

2. 金融政策決定会合議事要旨 (令和4年4月27、28日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2022年4月27日(14:00～15:52)
4月28日(9:00～12:02)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	鈴木人司	(審議委員)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	小野平八郎	大臣官房総括審議官 (27日)
	大家敏志	財務副大臣 (28日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (27日)
	黄川田仁志	内閣府副大臣 (28日)

(執行部からの報告者)

理事	内田真一
理事	山田泰弘
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	清水誠一
企画局政策企画課長	川本卓司
金融機構局長	正木一博
金融市場局長	大谷 聡
調査統計局長	亀田制作
調査統計局経済調査課長	長野哲平
国際局長	廣島鉄也

(事務局)

政策委員会室長	中島健至
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	長江真一郎
企画局企画役	安藤雅俊
企画局企画役	門川洋一

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月17、18日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^(注)に従って、国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。この間、米国金利の動き等を受けて、10年物国債金利の上昇圧力が高まった局面では、複数日にわたる10年物国債を対象とする固定利回り方式による国債買入れ（連続指値オペ）等を実施した。

企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持の観点から、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（特別プログラム）」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ（コロナオペ）を実施したほか、国債買入れやドルオペなどにより潤沢かつ弾力的な資金供給を行った（このうち、CP・社債等の買入れ増額措置とコロナオペの民間債務担保分は3月末をもって終了した）。また、それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとで、ETFおよびJ-REITの買入れを運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.020\sim-0.004\%$ 程度で推移している。GCレポレートは、本行の国債買入れ増加を受けた証券会社の在庫ファンディング需要の減退などから大きめに低下する局面もみられ、 $-0.264\sim-0.083\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばいとなっている。

わが国の株価（TOPIX）は、米欧株価に連れた動きを示しており、前回会合時点と比べると、概ね横ばいとなっている。長期金利は、米国金利の動き等を受けて上昇圧力が高まる局面もみられているが、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国金利の上昇や、資源高を受けた本邦輸入企業のドル買いの動きなどから、円安が進行している。円の対ユーロ相場も、欧州金利の上昇を受けて、円安が進行している。

(注) 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。」

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している。ウクライナ情勢を受けて、資源・穀物価格の上昇を背景とした世界的なインフレ圧力が強まっているほか、ロシア関連貿易の縮小や物流面での遅延・停滞等の影響が一部で見られている。また、感染が拡大する中国では、厳格な公衆衛生上の措置に伴い、一部地域で工場・港湾の操業制限が実施されており、サプライチェーンを介して、供給制約への影響も広がっている。これらの動きは、グローバルな経済活動への下押し圧力となっているが、全体としてみれば、感染症の影響が和らぐもとで、企業の業況感は改善を続けており、製造業の生産や貿易量も増加基調を維持している。先行きの海外経済は、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、総じてみれば回復を続けるとみられる。ただし、今後のウクライナ情勢の展開と、それが海外経済や国際金融資本市場に与える影響を中心に、先行きの不確実性はきわめて高い。

地域別にみると、米国経済は、回復している。個人消費は、積み上がってきた貯蓄の取り崩しを伴いつつ、ペントアップ需要が顕在化するもとで、増加が続いている。雇用者数の増加は続いているが、労働参加率の回復が緩やかなペースにとどまるもとで、求人率や離職率の高止まりもあって、労働市場の逼迫感は一段と強まっている。企業部門をみると、業況感の改善と設備投資の増加が続いている。物価動向をみると、PCEデフレーターの前年比は、財市場での需給逼迫の影響などから、6%台半ばの高い上昇率となっている。

欧州経済は、基調としては回復している。個人消費は、エネルギー価格の上昇による減速圧力を受けつつも、経済活動の再開が続くもとで、サービス消費を中心に基調としては回復している。企業部門をみると、業況感の改善が続くもとで、設備投資も増加している。物価面では、HICPの前年比は、エネルギー価格の上昇などからプラス幅をはっきりと拡大し、7%台半ばとなっている。

中国経済は、基調としては回復しているものの、改善ペースが鈍化した状態が続いている。個人消費は、感染急拡大とそれに伴う厳格な公衆衛生上の措置による下押しから、減速している。企業活動面でも、厳格な公衆衛生上の措置に伴う物流の停滞もあって、一部で下押し圧力がみられるものの、電力供給問題が概ね解消するもとで、生産は基調としては持ち直している。固定資産投資は、インフラ投資の加速を受けて持ち直している。

中国以外の新興国経済は、ウクライナ情勢により下押しされる国・地域もみられるが、総じてみれば持ち直している。N I E s ・ A S E A N 経済は、輸出の増加が続く中、感染症の影響が和らぐもとで内需の改善も続いており、回復している。

海外の金融市場をみると、先進国の長期金利は、ウクライナ情勢を受けて大幅に悪化していた投資家のリスクセンチメントが幾分改善する中で、米国を中心に金融政策の正常化の前倒しも意識されたことから、大きく上昇している。株価は、リスクセンチメントの改善によりいったん上昇したが、その後は、長期金利上昇を受けてIT関連銘柄を中心に下落に転じ、前回会合時点と比べると概ね横ばいとなっている。原油価格は、中国での需要減少が意識されたものの、ロシアからの供給減少懸念が根強く残る中で、高値圏で推移している。為替市場について、新興国通貨をみると、ロシア・ルーブルが資本規制の影響等もあって反発している一方、資源高を背景に上昇してきたラ米の通貨は、足もとでは下落に転じている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。先行きについては、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。

輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けている。実質輸出を財別にみると、情報関連は、スマートフォンやデータセンター向けの半導体等が堅調に推移するもとで、増加している。資本財も、世界的な機械投資の堅調さに加え、デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、振れを伴いつつも増加している。一方、自動車関連は、世界的な半導体需給の逼迫が続くもとで、国内での感染拡大等に伴う一時的な部品調達難の強まりもあって、持ち直しは緩やかなものにとどまっている。先行きの輸出や鉱工業生産は、海外経済がウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも総じてみれば回復を続けるもとで、供給制約の影響の緩和が見込まれる自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加を続けるとみられる。

企業収益は全体として改善しているが、業況感は、感染症や資源価格上昇の影響などから、このところ改善が一服している。短観の業況判断D I（全産業全規模）は、6四半期連続で改善したが、3月に大幅悪化した。

設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。先行きの設備投資は、企業収益が資源価格上昇の影響から下押しされつつも全体として高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくと予想される。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、振れを伴いつつも増加しているほか、建築着工（民間非居住用）の工事費予定額も、振れを均してみれば持ち直している。3月短観の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み土地投資を除くベース、金融機関を含む全産業全規模）をみると、2021年度に前年比+4.9%とはっきりとしたプラスとなったあと、2022年度は同+3.7%と、3月時点としては過去平均対比高めの伸びとなっている。

個人消費は、本年初の感染再拡大の影響からいったん減少したが、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとの、再び持ち直しつつある。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、昨年10~12月にはっきりと増加したあと、1~2月の10~12月対比は、オミクロン株の急拡大とそれに伴うまん延防止等重点措置の適用の影響により、-3.8%の減少となった。耐久財消費は、供給制約の影響が残るもとの、全体として弱めの動きとなった一方、非耐久財消費は、均してみれば横ばい圏内で推移した。サービス消費は、外食や国内旅行を中心に減少した。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、足もとにかけての動向を窺うと、新規感染者数が減少に転じた2月後半以降、サービス消費は再度持ち直している模様である。また、財消費も、耐久財では供給制約の影響が残っているものの、衣料品や身の回り品の売上げが徐々に回復しており、全体では堅調に推移しているとみられる。ただし、個人消費関連のマインド指標をみると、感染症の影響緩和は改善要因となっている一方で、ウクライナ情勢を受けたエネルギー・食料品価格の上昇は下押し方向に作用し始めている。先行きの個人消費は、エネルギー・食料品価格の上昇が実質所得の悪化を通じて下押しに作用するものの、感染状況が改善し、ワクチン・治療薬の普及等を受けた感染抑制と経済活動の両立が次第に進んでいくもとの、ペントアップ需要の顕在化などを背景に、回復していくと予想される。

雇用・所得環境をみると、一部で改善の動きもみられるが、全体と

してはなお弱めとなっている。労働力調査の就業者数は、対面型サービス業の非正規雇用を中心に依然低めの水準にある。労働需給面をみると、労働力率と失業率は横ばい圏内の動きを続けているが、短観の雇用人員判断DIは「不足」超幅の拡大が続いている。一人当たり名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、所定内給与を中心に緩やかに上昇している。先行きの雇用者所得は、景気の改善に伴い緩やかな増加を続け、水準も明確に切り上がっていくと予想される。

物価面について、商品市況は、ウクライナ情勢を受けた供給懸念が引き続き意識されるもとで、高水準で推移している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとした上昇を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台後半となっている。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースでみると、1%程度となっている。この間、予想物価上昇率は、短期を中心に上昇している。短期的なインフレ予想は、最近の資源価格上昇の影響などから、総じてはっきりと上昇している。中長期的なインフレ予想も、短期と比べるとペースは緩やかながら、上昇している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信料下落の影響が剥落するもとで、エネルギー価格の大幅な上昇の影響に加え、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、いったん2%程度まで上昇率を高めると予想される。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

資金需要面では、原材料コストの上昇を受けた運転資金需要がみられているが、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要などが総じて落ち着いていることから、全体としては横ばい圏内で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、市場のボラティリティ上昇の影響が一部に残っているが、総じて良好な発行環境となっている。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。こうした中、銀行貸出残高の前年比、CP・社債計の発行残高の前年比は、それぞれ0%台半ば、9%程度となっており、これらの残高は引き続き高水準となっている。日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。企業倒産は低水準で推移している。企業の資金

繰りは、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業を中心になお厳しさが残っており、足もとでは原材料コスト上昇の影響もみられるが、全体としては経済の持ち直しに伴い改善傾向にある。

この間、マネタリーベースは、ひと頃に比べ減速しつつも、足もとでは前年比8%程度のプラスとなっている。マネーストックの前年比も、3%台半ばのプラスを維持している。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、高水準の貸出残高や、手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、概ね横ばいとなっている。地域銀行の収益も、高水準の新型コロナ関連融資残高などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、概ね横ばいとなっている。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全14指標のうち、実体経済活動との対比でみた金融機関の与信量等の4指標について、過熱方向にトレンドから乖離した状態となっている。もっとも、これらは、主として、感染症の影響による企業等の運転資金需要の高まりに金融機関が応えた結果として生じており、金融活動の過熱感を表すものとはみられない。企業収益の回復とともに債務返済が進み、金融機関与信が実体経済活動に見合った水準に復していくか、引き続き注視する必要がある。

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢の現状

国際金融市場について、委員は、ウクライナ情勢を巡って不透明感の強い状態が続く中、米国FRBが利上げペースを加速するとの見方が強まっており、米欧の長期金利は上昇し、為替市場では円安が進行しているとの見方を共有した。一人の委員は、市場参加者は、インフレ率の高止まりが続く米国を中心に、想定以上の金融引締めが必要となり、海外経済や国際金融資本市場が不安定化するリスクに敏感になっているように窺われるとの認識を示した。別の一人の委員は、米国の金融部門のバランスシート規模は拡大傾向にあり、金融引締めの影響が過去の局面に比べて大きくなり得るため、注視する必要があるとの考えを示した。ある委員は、1990年代後半に発生したロシア国債の

デフォルト事例も踏まえ、最近のロシア・ウクライナ情勢により国際金融資本市場に想定外のテールリスクが引き起こされることがないか、警戒が必要であると述べた。

海外経済について、委員は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復しているとの見方で一致した。一人の委員は、米欧では、公衆衛生上の措置の緩和が進むもとで、経済活動が活発になっていると指摘した。別の一人の委員は、米欧中央銀行の政策の重点は、感染症下での経済のサポートからインフレ抑制へと移ってきているが、経済の回復は続いているとの見方を示した。一方、多くの委員は、ウクライナ情勢、インフレ率の高まり、中国での厳格な公衆衛生上の措置等に伴う供給制約の長期化、金融環境の引き締めなどにより、海外経済の減速圧力は強まってきているとの認識を示した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。一人の委員は、米国の物価上昇はディマンド・プル型の要素が大きいため、金融引締めは適切な対応だが、その景気へのマイナスの影響は1年から1年半後に顕在化するとの見解を示した。

欧州経済について、委員は、基調としては回復しているとの見方を共有した。何人かの委員は、欧州経済はエネルギー価格上昇による減速圧力に直面していると指摘した。このうちの一人の委員は、急激な物価上昇に賃金上昇が追い付いておらず、実質賃金に低下圧力がかかっていると述べた。

中国経済について、委員は、基調としては回復しているものの、改善ペースが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。一人の委員は、インフラ投資の加速や電力供給問題の解消は景気のプラス要因ではあるが、「ゼロ・コロナ政策」は、需要の減退、供給制約の強まり、成長期待の低下を通じて経済を下押しする可能性が高いと指摘した。別の一人の委員も、「ゼロ・コロナ政策」による経済への下押し圧力は大きいというえ、このところ調整が続いている不動産セクターでは、会計監査の遅れにより大手企業の決算開示延期の動きがみられる点には注意する必要があると述べた。

中国以外の新興国経済について、委員は、総じてみれば持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、ASEAN諸国やインドでは、ウィズ・コロナに向けた動きがみられていると指摘した。

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。一人の委員は、全体としてみれば、緩和的な外部資金の調達

環境は維持されているとの見方を示した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・物価情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直しているとの見方を共有した。一人の委員は、企業部門では、海外情勢や供給制約などの影響を受けつつも、所得から支出への前向きな循環メカニズムは維持されているとの考えを示した。別の一人の委員は、最近の資源価格上昇は、交易条件の悪化や家計の購買力低下に繋がっているが、その主因は契約通貨建ての輸入価格上昇であり、これは為替円安による価格上昇とは異なることをしっかりと説明する必要があると述べた。

輸出や生産について、委員は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けているとの認識で一致した。そのうえで、複数の委員は、半導体不足などによる供給制約の影響は、長引いていると指摘した。

設備投資について、委員は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直しているとの認識を共有した。

個人消費について、委員は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとで、再び持ち直しつつあるとの見方で一致した。何人かの委員は、3月下旬のまん延防止等重点措置の解除以降、人の動きが活発化しているとの見方を示した。ただし、このうちの一人の委員は、感染症への警戒感が残るもとで、旅行などは大型連休までの期近な予約が中心であると指摘した。複数の委員は、わが国の個人消費は、引き続き、感染動向に大きく左右されているとの認識を示した。

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、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台後半となっているとの見方で一致した。一人の委員は、食料品を中心に、輸入物価上昇の価格転嫁の動きが広がっているとの見方を示した。別の一人の委員は、そうした価格転嫁の広がりには、資源価格上昇という外生的な要因をきっかけとしたものではあるが、デフレ期にはみられなかった動きであると述べた。ある委員は、食料品に加えて家電などの分野でも、高付加価値化による販売単価の引き上げを凶る動きが広がっているとの認識を示した。もっとも、多くの委員は、エネルギーなどを除いた基調的な物価上昇率は、

なお低めであるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、わが国でも、エネルギー価格上昇に伴う物価の上振れが生じているが、欧米のような内需の増加を伴った高インフレの状況ではないと述べた。別の一人の委員は、現在のわが国では、低インフレと資源価格上昇が共存しているが、負の需給ギャップが存在し、GDPや雇用も感染症拡大前の水準に戻っておらず、物価の基調は上がっていないとの認識を示した。ある委員は、価格転嫁の難しさや感染症下での消費回復の遅れなどが、国内企業物価との対比でみた消費者物価の上昇抑制に繋がっているとの見方を示した。

予想物価上昇率について、委員は、短期を中心に上昇しているとの見方で一致した。一人の委員は、賃金への影響力が相対的に強いとみられる中長期の予想物価上昇率への波及はなお鈍いとの認識を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

2022年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、見通し期間の序盤から中盤にかけては、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、わが国経済は回復していくとの見方で一致した。一人の委員は、ウクライナ情勢を受けた海外経済の減速と資源価格上昇に伴う所得流出は、成長率の下押し要因となるが、感染症と供給制約の影響が緩和するもとで、「強制貯蓄」にも支えられたペントアップ需要の顕在化が続くことから、当面は高めの成長を維持できるとの見方を示した。見通し期間の中盤以降については、委員は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていく中で、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。ある委員は、ペントアップ需要の落ち着きを反映して、成長ペースは鈍化していくが、資源高に伴う所得流出に歯止めがかかる中で、所得から支出への前向きの循環が徐々に強まっていくとの見通しを示した。

海外経済の先行きについて、委員は、当面、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも、総じてみれば回復を続けるとの見方で一致した。その後についても、委員は、長期平均並みの成長を維持するとの見方を共有した。わが国の輸出や生産について、委員は、供給制約の

影響の緩和が見込まれる自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加していくとの見方で一致した。

設備投資について、委員は、対面型サービス部門の弱さは当面残るものの、企業収益が全体として高水準を維持し、緩和的な金融環境も下支えとなる中、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくとの考えで一致した。一人の委員は、短観の今年度の設備投資計画は、前年比プラスだが、感染症拡大前の水準を回復する程度で力強さに欠け、とくに中小企業の回復の足取りが鈍いとの認識を示した。見通し期間の中盤以降の設備投資について、委員は、人手不足対応の機械投資やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けるとの見方を共有した。

個人消費について、委員は、感染状況が改善し、ワクチンや治療薬の普及などにより感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、ペントアップ需要の顕在化を主因に、回復していくとの見方で一致した。その後についても、委員は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、雇用者所得の増加などに支えられて、個人消費は着実な増加を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、最近の物価上昇に伴う家計のマインド悪化等に注意が必要であるが、ペントアップ需要の顕在化に向けた環境が整いつつあり、旅行関連消費を中心に持ち直していくとの見方を示した。別の一人の委員は、わが国の個人消費の回復は、昨年以降顕在化してきた米欧の需要の増加と比べて遅れており、2年以上抑制されてきたわが国の消費活動は、今後拡大する余地はあると述べた。ある委員は、感染症が完全に克服されない限り、感染症への警戒感が根強い高齢者を中心に、サービス消費は抑制された状況が続き、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるとの見方を示した。

雇用者所得について、委員は、対面型サービス部門の回復に伴う非正規雇用の増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇などを反映した賃金上昇率の高まりを背景に、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、春季労使交渉の妥結状況をみると、今年度のベースアップは、ここ数年よりも幾分高まっていると指摘した。ただし、このうちの一人の委員は、今年度の物価上昇率をカバーする賃上げには至らない可能性が高く、来年度以降も賃上げが更に進むことが重要であると述べた。ある委員は、先行き、女性や高齢者による労働供給の増加が頭打ち傾向となるもとで、サービス消費が回復していくことから、人手不足感の強まりに伴って、賃金上昇圧力は強まっていくとの見方を示した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、前回と比べると、2021年度と2022年度が、感染再拡大や資源価格の上昇、海外経済の減速の影響などから下振れている一方、2023年度は、その反動もあって上振れているとの見方で一致した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信料下落の影響が剥落する2022年度には、エネルギー価格の大幅な上昇により、いったん2%程度まで上昇率を高めるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。一人の委員は、2022年度前半の消費者物価は、資源価格の高騰の影響等によって2%近傍で推移するとの見方を示した。別の一人の委員は、消費者物価の前年比は、4月以降、当分の間2%程度で推移するものの、家計の予算制約のもとで、2%を超える上昇は持続しないとの見方を示した。ある委員は、消費者物価上昇率が2%に達する蓋然性は高まっているが、それは輸入物価上昇に伴う一時的なものであり、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、「物価安定の目標」の安定的な達成は難しいとの考えを示した。

変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比について、委員は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとで、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとの見方を共有した。一人の委員は、先行きの基調的な物価上昇率は、企業による資源価格高騰の小売価格への転嫁の拡がり、企業や家計の物価観の変容、人手不足感が強まるもとでの賃金上昇圧力の強まりの可能性から、緩やかに上昇していくとの見方を示した。別の一人の委員も、需給ギャップの改善や労働需給の引き締まりを背景に、サービスを含むより幅広い品目に物価上昇が拡がり、先行きの基調的な上昇率は2%に向けて徐々に伸びを高めていくと述べた。ある委員は、先行きの物価上昇の中身がコスト・プッシュ型からディマンド・プル型へと移行していく中で、基調的な物価上昇率は徐々に強まっていくとの考えを示した。そのうえで、この委員は、エネルギー価格の変動により、消費者物価のヘッドラインと基調的な動きが大きく乖離する情勢では、展望レポートで「除く生鮮食品・エネルギー」でみた消費者物価の具体的な見通しを示すとともに、その評価を丁寧に説明することが適切であると続けた。別のある委員も、金融政策運営にあたっては、物価の一時的な変動ではなく基

調を捉えることが重要であるとの認識を示したうえで、この点を対外的に説明する観点からも、「除く生鮮食品・エネルギー」でみた消費者物価の見通しを示すことが適当であると指摘した。

こうした物価見通しの背景について、委員は、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、足もとではマイナス圏で推移しているが、先行きは、潜在成長率を上回る成長経路を辿るもとで、2022年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くとの見方を共有した。また、委員は、中長期的な予想物価上昇率は、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇しているとの認識で一致した。そのうえで、委員は、先行き、財を中心に、コスト転嫁と価格引き上げの動きが広がっていくもとで、適合的期待形成を通じて、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率は更に上昇し、このことは、サービスも含めた価格上昇の広がり賃金上昇率の高まりをもたらすとの見方を共有した。一人の委員は、供給ショックを契機とした今回の物価上昇により、予想物価上昇率や賃金上昇率といった物価・賃金のノルムが、どう変わっていくかに着目していると述べた。別の一人の委員は、賃金と物価の持続的な上昇には、大企業の賃上げ等の動きが全国の中小企業にも広がることが重要であり、人流の回復状況や国内投資の動向、成長力強化に向けた取り組み状況を注視していると述べた。ある委員は、家計のインフレ実感が消費者物価上昇率以上に高まっている可能性があるとの指摘したうえで、賃金上昇ペースがインフレ実感に追い付かないもとでは、インフレに対する否定的な見方が家計に広がる恐れがあることから、物価動向や金融政策に関して、従来以上に丁寧な情報発信に努めていく必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な物価の見通しは、前回と比べると、エネルギー価格上昇の影響などから、2022年度が大幅に上振れているとの見方で一致した。

この間、委員は、経済・物価見通しの前提となっている金融環境についても議論を行った。委員は、先行きも、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくとの認識を共有した。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。

まず、経済のリスク要因として、委員は、感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響に注意が必要であるとの見方で一致した。具体的に、委員は、わが国家計の感染症への警戒感、高齢者を

中心に根強いとみられるもとで、感染力の強い新たな変異株の流行などにより人々の外出等が抑制される場合、ペントアップ需要の顕在化が遅れ、個人消費が下振れるリスクがあるとの認識を共有した。一方、委員は、ワクチンや治療薬の普及により、感染症への警戒感が大きく後退すれば、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しが想定以上に進み、個人消費が上振れる可能性もあるとの見方を共有した。また、委員は、グローバルに半導体等の需給逼迫が続くもとで、内外における感染症の再拡大や、それに伴う一部の国・地域における厳格な公衆衛生上の措置とサプライチェーン障害などにより、供給制約が長期化・拡大する場合、わが国の輸出・生産が下振れるとともに、財消費や設備投資にも悪影響が波及するリスクがあるとの認識を共有した。この点に関し、多くの委員は、最近の中国における厳格な公衆衛生上の措置は、わが国の自動車生産等への影響を含め、グローバルな供給制約を悪化させる恐れがあると指摘した。

また、委員は、資源価格の動向にも注意が必要であるとの認識で一致した。具体的に、委員は、供給要因による資源価格の上昇は、わが国のような資源輸入国では、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなるため、資源高が長期化すれば、交易条件の悪化を通じて、経済が下振れるリスクがあるとの認識を共有した。一方で、委員は、地政学的な緊張の緩和等に伴い、資源価格が大きく下落すれば、交易条件の改善により、経済が上振れる可能性もあるとの見方を共有した。一人の委員は、小麦の主要産地であるウクライナでは、戦争により十分な作付けが困難となっていることに加え、小麦の世界最大の生産国であり消費国である中国の当局者も、今冬の収穫は歴史上最悪の不作になり得るとの警告を発していることなどを踏まえると、先行き、肥料価格の高騰とも相俟って、食料価格の上昇圧力が続くリスクがあると指摘した。

他のリスク要因として、委員は、国際金融資本市場・海外経済の動向についても留意が必要であるとの見方で一致した。具体的に、委員は、①インフレの高進が続く先進国を中心に、金融緩和の縮小ペースの加速が意識されるもとで、リスク性資産価格の調整や新興国からの資本流出などを通じて、グローバルな金融環境が想定以上に引き締まるリスクや、②ウクライナ情勢の帰趨によっては、ロシアやウクライナと経済的な結び付きが強いユーロ圏を中心に、海外経済が下押しされるリスク、③中長期的な成長力の低下が進む中国経済において、不動産セクターの調整などにより、減速感が一段と強まるリスク、などがあるとの認識を共有した。先進国における金融緩和縮小の影響

に関して、何人かの委員は、当面の利上げペースが加速した場合の経済の下振れリスクだけでなく、やや長い目でみて、金融緩和縮小がインフレ抑制に十分な効果を持たなかった場合、結果として更に強力な引締めが必要となるリスクにも留意する必要があると指摘した。この間、委員は、やや長い目で見たリスク要因として、わが国の企業や家計の中長期的な成長期待には、上下双方向に不確実性があるとの見方で一致した。

次に、物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶとの見方で一致した。更に、委員は、物価固有のリスク要因についても議論を行った。まず、委員は、企業の価格・賃金設定行動を巡っては上下双方向に不確実性が高いとの見方で一致した。具体的に、委員は、原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、コスト上昇の販売価格への転嫁が想定以上に加速し、物価が上振れるリスクがあるとの認識を共有した。一人の委員は、資源価格上昇や供給制約の長期化、賃金上昇率の高まりなどから、物価は上振れリスクが大きいとの見解を示した。別の一人の委員も、ウクライナ情勢に伴う貿易や物流における非効率な状況は、資源価格等の高騰とも相俟って、わが国でも幅広い財の価格に影響を及ぼし続ける可能性があるとの指摘した。一方、委員は、わが国では、物価や賃金が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残っている点を踏まえると、賃上げの動きが強まらず、物価も下振れるリスクがあるとの見方を共有した。一人の委員は、今後、感染症下で積み上がった「待機資金」が活用されない中で、中長期の予想物価上昇率や賃金上昇率、中長期の成長期待が十分に上がらない場合、物価が下押しされるリスクもまだあるとの認識を示した。

物価固有の追加的なリスク要因として、委員は、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方に作用し得るとの認識で一致した。とくに、委員は、ウクライナ情勢の影響により、国際商品市況の変動がこのところ大きくなっているもとの、エネルギー価格や食料品価格を通じた物価への影響を注意してみていく必要があるとの見解を共有した。一人の委員は、FRBの利上げなどを契機にコモディティへの投機的な需要が剥落した場合などには、資源価格が急落する可能性があるとの述べ、2022年度後半以降は、こうした資源価格反落に伴う物価の下振れリスクにも注意が必要であるとの見解を示した。

こうした議論を経て、委員は、リスクバランスについて、経済の見

通しは、当面は、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に下振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしているとの見方で一致した。物価の見通しについて、委員は、当面は、エネルギー価格を巡る不確実性などを反映して上振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしているとの認識を共有した。

また、委員は、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、わが国の金融システムの動向についても議論を行った。委員は、金融システムは、全体として安定性を維持しているとの見解で一致した。そのうえで、委員は、より長めの視点では、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介活動が停滞方向に向かうリスクと、利回り追求行動の過熱化などにより金融システム面の脆弱性が高まるリスクの両面あるが、現時点では、これらのリスクは大きくないとの認識を共有した。この点に関連し、ある委員は、金融機関のリテール部門は、長引く低金利環境に伴う収益性悪化への対応として、これまで無償で提供してきたサービスの有料化等を進めているが、低金利環境の更なる長期化が見込まれる点を踏まえると、金融機関は収益力強化に向けた取り組みを一段と加速する必要があると述べた。

Ⅲ. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

当面の感染症への対応について、委員は、①特別プログラム、②円貨・外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETF・J-REITの買入れの「3つの柱」に基づく金融緩和措置は所期の効果を発揮しており、今後とも、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくことが重要であるとの見解で一致した。そのうえで、委員は、4月入り後は、CP・社債等買入れの増額措置を終了するなど、大企業向けを中心に特別プログラムの一部を見直していることを踏まえ、対外公表文の「3つの柱」に関する記述を簡素化することが適当との考えを共有した。ただし、委員は、当面、感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる姿勢に変わりはないとの認識も共有した。

次に、委員は、先行きの金融政策運営の基本的な考え方について議論した。一人の委員は、わが国経済は、依然として感染症からの回復途上にあるうえ、資源輸入国であるわが国では、資源価格の上昇は、海外への所得流出に繋がるため、経済に下押しに作用すると指摘した。そのうえで、この委員は、こうした経済・物価情勢を踏まえると、現

在の強力な金融緩和を続けることで、わが国経済をしっかりと下支えする必要があると続けた。別の一人の委員も、需給ギャップがなおマイナスで、企業の経営判断が慎重化するリスクが大きい現状では、現在の金融緩和を継続し、経済を下支えする方針を明確にすることが適当であると述べた。ある委員は、わが国の金融政策上の課題は、米欧のようなインフレの抑制ではなく、依然として低すぎるインフレからの脱却にあるとの認識を示した。別のある委員は、従来からある経済の下振れリスクにロシアによるウクライナ侵攻が加わり、更に情勢が大きく変化する中で、金融政策スタンスに変更を加えることは適当ではないと述べた。一人の委員は、家計や企業の予想物価上昇率にみられ始めている変化を一過性のものとせず、「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するためには、現在の金融緩和を継続する必要があるとの認識を示した。他方、別の一人の委員は、需給ギャップと予想インフレ率を高めるべく緩和姿勢を強めることで、経済の回復と「物価安定の目標」の達成を早期に実現する必要があると指摘した。この間、ある委員は、見通し期間内に2%の「物価安定の目標」を達成することが困難な中、目標の位置付けや実現への道筋を整理して丁寧な説明を行うとともに、金融緩和が更に長期化するもとで持続性がより重要となっていくことを、引き続き意識していく必要があると述べた。

続けて、委員は、日本銀行の金融緩和スタンスを明確に示す観点から、金融市場調節方針に何らかの工夫を講じることはできないかを議論した。何人かの委員は、海外要因等により長期金利に上昇圧力がかかった場合、金利変動幅の上限をしっかりと画する観点から、従来より連続指値オペを実施してきたが、金融資本市場の一部では、指値オペ実施の有無から日本銀行の先行きの政策スタンスを推し量ろうとする動きがみられると指摘した。そのうえで、このうちの複数の委員は、0.25%を上回る長期金利の上昇を容認しないとのこれまでの姿勢を明確にして、日々のオペが無用に材料視される事態を避ける観点から、毎営業日、0.25%での指値オペを実施することを予め宣言しておくことも考えられると述べた。一人の委員も、物価と賃金が共に上がる好循環を伴う「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するまでは、淡々粛々と金融緩和を継続すべきであると述べたうえで、そうした政策スタンスを誤解なく伝えるため、指値オペを淡々と運用する姿勢を明確に示すことは有効であると述べた。別の一人の委員も、長期金利操作目標に沿った金融市場調節の継続姿勢を改めて示すことは、適切なイールドカーブ形成や緩和姿勢の明確化に資するとの考えを示した。ある委員は、海外勢を中心に、10年物国債金利に関する様々な憶測が生じ、それが一定期間続いている現状を踏まえると、指値オペの

運用を明確にしておくことは有効であると述べたうえで、市場機能への影響に留意する必要もあると付け加えた。こうした議論を経て、委員は、金利変動幅の上限をしっかりと画するとともに、日本銀行の政策スタンスに関する憶測を払拭する観点から、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施することが適当であり、これは金融市場の安定確保にも資するとの考えを共有した。

この間、委員は、金融政策と為替相場の関係についても議論を行った。まず、何人かの委員は、為替相場は、経済・金融のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することが望ましいとの考えを示した。また、複数の委員は、最近みられるような為替市場における短期間での過度な変動は、先行きの不確実性を高め、企業の事業計画の策定等を難しくする面があるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、日本銀行は、金融政策を、あくまでも「物価の安定」という使命を果たすために運営しており、為替相場のコントロールを目的としている訳ではない点について、対外的に丁寧に説明していく必要があると指摘した。この点に関し、一人の委員は、金融政策運営にあたっては、資源価格や為替相場の変動そのものではなく、それらが経済・物価に与える影響を考慮する必要があると指摘した。別の一人の委員は、需給ギャップや失業率ギャップが未だに大きく、インフレの基調がきわめて低い現状に対しては、為替円安がプラスに働くとの考えを示した。ある委員は、円安が経済成長を引き上げる方向に作用する点に賛意を示しつつも、①為替円安の影響は、業種や経済主体によって異なることや、②急激な為替相場の変動は、先行きの不確実性を高めることについても、丁寧にコミュニケーションしていく必要があると指摘した。この間、最近の為替円安の背景について、一人の委員は、わが国と欧米諸国との景況格差が一因となっていると述べた一方、別の一人の委員は、資源国通貨が全体として増価するもとの、わが国輸入企業によるドル買いも影響しているとの見方を示した。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下のとおりとすることが適当であるとの見解を示した。

「①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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り（0.25%）方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。」

これに対し、ある委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していくこと、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、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、との考え方を共有した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じることで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 4月のG20・G7では、ロシアのウクライナ侵略が世界経済に与える影響を議論し、日本からは、エネルギー・食料価格の高騰やサプライチェーンの混乱等に繋がっていると指摘した。
- 政府は、ウクライナ情勢に伴う原油価格の高騰等に緊急かつ機動的に対応し、感染症からの経済社会活動の回復を確かなものとするため、4月26日に、コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」（「総合緊急対策」）を策定した。新たな財源措置を伴うものについては、まずは予備費を活用して迅速に対応したうえで、今後の予期せぬ財政需要に対応するため、更なる予備費の計上および燃料油価格の激変緩和事業を内容とする補正予算を、今国会に提出する予定である。
- 日本銀行には、政府と連携し、ウクライナ情勢や感染症の影響も踏まえ、持続可能な物価安定の実現に向け、適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、感染症の影響による厳しい状況が緩和される中で、持ち直しの動きがみられるが、ウクライナ情勢等により不透明感が高まる中で、原材料価格の上昇や金融資本市場の変動等による下振れリスクに注意する必要がある。
- 政府は、原油価格の高騰等が、国民生活や経済活動に及ぼす影響に緊急かつ機動的に対応するため、事業規模約13兆円の「総合緊急対策」を速やかに実行する。
- 加えて、新しい資本主義のグランドデザインや実行計画、「経済財政運営と改革の基本方針2022（骨太方針2022）」の取りまとめに向けた議論をしっかりと進め、中長期的な課題に対応し、「成長と分配の好循環」を実現していく。
- 日本銀行においては、今回の指値オペの運用明確化の趣旨について対外的に丁寧に説明していただくとともに、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえ、適切な金融政策運営を期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるか

たちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

- (1) 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。
- (2) 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

2. 上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り（0.25%）方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、
中村委員、野口委員、中川委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、資産買入れ方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。
記

1. E T FおよびJ－R E I Tについて、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
2. C P等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（C P等：約 2 兆円、社債等：約 3 兆円）へと徐々に戻していく。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員、中川委員

反対：なし

3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、5月2日に公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2022年3月17、18日開催分）が全員一致で承認され、5月9日に公表することとされた。

以上

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注1)

①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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②連続指値オペの運用の明確化

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施することとした。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

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、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

2. 日本銀行は、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。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員。反対：片岡委員。片岡委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

^(注2) 片岡委員は、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとして反対した。

(4 年 6 月 16、17 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2022 年 6 月 16 日 (14:00~15:59)
6 月 17 日 (9:00~11:36)

2. 場 所 : 日本銀行本店

3. 出席委員 :

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	鈴木人司	(審議委員)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)

4. 政府からの出席者 :

財務省	新川浩嗣	大臣官房長 (16 日)
	岡本三成	財務副大臣 (17 日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (16 日)
	黄川田仁志	内閣府副大臣 (17 日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	中村康治
企画局政策企画課長	川本卓司
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	大谷 聡
調査統計局経済調査課長	長野哲平
国際局長	廣島鉄也

(事務局)

政策委員会室長	千田英継
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	安藤雅俊

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（4月27、28日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^(注)に従って、国債買入れを行った。また、前回会合で決定された連続指値オペの運営方針に従って、10年物国債を対象とする固定利回り（ 0.25% ）方式による国債買入れ（指値オペ）を毎営業日実施した。更に、債券先物市場で強い売り圧力がみられる中、チーペスト銘柄の残存期間である7年ゾーンを対象とする連続指値オペも実施した。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、ETFやJ-REIT、CP・社債等の買入れを実施した。また、企業等の資金繰り支援のための措置として、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ（コロナオペ）を実施した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.045\sim-0.005\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.128\sim-0.083\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、横ばい圏内の動きとなっている。

わが国の株価（TOPIX）は、米欧株価に連れて下落する場面がみられたものの、為替円安による下支えもあって、前回会合時点から横ばい圏内の動きとなっている。長期金利（10年物国債金利）は、米国金利の動きや日本銀行の金融政策に対する思惑等を受けて上昇圧力が強まる局面もみられたが、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。為替相場をみると、米欧金利の上昇などを受けて、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場ともに、円安が進行している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している。中国の都市封鎖やウクライナ情勢の長期化を背景に、海

(注) 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。」

外経済の減速圧力が強まっており、世界的にみた製造業の生産水準や貿易量は下押しされている。もっとも、感染症の影響が和らぎ、新興国を含め経済活動の再開が本格化し始める中で、企業の業況感は改善を続けている。先行きの海外経済は、ウクライナ情勢などの影響により減速圧力を受けつつも、感染症の影響が和らいでいくもとで、総じてみれば回復を続けるとみられる。ただし、中国での感染動向やウクライナ情勢の展開、先進国でのインフレ高進を受けた金融緩和の縮小などの影響を中心に、当面、不確実性は高い。

地域別に動きをみると、米国経済は、回復している。個人消費は、積み上がってきた貯蓄の取り崩しを伴いつつ、財からサービスへのシフトがみられるもとで、増加が続いている。雇用者数の増加は続いているが、労働参加率の回復が緩やかなペースにとどまるもとで、求人率や離職率の高止まりもあって、労働市場の逼迫感は続いている。企業部門をみると、業況感の改善と設備投資の増加が続いている。物価動向をみると、PCEデフレーターの前年比は、需給逼迫の影響などから、6%台前半の高い上昇率となっている。

欧州経済は、基調としては回復している。個人消費は、エネルギー価格の上昇による減速圧力を受けつつも、経済活動の再開が続くもとで、サービス消費を中心に基調としては回復している。企業部門をみると、業況感の改善が続くもとで、設備投資も基調としては増加している。物価面では、HICPの前年比は、エネルギー価格の上昇に加え、供給制約の影響もあって、8%程度の高い伸びとなっている。

中国経済は、感染拡大に伴う厳格な公衆衛生上の措置を受けて、下押しされた状態にある。個人消費は、感染拡大に伴う移動制限などの影響から、大幅に減少している。都市封鎖に伴う企業活動や物流の停滞などの影響から、生産は減少している。固定資産投資は、インフラ投資による下支えもあって、基調としては持ち直しているが、感染拡大の影響から、改善ペースは鈍化している。

中国以外の新興国経済は、ウクライナ情勢の影響により下押しされる国・地域もみられるが、総じてみれば持ち直している。NIES・ASEAN経済は、中国向け輸出に弱めの動きがみられるものの、輸出全体は増加を続けているほか、経済活動の再開進展を背景に内需の改善も続いており、回復している。

海外の金融市場をみると、先進国の長期金利は、米欧におけるインフレ率の高止まりを背景に、FRBやECBによる利上げ加速への警戒感が高まる中、大きく上昇している。そうしたもとで、株価は、米

国を中心に大幅に下落している。原油価格は、EUによるロシアから海上輸送される原油等の輸入禁止や、中国の公衆衛生上の措置の緩和を背景に、需給逼迫懸念が高まったことなどから、上昇している。為替市場について、新興国通貨をみると、米金利の上昇に伴い下落する通貨がみられる一方、ロシア・ルーブルは資本規制の影響等もあって引き続き上昇しているほか、ラ米の通貨も、堅調な資源価格を背景に上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。先行きについては、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。

輸出や鉱工業生産は、基調としては増加を続けているが、足もとでは、供給制約の影響が強まっている。実質輸出を財別にみると、情報関連は、スマートフォンやデータセンター向けの半導体等の需要は堅調とみられるが、中国の都市封鎖の影響等から、足もとでは減少している。自動車関連も、世界的な半導体需給の逼迫に、中国の都市封鎖に伴う部品調達難の影響も加わり、足もとで減少している。一方、資本財は、中国向けが大幅減少となるものの、世界的な機械投資の堅調さに加え、デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、高水準で推移している。先行きの輸出や鉱工業生産は、目先は、中国での都市封鎖に伴う物流網の混乱等の影響が残るもとで、弱めの動きとなると見込まれる。その後は、海外経済が総じてみれば回復を続け、供給制約の影響も次第に緩和していくもとで、自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加基調を辿るとみられる。

企業収益は、全体として高水準で推移している。企業の業況感は、供給制約や資源価格上昇の影響などから、このところ改善が一服している。法人企業統計の全産業全規模の経常利益（季節調整値）をみると、1～3月は、高水準で横ばいの動きとなった。

設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。1～3月のGDPベースの実質設備投資は、供給制約の影響もあって、前期比-0.7%と小幅に減少した。機械投資の一致指標である資本財

総供給は、一部に供給制約の影響がみられるものの、デジタル・省力化関連を中心に増加基調にある。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）は、物流施設の増加に加え、都市再開発案件の進捗もあって、名目ベースでは緩やかな増加を続けている。先行きの設備投資は、企業収益が資源価格上昇の影響を受けつつも高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくと予想される。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、振れを伴いつつも増加しているほか、建築着工（民間非居住用）の工事費予定額も、振れを均してみれば増加している。

個人消費は、感染症の影響が和らぐもとの、サービス消費を中心に持ち直している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、4月の1～3月対比は、+2.2%の増加となっている。形態別にみると、サービス消費は、外食や国内旅行を中心に持ち直している。一方、耐久財消費は、供給制約による下押しが続くもとの、低めの水準で推移している。非耐久財消費は、食料品や日用品などの巣ごもり需要の減退を背景に、減少している。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、足もとにかけての動向を窺うと、感染状況が落ち着くもとの、サービス消費は、持ち直しを続けている模様である。非耐久財消費についても、人出の増加を反映した衣料品販売の好調が全体を押し上げているとみられる。一方、耐久財消費は、中国の都市封鎖に伴う供給制約の強まりから、自動車、家電ともに減少している。この間、個人消費関連のマインド指標をみると、物価上昇が下押し方向に作用しているものの、感染症の影響緩和がプラスに作用し、全体では小幅に改善している。先行きの個人消費は、エネルギー・食料品の価格上昇が実質所得の悪化を通じて下押しに作用するものの、感染抑制と消費活動の両立が次第に進み、雇用環境も改善していくもとの、ペントアップ需要の顕在化などを背景に、回復していくと予想される。

雇用・所得環境は、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。労働力調査の就業者数をみると、正規雇用は、医療・福祉や情報通信を中心に緩やかに増加しているが、非正規雇用は、対面型サービス業を中心に依然低めの水準にある。一人当たり名目賃金は、経済活動の持ち直しを反映して、所定内給与を中心に緩やかに上昇している。先行きの雇用者所得は、景気の改善に伴い増加を続けると予想される。

物価面について、商品市況は、中国経済減速の影響を受けつつも、

総じてみれば高止まりしている。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとした上昇を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落するもとで、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースでみると、1%台前半となっている。この間、予想物価上昇率は、短期を中心に上昇している。短期的なインフレ予想は、最近の資源価格上昇の影響などから、総じてはっきりと上昇している。中長期的なインフレ予想も、短期と比べるとペースは緩やかながら、上昇している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、エネルギーや食料品の価格上昇の影響により、2%程度で推移すると予想される。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

資金需要面では、原材料コストの上昇を受けた運転資金需要がみられているが、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要などが総じて落ち着いていることから、全体としては横ばい圏内で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。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。こうした中、銀行貸出残高の前年比、CP・社債計の発行残高の前年比は、それぞれ1%程度、9%台後半となっており、これらの残高は引き続き高水準となっている。日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。企業倒産は低水準で推移している。企業の資金繰りは、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業を中心になお厳しさが残っており、原材料コスト上昇の影響もみられるが、全体としては経済の持ち直しに伴い改善傾向にある。

この間、マネタリーベースは、ひと頃に比べ減速し、足もとでは前年比4%台半ばのプラスとなっている。マネーストックの前年比は、3%台前半のプラスとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、米欧におけるインフレ高進を受けた利上げペース加速への警戒感が強まる中、株価が大幅に下落するなど、やや不安定な動きとなっているとの見方を共有した。一人の委員は、各国のインフレ率が金融引締めによって実際に低下していけば、金融市場も次第に落ち着きを取り戻すと考えられるが、その道筋が明確になるまでは、ボラティリティの高い状況が続く可能性が高いとの見解を示した。

海外経済について、委員は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復しているとの認識で一致した。何人かの委員は、ウクライナ情勢の長期化や物価上昇の影響などにより、海外経済の減速が明確になってきているとの見解を示した。その背景について、一人の委員は、海外の政策当局は、マクロ経済政策の目的を、コロナ禍対応の経済下支えから、インフレ抑止へと転換してきていると述べた。先行きについて、委員は、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも、感染症の影響が和らいでいくもとの、総じてみれば回復を続けるとの見方で一致した。そのうえで、複数の委員は、世界銀行やOECDが今年の海外経済の成長率見通しを大幅に引き下げた点を指摘した。海外経済に関するリスクについて、委員は、①ゼロコロナ政策を続ける中国での感染症の動向や②ウクライナ情勢の展開、③半導体不足等の供給制約、④世界的なインフレ高進を受けた金融緩和の縮小などの影響を中心に、当面、不確実性は高いとの認識を共有した。多くの委員は、金融政策の正常化を進める米欧において、利上げがどのようなペースで実施され、そのもとの、インフレ率の抑制と経済成長の維持の両立がどのように図られるのか、注視すべきであるとの認識を示した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。そのうえで、一人の委員は、ISM非製造業指数やサービス業PMIは、節目の50をなお上回っているものの、足もとの水準が低下してきており、家計部門を中心に景気減速の兆候が表れ始めていると指摘した。別の一人の委員は、急速なペースでの利上げが進む中、足もとの販売に減速感が窺われる住宅市場に加え、レバレッジド・ローンに変調が起きないか、動向を注視していく必要があると述べた。これに対し、ある委員は、米国株価の下落は、企業収益見通しの下方修正よりも、バリュエーション（PER）の低下によって生

じている面が強いため、インフレ抑制に繋がるほど実体経済が減速するには、なお時間を要するのではないかと述べた。

欧州経済について、委員は、基調としては回復しているとの認識で一致した。一人の委員は、ユーロ圏では、鉱工業生産が減少し、経常収支が10年超振りの赤字となったほか、消費者物価が大きく上昇するなど、ウクライナ情勢の影響が具体的な経済指標に表れ始めていると指摘した。複数の委員は、欧州経済は、ウクライナ情勢の影響を強く受ける中で、今後は、利上げも下押し圧力として作用するため、減速圧力が強まらないか注視すべきであるとの認識を示した。更に、このうちの一人の委員は、欧州は、スタグフレーションのリスクがあると述べた。

中国経済について、委員は、感染拡大に伴う厳格な公衆衛生上の措置を受けて、下押しされた状態にあるとの見方を共有した。一人の委員は、4月は、都市封鎖の影響などから経済活動の落ち込みが顕著であり、市場では、4～6月期のGDPがマイナス成長となる可能性も意識されていると述べた。中国経済の先行きについて、一人の委員は、都市封鎖解除後も上海の経済活動の正常化には時間が必要であり、中国経済の成長鈍化や世界的な供給制約の長期化が懸念されると述べた。別の一人の委員は、上海における都市封鎖の影響は解消しつつあるが、中国政府がゼロコロナ政策を堅持する中で、都市封鎖再実施への懸念は残っていると指摘した。

中国以外の新興国経済について、委員は、ウクライナ情勢の影響により下押しされる国・地域もみられるが、総じてみれば持ち直しているとの認識を共有した。複数の委員は、米国の利上げ加速に伴う自国通貨下落や資本流出、インフレの進行などを通じて、新興国経済が不安定化するリスクには、注意が必要であるとの見解を示した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、わが国経済は、供給制約や輸入原材料価格の高騰などによる下押し圧力を受けているものの、旅行等サービス消費を中心に個人消費は改善しており、基調としては持ち直しているとの見方を示した。一人の委員は、わが国の経済は、感染者数の増減とともにサービス消費を中心に浮き沈みを繰り返してきたが、ウィズコロナが定着するもとの、感染者数の増加に対する景気の落ち

込み度合いは小さくなってきていると述べた。

景気の先行きについて、委員は、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとの見解で一致した。また、その後の景気展開について、委員は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まっていく中で、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、感染対策の進捗や行動制限の緩和等による人流の増加と、それに伴うサービス消費を中心としたペントアップ需要の顕在化が、わが国経済の回復を牽引していくとの見通しを示した。別の一人の委員は、インバウンドの再開は、わが国経済を押し上げる方向に作用するが、中国がゼロコロナ政策を堅持する中、感染症前に相応のウエイトを占めていた同国からの観光客の回復には時間がかかる可能性があると述べた。

輸出や生産について、委員は、基調としては増加を続けているが、足もとでは、供給制約の影響が強まっているとの認識を共有した。何人かの委員は、半導体不足など感染症からの回復過程で生じた様々な供給制約が長引いている中で、中国の都市封鎖の影響も加わったことから、輸出や生産への下押し圧力が強まっているとの見方を示した。先行きの輸出や生産について、委員は、目先は、中国での都市封鎖に伴う物流網の混乱等の影響が残るもとで、弱めの動きとなるものの、その後は、海外経済が総じてみれば回復を続け、供給制約の影響も次第に緩和していくもとで、自動車関連やデジタル関連を中心に、増加基調を辿るとの認識を共有した。一人の委員は、行動制限下で積み上がった貯蓄の存在もあって海外需要は底堅い点も踏まえると、輸出や生産は、回復時期を後ずれさせつつも、増加基調に復していくとの見通しは維持できると述べた。他方、別の一人の委員は、海外経済の減速が明確になってきているため、先行きの輸出・生産の回復ペースは、緩やかなものにとどまる可能性が高いとの認識を示した。この間、ある委員は、電力不足が深刻化すれば、企業の生産活動等の大きな制約になり得るリスクがあると指摘した。

企業収益について、委員は、全体として高水準で推移しているとの見解で一致した。一人の委員は、資源・エネルギーの大部分を輸入に頼るわが国において、資源価格の上昇は、交易条件の悪化を通じて、企業収益の下押し要因になるとの見解を示した。この点に関し、別の一人の委員は、企業収益は全体として高水準を維持しているが、中堅・

中小企業には弱めの動きもみられると述べた。

設備投資について、委員は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、供給制約や資源価格上昇の影響などから、企業の業況感の改善が一服する中でも、設備投資は、製造業を中心に持ち直しの動きが続いていると述べた。先行きの設備投資について、委員は、企業収益が資源価格上昇の影響から下押しされつつも全体として高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくとの見解を共有した。

個人消費について、委員は、感染症の影響が和らぐもとの、サービス消費を中心に持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、3年振りに行動制限のないゴールデンウィークを迎え、飲食・宿泊の活気が徐々に戻ってきていると述べた。更に、このうちの一人の委員は、海外からの観光客の受け入れが6月から開始されたことも、サービス業の明るい材料であるとの見方を示した。ある委員は、景気ウォッチャー調査が着実な改善を続けている点などを踏まえ、これまでのところ、行動制限下で積み上がった貯蓄やペントアップ需要のプラス効果が、物価上昇による実質所得の下押し圧力に対するバッファーとなっている可能性を指摘した。別のある委員は、物価上昇による家計負担は、世帯所得や地域における支出ウエイトのばらつきによっても異なる点に留意が必要との見方を示した。先行きの個人消費について、委員は、エネルギー・食料品価格の上昇が実質所得の悪化を通じて下押しに作用するものの、感染抑制と経済活動の両立が次第に進み、雇用環境も改善していくもとの、ペントアップ需要の顕在化などを背景に、回復していくとの見方を共有した。一人の委員は、対面型サービス業では、夏に向けて予約は順調に推移しているとはいえ、国や自治体の支援策に期待する声も根強く、夏以降の個人消費の回復の持続性に注目していると述べた。複数の委員は、インバウンドの再開も進んでいけば、サービス部門の回復は一段と明確になっていくとの見方を示した。このうちの一人の委員は、行動制限下で積み上がった貯蓄の存在により、平均消費性向の上昇を伴う個人消費の回復が期待できると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっているとの見解で一致した。一人の委員は、今年の春季労使交渉では、9年連続のベースアップが実現し、その賃上げ率も直近9年間で2番目に高い伸びとなっているが、足もとの物価上昇率と比べるとなお低いとの認識を示した。そのうえで、こ

の委員は、わが国では、賃上げよりも雇用維持を優先する労使交渉が根付いてきたことで、賃金は構造的に上昇しにくくなっているとの見解を示した。先行きの雇用者所得について、委員は、景気の改善に伴い増加を続けるとの見方を共有した。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落するもとで、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっているとの認識で一致した。一人の委員は、加重中央値や最頻値の上昇は依然として小幅にとどまっているが、このところ、上昇品目比率が急速に高まっており、価格上昇の裾野は広がってきているとの見方を示した。別の一人の委員は、わが国の消費者物価の上昇率は、他の主要国に比べ、抑制されていると述べ、その背景として、政府による激変緩和措置の効果や、原材料コスト上昇が価格転嫁されるまでの時間差を指摘した。この間、予想物価上昇率について、委員は、短期を中心に上昇しているとの見方で一致した。一人の委員は、企業や家計、市場参加者などを対象とした多くのインフレ予想指標は、感染症とウクライナ情勢という前例のない供給ショックと世界的なインフレ高進を受けて、上昇しており、物価や賃金は上がらないという経済主体の物価観にも変化の兆しがみられ始めていると述べた。別の一人の委員も、感染症の影響が和らぎつつある中、企業や家計の物価観に変化の兆しがみられると指摘した。

物価の先行きについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、エネルギーや食料品の価格上昇の影響により、2%程度で推移するとみられるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。この間、委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとで、原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとの認識も共有した。複数の委員は、このところ、食料品や耐久消費財などでも値上げの動きがみられることを指摘したうえで、消費者物価の前年比は、エネルギーを除くベースでも、上昇していくとの見通しを示した。他方、別の一人の委員は、足もとの物価上昇は、輸入価格上昇に伴う一時的なものであり、需給ギャップや予想インフレ率の動向を踏まえると、「物価安定の目標」の安定的な達成は難しいと述べた。この間、ある委員は、所得と物価が安定的かつ持続的に上昇する好循環の実現には、企業による生産性向上と賃上げへの取り組みとともに、所得増加を目指す転職の拡大に繋がる労働市場の変革と新たな価値を生み出すスタート

アップの成長、家計による安定的な資産形成の推進が重要であるとの見方を示した。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外経済の動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高いとの認識で一致した。そのうえで、委員は、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの見方を共有した。この点に関し、一人の委員は、急激な円安の進行は、先行きの不確実性を高め、企業による事業計画の策定を困難にするため、経済にマイナスに作用するとの見解を示した。別の一人の委員は、ウクライナ情勢の長期化や中国の都市封鎖が、供給制約を深刻化させるリスクや、米欧の金融引締めに伴うグローバルな資産価格の下落が、負の資産効果等を通じて、わが国の個人消費や設備投資を下押しするリスクには注意が必要であると指摘した。ある委員は、物価の上昇が消費マインドの悪化等を通じて個人消費を下押しするリスクや、感染症が落ち着いた後も、対面型サービス業を中心に、感染症の負の影響が長期間残存するリスクを懸念していると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。複数の委員は、中小企業の一部を除けば、企業の資金繰りは落ち着いており、倒産件数も低水準で推移しているとの見方を示した。一人の委員は、金融環境は、非製造業では、感染症の影響が和らぐ中で、サービス業を中心に改善している一方、製造業では、資源高や中国の都市封鎖の影響などから、改善が一服していると指摘した。別の一人の委員は、中小企業を中心に、最近の原材料コストの上昇が先行きの資金繰りに与える影響を懸念する声が聞かれると述べた。

III. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

当面の感染症への対応について、委員は、コロナオペ等の措置は所期の効果を発揮しているとの見解で一致した。10月以降のコロナオペの取り扱いについて、何人かの委員は、感染症が中小企業等の資金繰りに及ぼす影響をもう少し見極めたうえで、次回以降の決定会合で判断すべきであるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、感染症

の動向に不確実性は残るが、これまでのところ、コロナオペの応札実績は少額にとどまっていると付け加えた。委員は、当面、感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる姿勢に変わりはないとの認識を共有した。

次に、委員は、先行きの金融政策運営の基本的な考え方について議論した。委員は、わが国経済は、感染症からの回復途上にあるうえ、資源価格上昇による下押し圧力も受けており、金融面からしっかりと支えていかなければならない状況にあるとの考えを共有した。また、委員は、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、きわめて不確実性が高い金融経済情勢を見極めながら、賃金の上昇を伴うかたちで、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現できるよう、金融緩和を実施していく必要があるとの認識を共有した。金融政策と為替相場の関係について、一人の委員は、金融政策の目標は、あくまでも2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現であることを、改めてしっかりと説明していく必要があると述べた。別の一人の委員は、資源価格上昇と為替変動により、値上げ品目は拡がりを見せているが、前向きの循環のもとでの「物価安定の目標」が実現されたとはいえず、金融政策は現状維持が適当であると述べた。

「物価安定の目標」を持続的・安定的なかたちで実現していく観点から、多くの委員は、賃金上昇の重要性について言及した。すなわち、一人の委員は、金融緩和の継続は、企業による持続的な賃上げを後押しするために有効であると述べた。複数の委員は、需給ギャップのマイナスが2年以上続く中、需要を押し上げる持続的な賃金上昇を実現していくためには、現在の金融緩和を継続し、経済をしっかりと下支えすることが適当であるとの認識を示した。また、別の一人の委員も、2%の「物価安定の目標」の達成には、それを上回る賃金上昇が必要であるが、わが国経済は、負の需給ギャップがあるもとで、賃金上昇を加速させるような労働需給環境には至っておらず、その点で、金融緩和を縮小している欧米諸国の経済環境とは異なると述べた。ある委員は、「物価安定の目標」を安定的に達成するためには、家計の購買力や予想インフレ率の引き上げを通じて、企業が価格を改定しても、個人消費が拡大を続けられる強靱な経済環境を整える必要があると指摘した。別のある委員は、物価の基調や予想インフレ等のデータをリアルタイムで点検しつつ、賃上げ傾向が確実になり、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するまで、金融緩和を継続すべきとの見解を示した。また、この委員は、わが国の負の需給ギャップを解消し、

所得と雇用を増加させるには、政府の財政政策等とも連携しながら、経済を温めて高圧経済の実現を目指すことが必要であるとの見方も示した。この間、一人の委員は、金融政策運営では、需給ギャップと予想インフレ率を高めるべく緩和姿勢を強めることで、経済の回復と「物価安定の目標」の達成を早期に実現する必要があると述べた。

金融政策運営に関する対外的な情報発信について、一人の委員は、物価は広く国民生活に影響するだけでなく、経済主体の属性や地域などの違いによってその影響は異なるため、物価動向や金融政策運営に関する情報発信を行うにあたっては、留意が必要であると述べた。別の一人の委員は、財やサービスの価格上昇は、その原因が何であれ、家計の負担を増加させるが、重要なことは、そうした負担を吸収できるような賃金の上昇を実現していくことである点を、より丁寧に説明すべきであると述べた。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが形成されているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、最近の長期金利の上昇圧力に対する金融市場調節上の対応について議論した。一人の委員は、この間の市場の状況を踏まえ、チーペスト銘柄を対象とする連続指値オペを実施したことは適切であるとの見方を示した。複数の委員は、最近の国債買入れの増加は、金融市場調節方針の実現のために必要な措置であり、今後も、引き続き市場の状況に応じた国債買入れを実行すべきであると述べた。ある委員は、海外からの金利上昇圧力は今後も続くと思われる中、金融市場調節方針を実現するため、指値オペの毎営業日実施を続けることが適当であると述べた。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

「①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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り（0.25%）方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。」

これに対し、ある委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していくこと、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、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、との考え方を共有した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じることで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 5月31日に令和4年度補正予算が成立した。補正予算を含めた総合緊急対策により、感染症再拡大や物価高騰等による予期せぬ財政需要に迅速に対応し、国民の安心を確保する。
- 6月7日に「経済財政運営と改革の基本方針2022（骨太方針2022）」が閣議決定された。夏以降の予算編成にあたり、本方針及び「骨太方針2021」に基づき、経済・財政一体改革を着実に推進する。経済をしっかりと立て直し、そして財政健全化に取り組んでい

く。

- 日本銀行には、政府との連携のもと、ウクライナ情勢や感染症の影響も踏まえ、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の先行きは、持ち直していくことが期待される。ただし、供給面での制約や原材料価格の上昇、金融資本市場の変動等による下振れリスクに十分注意する必要がある。こうした中、政府は、昨年11月の経済対策や、4月の総合緊急対策を迅速かつ着実に執行する。予備費の機動的な活用をはじめ、物価・景気両面の状況に応じた迅速かつ総合的な対策に取り組む。
- 「骨太方針2022」、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」を前に進めるための総合的な方策を早急に具体化し、経済社会をより強靱で持続可能なものに変革する。
- 日本銀行には、引き続き、政府と連携し、経済・物価・金融情勢を十分に踏まえ、適切な金融政策運営を期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

(1) 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。

(2) 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

2. 上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り（0.25%）方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、
中村委員、野口委員、中川委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、資産買入れ方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
2. C P等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（C P等：約 2 兆円、社債等：約 3 兆円）へと徐々に戻していく。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員、中川委員

反対：なし

3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2022年4月27、28日開催分）が全員一致で承認され、6月22日に公表することとされた。

以 上

2022年6月17日

日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注1)

①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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

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、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

2. わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している。輸出や鉱工業生産は、基調としては増加を続けているが、足もとでは、供給制約の影響が強まっている。企

業の業況感は、供給制約や資源価格上昇の影響などから、このところ改善が一服している。企業収益は全体として高水準で推移している。設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。雇用・所得環境は、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。個人消費は、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に持ち直している。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。公共投資は弱めの動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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）の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落するもとで、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている。また、予想物価上昇率は、短期を中心に上昇している。

3. 先行きのわが国経済を展望すると、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。その後は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、エネルギーや食料品の価格上昇の影響により、2%程度で推移するとみられるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとで、原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。
4. リスク要因をみると、引き続き、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外経済の動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。
5. 日本銀行は、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。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置

を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している^(注2)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員。反対：片岡委員。片岡委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

(注2) 片岡委員は、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとして反対した。

(4 年 7 月 20、21 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2022 年 7 月 20 日 (14:00~15:45)
7 月 21 日 (9:00~11:57)

2. 場 所 : 日本銀行本店

3. 出席委員 :

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(“)
	鈴木人司	(審議委員)
	片岡剛士	(“) (注)
	安達誠司	(“)
	中村豊明	(“)
	野口 旭	(“)
	中川順子	(“)

(注) 片岡委員は、電話会議により出席。

4. 政府からの出席者 :

財務省	奥 達雄	大臣官房総括審議官 (20 日)
	大家敏志	財務副大臣 (21 日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (20 日)
	黄川田仁志	内閣府副大臣 (21 日)

(執行部からの報告者)

理事	内田真一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
理事	清水誠一
企画局長	中村康治
企画局政策企画課長	川本卓司
金融機構局長	正木一博
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	大谷 聡
調査統計局経済調査課長	長野哲平
国際局長	廣島鉄也

(事務局)

政策委員会室長	千田英継
政策委員会室企画役	木下尊生
政策委員会室企画役	大庭英正
企画局企画役	長江真一郎
企画局企画役	吉村 玄
企画局企画役	長田充弘

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月16、17日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、国債買入れを行った。また、前回会合で決定された連続指値オペの運営方針に従って、10年物国債を対象とする固定利回り（ 0.25% ）方式による国債買入れ（指値オペ）を毎営業日実施した。このほか、チーペスト銘柄を対象とする指値オペを毎営業日実施した。合わせて、レポ市場における国債需給が過度に引き締まることを抑制し、市場の安定を確保する観点から、チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置を実施した。そのもとで、10年物国債金利はゼロ％程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、ETFやJ-REIT、CP・社債等の買入れを実施した。また、企業等の資金繰り支援のための措置として、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ（コロナオペ）を実施した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.047\sim-0.007\%$ 程度で推移している。GCレポレートは、 $-0.233\sim-0.087\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、幾分上昇した。

わが国の株価（TOPIX）は、米国株価の上昇を眺めた買戻しの動きなどにより、前回会合時点から上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、長短金利操作のもとで、ゼロ％程度で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米間の金融政策の方向性の違いや本邦輸入企業のドル買いの動きなどを背景に、円安方向の動きとなっている。円の対ユーロ相場は、ロシアからのエネルギー供給問題などもあってユーロ圏経済の減速懸念が高まるもとで、円高方向の動きとなっている。

（注） 「10年物国債金利がゼロ％程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。」

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している。米国や欧州で経済活動の再開が続いているほか、中国でロックダウン等の措置が緩和され、中国以外の新興国・資源国経済でも、経済活動の再開が本格化している。ただし、世界的なインフレ圧力が続くもとで、先進国中央銀行の利上げが世界経済への下押し圧力として作用しつつあるほか、ウクライナ情勢の影響の長期化も、ユーロ圏を中心に、経済への下押し圧力となっている。先行きの海外経済は、ウクライナ情勢などによる減速圧力を受けつつも、感染症の影響が和らいでいくもとで、総じてみれば緩やかな成長を続けるとみられる。ただし、ウクライナ情勢の帰趨や世界的なインフレ圧力、先進国中央銀行の利上げペース加速の影響、中国での感染動向を中心に、当面、不確実性は大きい。

地域別にみると、米国経済は、回復している。個人消費は、積み上がってきた貯蓄の取り崩しを伴いつつ、財からサービスへのシフトがみられるもとで、増加が続いている。住宅投資は、FRBによる利上げを受けて減速の兆しがみられるが、引き続き高水準で推移している。雇用者数の増加は続いているが、労働参加率の回復が緩やかなペースにとどまるもとで、求人率や離職率の高止まりもあって、労働市場の逼迫感は続いている。企業部門をみると、業況感の改善と設備投資の増加が続いている。物価動向をみると、PCEデフレーターの前年比は、需給逼迫の影響などから、6%台前半の高い上昇率となっている。

欧州経済は、基調としては回復している。個人消費は、エネルギー価格の上昇による減速圧力を受けつつも、経済活動の再開が続くもとで、サービス消費を中心に基調としては回復している。企業部門をみると、業況感は全体としては改善を続け、設備投資も基調としては増加しているが、製造業の新規受注を示す指標では弱さがみられている。物価面をみると、HICPの前年比は、エネルギー価格の上昇などから、8%台半ばの高い上昇率となっている。

中国経済は、感染拡大に伴う厳格な公衆衛生上の措置の影響が和らぐもとで、下押しされた状態から持ち直しつつある。個人消費は、移動制限などの影響が緩和する中で、大きく落ち込んだ水準から持ち直しつつある。企業部門をみると、企業活動や物流が徐々に正常化するもとで、輸出や生産は持ち直している。固定資産投資は、インフラ投資による下支えもあって、基調としては持ち直している。

中国以外の新興国・資源国経済は、ウクライナ情勢の影響により下

押しされる国・地域もみられるが、総じてみれば持ち直している。N I E s ・ A S E A N 経済は、中国向け輸出に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば輸出の増加が続く中、経済活動の再開が進展するもとで内需の改善も続いており、回復している。

海外の金融市場をみると、先進国の長期金利は、先進国中央銀行の利上げペースが加速する中、先行きの経済減速懸念の高まりなどから、大きく低下している。株価は、金利の低下が下支えするもとで、上昇した。原油価格は、経済減速懸念もあって、下落した。為替市場について、新興国・資源国通貨をみると、資源価格が全般的に下落する中で、資源国通貨を中心に下落した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している。先行きについては、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとみられる。

輸出は、基調としては増加を続けているが、供給制約の影響を受けており、鉱工業生産は、その影響から下押し圧力が強い状態にある。実質輸出を財別にみると、情報関連は、半導体への需要は堅調とみられるが、足もとでは、中国向けの出荷がロックダウンの影響で抑制されたことの影響がみられる。自動車関連は、世界的な半導体需給の逼迫に、中国のロックダウンに伴う部品調達難の影響も加わり、水準を切り下げている。一方、資本財は、中国向けは減少しているが、世界的な機械投資の堅調さに加え、デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、高水準で推移している。先行きの輸出や鉱工業生産は、目先は、半導体不足や中国でのロックダウンに伴う物流網の混乱などの影響が残るもとで、供給面から制約されやすい状態が続く可能性が高い。その後は、供給制約の緩和が見込まれる自動車関連や、グローバルな需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加していくとみられる。

企業収益は、全体として高水準で推移している。業況感は、横ばいとなっている。短観の業況判断D I（全産業全規模）は、3月に小幅悪化したあと、6月は小幅改善した。業種別にみると、製造業は、幅広い業種で原材料コスト上昇の影響がみられたほか、中国でのロックダウンに伴う供給制約もあって、2四半期連続で悪化した。他方、非製造業は、一部で原材料コスト上昇の影響もみられたものの、感染症

の影響緩和を受けて、対個人サービスや宿泊・飲食サービス、運輸・郵便などがはっきりと改善し、全体としても改善した。

設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。先行きの設備投資は、企業収益が資源価格上昇の影響から下押しされつつも全体として高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくと予想される。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）が、振れを伴いつつも増加しているほか、建築着工（民間非居住用）の工事費予定額も、振れを均してみれば増加している。6月短観の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み土地投資を除くベース、金融機関を含む全産業全規模）をみると、2021年度は、資本財の供給制約や感染症の影響などから前年比+0.9%の小幅増にとどまったが、2022年度計画は同+13.5%と、はっきりとした増加となっている。

個人消費は、感染症の影響が和らぐもとの、サービス消費を中心に緩やかに増加している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、4～5月の1～3月対比は、サービス消費を中心に+2.3%の増加となっている。形態別にみると、サービス消費は、感染症の影響が和らぐもとの、外食や国内旅行を中心に増加している。非耐久財消費は、食料品や日用品などの巣ごもり需要の減退などから弱めの動きとなったあと、足もとでは、衣料品や身の回り品が増加するなど、堅調に推移している。一方、耐久財消費は、供給制約による下押しの影響から、低めの水準で推移している。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、足もとにかけての動向を窺うと、財消費は、中国のロックダウンに伴う供給制約の影響が一部で緩和に向かい始めたもとの、改善しているとみられる。サービス消費も、増加傾向を続けている模様である。この間、個人消費関連のマインド指標をみると、物価上昇の影響もあって、幾分悪化している。先行きの個人消費は、エネルギーや食料品を中心とした物価上昇の影響を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が次第に進み、雇用環境も改善していくもとの、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてペントアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している。労働力調査の就業者数をみると、非正規雇用は対面型サービス業を中心に依然低めの水準にあるが、正規雇用は人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に緩やかに増加している。6月短観の雇用人員判断DIをみると、「不足」超幅の拡大傾

向が続いている。一人当たり名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、所定内給与を中心に緩やかに増加している。先行きの雇用者所得は、名目ベースでは、景気の改善に伴って増加していくと考えられる。ただし、実質ベースでは、当面、物価上昇を反映してマイナスで推移する可能性が高い。

物価面について、商品市況は、ウクライナ情勢などを背景に引き続き高水準であるが、足もとではグローバルな景気減速懸念などを受けて、下落している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとした上昇を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースでみると、1%台前半となっている。この間、予想物価上昇率は上昇している。短期的なインフレ予想は、総じてはっきりと上昇している。中長期的なインフレ予想も、緩やかに上昇している。6月短観における企業の予想インフレ率は、物価全般、販売価格のいずれについても、1年後、3年後、5年後が全て上昇している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

資金需要面では、原材料コストの上昇を受けた運転資金需要がみられているが、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要などが総じて落ち着いていることから、全体としては横ばい圏内で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP市場では、良好な発行環境となっている。社債市場でも、総じて良好な発行環境となっている。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。こうした中、銀行貸出残高の前年比、CP・社債計の発行残高の前年比は、それぞれ1%台半ば、9%程度となっており、これらの残高は引き続き高水準となっている。日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。企業倒産は低水準で推移している。企業の資金繰りは、一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い中小企業も含めて改善傾向が続いている。

この間、マネタリーベースは、ひと頃に比べ減速し、足もとでは前年比4%程度のプラスとなっている。マネーストックの前年比は、3%台前半のプラスとなっている。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、高水準の貸出残高や、手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、ウクライナ情勢の影響を受けた引当などがみられたものの、総じてみれば低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

地域銀行と信用金庫の収益も、高水準の新型コロナ関連融資残高などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全14指標のうち、実体経済活動との対比でみた金融機関の与信量等の4指標について、過熱方向にトレンドから乖離した状態となっている。もっとも、これらは、主として、感染症の影響による企業等の運転資金需要の高まりに金融機関が応えた結果として生じており、金融活動の過熱感を表すものとはみられない。企業収益の回復とともに債務返済が進み、金融機関与信が実体経済活動に見合った水準に復していくか、引き続き注視する必要がある。

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢の現状

国際金融市場について、委員は、世界的なインフレ率の高止まりを受けて、米欧を中心に金融緩和の縮小ペースが加速するも、世界経済の減速懸念も強まっており、市場センチメントは慎重化した状態が続いているとの見方を共有した。一人の委員は、市場では、世界経済のテーマとして、インフレだけでなくインフレ抑制に伴う景気後退についても注目されるようになってきていると指摘した。別の一人の委員は、世界経済の減速懸念もあって、足もとの資源・穀物価格は下落していると指摘した。

海外経済について、委員は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復しているとの見方で一致した。ある委員は、供給制約の解消に時間がかかっているものの、コロナ禍で積み上がった貯蓄に支えられた旺盛な民間需要が依然として維持されているとの見解

を示した。何人かの委員は、ウクライナ情勢の長期化や世界的なインフレ高進、主要国中央銀行の利上げが世界経済の下押し圧力になっていると指摘した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。一人の委員は、物価高が実質所得を押し下げるもとでも、個人消費は財からサービスへのシフトを伴いつつ高水準を維持していると述べた。他方、別の一人の委員は、金利上昇を背景に住宅市場に減速感がみられ始めていると指摘した。多くの委員は、FRBの利上げペースの加速により、想定以上に経済が減速する可能性についても、意識しておく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、基調としては回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、ウクライナ情勢の長期化に伴うエネルギー価格の上昇や供給制約の影響がみられているとの認識を示した。このうちの複数の委員は、ロシア産エネルギーからの脱却を進める国において、更なる経済活動の制約や混乱が生じることがないか注意する必要があると指摘した。

中国経済について、委員は、下押しされた状態から持ち直しつつあるとの認識で一致した。何人かの委員は、上海のロックダウンが終了し、経済活動の再開が進展しているものの、ゼロコロナ政策が維持されるもとで、一部地域で再び感染が拡大していることが懸念されると述べた。複数の委員は、ゼロコロナ政策の帰趨に加え、不動産市場の調整や雇用情勢の悪化などにも注意する必要があると指摘した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、総じてみれば持ち直ししているとの認識を共有した。一人の委員は、資源輸出国は堅調であるほか、NIEs・ASEANも回復が期待されるとの見解を示した。

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。多くの委員は、企業の資金繰りは、感染症の影響を受けやすい対面型サービス業の中小企業も含めて改善傾向にあり、コロナオペの残高も着実に減少するなど、感染症の企業金融への影響は和らいできているとの見方を示した。このうち一人の委員は、現状、企業の運転資金を中心とした資金繰りに大きな問題は生じておらず、倒産件数も低位で推移していると指摘した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・物価情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、持ち直しているとの見方を共有した。何人かの委員は、感染症からの回復過程にあるもとで、資源価格の高止まりによる海外への所得流出や供給制約といった下押し圧力を受けていると指摘した。このうち一人の委員は、昨年来の半導体不足に中国のロックダウンの影響も加わって、供給制約による下押し圧力は予想以上に長引いており、その影響は、輸出のみならず、設備投資や耐久財消費にも広がっていると指摘した。これらの委員を含め、何人かの委員は、こうした下押し圧力のもとでも、概ね4月の「経済・物価情勢の展望」で示したシナリオに沿って、消費を中心に持ち直しているとの認識を示した。

輸出や生産について、委員は、輸出は基調としては増加を続けているが、供給制約の影響を受けており、鉱工業生産は、その影響から下押し圧力が強い状態にあるとの認識で一致した。何人かの委員は、半導体不足などによる供給制約の影響は、自動車をはじめ幅広いセクターに及んでいるとの見方を示した。

設備投資について、委員は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、6月短観からも、企業の設備投資スタンスの積極化が窺われると述べた。このうち一人の委員は、この点について、企業の将来の売上増加への期待が高まっている可能性があるとして指摘した。

個人消費について、委員は、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に緩やかに増加しているとの見方で一致した。一人の委員は、感染抑制と経済活動の両立が進展するもとで、飲食・宿泊等を中心にペントアップ需要が回復を支えていると述べた。そのうえで、この委員は、食料やエネルギーなどの生活必需品の物価上昇は、消費者マインドを悪化させている点も合わせて言及した。

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、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっているとの見方で一致した。ある委員は、物価の基調的な変動を示す各種指標は、緩やかな上昇を続けていると述べた。何人かの委員は、企業による値上げの動きに広がりが見られると指摘した。このうち一人の委員は、値上げに対する企業の従来の意識に変化が生じている可能性があるとの見方を示した。

予想物価上昇率について、委員は、上昇しているとの見方で一致した。ある委員は、6月短観における企業の中長期の予想インフレ率に

関する回答の分布をみると、0%近傍への集中度が大きく低下し、プラス領域の厚みが増しており、形状が変化していると指摘した。

2. 経済・物価情勢の展望

2022年7月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、見通し期間の中盤にかけては、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、わが国経済は回復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、感染症と供給制約の影響が緩和するもとで、当面は、ペントアップ需要に支えられた景気の回復が続くとの見方を示した。見通し期間の中盤以降については、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。一人の委員は、来年度以降、ペントアップ需要が一巡するものの、その頃には、所得から支出への前向きの循環が強まってくる姿が想定されると述べた。

海外経済の先行きについて、委員は、見通し期間の中盤にかけて、ウクライナ情勢などによる減速圧力を受けつつも、総じてみれば回復を続けるとの見方で一致した。その後についても、委員は、緩やかな成長を続けるとの見方を共有した。

わが国の輸出や生産について、委員は、供給制約の影響の緩和もあって、自動車関連やデジタル関連を中心に増加していくとの見方で一致した。

設備投資について、委員は、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくとの見方で一致した。一人の委員は、コロナ禍により先送りされていた投資の実行も期待されると述べた。委員は、見通し期間の中盤以降も、人手不足対応の機械投資やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けるとの見方を共有した。

個人消費について、委員は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたペントアップ需要の顕在化を主因に、増加を続けるとの見方で一致した。ペントアップ需要に関し、一人の委員は、イベント関連消費を中心に回復を続けるとみられるものの、物価上昇の影響やコロナ禍を経た行動様式の変容に

より、行動自粛下で積み上がった貯蓄の多くを直ちに取り崩すような消費行動は期待しにくいとの見方を示した。見通し期間の中盤以降の個人消費について、委員は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けるとの見方を共有した。

雇用者所得について、委員は、対面型サービス部門の回復に伴う非正規雇用の増加に加え、労働需給の改善を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、春季労使交渉の妥結状況をみると、今年度の賃上げ率は中小企業も含め前年度を上回ったほか、大手企業を対象とする夏季賞与アンケート調査でも10%を超える増加となるなど、家計所得の増加が見込まれると指摘した。この点に関し、この委員は、輸入原材料価格の高騰に起因する生活必需品の価格上昇と構造的な人手不足の影響から、賃金上昇圧力が高まっていると述べた。別のある委員は、企業の期待成長率の上昇と予想インフレ率の上昇も、賃金上昇余地を高めている可能性があるとの考えを示した。

以上の中心的な成長率の見通しについて、4月の展望レポート時点と比べると、委員は、2022年度は、海外経済の減速や供給制約の強まりの影響などから下振れている一方、その後は、その反動もあって幾分上振れているとの見方で一致した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。何人かの委員は、消費者物価上昇の原因は、主として輸入原材料価格の上昇であると述べたうえで、来年度以降は、資源価格が上がり続けられない限り、消費者物価の上昇率は低下していくという見通しを示した。

変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比について、委員は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとので、プラス幅を緩やかに拡大していくとの見方を共有した。そのうえで、複数の委員は、現段階では、見通し期間内に2%に達することは見込みがたいと述べた。

こうした物価見通しの背景にある要因について、委員は、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、現在、小幅のマイナスとなっているが、先行きは、潜在成長率を上回る成長経路を辿るも

とで、2022年度後半頃にはプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くとの見方を共有した。また、委員は、中長期的な予想物価上昇率は、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇しているとの認識で一致した。そのうえで、委員は、適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくとの見方を共有した。この点に関し、ある委員は、より広範かつ持続的な物価上昇のためには、経済成長に伴う持続的な賃金上昇がきわめて重要であると述べた。そのうえで、この委員は、持続的な賃上げと付加価値向上が重要な経営課題となりつつあり、人的資本への投資や所得増加を目指す転職の活発化、スタートアップの成長などが相俟って、賃金と物価の好循環が働くことが期待されるとの見解を示した。また、別の一人の委員は、中長期の予想物価上昇率の上昇、企業の期待成長率の改善、企業の人手不足感の強まりという3つの変化により、持続的に物価が上昇していく可能性が高まっていると指摘し、これらの変化が、企業のビジネスモデルの転換を促し、賃金と物価の前向きの循環を通じて、物価に関するノルムの変化をもたらす可能性が従来よりも高まっているのではないかと述べた。

以上の中心的な物価の見通しについて、4月の展望レポート時点と比べると、委員は、輸入物価の上昇やその価格転嫁の影響から、足もとを中心に上振れているとの見方で一致した。

この間、委員は、経済・物価見通しの前提となっている金融環境についても議論を行った。委員は、先行きも、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、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくとの認識を共有した。複数の委員は、足もと、実質金利の低下などを背景に、金融緩和効果が強まっている可能性があるとの見方を示した。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。

まず、経済のリスク要因として、委員は、内外における感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響に注意が必要であるとの見方で一致した。委員は、わが国においては、高齢者を中心に感染症への警戒感が根強く残る場合、ペントアップ需要による押し上げ圧力が想定よりも弱まり、個人消費が下振れるリスクがあるとの認識を共有した。複数の委員は、足もと感染が再拡大していることを指摘し、サービス消費等が再び下押しされる可能性があるとの見方を示した。

別の一人の委員は、これまでのところ重症者数等は抑制されているう
え、政府も行動制限を課さない方針を表明しており、個人消費の増加
基調は維持されるのではないかと述べた。他方で、委員は、感染症へ
の警戒感が大きく後退すれば、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の
取り崩しが想定以上に進み、個人消費が上振れる可能性もあるとの見
方を共有した。また、委員は、グローバルに半導体不足が続くもとで、
内外で感染症が再拡大した場合、サプライチェーン障害などを通じて、
供給制約の長期化・拡大につながり、わが国の輸出・生産が下振れる
とともに、財消費や設備投資にも悪影響が波及するリスクがあるとの
認識を共有した。何人かの委員は、中国で感染再拡大の兆しがみられ
る点にとくに注意が必要であるとの見方を示した。

また、委員は、ウクライナ情勢の展開やそのもとの資源・穀物価
格の動向にも注意が必要であるとの認識で一致した。すなわち、委員
は、ウクライナ情勢の帰趨次第では、ユーロ圏を中心に海外経済が下
押しされる可能性があるほか、資源・穀物価格の上昇・高止まりが長
期化するリスクもあるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、供
給要因による資源・穀物価格の上昇は、わが国のような資源輸入国で
は、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなるた
め、資源・穀物価格の高止まりによる交易条件の悪化が長期化すれば、
賃金の上昇が物価の上昇に追い付かず、経済が下振れるリスクがある
との認識を共有した。他方で、委員は、資源・穀物価格が大きく下落
すれば、経済が上振れる可能性もあるとの見方で一致した。

更に、委員は、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向に
ついて留意が必要であるとの見方で一致した。具体的には、委員は、
先進国を中心にインフレの高進が続くもとで、各国中央銀行の利上げ
ペースは加速しており、国際金融資本市場では、インフレの抑制と経
済成長の維持が両立するかが懸念されているとの認識を共有した。そ
のうえで、委員は、資産価格の調整や為替市場の変動、新興国からの
資本流出を通じて、グローバルな金融環境が一段とタイト化し、ひい
ては海外経済が下振れるリスクがあるとの見方を共有した。この点に
関し、多くの委員は、米国経済について、F R Bがインフレ抑制のた
めの利上げを進めるもとで、厳しい景気後退を回避して軟着陸できる
かが注目される、と述べた。ある委員は、米国におけるインフレの牽
引役が、供給制約の強かった財の価格から賃金の影響を受けやすいサ
ービスの価格へとシフトする中、インフレの高止まりが長期化し、一
段と強力な金融引締めが必要となる可能性があるとの見方を示した。
また、一人の委員は、ユーロ圏で、利上げに伴って欧州周縁国の債務

問題が再燃しないかという点にも注意が必要との見解を示した。新興国についても、何人かの委員は、先進国の利上げ加速に伴う通貨下落や資本流出、インフレ高進の経済的・社会的影響といったリスクに注意が必要であると述べた。委員は、こうしたリスクを念頭に置いて、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの認識で一致した。

また、やや長い目でみたリスク要因として、委員は、企業や家計の中長期的な成長期待についても留意が必要であるとの見方で一致した。委員は、ポストコロナやデジタル化、脱炭素化に向けた動きは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられるほか、地政学的リスクの高まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性があり、そうした変化への家計や企業の対応次第では、中長期的な成長期待や潜在成長率、マクロ的な需給ギャップなどに上下双方向に影響が及ぶリスクがあるとの見方を共有した。ある委員は、様々な要因により不確実性が高い中でも、企業が環境変化への対応や成長のための投資を進める判断をしていることは、心強い動きであるとの評価を述べた。

次に、物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶとの見方を共有した。そのうえで、委員は、物価固有のリスク要因についても議論を行った。

まず、委員は、企業の価格・賃金設定行動を巡っては上下双方向に不確実性が高いとの見方で一致した。委員は、原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、価格転嫁が想定以上に加速し、物価が上振れるリスクがある一方、わが国では、物価や賃金が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残っている点を踏まえると、賃上げの動きが強まらず、物価も下振れるリスクがあるとの見方を共有した。ある委員は、値上げの動きの拡がりなどの変化が、適合的予想形成を通じて人々の物価観を変えていく可能性がある」と指摘した。他方で、別の一人の委員は、足もとの物価上昇が人々の物価観の変化につながっていくかは現時点では見極めづらく、輸入価格上昇の寄与が剥落した後は、物価上昇率が伸び悩む可能性も十分にあると述べた。

もう一つの物価固有のリスク要因として、委員は、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方に作用し得るとの認識で一致した。とくに、委員は、ウクライナ情勢の展開等を巡る不確実性の高さを反映して、国際商品市況の変動が大きくなっているほか、世界的なインフレ率の

高まりや為替市場における急激な変動がみられており、これらがわが国の物価に及ぼす影響については十分注意してみていく必要があるとの見方を共有した。ある委員は、世界経済の減速が世界的にインフレ率と長期金利の低下をもたらすことにより、為替の円安圧力が和らぐ可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、世界経済へのショックが生じた場合、現在の円安局面から円高局面に転じる可能性もあるとの見方を示した。

リスクバランスについて、委員は、経済の見通しについては、当面は下振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしているとの見方で一致した。また、物価の見通しについて、委員は、当面は上振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしているとの認識を共有した。

委員は、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、わが国の金融システムの動向についても議論を行った。委員は、金融システムは、全体として安定性を維持しているとの見解で一致した。何人かの委員は、今後、実質無利子・無担保融資の返済が本格化するもとの、中小・零細企業の廃業や倒産が増えたり、地域金融機関の与信費用が増える可能性がある点には留意が必要であるとの見方を示した。そのうえで、委員は、より長めの視点では、金融機関収益の下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクと、利回り追求行動などに起因して金融システム面の脆弱性が高まるリスクの両面あるが、現時点では、これらのリスクは大きくないとの認識を共有した。この点に関し、ある委員は、将来どこかの時点で金融緩和の副作用が顕在化し、金融システムに影響するリスクについては、引き続き十分な注意を払っていく必要があると述べた。

Ⅲ. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

感染症への対応について、委員は、当面、感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるという方針で一致した。10月以降のコロナオペの取扱いについては、委員は、今後の感染症の状況や、そのもとでの中小企業等の資金繰りの動向を慎重に見極めたうえで、次回の9月会合で判断することが適当であるとの見方を共有した。複数の委員は、感染症の企業金融への影響は和らいでき

ているとみられ、コロナオペの残高も着実に減少していると述べた。ある委員は、コロナオペは、所期の効果を発揮し、役割を終えつつあるとみられるが、感染症が拡大する中でもあり、今回会合での決定は見送るべきであると付け加えた。多くの委員は、足もとの感染再拡大がきわめて急速であることに言及し、これが中小企業等の資金繰りに及ぼす影響を慎重に見極めることが必要との認識を示した。

次に、委員は、先行きの金融政策運営の基本的な考え方について議論した。委員は、わが国経済は、感染症からの回復過程にある中で、資源高による海外への所得流出という下押し圧力を受けており、大規模な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当との認識を共有した。ある委員は、サービス価格など物価の基調を規定する部分が上昇し、消費者物価上昇率が安定的に2%を超えることが視野に入っていないもとでは、現状の金融緩和を継続することが当然であるとの認識を示した。何人かの委員は、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現していく観点から、賃金上昇が重要であるとの認識を示したうえで、現在の金融緩和を継続していくことが適当であると述べた。ある委員は、需給ギャップは2年以上マイナスであり、需要拡大と持続的な賃金上昇を後押しする現在の金融緩和を粘り強く継続すべきであると付け加えた。複数の委員は、賃金動向を、その分布の変化を含め、統計などを用いて的確に把握する必要があるとの考えを示した。この間、ある委員は、需給ギャップと予想インフレ率を高めるべく緩和姿勢を強めることで、経済の回復と「物価安定の目標」の達成を早期に実現する必要があると述べた。

金融政策運営に関する対外的な情報発信について、複数の委員は、足もとの実際の物価上昇率や今年度の見通しが2%を超えることになるが、2%の「物価安定の目標」は持続的・安定的に実現することが必要であり、物価の基調を見極め、それに基づいて政策運営することが適切であるという考え方を、従来以上に丁寧に説明していく必要があると述べた。このうち一人の委員は、様々な物価関連指標を用いた説明はどうしても技術的で分かりにくい面があると指摘したうえで、日本銀行が目指しているのは、賃金と物価の好循環であり、それが人々の暮らし向きの改善につながることで、そして現段階ではそうした目的の実現までにはなお距離があり、金融緩和を継続して経済活動をサポートする必要があること、などの基本的な考え方を分かりやすく発信していくことが重要であるとの考えを示した。ある委員は、これまでの金融緩和の効果を丹念に説明していく必要があるとの考えを示し、大規模金融緩和は、雇用の増加や時間当たりの実質賃金の上

昇、非賃金面での待遇の改善を実現し、一人当たり実質成長率を高めてきたと指摘した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。複数の委員は、イールドカーブ・コントロールのもとで名目金利が低位に維持される中、最近の予想物価上昇率の高まりにより、実質金利の低下を通じた金融緩和効果が強まっており、これは、企業の設備投資スタンスの積極化等にもつながっているとみられるとの考えを示した。ある委員は、現在のイールドカーブ・コントロールを修正することは、長期金利の上振れ等を通じて経済に下押し圧力となり、「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成をより困難なものとするため適当ではないとの見解を示した。この委員は、ひと頃、海外中央銀行の利上げを受けて日本銀行もイールドカーブ・コントロールを早期に修正するのではないかと、との観測がみられたが、足もとそうした観測は後退していると付け加えた。一人の委員は、金利上昇圧力を抑制するための最近の国債買入れの増加が、国債市場の機能度に与える影響を注視する必要があると述べた。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

「①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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り(0.25%)方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。」

これに対し、ある委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、

②C P等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（C P等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していくこと、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、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、との考え方を共有した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じることで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- G20では、ロシアのウクライナ侵略が、食料・エネルギーの供給不安を招き、インフレを悪化させていることなどを議論した。
- 政府としては、物価高に対して、これまで昨年11月の経済対策、過去最大の当初予算、今年4月の総合緊急対策、そして補正予算と切れ目なく対策を講じてきている。補正予算で確保した予備費の機動的な活用をはじめ、物価・景気両面の状況に応じた迅速かつ総合的な対策に取り組んでいく。
- 日本銀行には、政府と連携し、ウクライナ情勢や感染症の影響も踏まえ、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向け、適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の先行きは持ち直していくことが期待される。ただし、ウク

ライナ情勢の長期化や中国における経済活動の抑制の影響などが懸念される中で、原材料価格の上昇や供給面での制約、金融資本市場の変動等による下振れリスクに十分注意する必要がある。

- 政府は、昨年を経済対策や、4月の総合緊急対策を迅速かつ着実に執行していく。今後も、「物価・賃金・生活総合対策本部」において、予備費の機動的な活用など、迅速かつ総合的な対応に切れ目なく取り組む。
- 物価上昇が続く中において、賃上げの流れが、よりしっかりとした、そして継続的なものとなるよう、総合的な取り組みを進める。
- 日本銀行には、引き続き、政府と連携し、経済・物価・金融情勢を十分に踏まえ、適切な金融政策運営を期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

- (1) 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。
- (2) 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

2. 上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り(0.25%)方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、
中村委員、野口委員、中川委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、資産買入れ方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。
記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
2. C P等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（C P等：約 2 兆円、社債等：約 3 兆円）へと徐々に戻していく。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員、中川委員

反対：なし

3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運

営について」〈別紙〉)が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、7月22日に公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨(2022年6月16、17日開催分)が全員一致で承認され、7月26日に公表することとされた。

VIII. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2023年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、公表することとされた。

以 上

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注1)

①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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

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、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

2. 日本銀行は、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。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員。反対：片岡委員。片岡委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

^(注2) 片岡委員は、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとして反対した。

(4 年 9 月 21、22 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2022 年 9 月 21 日 (14:00~15:59)
9 月 22 日 (9:00~11:44)

2. 場 所 : 日本銀行本店

3. 出席委員 :

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(")
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(")
	野口 旭	(")
	中川順子	(")
	高田 創	(")
	田村直樹	(")

4. 政府からの出席者 :

財務省	奥 達雄	大臣官房総括審議官 (21 日)
	秋野公造	財務副大臣 (22 日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (21 日)
	藤丸 敏	内閣府副大臣 (22 日)

(執行部からの報告者)

理事	内田真一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	中村康治
企画局政策企画課長	中嶋基晴
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	大谷 聡
調査統計局経済調査課長	長野哲平
国際局長	廣島鉄也

(事務局)

政策委員会室長	千田英継
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局審議役	上條俊昭 (22 日 10:21~11:44)
企画局企画調整課長	大竹弘樹 (22 日 10:21~11:44)
企画局企画役	長江真一郎
企画局企画役	吉村 玄

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月20、21日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、国債買入れを行った。また、前回会合で決定された連続指値オペの運営方針に従って、10年物国債を対象とする固定利回り（ 0.25% ）方式による国債買入れ（指値オペ）を毎営業日実施した。このほか、チーペスト銘柄を対象とする指値オペを毎営業日実施した。なお、チーペスト銘柄の指値オペおよびチーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置については、長期国債先物の限月交代を踏まえて、対象銘柄の追加・入れ替えを実施した。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、ETFやJ-REIT、CP・社債等の買入れを運営した。また、企業等の資金繰り支援のための措置として、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ（コロナオペ）を実施した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.053\sim-0.007\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.140\sim-0.084\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、幾分上昇した。

わが国の株価（TOPIX）は、米国株価に連れて変動し、前回会合時点から期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。長期金利（10年物国債金利）は、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場とも、日本と米欧の金融政策の方向性の違いなどが改めて意識されるもとで、円安方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。」

に減速の動きがみられる。世界的なインフレ圧力が続くもとで、先進国および新興国の中央銀行は利上げを進めており、世界経済への下押し圧力は増大している。他方、供給制約の緩和が進み、世界貿易量が増加傾向にあるなど、前向きな動きもみられている。こうしたもと、海外経済の動向は、国・地域によって区々となっている。先行きの海外経済は、感染症や供給制約の影響は和らいでいくものの、世界的なインフレ圧力や各国中央銀行による利上げに加え、ウクライナ情勢の影響を受けて、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ減速していくとみられる。ただし、ウクライナ情勢の帰趨や各国中央銀行の利上げの影響をはじめ、当面、不確実性は大きい。

地域別にみると、米国経済は、大幅な物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、幾分減速している。個人消費は、これまで積み上がってきた貯蓄や、堅調な労働市場が引き続き下支え要因となるもとで、サービス消費を中心に増加が続いているが、大幅な物価上昇などの影響から、増勢が鈍化している。住宅投資は、利上げを受けて、減少している。労働市場の逼迫感は続いている。企業の業況感の改善は続いているが、そのペースは鈍化している。生産は、一部に弱さがみられるが、増加が続いているほか、設備投資は、小幅の増加が続いている。物価面をみると、PCEデフレーターの前年比は、需給逼迫の影響などから、6%台前半の高い上昇率となっている。

欧州経済は、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、減速の動きがみられる。個人消費は、経済活動の再開が続くもとで、サービス消費を中心に増加が続いているとみられるが、エネルギー価格の高騰を受けて財の消費は減速している。企業の業況感は悪化している。生産は、横ばい圏内で推移し、設備投資は、足もとでは弱めの動きもみられる。物価面をみると、HICPの前年比は、エネルギー価格の上昇などから、9%近傍の非常に高い水準で推移している。

中国経済は、感染拡大の影響を残しつつも、ロックダウン等の措置の影響が和らぐもとで、下押しされた状態から回復している。個人消費は、移動制限などの影響が緩和する中で、大きく落ち込んだ水準から回復している。生産は、回復基調を辿っている。輸出は、生産・物流面の正常化を受けて、全体としては回復している。固定資産投資は、インフラ投資が増加しているものの、不動産投資が減少しており、全体としては横ばい圏内で推移している。

中国以外の新興国・資源国経済は、一部に弱さがみられるが、総じてみれば持ち直している。NIEs・ASEAN経済は、輸出の増勢が鈍化しているものの、経済活動の再開が進展するもとで内需の改善

が続いており、総じてみれば回復している。

海外の金融市場をみると、先進国の長期金利は、F R BやE C Bの利上げペースが加速するとの観測が高まるもとの、大きく上昇した。株価は、振れを伴いつつ、米欧ともに概ね横ばいとなった。原油価格は、世界的な景気減速懸念が強まるもとの下落した。為替市場について、新興国通貨をみると、ドル高が進行するもとの、期間を通じてみれば、小幅に下落した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの、持ち直している。先行きについては、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとの、回復していくとみられる。

公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている。G D Pの実質公的固定資本形成は、災害復旧関連工事の減少などから5 四半期連続で減少したあと、4～6月は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗し、横ばい圏内の動きとなっている。先行きの公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとの、横ばい圏内で推移すると予想される。

輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとの、基調として増加している。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、世界的な半導体需給の逼迫は継続しているものの、上海などでのロックダウンの影響が概ね解消し、増加に転じている。資本財は、世界的な機械投資の堅調さに加え、デジタル関連需要の中長期的な拡大を受けた半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、増加している。情報関連は、スマートフォンやパソコン向け半導体に弱めの動きがみられる。先行きの輸出や鉱工業生産は、海外経済減速の影響を受けつつも、自動車関連における供給制約の緩和や資本財等でみられる高水準の受注残に支えられて、増加基調を辿るとみられる。

企業収益は、全体として高水準で推移している。法人企業統計の全産業全規模の経常利益（季節調整値）をみると、4～6月は前期から増益となり、感染症前のピーク（2018年4～6月）を上回っている。

設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。先行きの設備投資は、企業収益が資源価格上昇の影響から下押しされ

つつも全体として高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくと予想される。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）および建築着工（民間非居住用）の工事費予定額は、いずれも、振れを伴いつつも、増加している。

個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、4～6月にはっきりと増加したあと、7月は4～6月から横ばいになっている。形態別にみると、サービス消費は、7月は、感染症再拡大の影響から、小幅に減少した。もともと、外食・国内旅行の減少幅は、過去の感染拡大局面と比較して、ごく小幅となっている。非耐久財消費は、気温上昇などを背景に飲食料品を中心に増加している。耐久財消費は、供給制約の影響は和らいでいるものの、天候要因による振れもあって、足もとでは減少している。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、足もとにかけての動向を窺うと、感染者数の増加傾向が一服した8月半ば以降は、9月入り後も含め、緩やかな増加経路に復しているとみられる。この間、個人消費関連のマインド指標をみると、消費者態度指数は、新規感染者数がピークアウトする中で、雇用環境の改善などが好感され、前月からは小幅に上昇したものの、物価上昇が意識されるもとの、その水準は低位にとどまっている。先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症抑制と消費活動の両立が進み、雇用環境も改善していくもとの、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてペントアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると予想される。

住宅投資は、弱めの動きとなっている。先行きも、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、住宅価格の上昇が重石となり、弱めの動きを続けると見込まれる。

雇用・所得環境をみると、一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している。労働力調査の就業者数をみると、非正規雇用は、緩やかに増加しているが、対面型サービス業を中心に依然低めの水準にある。一方、正規雇用は人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に、振れを伴いつつも、緩やかな増加傾向にある。一人当たり名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、緩やかに増加している。先行きの雇用者所得は、名目ベースでは、景気の改善に伴って増加を続けると考えられる。ただし、実質ベースでは、物価上昇を反映して当面の前年比はマイナスで推移すると見込まれる。

物価面について、商品市況は、一部のエネルギー関連で供給懸念から高止まりが続いているが、総じてみれば世界的な景気減速懸念などを受けて下落している。国内企業物価の3か月前比は、既往の国際商品市況の動向や為替相場の動きを反映して、上昇を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、2%台後半となっている。予想物価上昇率は上昇している。短期的なインフレ予想は、総じてはっきりと上昇している。中長期的なインフレ予想も、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

資金需要面では、原材料コストの上昇を受けた運転資金需要がみられているが、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要などが総じて落ち着いていることから、全体としては横ばい圏内で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。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。こうした中、銀行貸出残高の前年比、C P・社債計の発行残高の前年比は、それぞれ2%台前半、8%程度となっており、これらの残高は引き続き高水準となっている。企業倒産は低水準で推移している。企業の資金繰りは、一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い中小企業も含めて改善傾向が続いている。

この間、マネタリーベースの前年比は、コロナオペの残高が減少したことから、ごく小幅なプラスにまで縮小している。マネーストックの前年比は、3%台前半のプラスとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、世界的なインフレ率の高止まりなどを背景に、米欧における利上げペースの加速と世界経済の減速が意識される中、市場センチメントは慎重化した状態が続いていると

の見方を共有した。ある委員は、先行きの不確実性の高まりを背景に、一部の資源価格は下落に転じていると指摘した。別の一人の委員は、海外における金融引締め加速が、為替市場のほか、わが国の債券・株式市場にも影響を及ぼしていると述べた。何人かの委員は、世界的な金融引締めの動きが、今後、金融資本市場や資産価格に及ぼす影響には注意が必要であると述べた。このうち一人の委員は、グローバルに債務残高が拡大しており、クレジット市場の動向には特に目配りが必要であるとの見解を示した。

海外経済について、委員は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられるとの見方で一致した。一人の委員は、欧州などではコストプッシュを主因に物価上昇率が上がっている一方、米国や英国では労働需給が逼迫し、賃金と物価のスパイラル的な上昇が生じつつある可能性があるとの指摘した。複数の委員は、インフレ率上昇が続く中で、先進国の中央銀行が大幅な利上げを継続していることが、世界経済を下押しし始めているとの見方を示した。先行きについて、委員は、世界的なインフレ圧力や各国中央銀行による利上げに加え、ウクライナ情勢の影響を受けて、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ減速していくとの見方で一致した。海外経済に関するリスクについて、委員は、ウクライナ情勢の帰趨や世界的なインフレ圧力、先進国および新興国の中央銀行の利上げペース加速の影響、中国での感染動向や不動産市場の情勢など、当面、不確実性は大きいとの認識を共有した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、大幅な物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、幾分減速しているとの認識を共有した。何人かの委員は、米国経済は今のところ個人消費を中心に底堅く推移しているが、今後の利上げペースの加速次第では、減速が強まる可能性も意識しておく必要があると述べた。このうち一人の委員は、米国の品目別物価上昇率の分布をみると、インフレ予想のアンカーが弱まっている可能性があるとの指摘し、その場合、更に踏み込んだ金融引締めが必要となる可能性もあるとの見方を示した。別の一人の委員は、住宅関連市場について、既に利上げの影響がみられているが、その裾野は広く、比較的影響が長く続くため、注意深くみていく必要があるとの指摘した。

欧州経済について、委員は、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、減速の動きがみられるとの見方を共有した。何人かの委員は、ウクライナ情勢を受けたエネルギー価格の上昇などから、景況感の悪化がみられているとの指摘した。多くの委員は、欧州ではウクライナ情勢やエ

エネルギーの供給不安などが景気を下押しする中で、物価抑制のための金融引締めを進めており、景気減速が強まる可能性が高いとの見解を述べた。

中国経済について、委員は、感染拡大の影響を残しつつも、ロックダウン等の措置の影響が和らぐもとで、下押しされた状態から回復しているとの認識で一致した。何人かの委員は、一定の景気対策が講じられているものの、ゼロコロナ政策や不動産市場の調整圧力が重石となっており、回復ペースは緩やかなものにとどまるとの見方を示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、一部に弱さがみられるが、総じてみれば持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、新興国では、ドル高を背景とした通貨防衛等の観点から利上げを続けており、先行きの景気回復を巡っては不確実性があると述べた。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直しているとの見方を共有した。多くの委員は、夏場に感染症の第7波が到来したものの、経済への影響は限定的となり、感染症抑制と経済活動の両立は着実に進んでいるとの見方を示した。ある委員は、高頻度データや企業ヒアリングから確認する限りでは、感染者数が増加に転じるもとでも、経済活動は底堅く推移しているとの見方を述べた。また、別の一人の委員は、供給制約の影響が和らぐもとで、輸出・生産が基調として増加するなど、資源高などの逆風のもとでも、企業部門の前向きの循環は維持されていると述べた。

景気の先行きについて、委員は、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとの見解で一致した。また、その後の景気展開について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、供給制約の緩和やペントアップ需要の顕在化が見込まれることに加え、高水準の企業収益や受注残、コロナ禍のもとで積み上がった貯蓄などが、景気回復の下支えに寄与するとの認識を示した。一人の委員は、入国制限の緩和が見込まれるなど、感染症対策と経済活動の両立が進む中で、実質GDPはコロナ前の2019年の水準を上回っていくことが期待されると述べた。

輸出や生産について、委員は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加しているとの認識で一致した。

企業収益について、委員は、全体として高水準で推移しているとの認識で一致した。ある委員は、為替円安が企業収益に及ぼす影響は業種・規模によっても区々であるが、感染症の影響緩和もあって、企業収益全体としてみれば、感染症前のピークを上回っていると指摘した。

設備投資について、委員は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直しているとの認識を共有した。ある委員は、感染症や供給制約の影響から先延ばしされていた投資のほか、サプライチェーンの再構築といった中長期的な課題に対応する投資も見込まれると指摘した。別の一人の委員は、高水準の企業収益が続く中、企業の投資意欲も底堅い状況にあると付け加えた。この間、ある委員は、飲食・宿泊など一部の業種の事業環境は感染症の影響から厳しい状況にあるが、企業全体としてみれば、コロナ後を見据えた対応や新たなビジネスへの取り組みが重要になっていると述べた。

個人消費について、委員は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加しているとの見方で一致した。多くの委員は、感染症第7波の個人消費への影響は、過去の感染拡大局面に比べて小さかったとみられるとの認識を示した。

雇用・所得環境について、委員は、一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善しているとの見方で一致した。ある委員は、最低賃金が過去最高の引き上げ幅となったことや、積極的な賃上げ姿勢を示す企業も出てきていることに言及したうえで、人への投資の重要性に関する認識の高まりから、今後、賃金の上昇トレンドが高まることが期待されると述べた。そのうえで、この委員は、こうした動きの持続性や労働市場の構造変化について丁寧に確認していくことが重要であると付け加えた。別の一人の委員は、対面型サービス業では客足の増加に伴って人手不足感が強まっており、今後、インバウンド消費の回復などが進めば、アルバイトなどの時給引き上げの動きが一段と加速する可能性があるとして指摘した。また、この委員は、最近の物価上昇や企業収益の状況、人手不足の状況などを踏まえれば、来年の春季労使交渉では、従来よりも高い賃上げが実現する可能性があるとの見方を示した。この間、ある委員は、持続的な家計所得の増加という観点からは、家計による安定的な資産形成の推進も重要であると述べた。

この間、為替円安の影響について、何人かの委員は、輸出企業か輸

入企業か、といった属性によっても異なり得るが、国内需要中心の非製造業や中小企業には収益悪化方向に働きやすいほか、家計の実質所得にとっても下押し要因となると述べた。このうち一人の委員は、為替円安は、短期的には輸入製品や食料品等の値上げにつながる一方で、中長期的には国内の経済活動を上押しする効果もあり、この点で、コスト増加という負の影響のみのエネルギー価格の上昇とは異なるとの見解を示した。複数の委員は、円安のメリットを拡大するためには、インバウンド消費の拡大や、設備投資の増加、成長投資の国内拠点選択、中小企業の輸出力強化、賃上げなどが重要であると述べた。

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、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、2%台後半となっているとの見方で一致した。何人かの委員は、企業による値上げの動きに拡がりが見られるとの認識を示した。ある委員は、刈込平均値や加重中央値、最頻値といった基調的な物価動向を示す各種指標が上昇していると指摘した。これに対し、別の一人の委員は、既存の各種コア指標は、輸入物価に大きく影響されており、その解釈が一層難しくなっているとの見解を述べたうえで、集計値に加えて個別価格の分布状況などを詳しく分析するとともに、改めて、物価の形成メカニズムの基本、とりわけ賃金の動向を注視していく必要があると述べた。この間、予想物価上昇率について、委員は、上昇しているとの見方で一致した。何人かの委員は、予想物価上昇率は上昇しているものの、中長期の予想物価上昇率が2%の「物価安定の目標」にアンカーされた状態にはなっていないとの認識を示した。一人の委員は、わが国の予想物価上昇率が長期のデフレにより低位安定したことは、「物価安定の目標」達成の制約となっている一方で、今次局面では、米欧に比べて物価上昇率が抑制されている要因にもなっていると述べた。

物価の先行きについて、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。また、委員は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、基調的な物価上昇圧力は高まっていくとの認識も共有した。ある委員は、既往の原材料価格上昇を背景に、企業からは値上げの予定公表が相次いでおり、引き続き、幅広い品目で価格上昇が続くと予想されるとの見方を示した。複数の委員は、企業の価格設定行動に変化が生じつつあるのではないかと述べた。これに対し、別の複数の委員は、足もとでは価格転嫁の動きが広がっているが、こ

れが一回限りのものであれば、来年以降の物価上昇率はかえって弱まる可能性もあると指摘した。ある委員は、企業間の価格交渉は続いており、消費者物価が大きく上振れするリスクについても、為替相場の影響を含め、予断なく謙虚にみていく必要があると指摘した。

経済・物価見通しのリスク要因について、委員は、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外の経済・物価動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高いとの認識で一致した。そのうえで、委員は、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの見方を共有した。ある委員は、感染症は、その動向によっては国内の消費を下押しし得るほか、ゼロコロナ政策を続ける中国の感染症の動向も、外需・供給制約の両方の経路から、わが国経済の下押し要因となり得ると述べ、引き続き大きなリスク要因であると指摘した。また、別の一人の委員は、わが国経済は好循環の流れが動き始めた段階であると述べたうえで、米欧中の主要経済圏が減速する中、今後、世界的な景気後退が到来し、外需が下押しされるリスクが相応にあるとの見方を示した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの見方で一致した。また、委員は、感染症の影響は、中小企業等の一部になお残存しているものの、これらの中小企業等の資金繰りも改善方向にあるとの認識を共有した。複数の委員は、今後、コロナ禍で実行された実質無利子・無担保融資について、無利子の期間が終了し、利払いが始まる中で、企業の倒産・廃業の動向等には注意が必要であると述べた。

III. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

委員は、9月末に期限を迎えるコロナオペの取り扱いについて議論を行った。委員は、金融環境が全体として緩和した状態にあり、感染症の影響が残る中小企業等の資金繰りも改善方向にあることや、コロナオペの利用ニーズが減少していることを踏まえると、コロナオペは基本的に終了していくことが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、本来緊急対応的な措置であるコロナオペへの過度な依存が生じ、これが資源配分への歪みをもたらすことがないよう、コロナオペは終了していく必要があると述べた。別の一人の委員は、地域金融機関が

金融仲介機能を発揮するうえで重要な経営基盤強化は進展しており、コロナオペは終了することが適当であるが、一部に厳しさも残る状況を考慮し、段階的に終了することが適当であると述べた。更に別の一人の委員は、これから年末・年度末を迎えることも踏まえ、慎重を期して段階的に終了することが望ましいとの見解を示した。この間、複数の委員は、政府の中小企業金融対応について言及し、政府系金融機関の実質無利子・無担保融資は期限通り今月末で受付を終了する一方、一部のコロナ対応の資金繰り支援策は延長することが決定されていると述べた。こうした議論を経て、委員は、感染症の不確実性がなお高いことも踏まえ、仮にコロナオペを終了する場合でも、段階的に縮小していくことが望ましいとの認識を共有した。その場合の扱いについて、複数の委員は、コロナオペのうちプロパー融資分は、利用ニーズが相応に残っていることや、金融機関が自ら審査・リスクテイクをするため、資源配分の歪みにつながるというデメリットが相対的に小さいことなどを踏まえると、制度融資分よりも少し長めの経過措置を講じ得るのではないかとの意見を述べた。また、複数の委員は、現行の期限の9月末が迫っているため、実務的に必要な対応時間を確保することも重要であると述べた。ある委員は、仮に段階的に縮小させる場合、利用ニーズの低下などを踏まえて、資金供給期間などの条件面を見直すことも考えられると付け加えた。この間、何人かの委員は、コロナオペ終了後も、感染症の影響や、原材料価格上昇を背景とした運転資金需要など、幅広い資金繰りニーズがみられる可能性がある」と指摘したうえで、こうした幅広い資金繰りニーズに応える観点から、どのような対応が考えられるか、検討が必要ではないかとの見解を示した。この点に関して、複数の委員は、特別なファシリティを設ける必要はなく、汎用的な枠組みである共通担保資金供給オペを活用することが適切であるとの意見を述べた。委員は、コロナオペのような急性の危機への対応は、段階的に役割を後退させつつ、幅広い資金繰りニーズへの対応に軸足を移すことで、企業等にとって緩和的な金融環境を引き続きしっかりと維持していくことが適切であるとの認識を共有した。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、コロナオペの10月以降の取り扱い等について、どのような対応が考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、次のとおり説明を行った。

- コロナオペについては、以下の取り扱いとすることが考えられる。
 - ・ 中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、

2023年3月末に終了する。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。

- ・ 中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、2022年12月末に終了する。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。

- コロナオペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、感染症以外にも、例えば、原材料価格上昇に伴う運転資金需要などへの対応も含めたより幅広い資金繰りニーズに応える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している共通担保資金供給オペを金額無制限で実施することが考えられる。

委員は、執行部が説明したようなかたちで、10月以降、コロナオペを段階的に終了していくとともに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から共通担保資金供給オペを活用していくことが適当との認識を共有した。ある委員は、今後、企業にとって持続性強化や事業再構築が課題となるもとで、より幅広い対象を支援していくことが重要になるとの認識を示したうえで、コロナオペは段階的に終了していくが、感染症の状況に応じて機動的に企業の資金繰りを支援する姿勢や、金融緩和を継続する方針に変化はないと述べた。

また、委員は、先行きの金融政策運営の基本的な考え方についても議論を行った。委員は、わが国経済は、感染症からの回復過程にある中で、資源高による海外への所得流出という下押し圧力を受けており、大規模な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当との認識を共有した。金融緩和の継続が必要と考える理由について、ある委員は、マイナスの需給ギャップが存在するほか、失業率や有効求人倍率も感染症以前の水準には戻っていないことを挙げた。何人かの委員は、当面、物価は2%を超えて推移すると見込まれるものの、先行きの物価見通しを踏まえると、「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成にはなお距離があるという点を指摘した。この点に関して、一人の委員は、わが国では、物価が上がりにくいとする規範（ノルム）が根強いいため、これが変化し、物価上昇を上回る賃金上昇が持続するもとで経済の好循環が働くことが重要であると述べ、目先の物価が一段と伸びを高めたとしても、予想物価上昇率が低位にとどまり、賃金等への波及が限られるもとでは、粘り強く金融緩和を継続することが必要との見解を示した。別の一人の委員も、現在、わが国は賃金と物価の好循環につなげることができるか注視すべき局面にあり、副作用に目を配る必要はあるが、現在の金融政策運営方針を直ちに変更する必要はないと述べた。一人の委員は、低成長・低インフレ・低賃金上昇率に陥ってい

るわが国において、「物価安定の目標」を達成するためには、経済・賃金構造の変革による生産性向上が必要であり、それを後押しするうえでも金融緩和の継続が適当であると述べた。この間、複数の委員は、わが国は、2%の「物価安定の目標」と整合的な賃金上昇に向けて労働需給の引き締まりが必要な状況であり、労働需給が既に逼迫して賃金と物価のスパイラル的な上昇が懸念される米国などとは経済状況が異なると述べた。このうち一人の委員は、サービス価格など物価の基調を規定する部分が上昇し、消費者物価上昇率が安定的に2%を超えることが視野に入ってくるまでは、金融緩和を継続することが適当であるとの認識を示した。

この間、ある委員は、最近の為替相場の急激かつ投機的な動きは、わが国経済にとって望ましくないとの見方を示した。別の一人の委員は、為替円安が一段と進んでいる背景には、内外の金融政策の方向性の違い等も指摘されていると述べた。複数の委員は、金融政策は、為替相場を直接のターゲットとするものではなく、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を目指して行っていると述べたうえで、現在の経済・物価情勢を踏まえると金融緩和を継続する必要があることを丁寧に説明していくべきであるとの考えを示した。また、ある委員は、為替円安の影響は経済主体によって異なるため、金融緩和を継続する意義を丁寧に説明する必要があると付け加えた。

一人の委員は、債券市場では、流動性の低下やボラティリティの上昇など、市場機能度の低下を心配する声があると指摘し、引き続き市場の状況をしっかりと確認・検証するとともに、今後、適切なタイミングが来た際には、出口戦略についても、市場と適切なコミュニケーションをとっていくことが、金融市場の安定性確保の観点から重要であるとの意見を述べた。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。複数の委員は、イールドカーブ・コントロールによって名目金利を低位に安定させているもとの、予想物価上昇率が上昇しているため、実質金利は低下しているとの見方を示した。この点に関して、一人の委員は、これが設備投資の拡大などを通じ、需給ギャップの改善に寄与する可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、緩和効果を測るには実質金利と自然利子率との相対的な関係でみることが重要であると指摘したうえで、これまでは、供給制約やコロナ禍のもとでの行動制限によって自然利子率が低下していた可能性があるが、今後、供給制約や行動制限の緩和に伴って自然利子率が再

び上昇し、緩和効果が更に強まっていく可能性があるとの見解を示した。この間、ある委員は、足もと、米金利上昇を背景に日本の国債金利にも上昇圧力がみられるが、6月にみられたような、早期の政策見直し観測と結び付いた動きにはなっておらず、日本銀行の政策運営スタンスは市場に浸透しているとの見方を示した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、以下の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

「①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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り（0.25%）方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していくこと、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、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、との考え方を共有した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じることで一致した。そのうえで、委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を

共有した。これらの点について、何人かの委員は、海外経済の減速など、他のリスクも政策判断に影響するが、感染症は引き続き大きなリスクであるため、現在のフォワードガイダンスの表現を変更する必要はないとの見解を示した。また、複数の委員は、来年度以降、物価はプラス幅を縮小していく可能性が高いことから、金融政策の緩和バイアスは維持することが望ましいと述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 議論のあったコロナオペ等に関する対応は、日本銀行が今後も企業金融の円滑確保に万全を期する姿勢を示すものと受け止めている。政府も中小企業の資金繰り支援をウィズコロナに合わせて転換させていくこととしており、日本銀行にも適切な対応を期待する。
- 来年度予算の編成作業が始まっている。足もとの喫緊の課題に引き続き機動的に対応しつつ、わが国が直面する内外の重要課題への取り組みを本格化させるため、予算を大胆に重点化させていく。歳出改革を進めつつ、経済再生と財政健全化の両立を図る。
- 予備費を措置し、物価高騰への追加策を講じた。今後、総合経済対策を10月中に取りまとめるべく検討を進める。
- 日本銀行には、政府と連携し、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けた金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の先行きは、持ち直していくことが期待される。ただし、世界的な金融引締め等を背景とした海外景気の下振れが、わが国の景気を下押しするリスクとなっている。また、物価上昇による家計や企業への影響や供給面での制約等に十分注意する必要がある。
- 政府としては、今月9日に取りまとめた、物価高に対する追加策を速やかに実施していく。
- そのうえで、物価高騰など経済情勢の変化に切れ目なく対応しつつ、新しい資本主義を前に進め、国民の安心・安全を確保するための総合経済対策を、10月中に取りまとめる。
- 日本銀行には、引き続き、政府と緊密に連携し、経済・物価・金融情勢を十分踏まえ、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現

に向けた適切な金融政策運営を期待する。また、コロナオペ等に関する対応の趣旨については、対外的に丁寧に説明して頂くことが重要であると考えます。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

- (1) 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。
- (2) 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

2. 上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り(0.25%)方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、資産買入れ方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。
記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
2. C P等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（C P等：約 2 兆円、社債等：約 3 兆円）へと徐々に戻していく。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

3. 新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションの段階的終了等に関する件

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、以下を主な内容とする議案が提出され、採決に付された。

- (1) コロナオペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していく観点から、次のとおり取り扱うこと。
 - ① コロナオペのうちプロパー融資を対象とする貸付けにかかる貸付受付期間を 2023 年 3 月 31 日まで延長すること。また、2022 年 10 月 1 日以降に行う貸付けは、毎月 1 回、3 か月物で実施すること。
 - ② コロナオペのうち制度融資を対象とする貸付けにかかる貸付受付期間を 2022 年 12 月 31 日まで延長すること。また、2022 年 10 月 1 日以降に行う貸付けは、毎月 1 回、3 か月物で実施すること。
 - ③ 共通担保資金供給オペについて、本行本支店を貸付店として金額に上限を設けない貸付けを実施すること。
- (2) (1) ①および②に関し、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領」等を一部改正すること。

採決の結果、全員一致で決定された。

4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2022年7月20、21日開催分）が全員一致で承認され、9月28日に公表することとされた。

以 上

当面の金融政策運営について

1. わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にある。新型コロナウイルス感染症の影響は、中小企業等の一部になお残存しているものの、これらの中小企業等の資金繰りも改善方向にある。こうした情勢を踏まえ、日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、新型コロナ対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していくことを決定した（全員一致）。

（1）新型コロナ対応金融支援特別オペの取り扱い

- ① 感染症対応にかかる中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、2023年3月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。
- ② 感染症対応にかかる中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、2022年12月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。

（2）金額無制限の共通担保資金供給オペの実施

上記オペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している「共通担保資金供給オペ」について、金額に上限を設けずに実施することとする（9月27日に予定している次回実施分から変更）。

2. 金融市場調節方針、資産買入れ方針については以下のとおりとする。

（1）長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（全員一致）

- ① 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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

②連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

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、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

3. わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。海外経済は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる。輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している。企業収益は全体として高水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。雇用・所得環境は、一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している。個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、2%台後半となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。

4. 先行きのわが国経済を展望すると、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくも、基調的な物価上昇圧力は高まっていくと考えられる。

5. リスク要因をみると、引き続き、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外の経済・物価動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。

6. 日本銀行は、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。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

以 上

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 3) 経済産業省「鉱工業指数」
- (図表 4) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 5) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 7) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 10) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「宿泊旅行統計調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 12) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 13) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK 月次調査<債券>」
- (図表 16) 国土交通省「都道府県地価調査」
- (図表 17) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 18) ブルームバーグ社
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) 日本銀行、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券

- (図表 21) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 22) 日本相互証券
- (図表 23) ブルームバーグ社
- (図表 24) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 25) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 26) 東京証券取引所
- (図表 27) 日本銀行、国際決済銀行
- (図表 28) 国際決済銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 30) 日本銀行「短期社債等平均発行レート」、証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債等平均発行レート」
- (図表 31) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・預金動向」
- (図表 33) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 37) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 40) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」