注意を要するが、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するもとの、総じてみれば着実な成長を続けると考えられる。こうしたもとの、わが国の輸出は、基調として緩やかな増加を続けると見込まれる。国内需要は、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、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、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力化投資などで、増加を続けると予想される。2年度にかけては、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、増勢が徐々に鈍化していくとみられるが、輸出の増加に支えられた投資需要もあって、増加基調は維持されるものと考えられる。個人消費も、元年10月に予定されている消費税率の引き上げの影響<sup>15</sup>から下押しされる局面もみられるものの、雇用・所得環境の改善が続くもとの、政府の消費税率引き上げに伴う対応の効果もあって、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。この間、公共投資は、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から増加していくと予想している。こうしたもとの、わが国の経済は、潜在成長率<sup>16</sup>並みの成長を続けると見込まれる。なお、今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、30年度については30年夏の自然災害の影響などから下振れているが、元年度、2年度については概ね不変である。

- 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<sup>17</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 消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。この背景としては、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、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根強く残っており、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換

---

<sup>15</sup> 元年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、不確実性はあるものの、小幅なものにとどまると予想される。

<sup>16</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「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。

<sup>17</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。

するには至っていないことがある。加えて、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、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ている。また、技術進歩などは、分野によっては競争環境を厳しくしている面もある。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みられる。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には時間を要しており、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、適合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続いていると考えられる。なお、足もとでは、30年秋以降の原油価格下落を受けて、エネルギー価格が消費者物価の前年比を押し上げる効果が縮小している。

- 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、原油価格の下落を主因として、元年度を中心に下振れている<sup>18</sup>。
- ⑥ 消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向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均してみればプラス幅を拡大してきており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。こうしたもとで、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高まり、企業の価格設定スタンスも積極化していけば、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

---

<sup>18</sup> 元年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、元年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（元年度と2年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策が物価に与える影響について一定の仮定に基づき計算すると、元年度と2年度の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイント押し下げられると見込まれる。

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、①「適合的な期待形成」<sup>19</sup>の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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が、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格上昇は30年度の消費者物価を押し上げてきたが、30年秋以降、原油価格は下落に転じており、これが元年度の消費者物価の前年比を押し下げる要因として作用すると予想される。この間、最近の女性・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、長い目でみれば、物価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、こうした動きを受けて、経済全体の成長力が高まっていけば、企業や家計の支出行動が積極化していくことが期待できる。また、日本経済の成長率の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

- 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、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<sup>20</sup>。

---

<sup>19</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。

<sup>20</sup> 「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。

- 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の、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、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、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。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとの、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。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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。
- 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、元年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、1月23日に公表した（背景説明を含む全文は1月24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10月および31年1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12月の会合

(国際金融市場では、米欧の長期金利は低下し、多くの国の株式市場で振れの大きい展開が続いている)

国際金融市場について、委員は、米中間の貿易摩擦や欧州の政治情勢を巡る不透明感、原油価格の下落などを背景に、米欧の長期金利は低下し、多くの国の株式市場で振れの大きい展開が続いてい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。多くの委員は、多くの国で企業や消費者のマインドはしっかりしており、内需は増勢を維持していると述べた。

海外経済の先行きについて、委員は、総じてみれば着実な成長を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、米中間の貿易摩擦を始めとする保護主義的な動きや中国など新興国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開など、海外経済の不確実性は一段と強まっているとの認識を共有した。

(わが国の景気は、所得から支出への前向きな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な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、7～9月の実質GDPは自然災害の影響を主因に大幅なマイナス成長となったものの、10月以降、輸出や生産は増加に転じたほか、12月短観でも良好な業況感や設備投資の堅調さが確認されており、わが国の景気について、これまでの基調判断に変化

はないとの認識を示した。また、多くの委員は、各種指標の動きや企業ヒアリングなどによれば、米中貿易摩擦やグローバルな株価下落の影響は、これまでのところ限定的であるとの見方を示した。

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。

**（消費者物価の前年比は、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）**

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%程度となっているほか、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%台半ば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、消費者物価の前年比は、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。

## ロ. 31年3月の会合

**（国際金融市場では、多くの国で株価が上昇したほか、為替市場や債券市場も、**

総じて落ち着いた動きとなっている)

国際金融市場について、委員は、31年1月会合以降、米国の利上げ観測の後退や米中通商交渉の進展期待などを背景に、多くの国で株価が上昇したほか、為替市場や債券市場も、総じて落ち着いた動きとなっているとの認識を共有した。

(海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している)

海外経済について、委員は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。何人かの委員は、海外経済は、30年の秋頃から不透明感が漂い始めていたが、このところ、中国や欧州で弱めの経済指標がみられるほか、グローバルに情報関連財の生産増加が一服しているなど、成長ペースの鈍化が明らかになってきているとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、米国経済を始め、多くの国で内需が総じて堅調に推移していることを踏まえ、海外経済が、緩やかながら、引き続き成長している姿に変わりはないとの見方を示した。

海外経済の先行きについて、委員は、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するも、総じてみれば緩やかに成長していくとの見方を共有した。多くの委員は、海外経済は、当面、減速の動きが続くものの、その後は、中国の景気刺激策の効果やITサイクルの反転などが期待され、徐々に持ち直していく可能性が高いとの認識を示した。

(わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くも、緩やかに拡大している)

景気の現状について、委員は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くも、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、30年10～12月の実質GDPは、災害からの復興需要や挽回生産などもあってはっきりとしたプラス成長となったが、年明け後は、海外経済の減速の影響から、輸出や生産などのハードデータに弱めの動きが現われ始めていると指摘した。一方で、多くの委員は、設備投資や個人消費など、内需は堅調な動きを続けており、所得から支出への前向きの循環

が働くという景気拡大の基本的なメカニズムに変化は生じていないとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、輸出や生産に弱めの動きがみられるものの、全体としては、「景気は緩やかに拡大している」というこれまでの評価を維持することが適当との認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、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。

**（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%台半ば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、消費者物価の前年比は、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年度下期のすべての会合において、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。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、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。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事、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、すべての会合において、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事は、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、10月から1月の会合では、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。3月の会合では、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

先行きの金融政策運営の考え方について、すべての会合で、大方の委員は、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、③政策金利については、令和元年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、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、すべての会合において、二人の委員が、こうした考え方に反対した。このうち一人の委員は、政策金利については、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%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、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必要であるとして反対した。

#### （金融政策の基本的な運営スタンス）

30年度下期のすべての会合において、大方の委員は、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が根強い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。この背景として、大方の委員は、①マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、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、徐々に高まると考えられることを挙げた。こうした認識のもと、大方の委員は、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。

この間、委員は、金融政策の効果と副作用について議論を行った。10月の会合では、ある委員は、金融システム面への副作用について慎重に点検しつつ、現行の金融緩和を続けることで、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態をできるだけ長く維持し、物価上昇を粘り強く待つことが肝要であると指摘した。12月の会

合では、ある委員は、不確実性の高い経済・物価動向のもとでは、不均衡を蓄積させずに緩やかな景気拡大を持続させることが重要であり、政策の効果と副作用を慎重に点検しつつ、強力な金融緩和を粘り強く続けることが肝要であると指摘した。1月の会合では、多くの委員は、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重要であるが、現時点では、金融緩和の効果が副作用を上回っているという認識を示した。3月の会合では、ある委員は、当面は、景気動向を慎重に見極めつつ、金融機関や市場機能に与える副作用についてこれまで以上に留意して、現行の金融緩和政策を維持する必要があるとの見解を示した。一人の委員は、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、市場の状況に応じて対応できる一定の柔軟性を有しており、市場環境が変化するもとでも、市場機能に与える副作用を軽減しつつ、緩和的な金融環境を維持しやすい政策であると指摘した。

また、委員は、経済・物価動向の不確実性が高まるもとでの金融政策運営スタンスについて議論を行った。1月の会合では、ある委員は、物価安定目標への到達が遠ざかっている現状を踏まえると、何か大きな危機が起きるまでは行動しないという態度は望ましくなく、むしろ、状況の変化に対しては、追加緩和を含めて迅速、柔軟かつ断固たる対応を取る姿勢を強調する必要があると述べた。これに対し、ある委員は、不確実性の高い状況のもとで急いで政策を変更することは、かえって金融不均衡の蓄積や実体経済の振幅拡大に繋がるリスクもあるため、十分に情報を収集・分析したうえで、その時々状況に応じて適切に対応していくことが大事であるとの認識を示した。3月の会合では、ある委員は、現時点では、内外経済の動向についてデータの蓄積を待つ必要があり、現在の政策を継続することが適当であるが、経済・物価を巡る下方リスクが顕在化しているのであれば、政策対応の準備をしておくべきとの認識を示した。また、ある委員は、低下した予想物価上昇率を再び高めることの難しさなどを考慮すれば、経済・物価情勢の局面変化に際しては、先制的に政策対応することが重要であると述べた。これに対し、ある委員は、2%の実現に向けた経済・物価情勢のメインシナリオは現時点で変わっていないとしたうえで、金融政策は、景気指標の短期的な変動に逐一、機械的に対応するものではなく、こうした基調判断に基づいて運営していく必要があるとの認識を示した。別の一人の委員は、需給ギャップのプラス基調に変調がない中であっては、現行の緩和政策を維持し、景気動向を慎重に見守ることが適当であるとの意見を述べた。



### **(金融政策運営上の情報発信のあり方)**

3月の会合で、委員は、金融政策運営上の情報発信のあり方を巡って議論を行った。多くの委員は、世界経済の先行きを巡る不透明感が高まる中、市場参加者は、これまで以上に中央銀行が発するメッセージに敏感になっているため、日本銀行としても、情報発信のあり方には十分な注意を払う必要があるとの認識を共有した。一人の委員は、先行き、物価上昇のモメンタムが失われる懸念が生じれば、断固とした追加緩和を行うことを強調するとともに、一部で指摘されている緩和限界論には明確に反論すべきであると述べた。この点に関連し、一人の委員は、日本銀行は、これまでも、2%に向けたモメンタムを維持するために必要であれば、様々な緩和手段をとり得ることを具体的に示してきており、今後とも、こうした説明を丁寧に行っていくことが重要であると述べた。そのうえで、この委員は、これまでのところ「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されており、市場の思惑に拍車をかけたり、不安定化させないためにも、こうした基本的な判断を中心に据えたコミュニケーションを行っていくことが必要との認識を示した。別のある委員は、強力な金融緩和を息長く続ける姿勢を示すことにより、市場に対して、他の中央銀行と方向性が変わらないことをしっかりと伝えていくことが大事であると述べた。

### **(金融緩和の長期化に伴う留意点)**

30年度下期のすべての会合において、委員は、金融緩和の長期化に伴う留意点として、金融面の不均衡などについて議論を行った。

このうち10月の会合で、委員は、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との見方を共有した。一方で、委員は、低金利環境や金融機関間の激しい競争環境が続くもとで、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との認識で一致した。そのうえで、委員は、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、これらのリスクは大きくないと判断されるが、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ことも踏まえ、先行きの動向を注視していく必要があるとの認識を共有した。こうした点に関し、複数の委員は、金融機関の収益悪

化については、低金利環境だけでなく、人口や企業数の減少、それに伴う競争環境の激化など、構造的な要因も強く影響していることから、金融仲介の機能度についても、この点を踏まえ、より多面的に点検していくことが重要との認識を示した。1月の会合において、何人かの委員は、低金利環境が長期化するもとの先行き、地域金融機関を中心に、過度なリスクテイクによって収益を確保しようとする動きが広がる可能性があるとの認識を示した。一人の委員は、金融機関の貸出金利が低位にある中、仮に中小企業の経営が悪化すれば、地域金融機関の信用コストが増加し、その業績に影響が出る惧れがあると述べた。そのうえで、この委員は、地域金融機関の貸出運営が、リスクに見合ったリターンを得る形となっているか、注視していく必要があると指摘した。このほか、12月の会合において、一人の委員は、国債買入れを長期間にわたって続けていく中にあるのは、金融機関の担保繰りに制約が生じ、短期ゾーンのオペへの応札などに影響が出てくることがないかといった点にも、目配りしていく必要があると指摘した。

#### ロ. 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」決定後の市場の動きとその効果

30年度下期の会合において、委員は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した30年7月以降の市場の動きとその効果について議論を行った。

このうち10月の会合で、ある委員は、民間エコノミストへのアンケート調査によれば、7月の決定会合で政策金利のフォワードガイダンスを導入して以降、「日本銀行が早期に利上げする」との見方が大きく減少していると述べ、こうした結果は、強力な金融緩和を粘り強く続けていくという日本銀行の政策スタンスに対する理解が進んでいることを示しているとの見解を述べた。一人の委員は、7月の決定会合で長期金利が多少なりとも変動しうるとしたことで政策の持続性が担保された結果、そうした対応をせずに単に金利水準を維持する約束だけをした場合に比べて、フォワードガイダンスに対する信頼性は高まったとの見解を述べた。12月の会合において、何人かの委員は、7月の決定会合で金融市場調節や資産の買入れをより弾力的に運営することを決定した後、長期金利はいったん上昇し、その後、足もとにかけてかなり低下するなど、日々の値動きがある程度増してきていると指摘した。これらの委員は、こうした動きは米国金利の動向などとも整合的であるとしたうえで、7月の決定は、国債市場の機能度の改善を図るという点で、概ね所期の成果を挙げているとの認識を示した。また、ETFの買入れに

ついて、複数の委員は、夏場から年末にかけて、その時々の方場の状況に応じて弾力的な買入れが行われてきたことは、株式市場のリスクプレミアムに適切に働きかけるといふ本措置の目的に沿ったものであるとの見方を示した。1月の会合において、ある委員は、7月に決定した金融市場調節や資産買入れの弾力的な運用は、市場機能の低下という金融緩和に伴う副作用に対処するものではあるが、同時に、30年秋以降の金融市場の不安定な動きを緩和する役割も果たしていると指摘した。

#### ハ. 先行きの物価動向に関するコミュニケーションのあり方

12月と1月の会合において、委員は、先行きの物価動向に関するコミュニケーションのあり方について議論を行った。

このうち1月の会合で、多くの委員は、令和元年度は、原油価格下落の影響に加え、消費税率の引き上げや教育無償化政策、携帯電話通信料の引き下げなど、わが国の物価の大きな変動に繋がり得る要因が幾つも見込まれると指摘した。この点に関し、何人かの委員は、2%に向けたモメンタムを判断するに当たって重視すべきは物価の基調的な動きであるため、物価変動の要因が一時的なショックにとどまる限り、物価の基調や金融政策運営に対する影響は小さいと指摘し、この点を、対外的にもしっかりと説明していく必要があると述べた。もつとも、複数の委員は、個別要因による価格の低下であっても、その拡がり次第では、「適合的な期待形成」のメカニズムを通じて、人々の予想物価上昇率を引き下げ、物価の基調に影響を与える可能性があると指摘した。何人かの委員は、原油価格の下落などは、物価を一時的に下押しするとみられるが、中長期的には、実質所得の増加を通じて、物価の押し上げ要因にもなり得るとの認識を示した。この間、一人の委員は、先行きの物価見通しを示していくに当たっては、消費税率引き上げと教育無償化政策という制度変更を一つの政策対応として捉えると、物価に対する影響は比較的軽微にとどまると予想されることや、本来、特定の要因を見通しから除外する扱いは限定的とすることが望ましいといった点を考慮する必要があると述べた。そのうえで、委員は、今後は、基本的には、両方の影響を織り込んだ見通し計数を中心に説明していくことが考えられるとの認識を共有した。

## (5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

30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、貸出増加支援資金供給等の延長である。

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。

### 3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成 30 年度下期を通じ、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。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<sup>21</sup>、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。
- 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、459.6 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 24.8 兆円、5,179 億円、2.0 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、12 月、3 月に貸付を実行した結果、3 月末時点の残高が 39.7

---

<sup>21</sup> 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。

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、2回の貸付を実行し、3月末時点の残高は、231.9億米ドルとなった。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、4,075億円となった。「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、3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      | CP等    | 社債等    | ETF     | J-REIT | 国庫短期<br>証券買入<br>オペ | 共通担保<br>資金供給<br>オペ | 国債<br>買現先<br>オペ | CP<br>買現先<br>オペ |
|------|-----------|--------|--------|---------|--------|--------------------|--------------------|-----------------|-----------------|
| 29年  |           |        |        |         |        |                    |                    |                 |                 |
| 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               |
| 10月末 | 4,542,876 | 22,925 | 32,186 | 222,797 | 4,951  | 123,530            | 3,644              | 0               | 0               |
| 11月末 | 4,585,418 | 24,031 | 32,398 | 228,959 | 4,960  | 110,031            | 4,103              | 0               | 0               |
| 12月末 | 4,561,131 | 19,747 | 32,092 | 235,497 | 5,030  | 89,472             | 7,411              | 0               | 0               |
| 31年  |           |        |        |         |        |                    |                    |                 |                 |
| 1月末  | 4,606,610 | 22,134 | 32,610 | 241,258 | 5,041  | 82,913             | 8,721              | 0               | 0               |
| 2月末  | 4,658,205 | 23,432 | 32,716 | 244,739 | 5,075  | 79,442             | 5,624              | 0               | 0               |
| 3月末  | 4,595,863 | 20,420 | 32,067 | 247,849 | 5,179  | 78,749             | 6,765              | 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<br>金融機関<br>支援資金<br>供給オペ | 熊本被災地<br>金融機関<br>支援資金<br>供給オペ | 成長基盤強化<br>支援資金供給<br>(円貨) | 成長基盤強化<br>支援資金供給<br>(米ドル特則) | 貸出増加<br>支援資金<br>供給 | 米ドル<br>資金供給<br>オペ | 補完貸付 |
|------|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------|-------------------|------|
| 29年  |                             |                               |                          |                             |                    |                   |      |
| 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    |
| 10月末 | 4,055                       | 2,773                         | 68,631                   | 22,496                      | 388,160            | 0                 | 0    |
| 11月末 | 4,055                       | 2,773                         | 68,631                   | 22,496                      | 388,160            | 0                 | 0    |
| 12月末 | 4,075                       | 2,773                         | 65,800                   | 22,909                      | 381,915            | 10                | 0    |
| 31年  |                             |                               |                          |                             |                    |                   |      |
| 1月末  | 4,075                       | 2,773                         | 65,800                   | 22,909                      | 381,915            | 1                 | 0    |
| 2月末  | 4,075                       | 2,773                         | 65,800                   | 22,909                      | 381,915            | 0                 | 0    |
| 3月末  | 4,075                       | 2,773                         | 63,523                   | 23,187                      | 397,226            | 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

|      | 資金吸収               |                 |                | その他            |                        | (参考)<br>マネタリー<br>ベース |
|------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|------------------------|----------------------|
|      | 国庫短期<br>証券売却<br>オペ | 国債<br>売現先<br>オペ | 手形<br>売出<br>オペ | 国債<br>補完<br>供給 | 米ドル資金<br>供給用担保<br>国債供給 |                      |
| 29年  |                    |                 |                |                |                        |                      |
| 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            |
| 10月末 | 0                  | 0               | 0              | 151            | 0                      | 5,068,552            |
| 11月末 | 0                  | 0               | 0              | 2,590          | 0                      | 5,015,917            |
| 12月末 | 0                  | 0               | 0              | 657            | 0                      | 5,042,166            |
| 31年  |                    |                 |                |                |                        |                      |
| 1月末  | 0                  | 0               | 0              | 207            | 2                      | 5,001,924            |
| 2月末  | 0                  | 0               | 0              | 332            | 0                      | 4,972,997            |
| 3月末  | 0                  | 0               | 0              | 1,908          | 0                      | 5,062,932            |

(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31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、557.0兆円（前年比+5.4%）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459.6兆円（前年比+7.7%）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、成長基盤強化を支援するための資金供給が減少した一方、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、47.4兆円（前年比+2.2%）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、393.9兆円（前年比+4.1%）となった。発行銀行券は、107.6兆円（前年比+3.4%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ17.5兆円（前年比+15.9%）、0.2兆円（前年比-38.7%）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、カッコ内は前年比%

|                                    | 30年3月末       | 30年9月末       | 31年3月末       |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| (資産)                               |              |              |              |
| 国債                                 | 448.3 (7.3)  | 462.1 (6.0)  | 470.0 (4.8)  |
| [うち長期国債]                           | 426.6 (13.1) | 447.4 (10.7) | 459.6 (7.7)  |
| [うち短期国債]                           | 21.8 (-46.4) | 14.8 (-53.3) | 10.4 (-52.4) |
| コマーシャル・ペーパー等                       | 2.1 (1.1)    | 2.2 (11.8)   | 2.0 (-0.7)   |
| 社債                                 | 3.2 (-0.7)   | 3.2 (-0.3)   | 3.2 (0.5)    |
| 金銭の信託（信託財産株式） <sup>(注1)</sup>      | 1.0 (-11.7)  | 1.0 (-12.9)  | 0.9 (-14.5)  |
| 同（信託財産指数連動型上場投資信託） <sup>(注2)</sup> | 18.9 (46.4)  | 21.7 (36.7)  | 24.8 (30.9)  |
| 同（信託財産不動産投資信託） <sup>(注3)</sup>     | 0.48 (24.6)  | 0.50 (14.5)  | 0.52 (8.8)   |
| 貸付金 <sup>(注4)</sup>                | 46.4 (3.9)   | 46.8 (-0.2)  | 47.4 (2.2)   |
| 外国為替                               | 6.4 (-3.6)   | 6.8 (1.0)    | 6.7 (5.7)    |
| 資産計                                | 528.3 (7.8)  | 545.7 (6.3)  | 557.0 (5.4)  |
| (負債・純資産)                           |              |              |              |
| 発行銀行券                              | 104.0 (4.2)  | 104.7 (3.9)  | 107.6 (3.4)  |
| 当座預金                               | 378.2 (10.4) | 395.5 (7.1)  | 393.9 (4.1)  |
| 政府預金                               | 15.1 (-30.5) | 12.5 (-29.9) | 17.5 (15.9)  |
| 売現先勘定                              | 0.3 (-90.9)  | 0.3 (-24.7)  | 0.2 (-38.7)  |
| 負債・純資産計                            | 528.3 (7.8)  | 545.7 (6.3)  | 557.0 (5.4)  |

(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48.6兆円となった(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8.9兆円、貸出増加を支援するための資金供給は39.7兆円となった。

(図表44)「貸出支援基金」の残高

— 億円

|                                   | 30年3月末  | 30年9月末  | 31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> | 93,548  | 94,207  | 89,227  |
| 貸出増加を支援するための資金供給                  | 386,636 | 388,160 | 397,226 |
| 合計                                | 480,184 | 482,367 | 486,453 |

(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年度下期中に償還期限が到来した長期国債のうち1.6兆円については、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、各種の資産買入りに当たって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。