

3. 金融政策決定会合議事要旨 (令和4年10月27、28日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2022年10月27日(14:00～16:12)
10月28日(9:00～11:43)

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
内閣府	井上裕之	内閣府審議官

(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
企画局審議役	上條俊昭 (27日 14:56～16:12)
企画局政策企画課長	中嶋基晴
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
企画局企画調整課長	大竹弘樹 (27日 14:56～16:12)
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	武田憲久

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（9月21、22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。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。さらに、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金額に上限を設けず実施した。

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 $-0.073\sim-0.021\%$ 程度、GCレポレートは $-0.115\sim-0.074\%$ 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、概ね米国株価につれて変動し、期間を通じてみると、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、先進国を中心に減速の動きがみられる。供給制約の緩和は続いているものの、世界

（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。」

的なインフレ圧力や、各国中央銀行による利上げ、ウクライナ情勢の影響など、世界経済への下押し圧力が持続している。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、様々な下押し圧力の影響を受けて、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。当面、ウクライナ情勢の帰趨や世界的なインフレ圧力を巡る不確実性が大きいほか、各国中央銀行が早いペースで利上げを進めるもとで、グローバルな金融環境が想定以上に引き締まるリスクもある。

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ものの、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。生産は増加が続いているほか、設備投資も小幅の増加が続いている。企業の業況感は改善が続いているが、製造業では改善ペースが鈍化している。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、サービス消費が増加基調を維持している一方、エネルギー価格の高騰を受けて、自動車以外の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、振れを伴いつつも、全体では横ばい圏内で推移している。物価面をみると、HICPの前年比は、食料品・エネルギー価格の上昇などから、10%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、一部で改善ペースが鈍化しているものの、春頃の大きく落ち込んだ水準から、基調としては回復している。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、不動産投資が減少を続けているものの、インフラ投資の増加を受けて、全体としては緩やかに増加している。

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、各国中央銀行が速いペースで利上げを進めるもと、英国の財政政策を巡る警戒感もあって、大きく上昇した。株価は、米欧ともに振れを伴いつつ、期間を通じてみれば、小幅に上昇した。原油価格は、主要産油国による大幅減産合意などを背景に上昇した。新興国通貨は、世界的な景気減速懸念に加え、米国金利の上昇などを背景にドルが引き続き選好されるもと、全般に下落した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、資源高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。先行きについては、資源高や海外経済減速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。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なお継続しているが、上海などでのロックダウンの影響が概ね解消し、はっきりとした増加に転じている。資本財は、世界的な機械投資の堅調さに加え、中長期的なデジタル関連需要の拡大観測を背景とし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、グローバルな需要減速を受けてスマートフォンやパソコン向けの半導体など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、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けるとみられる。

企業収益は全体として高水準で推移している。業況感は横ばいとなっている。9月短観の業況判断DIを業種別にみると、製造業は、供給制約の影響は幾分和らいだものの、原材料コスト上昇の影響がみられるもとで、概ね横ばいとなった。非製造業は、電気・ガスや小売などで仕入価格上昇の影響がみられた一方、物品賃貸や運輸・郵便、宿泊・飲食サービスなどで幾分改善し、全体としては小幅に改善した。

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、企業収益が資源高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で、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。9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、2022年度は、感染症下で先送りされてきた案件の実行が進むことに加え、デジタル化向けの情報関連投資、脱炭素化向けの環境対応投資も増加することから、前年比+15.2%とはっきり増加する計画となっている。

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、7～8月の4～6月対比は、全体としては小幅の減少にとどまっている。形態別にみると、耐久財消費は、供給制約の緩和が押し上げ方向に作用しているものの、7～8月はスマートフォンなどを中心に減少している。非耐久財消費は、人々の外出意欲の持ち直しや気温上昇を背景に飲食料品を中心に堅調に推移している。サービス消費は、夏場の感染再拡大の影響から7～8月は小幅に減少したが、外食・国内旅行の減少幅は、過去の感染拡大局面と比較すると小幅となっている。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、9月以降の個人消費動向を窺うと、感染状況が落ち着くにつれて、緩やかに増加しているとみられる。10月入り後、多くの財やサービスが値上げしているが、これまでのところ、物価上昇が家計の消費行動を大きく慎重化させるには至っていない模様である。ただし、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、物価上昇が意識されるもとの低水準にとどまっている。先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進み、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た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・所得環境は、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、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、緩やかな増加傾向を辿っている。非正規雇用も、このところ対面型サービス業を含めて緩やかに増加している。9月短観の雇用人員判断DIをみると、「不足」超幅が拡大している。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、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、世界的な景気減速懸念などが重石となるもとの、横ばい圏内で推移している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の動向や為替相場の動きを反映して、伸び率を鈍化

させつつも、高めの伸びを続けている。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、3%程度となっている。東京都区部の10月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は+3.4%となり、前月の+2.8%からプラス幅が拡大している。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、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、来年度半ばにかけて、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、経済活動の再開や原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりから、緩やかに増加している。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2%台後半、7%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、マネタリーベースは、コロナオペの残高が減少したことから、前年比マイナスとなっている。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、海外金利上昇を背景とした有価証券関係損益の悪化がみられるものの、貸出残高の増加を背景とした資金利益の増加や、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、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。

地域銀行の収益も、海外金利上昇を背景とした有価証券関係損益の悪化がみられるものの、資金利益や非資金利益の増加などから、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 3 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、感染症拡大以降の積極的な企業金融支援や企業が手元流動性を厚めに確保していることの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。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. E T F の銘柄別買入方法の見直しについて

1. 執行部からの説明

E T F 買入れについて、金融調節の円滑化を図る観点から、従来の、銘柄毎の市中流通残高に概ね比例するよう買い入れる方法から、保有に係る費用等を勘案して買い入れる扱いに変更したい。保有に係る費用等を勘案する際、当面、信託報酬率を用いることを執行部で定め、原則としてこれが最も低い銘柄を買い入れることとしたい。

2. 委員会の検討・採決

上記の買入方法の見直しを内容とする「『指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領』の一部改正に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表することとされた。

III. 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、米欧における速いペースでの利上げ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ているとの見方を共有した。ある委員は、国際的な資源・エネルギー価格は、世界経済の減速懸念を背景に、低下トレンドに転じているとの見方を示した。複数の委員は、世界的なインフレや財政状況の悪化を受けて、新興国からの資本流出や新興国通貨安などが生じないか懸念されると述べた。

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を共有した。何人かの委員は、米欧の中央銀行は、インフレ対策を優先して利上げを進めており、景気の下押し要因となっていると述べた。

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、F R B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。多くの委員は、労働市場は引き続きタイトな状態となっているなど、米国の物価上昇圧力はなお強く、当面、利上げ局面が続く可能性が高いと述べた。このうち一人の委員は、エネルギー価格は下落に転じているものの、賃金上昇に連動したサービス価格が押し上げに寄与するかたちでコアC P Iの上昇が続いていると述べ、こうしたインフレの持続性は高いとみられると指摘した。

欧州経済について、委員は、経済活動の再開に伴って緩やかに回復しているものの、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、資源価格を含めた物価の高騰、大幅な利上げの継続やエネルギー供給制約等を背景に、景気後退の可能性が高まっていると指摘した。

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、ゼロコロナ政策の継続や不動産市場の低迷が重石となって、経済が下押しされていると指摘した。一人の委員は、若年層の高失業率も長引いており、成長期待の下振れも懸念されると述べた。

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、ドル高の影響もあって通貨防衛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。

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。また、委員は、経済再開の動きや原材料コスト上昇の影響から企業の運転資金需要は増加しているが、全体として企業の資金繰りの改善傾向は変わっていないとの見方を共有した。ある委員は、外部資金の調達環境について、社債金利の上昇等はあるが、総じてみれば良好であるとの見方を述べた。別のある委員は、中小零細企業の一部など、構造的に厳しい事業環境に直面している企業の倒産・廃業の動向等は注視していく必要があると述べた。

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、資源高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。ある委員は、夏の感染第7波がほぼ収まり、10月には全国旅行支援や水際対策緩和も始まる中で、対面型サービス業においても明確な回復の兆しがみられると指摘した。別のある委員は、こうした経済情勢のもとで、需給ギャップ解消や賃金引き上げのモメンタム強化により、賃金水準の上昇幅拡大など好循環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。

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、企業収益が全体として高水準で推移しているもとで、持ち直しているとの認識を共有した。ある委員は、コスト上昇などの下押し圧力があるもとでも、9月短観では積極的な設備投資スタンスが確認されており、企業部門では前向きな循環が維持されていると述べた。別のある委員は、高水準の企業収益や低水準の実質金利を背景に、企業の投資意欲は底堅いとの見方を示した。

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。一人の委員は、ペントアップ需要の顕在化もあって、物価高の直接の影響は今のところ目立たないが、マインド指標は悪化しており、今後、物価高がマインド面や消費者行動に与える影響には注意する必要があると述べた。

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、3%程度となっているとの見方で一致した。多くの委員は、足もとの物価上昇は、本質的には輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響によるものであるとの認識を示した。一人の委員は、輸入物価の上昇によるものを除けば、サービス価格の上昇は鈍く、国内要因に基づく基調的な物価はまだ低い水準にあると指摘した。複数の委員は、コスト・プッシュとはいえ、実際に川上から川下へ価格転嫁が広がっており、物価が上がらないことを前提とした企業の行動原理が変わりつつあ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は、委員は、上昇しているとの見方で一致した。

2. 経済・物価情勢の展望

2022年10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、資源高や海外経済減速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、緩和的な金融環境や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。複数の委員は、海外経済減速の影響などから、わが国経済は、来年度は回復ペースが鈍化すると見込まれると述べた。何人かの委員は、IMFの最新の世界経済見通しにおいて、わが国の2023年の成長率見通しは、G7諸国で最も高い伸び率となっていると指摘した。このうち一人の委員は、その背景として、わが国では今後経済再開が本格化すると期待されることに加え、緩和的な金融環境が維持されていることも大きな違いであると述べた。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。

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、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ減速したあと、持ち直していくとの見方を共有した。複数の委員は、40年振りの高インフレとなっているもとで、米欧の中央銀行は、インフレ抑制を優先して歴史的なペースで急速な利上げを続けており、景気減速が見込まれると述べた。ある委員は、IMFの最新の世界経済見通しでも、3分の1以上の経済が景気後退に陥るとの見方が示されていると付け加えた。

わが国の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、自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けるとの見方で一致した。また、委員は、サービス輸出であるインバウンド需要も、入国制限の緩和等を受けて、増加していくとの見方を共有した。

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。委員は、見通し期間の中盤以降も、緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応やデジタル関連の投資、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。ある委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性が、設備投資を下押しする可能性もあると述べた。

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

し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進むもとで、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。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、正規雇用に加え、対面型サービス部門の回復に伴って非正規雇用の増加もより明確化していくことや、労働需給の改善を反映して賃金上昇率が高まることを背景に、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、高水準の企業収益を背景に、今年の夏季賞与が増加したほか、物価高を受けた一時手当てを支払う動きも増えていると指摘した。そのうえで、この委員は、固定給与の引き上げにはなお慎重さが残るとみられるものの、人手不足も背景に、今後、企業の賃金設定スタンスの前向きな変化が期待されると述べた。別のある委員は、高水準の企業収益や物価上昇に加え、対面型サービス業を中心とした人手不足も加わって、高水準の賃上げが実現される可能性が高まっているとの見方を示した。複数の委員は、来年春の賃金交渉について、経済団体・労働組合・政府がそれぞれ賃上げに積極的なスタンスを示している点は心強い動きであると述べた。他方、一人の委員は、わが国は米国に比べて、労働需給に対する賃金上昇率の感応度が著しく低く、このことは業種・規模を問わず共通して観察されると指摘した。これに対し、別の一人の委員は、転職機会が限定されたわが国の正規労働者の賃金は、労働需給の影響を受けづらい構造となっているが、比較的流動性が高い非正規労働者、正規労働者でも若年層や専門職層等の賃金は、労働需給への感応度が高いと述べた。ある委員は、賃金が増加する場合でも、その程度は企業間・個人間で異なるため、データを多面的に捉える努力が必要であるとの見解を示した。この間、一人の委員は、経済成長が家計の可処分所得の増加につながるよう、生涯を見据えた長期・安定的な資産形成を推進することも重要であると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、7月の展望レポート時点と比べると、夏場の感染拡大や海外経済の減速の影響から、2022年度を中心に幾分下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、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。その後について、

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で、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとの見方を共有した。委員は、年度ベースで見ると、来年度以降の消費者物価の前年比は2%を下回る可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、来年以降、物価上昇率が2%を下回るという見方は、国際機関や民間エコノミストにも概ね共通していると指摘した。ある委員は、欧米でのインフレ圧力が継続しているほか、既往の原材料価格上昇の影響からわが国の企業物価は高水準で推移しており、今後しばらくは、価格転嫁が進む中で、消費者物価は上昇を続けるとの認識を示した。別のある委員は、サービス価格やエネルギー以外の公共料金にも上昇の兆しがみられ、比較的高めの物価上昇率が続く公算が大きいと述べた。複数の委員は、来年度以降、輸入物価の影響の剥落に加え、海外経済の減速や経済・物価を取り巻く外部環境の不確実性の高まりも踏まえると、基調として物価が安定して2%程度上昇する状況になったとみるのは時期尚早ではないかとの見方を示した。この点について、ある委員は、日本経済が基調として底上げされる中、物価上昇率が来年度以降2%を下回ってもデフレに戻るわけではなく、物価上昇率は着実に底上げされていくと展望されると述べた。

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、食料品や耐久財などの価格動向を反映し、相対的に変動幅は小さくなるものの、動きとしては消費者物価（除く生鮮食品）の前年比と同様になると見込まれるとの認識を共有した。

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、賃金の上昇を伴うかたちで、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。ある委員は、現在の企業の価格設定行動や賃上げの動きが定着し、物価と賃金の好循環が起きれば、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成が視野に入

ってくると述べた。一人の委員は、来年度後半以降は、需給ギャップの改善や予想物価上昇率、賃金上昇率も高まっていくもとで、物価の基調が強まっていく姿を想定していると述べたうえで、こうした見通しの鍵となるのが、春季労使交渉における賃金の動向であると指摘した。この間、複数の委員は、地政学的リスクやグローバル化の停滞を背景に、企業行動が従来の効率性重視から安定性重視に重点を移す結果、長期にわたり物価が押し上げられる可能性がある」と指摘した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な物価の見通しは、7月の展望レポート時点と比べると、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、2022年度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、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。委員は、世界的にインフレ圧力が続くもとで、各国中央銀行は速いペースで利上げを進めており、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。この点に関して、複数の委員は、米国の労働市場が依然タイトなことや、消費者物価のコア指数が上昇している点を指摘し、高インフレが予想以上に長引くリスクや、その後の経済が想定以上に減速するリスクがあると指摘した。委員は、急速な利上げが続くもとで、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、ある委員は、欧米が歴史的なペースで金融引締めを続ける中、想定を上回る海外経済の減速や、実質金利の急上昇に伴う資産価格やクレジット市場の急変などのリスクに注意を要するとの認識を示した。こうしたもとで、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認識で一致した。

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一

段と下押しされる可能性があるほか、資源・穀物価格は、ひと頃に比べて下落しているが、ウクライナ情勢の展開等によっては、再び上昇するリスクがあるとの見方を共有した。複数の委員は、資源・穀物価格上昇の背景には、グローバル化の見直しといった要因もあり、長期にわたって影響が続く可能性があるとして指摘した。委員は、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、資源輸入国であるわが国にとって、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、資源・穀物価格の上昇による交易条件の悪化に伴う企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、設備投資や個人消費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・穀物価格が下落基調を強めれば、経済が上振れる可能性もあるとの見方で一致した。

さらに、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も注意が必要であるとの見方で一致した。委員は、わが国では夏場に感染が再拡大したものの、過去の感染拡大局面と比べてその影響は小幅にとどまっており、感染抑制と消費活動の両立は着実に進展しているが、今後の感染症の動向次第では、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るリスクがあるとの認識を共有した。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、一部でなお供給制約が残るもとの、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、供給制約が再び強まり、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。

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。

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や、労使間の賃金交渉を通じて、賃金に物価動向を反映させる動きが広がっていくことで、賃金と物価が想定以上に上昇す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もあるとの見方を共有した。ある委員は、今年度は物価上昇に広がりが見られ、上振れる可能性もあるが、今後の持続性にはまだ確信が持てないと述べた。別のある委員は、デイスインフレの世界が長年続いたあとの物価上昇局面であり、グローバル化の逆回転等の構造的変化もあるため、過去の経験がそのまま当てはまるとは限らないと述べ、物価が大きく上振れるリスクも否定できないとの見方を示した。他方、一人の委員は、先行き、海外経済が下振れた場合などには、企業の価格設定行動等にも影響が及ぶ可能性があるとして指摘した。

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。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止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。

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、下振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。また、物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。

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。委員は、先行きについて、グローバルな金融環境のタイト化の影響などには注意が必要であるが、内外の実体経済や国際金融資本市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有しているとの見方を共有した。複数の委員は、金融危機以降、規制強化などにより銀行セクターの頑健性は全般的に強化されているが、グローバルに金融環境がタイト化する中で、市場環境が金融システムに影響を及ぼす可能性があり、国際金融資本市場において、例えば、ノンバンクセクターの高レ

バレッジが巻き戻されるリスクなどには警戒が必要であると述べた。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。

IV. 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、先行きの金融政策運営の基本的な考え方について議論を行った。委員は、現行の金融緩和を継続することにより、賃金の上昇を伴うかたちで「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成することが重要であるとの見解で一致した。ある委員は、金融緩和を粘り強く続けるもとで中長期の予想物価上昇率は緩やかに上昇しており、実質金利の低下を通じて、わが国経済への一段の緩和効果が顕在化する兆しが生じていると指摘した。別のある委員は、2%の「物価安定の目標」を安定的に達成するうえでは、名目賃金の上昇が必要不可欠であると述べたうえで、金融緩和は、労働需給の引き締まりのほか、物価上昇によるインフレ予想の高まりという経路を通じて、名目賃金の上昇に作用するとの見解を示した。複数の委員は、賃金が持続的・安定的に上昇するうえで、企業の成長期待が高まることも重要であると指摘した。ある委員は、企業業績が全体として高水準で推移していることや、賃金上昇の動きがみられていることを踏まえると、わが国経済には好循環の兆しが出てきており、当面の金融政策運営に関しては、現状維持が適当であると述べた。複数の委員は、「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するうえで、中途半端に政策を変更すると物価と賃金の好循環を妨げるリスクがあるため、時間をかけて粘り強く金融緩和を行う必要があるとの見解を示した。これに対し、ある委員は、金融政策を直ちに変更する必要はないが、副作用に目を配るとともに、賃金と物価の好循環が実現するかを見極める観点から、物価高が家計の行動や賃金にどのような影響を与えていくのか、謙虚に予断なく検証していく必要があると述べた。また、この委員は、将来の出口戦略が市場にどのような影響を与えるかや、市場参加者の備えが十分かについて、確認を続けることも重要であると付け加えた。この間、何人かの委員は、若年層を中心に住宅ローン借入れが増加していると指摘したうえで、将来金利が上昇する局面でどのような影響が生じるか、注意する必要があるとの認識を示した。

金融政策運営に関する対外的な情報発信について、ある委員は、足もとの物価上昇率は2%を上回っているが、インフレ目標政策は一時的な物価よりも先行きの見通しをみながら、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成を目指して運営しているということを、丁寧に説明していく必要があるとの見方を示した。別のある委員は、持続的な物価上昇を判断する際には、期間もさることながら、賃金の上昇を伴う経済の好循環による物価上昇か、という背後のメカニズムが重要であり、日本銀行が目指しているのは国民生活が向上するような循環であるということに理解を求めていく必要があるとの意見を述べた。この点について、一人の委員は、こうしたコミュニケーションを行ううえで、物価と賃金の関連についての分析を一層深化させることが重要であると指摘した。複数の委員は、欧米では高インフレの進展を受けて金融引締めを進める一方、わが国では賃金と物価の好循環は実現しておらず金融緩和を継続する必要があると述べたうえで、こうした内外の金融政策の方向性が異なる背景についても丁寧に説明していくことが重要であると述べた。ある委員は、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は、国民経済の健全な発展の観点から、「人への投資」や事業ポートフォリオ改革など供給サイドの変革により、生産性や賃金水準を高め、所得から支出への好循環につなげるために、金融緩和継続が必要であり、これを分かりやすく情報発信する必要があると述べた。

この間、複数の委員は、このところの急激な円安は、企業にとって不確実性を高めており、日本経済にとってマイナス面が強いと述べた。このうち一人の委員は、為替水準はファンダメンタルズに沿って決まるべきものであり、こうした考え方に即して市場と対話することは、金融政策運営への理解を得るうえでも重要であると述べた。別の一人の委員は、利上げを実施している多くの国の通貨もドルに対して減価していることを踏まえると、最近の為替相場の動向には、安全資産としてのドル需要の高まりが相応に寄与しているのではないかと指摘した。

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、金融市場調節上の様々な工夫により、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。複数の委員は、米欧の長期金利の急激な上昇を背景に、わが国でも金利上昇圧力が強まっているものの、イールドカーブ・コントロールにより、長期金利の上昇は抑制されていると述べた。このうち一人の委員は、イールドカーブの上昇を抑制するために国債買入れを増額していることは、流

動性の供給という量の面からも緩和効果を高めているとの認識を示した。もう一人の委員は、長期金利がレンジの上限に張り付いていることは市場機能にマイナスの影響を与える面もあるが、現在、長期金利が低位で推移していることのマクロ経済に及ぼす便益が大きいとの見方を示した。ある委員は、債券市場の安定性確保は重要であり、引き続き、モニタリング等を通じて市場の状況をきめ細かく把握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、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。

V. 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。

- 足もとの物価高には、切れ目のない対応を講じることが重要である。先月の追加策に続き、総合経済対策を策定する予定であり、電気やガスなどの負担軽減策などを通じ、急激な価格高騰から国民生活と事業活動を守っていく。
- また、経済対策の裏付けとなる第2次補正予算を速やかに編成し、早期成立に全力を挙げて取り組んでいく。
- 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がある。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、引き続き十分注意する必要がある。
- 政府としては、「物価高・円安への対応」、「構造的な賃上げ」、「成長のための投資と改革」を重点分野とし、世界経済の減速リスクを十分視野に入れつつ、経済情勢の変化に切れ目なく対応し、「新しい資本主義」を前に進めるための総合経済対策を策定する。
- 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。

VI. 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、採決に付き

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. 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。

VII. 「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、10月31日に公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2022年9月21、22日開催分）が全員一致で承認され、11月2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）（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。

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。

以 上

(4 年12月19、20日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2022 年 12 月 19 日 (14:00~15:50)
12 月 20 日 (9:00~11:54)

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 (19 日)
	秋野公造	財務副大臣 (20 日)
内閣府	茂呂賢吾	大臣官房審議官(経済財政運営担当) (19 日)
	藤丸 敏	内閣府副大臣 (20 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
国際局長	廣島鉄也

(事務局)

政策委員会室総務課長	伊藤 真
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	吉村 玄
企画局企画役	武田憲久

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（10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。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。ただし、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、債券市場の機能度は低下している。

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。さらに、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金額に上限を設けず実施した。

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 $-0.079\sim-0.052\%$ 程度、GCレポレートは $-0.119\sim-0.084\%$ 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、幾分低下した。

わが国の株価（TOPIX）は、概ね米国株価につれて上昇した。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、米金利の低下等を背景に、ドル安方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場は、期間を通じてみると、概ね横ばい圏内の動きとなった。

（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、回復ペースが鈍化している。世界的に供給制約の緩和が続く、各国の生産活動を下支えしているものの、先進国における高インフレや中央銀行による利上げ、ウクライナ情勢の影響といった下押し圧力に加え、前回会合以降、中国経済も、感染再拡大の影響を受けて、個人消費を中心に下押し圧力が強まっている。先行きの海外経済は、供給制約の影響は和らいでいくものの、様々な下押し圧力を受けて、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。先行きの見通しを巡っては、世界的なインフレ圧力のほか、ウクライナ情勢の帰趨、中国における感染症の動向とその影響について、不確実性が大きい。

地域別にみると、米国経済は、個人消費に底堅さもみられるが、物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いている。個人消費は、物価上昇による下押し圧力が続いているが、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、値引き販売などの影響も受けて底堅く推移している。住宅投資は、利上げを受けて減少している。設備投資は、小幅の増加を続けている。生産は、一部に弱さがみられるが、基調として増加を続けている。企業の業況感は総じてみれば改善が続いているが、製造業では改善に足踏みがみられる。物価面をみると、PCEデフレーターの前年比は、ピーク時から幾分鈍化しているが、需給逼迫の影響などから、引き続き6%程度の高い上昇率となっている。

欧州経済は、緩やかに回復しているものの、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、経済活動再開の影響が一巡し、インフレの高進やECBによる利上げが続くもとで、減速の動きがみられる。輸出や生産は、振れを伴いつつも、全体として横ばい圏内で推移している。設備投資は、基調として改善している。物価面をみると、HICPの前年比は、食料品・エネルギー価格の上昇などから、10%近傍の非常に高い水準で推移している。

中国経済は、感染再拡大の影響を受けて、減速している。個人消費は、感染再拡大に伴う下押し圧力を受けて、減少している。輸出は、一部のIT関連財や先進国における消費財の在庫調整の影響のほか、感染再拡大に伴う生産面の影響もあって、減少している。固定資産投資は、不動産投資が減少を続けているものの、全体としては緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は、感染再拡大による内需の鈍化に加え、一部では企業活動や物流面の影響もあって、減速している。

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。N I E s ・ A S E A N 経済は、輸出が弱めの動きとなっているものの、経済活動の再開が進展するもとの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、米国の長期金利は大幅に低下した一方、欧州の長期金利は上昇した。米欧の株価は、米金利の低下や、欧州における今冬のエネルギー供給問題に対する懸念の後退などを受けて、上昇した。新興国通貨は、米金利の低下などを背景にドル需要が減少するもとの、全般に上昇した。この間、原油価格は下落した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、資源高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、資源高や海外経済減速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。

輸出や生産は、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、車載向け半導体の世界的な需給逼迫が総じてみれば徐々に緩和するもとの、緩やかな増加基調にある。資本財は、半導体製造装置等の受注に減速感は窺われるものの、高水準の受注残に支えられて、増加基調を辿っている。一方、情報関連は、自動車関連の需要は堅調であるものの、スマートフォンやパソコン向けの半導体等電子部品で調整圧力が強まっており、全体として弱めの動きとなっている。先行きの輸出や生産は、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財におけ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。業況感は横ばいとなっている。12月短観の業況判断DIを業種別にみると、製造業は、原材料コスト高やIT需要減少の影響を受けつつも、供給制約の影響が緩和傾向にあることや価格転嫁の進捗などから、概ね横ばいの動きとなった。非製造業は、感染抑制と経済活動の両立が進展し、価格転嫁も進む中で、改善を続けた。ただし、先行きの業況感は、製造業では海外経済の減速懸念、非製造業では物価高や感染再拡大の影響への懸念から、悪化している。

設備投資は、緩やかに増加している。製造業は、デジタル関連投資等を中心に増加基調を辿っている。非製造業も物流施設投資や都市再

開発案件が進む中で、全体として増加している。先行きの設備投資は、企業収益が資源高等の影響を受け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、増加を続けると予想される。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。12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、2022年度は、供給制約の影響が緩和し、感染症下で先送りされてきた案件の実行が進むことに加え、デジタル化向けの情報関連投資、脱炭素化などの環境対応投資も増加することから、前年比+14.7%の大幅な増加計画が維持されている。

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、7～9月は感染再拡大の影響を受けつつも概ね横ばいを維持したあと、10月の7～9月対比は、サービス消費を中心に増加している。形態別にみると、耐久財消費は、供給制約の緩和を主因に持ち直している。非耐久財消費は、外出の増加を背景に、衣料品を中心に増加している。サービス消費は、全国旅行支援の開始による後押しもあって、増加している。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、11月以降の個人消費動向を窺うと、感染抑制と消費活動の両立が進展するもとの、全国旅行支援による押し上げもあって、緩やかな増加を続けているとみられる。10月以降の食料品価格等の上昇を受けても、現時点では、家計の消費行動に全体としては大きな変化はみられていないが、企業からは、割安な商品やセール実施店舗へのシフトが進んでいるとの指摘が増加している。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、物価上昇が意識されるもとの、一段と悪化している。先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進み、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た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・所得環境は、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、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、緩やかな増加傾向を辿っている。非正規雇用は、対面型サービス業や医療・福祉を中心に緩やかな増加傾向を辿っている。12月短観の雇用人員判断DIをみると、「不足」超幅の拡大が続いて感染症前のボトムにかなり近い水準となっており、先行きも人手不足感が一段と強まる予想となっている。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、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、景気の回復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。

物価面をみると、商品市況は下落している。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、高めの伸びを続けている。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、3%台半ばとなっている。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、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、来年度半ばにかけて、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、経済活動の持ち直しや原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりから、緩やかに増加している。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、発行スプレッドは拡大しているが、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3%程度、6%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。もっとも、内外の金融資本市場のボラティリティの高まりなどを背景に、わが国の債券市場の機能度が低下している。こうした状態が続く場合、企業の起債など、金融環境に悪影響を及ぼす恐れがある点には留意が必要である。

この間、マネタリーベースは、コロナオペの残高が減少したことから、前年比マイナスとなっている。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・物価情勢

国際金融資本市場について、委員は、米国における物価指標の伸び率鈍化がポジティブな材料となっているものの、米欧中央銀行による金融引き締めを巡る不確実性や世界経済の減速が意識されるもとの、市場センチメントはなお慎重化した状態が続いているとの見方を共有した。

海外経済について、委員は、回復ペースが鈍化しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、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て、ウクライナ情勢や中国における感染再拡大の影響を受けて、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、世界的なインフレ圧力、各国中央銀行の利上げの継続、ウクライナ情勢の帰趨、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。ある委員は、米国の金融引き締めについて、効果が表れるまでにはラグがあるため、これまで累積された効果の程度によっては、米国だけでなく、世界経済に影響を与える可能性もあると述べた。

地域別にみると、米国経済について、委員は、物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いているとの認識を共有した。複数の委員は、利上げの効果により、米国経済の減速を示すデータが出てきており、ソフトランディングを見込む市場参加者が増えていると述べた。何人かの委員は、米国の物価上昇率の伸びが鈍化している点を指摘した。もっとも、これについて、何人かの委員は、財やエネルギーの価格上昇率は低下しているものの、米国では労働市場の逼迫が続く中で、賃金上昇率やサービス価格の上昇率は高止まりしており、高インフレの抑制には相応の時間を要する可能性が高いとの認識を示した。この点に関し、一人の委員は、米国経済がソフトランディングできるかハードランディングするかの議論はまだ決着がついていないと述べた。

欧州経済について、委員は、緩やかに回復しているものの、ウクライナ情勢の影響が続くもとの、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、欧州では物価上昇率が高止まりしており、ECBが大幅な利上げを継続する中で、景気の減速が続く可能性が高いとの見方を示した。複数の委員は、欧州経済が景気後退局面入りする

可能性が高いと指摘した。他方、一人の委員は、懸念されていたエネルギー供給不安は軽減されており、経済持ち直しの期待もあると述べた。

中国経済について、委員は、感染再拡大の影響を受けて、減速しているとの認識で一致した。ある委員は、中国では、これまでの厳格なゼロコロナ政策により、個人消費が弱めになっていると述べた。複数の委員は、当局がゼロコロナ政策の緩和や不動産市場の挺入策などを進めているものの、現状では感染者数の増加や不動産市場の低迷などにより経済活動が下押しされていると指摘した。この間、ある委員は、不動産市場の低迷や若年層の高失業率の長期化により、潜在成長率の低下が懸念されると述べた。

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。ある委員は、資源国か否かで影響が異なるものの、世界的なIT関連財の在庫調整を受けて、新興国の生産・輸出に影響がみられると指摘した。また、別のある委員は、ドル高の影響は一服したものの、世界的なインフレを受けた各国中央銀行の利上げにより、新興国の債務負担が増加することには留意が必要であると述べた。

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、資源高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。何人かの委員は、海外経済は減速感が強まっているものの、わが国経済は、コロナ禍で抑制されてきた設備投資や個人消費の増加にも支えられて、持ち直しの動きが続いているとの見解を示した。

景気の先行きについて、委員は、資源高や海外経済減速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。ある委員は、わが国経済は、賃金引上げモメンタムの強まりや、「人への投資」、DX投資の活発化等により、潜在成長率を上回る成長が期待されるため、来春の賃金改定や各種投資の動向を注視していると述べた。この委員は、わが国経済の持続的成長には、輸出競争力向上、事業承継を契機とした経営リソースの強化やスタートアップの支援策等による中小企業の生産性向上や、エネルギー自給率の向上に

よる資源高等に対する耐性の強化、脱炭素化への対応が必要であると付け加えた。

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。この点について、ある委員は、先行き、海外経済の減速が本格化すると見込まれるため、輸出などに変動が生じないか注意する必要があると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が全体として高水準で推移しているもとで、緩やかに増加しているとの認識を共有した。ある委員は、高水準の企業収益を受けて設備投資の増加が続いており、企業部門の前向きの循環は維持されているとの見方を示したうえで、このことは12月短観において設備投資計画が明確な増加を示していることにも表れていると述べた。複数の委員は、緩和的な金融環境が、実質金利の低下を通じて設備投資の増加に好影響を与えているとの見方を示した。

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。複数の委員は、サービス需要について、全国旅行支援などの政府の需要喚起策の影響もあって、飲食・宿泊を中心に改善しているとの見解を述べた。

雇用・所得環境について、委員は、全体として緩やかに改善しているとの見方で一致した。また、委員は、先行きの名目雇用者所得は、景気の回復に伴って増加を続けるとの認識を共有した。来年の春季労使交渉について、ある委員は、賃上げにかなり前向きな政労使のスタンス、総じて好調な企業収益、お互いに支えあう傾向の強いわが国の労使関係などを踏まえると、高めの賃上げが実現する可能性が相応にあるとの認識を示した。また、別のある委員は、労働組合に物価上昇を踏まえた賃上げを求める動きがみられるほか、労働需給が引き締まる中で企業側にも前向きに応じる姿勢がみられており、このことは、持続的な物価の押し上げにつながり得ると指摘した。一方、ある委員は、足もとのコスト高が業績圧迫要因となっている点は、持続的な賃金上昇にとってマイナスに働き得るとの見方を示した。この委員は、賃上げの持続性は企業の成長力によるため、2%の「物価安定の目標」には、企業の「稼ぐ力」を強化する供給サイドの変革も重要であると述べたうえで、そうした経済・賃金構造の変革のバロメーターとして、一般サービスの物価上昇率に注目していると付け加えた。また、一人の委員は、マクロ的にみれば賃金上昇の気運は高まっていると思うが、賃金上昇率は、企業間、あるいは年齢層など属性が異なる労働者間でも異なってくるとみられるため、多面的に賃金動向を捉える努力が必

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、3%台半ばとなっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、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、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくとの認識を共有した。

ある委員は、消費者物価上昇率は、輸入物価の上昇圧力が減衰することや、電気料金に関する政府の支援策なども踏まえると、年明け以降、プラス幅を縮小していくと考えられるとの見方を示した。この委員は、実際、原油価格を含むコモディティ価格はピーク時から下落に転じており、輸入物価の前年比プラス幅は、11月にはっきりと縮小していると付け加えた。別のある委員は、消費者物価上昇率はコスト・プッシュ圧力の一巡後に2%を下回るとみているとの認識を示した。そのうえで、この委員は、その後再び2%に伸びを高め、それが継続するためには、名目賃金が十分に上昇し、サービスを中心とした消費者物価の粘着的な部分の伸びが高まる必要があるとの見解を示した。この間、ある委員は、企業の価格転嫁の動きが広がっており、これが物価上昇率の底上げに寄与する可能性や、企業業績の底上げを通じて前向きな循環につながる可能性があるとの見方を示した。また、複数の委員は、海外の物価情勢や、サプライチェーンの見直しの状況、わが国企業の価格転嫁の動向などを踏まえると、緩やかな物価上昇圧力が続く可能性があるとの見方を示した。このうち一人の委員は、財だけではなく、サービス価格も次第に上昇率を高めているほか、刈込平均値や加重中央値も伸び率を一段と高めており、物価上昇のモメンタムが強くなってきている可能性があるとの見方を示した。

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で、基調的な物価上昇圧力は高まっていくとの認識を共有した。一人の委員は、物価の動向を点検するにあたっては、関連する様々な指標をみて基調を見極めるとともに、政府による総合経済対策の消費者物価に対する影響も勘案する必要があるとの見方を示した。この点に関し、別の一人の委員は、当面、供給要因の変動や政府の対策の効果などから、物価上昇率の変動が大きくなる可能性が高いと述べ、物価形成のメカニズムに即した基調判断が従来以上に重要になるとの見方を示した。この間、ある委員は、わが国の消費者物価は、個別品目の価格上昇率の分布、および、生鮮食品とエネルギーを除く指数の水準でみて、デフレ期以前の状態に近づ

きつつあり、これはデフレに戻ることはない状況の実現に向けた動きと考えられるとの見方を示した。これに対し、別の一人の委員は、物価は上昇し、インフレ予想も上昇しているが、足もとのサービス価格の上昇は原材料コスト高の影響によるところが大きく、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するにはまだ距離があると指摘した。

経済・物価見通しのリスク要因について、委員は、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、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。ある委員は、米国におけるサービス価格や賃金の上昇率の高止まりを受けたインフレ率の動向、中国における感染再拡大の影響など、海外経済・物価動向を巡るリスクは大きいと指摘した。また、ある委員は、国内の感染第8波の飲食業などへの影響や、中国における感染症の帰趨など、内外の感染症の動向やその影響には引き続き目配りが必要であると述べた。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。

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。複数の委員は、原材料コスト高などを背景に資金需要は増加しているが、CPの発行環境は良好であるほか、金融機関の貸出態度も緩和した状態が続いており、全体として、企業は必要な資金を低いコストで調達できていると述べた。そのうえで、これらの委員は、債券市場の機能度が低下する中で、社債金利のスプレッドは拡大しており、発行金額・件数面を含めれば、社債の良好な発行環境は維持されているとみられるが、注意を要する状況にあると指摘した。

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、先行きの金融政策運営の基本的な考え方について議論を行った。委員は、現行の金融緩和を継続することにより、賃金の上昇を伴うかたちで「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成することが重要であるとの見解で一致した。複数の委員は、現在は、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するうえで重要な局面である

と指摘した。このうち一人の委員は、「物価安定の目標」を達成するうえで、中長期のインフレ予想が2%にアンカーされることや名目賃金が相応に上昇することが必要であるが、現状、それにはなお距離があるため、金融緩和の継続が必要であると述べた。また、ある委員は、企業業績は全体として高水準であり、労働需給はタイトで賃金上昇の動きがみられるなど、好循環の兆しが出てきているが、「物価安定の目標」が達成されたとは考えていないため、当面の金融政策に関しては、金融緩和の維持が適当であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、2%の「物価安定の目標」について、目標値を含めて点検・検証が必要との議論があるが、目標値の修正は、目標を曖昧にし、金融政策の対応を不十分なものにする惧れがあるため、適当でないとの見解を示した。これに対して、別の一人の委員は、消費者物価指数上昇率で表現した数字をどこまで厳密なものとして扱うべきか、議論の余地があるのではないかと述べた。一人の委員は、中央銀行の物価目標としては消費者物価指数を採用するのが適当であり、海外の中央銀行も同様であると指摘した。また、ある委員は、現時点では、金融緩和の継続が適当であるが、いずれかのタイミングで検証を行い、効果と副作用のバランスを判断していくことが必要であると述べた。別のある委員は、低金利の長期継続を前提とした資金運用・調達が続いてきただけに、将来の出口局面では、金利上昇に伴うリスクの所在や市場参加者の備えの確認が必要になると考えられ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、金融市場調節上の様々な工夫により、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。ある委員は、本年春先以降、海外金利が急上昇し、わが国の金利にも強い上昇圧力が生じた局面でも、イールドカーブ・コントロールによって金利の低位安定が維持されたとの評価を述べた。この委員は、海外金利の上昇という外生的な要因で国内金利が大きく上昇していた場合には、わが国経済への大きな下押し圧力となっていた可能性があるとして付け加えた。複数の委員は、物価上昇率の実績値や予想インフレ率が上昇する一方、イールドカーブ・コントロールによって名目金利が低位で安定しているため、実質金利の低下を通じ、金融緩和効果は強まっているとの見方を示した。

多くの委員は、10年ゾーンにおける価格形成に歪みが生じており、年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定といった点で、債券市場の機能度が低下していると指摘した。委員は、本年春先以降、海外の金融資本市場のボラティリティが高まり、わが国の債券市場もその影

響を強く受けるもとで機能度が低下しているとの認識を共有した。この点に関し、複数の委員は、11月の債券市場サーベイで機能度判断DIがさらに悪化していると指摘し、その背景として、10年金利の指標性の低下や、ボラティリティの拡大、ヘッジ機能の低下などを挙げた。このうち一人の委員は、社債発行時に金利目線が定まらず、投資家の購入意欲の低下やスプレッドの上乗せを招いているという指摘も聞かれていると述べた。こうした議論を経て、委員は、債券市場の機能度が低下した状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼし、金融緩和の効果の波及を阻害する恐れがあるとの見方で一致した。

多くの委員は、市場機能の低下に対応する観点から、イールドカーブ・コントロールの運用を見直し、より円滑なイールドカーブの形成を促すことが考えられるのではないかと意見を述べた。ある委員は、イールドカーブを全体として低位に安定させるべく、全年限で国債購入額を増額したうえで、状況に応じて機動的な買入れを実施することが適当であると述べたうえで、このことは、金融緩和の持続性強化につながるとの見方を示した。別のある委員は、幅広い年限での積極的な国債買入れを通じて、現状の緩和スタンスを維持することが適当であると述べた。さらに別のある委員は、持続的な賃金上昇に必要な経済・賃金構造変革の動きを後押しするうえでは、金利水準を低く抑えることが重要であり、そのために、イールドカーブ・コントロールの持続性を強化することが必要であるとの意見を述べた。これに関して、複数の委員は、長期金利の変動幅を拡大した場合でも、インフレ予想の上昇もあって、実質金利の低下を通じた強力な緩和効果が続くとの認識を示した。この間、ある委員は、社債の買入れについても工夫の余地があるのではないかと、この問題提起を行った。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、委員から指摘があった市場機能の低下を踏まえて、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。

- まず、イールドカーブ・コントロールの運用について、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 国債買入れ額を大幅に増額しつつ、買入れ予定で示す月間の買入れ額を現在の7.3兆円から9兆円程度としたうえで、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。
 - ・ 10年物国債金利について0.5%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。

- ・ 金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。
- また、社債買入れについて、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

執行部の説明に対し、委員は、長短金利操作の運用について、国債買入れ額を大幅に増額しつつ、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に拡大する措置は適当であるとの見解で一致した。一人の委員は、現在のイールドカーブの形状や、過去の年限間のスプレッド等を考えると、「±0.5%程度」という変動幅が妥当と考えられるとの認識を示した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールの運用見直しは市場機能の改善に資すると述べたうえで、マーケットがどこに、どのように落ち着き、市場機能がどれだけ改善するのか、謙虚にみていくことが大切であるとの見方を示した。この間、何人かの委員は、長期金利の変動幅の拡大は、世界的な物価上昇圧力が高いもとで、金融緩和をより持続可能なものとする対応であり、金融緩和からの出口に向けた変更ではないことを明確に説明する必要があると指摘した。

また、委員は、社債等買入れについて、執行部が提案したとおり、社債の発行環境に十分配慮して運用することが適当であるとの見方を共有した。ある委員は、今回の措置の影響を含め、今後も市場の状況を丹念に点検していく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、委員は、以下のとおりと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。

②①に関し、長短金利操作の運用として、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5%の利回りでの固定利回り方式の国債

買入れ（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。また、①の金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。」

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、ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めること、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。

IV. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（10時51分中断、11時28分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日、議論のあった内容は、「物価安定の目標」を実現する観点から、より持続的な金融緩和を実施するためのものと受け止めている。
- 政府としては、先日、総合経済対策を策定し、同対策を実行するための補正予算も成立した。来年度予算は、現在、大詰めの作業を

進めているところである。

- 来年度の税制改正については、16日に与党において取りまとめられたところであり、与党税制改正大綱の内容を踏まえ、政府として適切に対応したい。
- 日本銀行には、引き続き、政府との連携の下、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気の先行きは、各種政策の効果もあって、持ち直していくことが期待される。ただし、世界的な金融引き締め等が続く中、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、供給面の制約、金融資本市場の変動等の影響に十分注意する必要がある。
- 政府としては、先般策定した総合経済対策および補正予算について、進捗管理を徹底し、迅速かつ着実に実行することで、経済対策の効果を最大限発揮させ、日本経済の再生につなげてまいる。
- 今回議論のあった事項は、「物価安定の目標」を実現する観点から、より持続的な金融緩和を実施するためのものと受け止めている。その政策の趣旨について、対外的に丁寧に説明することが重要である。
- 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、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. 1. に関し、長短金利操作の運用として、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5%の利回りでの固定利回り方式の国債買入れ（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。また、1.の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施すること。

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。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

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. 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10月27、28日開催分）が全員一致で承認され、12月23日に公表することとされた。

以 上

2022年12月20日
日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、長短金利操作の運用を一部見直すことを決定した。

本年春先以降、海外の金融資本市場のボラティリティが高まっており、わが国の市場もその影響を強く受けている。債券市場では、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、市場機能が低下している。国債金利は、社債や貸出等の金利の基準となるものであり、こうした状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼす恐れがある。日本銀行としては、今回の措置により、イールドカーブ・コントロールを起点とする金融緩和の効果が、企業金融などを通じて、より円滑に波及していくと考えており、この枠組みによる金融緩和の持続性を高めることで、「物価安定の目標」の実現を目指していく考えである。

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 長短金利操作の運用

国債買入れ額を大幅に増額しつつ¹、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。

10年物国債金利について0.5%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。上記の金融市場調節方針と

¹ 本日公表する「長期国債買入れ（利回り・価格入札方式）の四半期予定」では、従来の月間7.3兆円から9兆円程度に増額する。

整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。

(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。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

3. わが国の景気は、資源高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、回復ペースが鈍化している。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おり、業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加している。雇用・所得環境は、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、3%台半ばとなっている。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、資源高や海外経済減速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な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、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、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で、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。

5. リスク要因をみると、引き続き、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、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

(5 年 1 月 17、18 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2023 年 1 月 17 日 (14:00~16:31)
1 月 18 日 (9:00~11:33)

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 (17 日)
	井上貴博	財務副大臣 (18 日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (17 日)
	藤丸 敏	内閣府副大臣 (18 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
企画局審議役	上條俊昭 (17 日 14:56~16:31)
企画局政策企画課長	中嶋基晴
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
企画局企画調整課長	大竹弘樹 (17 日 14:56~16:31)
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	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（12月19、20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長短金利操作の運用方針に従って、10年物国債を対象とする 0.5% の利回りでの固定利回り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。また、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や2年物、5年物、20年物国債を対象とする指値オペを実施したほか、固定金利方式による貸付期間2年の共通担保資金供給オペを実施した。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移している。前回会合以降のイールドカーブの形状をみると、歪みが縮小に向かう局面もみられたものの、足もと、一部で逆イールドが強まるなど、引き続き、歪みが観察されている。

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。さらに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から、貸付期間2週間の共通担保資金供給オペを金額に上限を設けず実施した。

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 $-0.071\sim-0.014\%$ 程度、GCレポレートは $-0.099\sim-0.086\%$ 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、幾分低下した。

わが国の株価（TOPIX）は、小幅に下落した。長期金利（10年物国債金利）は、前回会合で拡大が決定された長期金利の変動幅の範囲内で上昇したが、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。この間、イールドカーブは、中期から長期にかけてのゾーンが上昇した。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の縮小な

（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。」

どを背景に、円高方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、円高方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、回復ペースが鈍化している。中国では、全国的に感染が広がるもとで、個人消費を中心に下押し圧力の強い状況が続いている。中国以外の国・地域では、供給制約の緩和が続いており、自動車や資本財を中心に、生産活動を下支えしている。もともと、先進国では、引き続き、高インフレや利上げ、ウクライナ情勢の影響が下押し圧力となっており、全体としてみれば減速の動きが続いている。このほか、世界的なIT関連財の生産は、在庫調整の影響を受けて、弱めの動きとなっている。先行きは、供給制約の影響は和らいでいくものの、様々な下押し圧力を受けて、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。先行きの見通しを巡っては、世界的なインフレ圧力のほか、ウクライナ情勢の帰趨や中国における感染症の影響について、不確実性が大きい。

地域別にみると、米国経済は、個人消費に底堅さもみられるが、物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いている。個人消費は、物価上昇による下押し圧力が続いているが、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、値引き販売などの影響も受けて底堅く推移している。住宅投資は、利上げを受けて減少している。設備投資は、小幅の増加を続けているが、生産は、全体としてみると横ばい圏内で推移しており、製造業の業況感には、幾分悪化の動きもみられる。物価面をみると、PCEデフレーターの前年比は、ピーク時から鈍化しているが、ウエイトの大きい家賃を中心とするサービス価格の伸び率拡大を受けて、引き続き5%台半ばの高い上昇率となっている。

欧州経済は、緩やかに回復しているものの、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、経済活動再開の影響が一巡し、インフレの高進やECBによる利上げが続くもとで、減速の動きがみられる。輸出や生産は、振れを伴いつつも、全体として横ばい圏内で推移している。設備投資は、基調として改善している。物価面をみると、HICPの前年比は、食料品・エネルギー価格の上昇などから、10%近傍の非常に高い水準で推移している。

中国経済は、感染拡大の影響を受けて、減速している。個人消費は、感染拡大に伴う下押し圧力を受けて、減少している。輸出は、一部のIT関連財や先進国における消費財の在庫調整の影響のほか、感染拡

大に伴う生産面の影響もあって、減少している。固定資産投資は、インフラ投資が堅調に推移しているものの、不動産投資が減少を続けていることから、全体としては横ばい圏内で推移している。こうしたもとの、生産は、内需の鈍化に加え、企業活動や物流面の影響もあって、減速している。

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、輸出は弱めの動きが続いているものの、経済活動の再開が進展するもとの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、米欧の長期金利は、経済・物価指標等を受けて振れを伴いつつも、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。先進国の株価は、欧州では今冬のエネルギー不足に対する懸念の後退等を背景に大幅に上昇し、米国でも上昇した。新興国通貨は、中国政府のゼロコロナ政策の緩和や、非鉄金属等の価格上昇を背景に上昇した。原油価格は、期間を通じてみれば、上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、資源高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、資源高や海外経済減速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。

輸出や生産は、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、車載向け半導体の世界的な需給逼迫が総じてみれば徐々に緩和するもとの、緩やかに増加している。資本財は、半導体製造装置等の受注に一服感がみられるものの、高水準の受注残に支えられて、増加している。一方、情報関連は、自動車関連の需要は堅調であるものの、スマートフォンやパソコン向けの半導体等電子部品で調整圧力が強まっており、全体として弱めの動きとなっている。先行きの輸出や生産は、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財におけ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。業況感も横ばいとなっている。設備投資は、緩やかに増加している。機械投資の一致指標である資本財総供給は、供給制約の影響が和らぐもとの、振れを伴いつつも、デジタル・省力化関連等に牽引されて増加している。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、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の増加に加え、都市再開発案件の進捗などから緩やかに増加している。先行きの設備投資は、企業収益が全体として高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境などを背景に、増加を続けると予想される。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、昨年7～9月に感染再拡大の影響を受けつつも概ね横ばいを維持したあと、10～11月の7～9月対比は、感染抑制と消費活動の両立が進展するもとの、全国旅行支援による押し上げもあって、サービス消費を中心に増加している。形態別にみると、耐久財消費は、天候要因などによる振れを伴いつつも、供給制約の緩和を主因に緩やかに持ち直している。非耐久財消費は、衣料品などを中心に増加している。サービス消費は、全国旅行支援による下支えもあって、増加している。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、昨年12月以降の個人消費動向を窺うと、物価上昇が続いているほか、新規感染者数も増加傾向を辿っているものの、緩やかな増加基調にあるとみられる。ただし、企業からは、割安な商品へのシフトや低価格帯の業態への顧客流出といった家計の生活防衛的な動きが徐々に強まっているとの見方が引き続き聞かれているほか、先行き実質所得低下の影響が強まることを懸念する向きもみられている。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、雇用環境の改善などを背景に、昨年12月は4か月ぶりに小幅の反発となったが、物価上昇が意識されるもとの、暮らし向きの判断を中心に低水準にある。先行きの個人消費は、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一段と進むもとの、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・所得環境は、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、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、緩やかな増加傾向を辿っている。非正規雇用は、均してみれば、対面型サービス業や医療・福祉を中心に緩やかな増加傾向を辿っている。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、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みられる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば、世界的な景気減速懸念が重石となるもとで、ひと頃に比べ大きく切り下げた水準で横ばい圏内の動きとなっている。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、高めの伸びを続けている。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、3%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、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、目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、そうした影響の減衰に加え、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果もあって、来年度半ばにかけて、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、経済活動の持ち直しや原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりから、緩やかに増加している。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、発行スプレッドは拡大しているが、総じて良好な発行環境となっている。ただし、年末年始は季節的に社債発行が少ないこともあって、前回会合以降の起債環境の状況を判断するには、もう少し時間を要すると考えられる。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。前回会合以降の各種貸出金利の推移をみると、住宅ローンでは、大半を占める変動金利型については、適用金利に変化は生じていない。固定金利型については、昨年を通じて徐々に金利が引き上げられてきたが、前回会合以降、一部の金融機関において、国債金利の動向を踏まえて引き上げる動きがみられる。企業向け貸出では、約半分を占める変動金利型については、適用金利に変化は生じていない。固定金利型については、今後、新規の適用金利が引き上げられる可能性はあるが、現時点では影響は限定的であると考えられる。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3%程度、4%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、マネタリーベースは、コロナオペの残高が減少したことから、前年比マイナスとなっている。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。

大手行や地域銀行の収益は、海外金利上昇を背景とした有価証券関係損益の悪化がみられるものの、貸出残高の増加を背景とした資金利益の増加や、手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。信用金庫の収益は、有価証券関係損益の悪化に加え、資金利益の減少などから、前年に比べて減少している。いずれの業態でも、信用コストは、総じて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。

前回会合における決定の影響について、貸出の形態・期間構造や前回会合以降の貸出金利の動向を踏まえると、当面、金融機関の資金利益への影響は限定的とみられる。有価証券評価損益については、円債のデュレーションが長めである地域銀行や信用金庫では、大手行に比べ悪化しているとみられる。もっとも、いずれの業態でも、全体として十分な自己資本を有しており、金融仲介機能に問題が生じるとはみていない。

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3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、金融機関の企業金融支援や企業の厚めの資金確保の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。ただし、金融機関与信が実体経済活動から大きく乖離することがないか、引き続き注視する必要がある。

II. 貸出増加支援資金供給の延長

1. 執行部からの説明

貸出増加支援資金供給の利用残高は、緩やかな増加を続けており、本資金供給は、引き続き、金融環境を緩和的なものとすることに貢献している。引き続き、金融機関による貸出増加に向けた取り組みを促す観点から、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を行い、本資金供給を1年間延長することが適当と考えられる。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表することとされた。

Ⅲ. 気候変動対応オペにおける系統スキームの導入

1. 執行部からの説明

民間における気候変動対応を幅広く支援するため、日本銀行の非取引先金融機関が、各々の系統中央機関を通じて気候変動対応オペを利用できる枠組み（系統スキーム）を導入することとし、「系統中央機関の会員である金融機関による気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションの利用に関する特則」を制定することとしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表することとされた。

Ⅳ. 共通担保資金供給オペの拡充

1. 執行部からの説明

より弾力的な資金供給を行うことを通じ、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す観点から、共通担保資金供給オペを拡充することとしたい。具体的には、①金利入札方式について、貸付期間を「1年以内」から「10年以内」に見直す、②固定金利方式について、貸付利率を「0%」から「年限ごとの国債の市場実勢相場を踏まえ、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す観点から、貸付けのつど決定する利率」で実施できるように見直すため、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

委員は、共通担保資金供給オペを拡充することにより、本オペを利用した金融機関が裁定行動を行うことを通じて、現物国債の需給に直接的な影響を与えることなく、現物市場以外の市場も含めて、長めの金利の低下を促すことができるとの見方を共有した。また、委員は、国債買入れと本オペを有効に組み合わせながら金融市場調節を行っていくことが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、本オペ

の実施状況については、決定会合においても丁寧に確認していく必要があると述べた。

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表することとされた。

V. 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

国際金融資本市場について、委員は、米欧中央銀行による金融引き締めを巡る不確実性や世界経済の減速が意識されるもとの、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。

海外経済について、委員は、回復ペースが鈍化しているとの認識で一致した。複数の委員は、全体として景気減速傾向が強まっているが、これまでのところ海外経済は底堅いとの認識を示した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、個人消費に底堅さもみられるが、物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、米国の物価上昇率の伸びは鈍化しているものの、労働市場の逼迫が続く中で、賃金上昇率やサービス価格の上昇率は高止まりしており、高インフレの抑制には相応の時間を要する可能性が高いとの認識を示した。何人かの委員は、利上げの効果により、米国経済の減速を示すデータが出てきており、ハードランディングを回避できる可能性が高まっているとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、緩やかに回復しているものの、ウクライナ情勢の影響が続くもとの、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、ECBが大幅な利上げを継続する中で、景気の減速が続く可能性が高いとの見方を示した。一方、複数の委員は、懸念されていたエネルギー供給不安が後退しており、経済持ち直しへの期待も生じていると指摘した。

中国経済について、委員は、感染拡大の影響を受けて、減速しているとの認識で一致した。複数の委員は、中国では、感染者数の増加や不動産市場の低迷などにより経済活動が下押しされており、きわめて不透明感が強いとの見方を示した。このうち一人の委員は、若年層の高失業率の長期化や、地政学的リスクを受けた対中投資の減少等により、経済の低迷が長引く可能性もあると述べた。一方、何人かの委員は、ゼロコロナ政策の転換を受けて、感染の落ち着きとともに経済再

開が本格化すれば、経済活動が上振れる可能性もあ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。ある委員は、世界的なインフレ、財政状況や政治情勢の悪化、それらを受けた資本流出などへの懸念は変わらないが、これまでのところ、こうしたリスクは大きく顕在化せず、比較的安定した状況にあると述べた。

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見方で一致した。また、委員は、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しており、外部資金の調達環境も総じて良好な状態にあるという認識を共有した。この点に関し、ある委員は、金融環境の評価にあたっては、前回会合で決定したイールドカーブ・コントロールの運用見直しは調達コスト等に及ぼす影響について、引き続き見極めていく必要があると述べた。そのうえで、この委員は、現時点では、貸出における変動金利型・固定金利型の割合など、調達構造を含めた全体像を踏まえると、全体として緩和した状態を維持していると評価できるとの見方を示した。また、複数の委員は、起債が少ない時期であり、データは限定的であるが、企業からのヒアリングでは、投資家の先行き警戒感が発行条件に及ぼす影響を指摘する声が聞かれる一方で、調達環境は総じて良好であり、先行き、起債環境が改善する可能性がある、といった見方も聞かれていると述べた。

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、資源高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、持ち直しているとの見方を共有した。何人かの委員は、サービス需要の回復と企業部門の前向きの循環がドライバーとなり、内需主導のもとで、持ち直しを続けているとの見方を示した。

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の、基調として増加しているとの認識で一致した。ただし、一人の委員は、依然として一部に半導体不足が続いているほか、海外経済の減速傾向はより強まっており、輸出や生産はやや足踏みしているとの見方を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が全体として高水準で推移しているもとの、緩やかに増加しているとの認識を共有した。複数の委

員は、人手不足に対応したDXの推進や製造業における生産拠点の国内回帰の強まりなどもあり、設備投資への意欲は底堅いと認識を示した。複数の委員は、緩和的な金融環境が、実質金利の低下を通じて設備投資を後押ししていると述べた。

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。サービス需要について、複数の委員は、全国旅行支援や水際対策の緩和などの政府の施策もあって、はっきりと増加していると述べた。一人の委員は、感染第8波のもとでもサービス需要は堅調さを維持しているとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、全体として緩やかに改善しているとの見方で一致した。何人かの委員は、人手不足が深刻化するもとで、賃上げに積極的な姿勢を示す企業が増加しているとの認識を示した。一方、複数の委員は、大企業を中心に賃上げの気運は高まっているものの、業況が厳しい先などでは賃上げに慎重な姿勢もみられていると指摘した。一人の委員は、過年度の物価上昇に対して一時的な手当で対応する企業もみられることから、賃金の持続的な上昇には時間がかかるため、マクロ経済政策の支えが必要であると述べた。

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、3%台後半となっているとの評価で一致した。ある委員は、2%の「物価安定の目標」の実現には、ダイヤモンド・プル型の物価上昇への変化が必要であり、一般サービスの物価上昇率の動向を注視していると述べた。別のある委員は、財だけではなく、サービス価格も次第に上昇ペースを高めてきていると述べたうえで、原材料価格の上昇を理由とする値上げに加え、光熱費の上昇などを理由とした値上げもみられてきていると指摘した。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。

2. 経済・物価情勢の展望

2023年1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、資源高や海外経済減速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、緩和的な金融環境や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。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な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、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、企業では、価格転嫁とともに賃上げにも前向きな姿勢がみられており、このことは、企業業績の底上げを通じた経済と物価の前向きな好循環につながる可能性があるとして述べた。

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、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ減速したあと、持ち直していくとの見方を共有した。ただし、一人の委員は、企業経営者の間で、海外経済の先行きに対する警戒感が高まっている様子が窺われる点には注意が必要であると述べた。

わが国の輸出や生産について、委員は、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐもとで、自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けるとの見方で一致した。また、委員は、サービス輸出であるインバウンド需要も、入国制限の緩和等を受けて、増加していくとの見方を共有した。ある委員は、感染症拡大前に入国者数の3割程度を占めていた中国人観光客について、見通し期間の後半には回復していくとみていると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が全体として高水準を維持するもとで、緩和的な金融環境などを背景に、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含めて、増加を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性が、設備投資の実施を後ずれさせる可能性もあると述べた。

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一段と進むもとで、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。また、委員は、政府によるガソリン・電気・都市ガス代の負担緩和策や全国旅行支援も、個人消費を下支えするとの認識を共有した。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。一人の委員は、ペントアップ需要が一巡してくるほか、物価高などの家計の負担増が消費の回復ペースを抑制する可能性もあると指摘した。

雇用者所得について、委員は、正規雇用に加え、対面型サービス部門の回復に伴って非正規雇用の増加も明確化していくほか、労働需給の引き締めや物価上昇を反映して賃金上昇率も高まることから、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、人手不足の深

刻化から賃上げのモメンタムが高まっているとの認識を示したうえで、持続的な賃金上昇の実現には、仕事に応じた賃金カーブへの変革が必要であり、今春の労使交渉では、給与・人事制度改革への取り組みにも注目していると述べた。複数の委員は、海外経済の先行き不透明感などが、今春の労使交渉にマイナスの影響を及ぼす可能性もあると指摘した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、昨年10月の展望レポート時点と比べると、2022年度と2023年度は、政府の経済対策が押し上げ方向に寄与するものの、海外経済の下振れなどから、幾分下振れ、2024年度は、経済対策の効果の反動により幾分下振れ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、目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、そうした影響の減衰に加え、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果もあって、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。その後について、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で、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとの見方を共有した。ある委員は、2%の「物価安定の目標」を達成するためには、名目賃金の上昇を受けてサービス価格を中心とする基調的物価が十分に上昇することが必要であると述べた。大方の委員は、年度ベースでみると、来年度以降の消費者物価の前年比は2%を下回る可能性が高いとの見方を示した。ある委員は、国内経済が底堅く推移するもとで、既往の原材料価格上昇がタイムラグを伴って転嫁されるため、消費者物価への上昇圧力はなお残ると述べた。別のある委員は、短観の1年後の販売価格の見通しが物価全般の見通しを上回っていることは、企業の価格設定行動の積極化を示していると指摘した。そのうえで、この委員は、企業の価格転嫁の動きは現在進行形であり、物価上昇のモメンタムが続いていることなどを踏まえると、比較的高めの物価上昇率が続く公算が大きいとの見方を示した。これに対し、一人の委員は、国際商品市況や為替市場の動向等を勘案すると、価格転嫁の動きは本年後半にはピークアウトしていくと見込まれると述べた。別の一人の委員は、輸入物価の前年比のプラス幅は明確に縮小しており、物価上昇の起点であるコスト・プッシュ圧力は減衰し始めていると述べたうえで、今後、政府の電気・都市ガス代の負担緩和策の効果が加

わることも踏まえると、消費者物価の前年比のプラス幅は、はっきりと縮小していく見込みであると指摘した。

こうしたエネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比について、多くの委員は、2022年度に2%程度となったあと、2023年度は1%台後半、2024年度は1%台半ばとなるとの見方を示した。

以上のような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、ごく小幅のマイナスとなっているが、先行きは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路を辿るもとの、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、賃金の上昇を伴うかたちで、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。ある委員は、価格転嫁の進捗は、新製品開発効果による企業収益の改善や、賃上げと投資の積極化にもつながっており、それが従業員のエンゲージメントの向上やイノベーション創出を通じて、さらなる収益改善・賃上げをもたらす、というかたちで好循環が回り始めつつあるため、そうした構造変化の把握が重要になっていると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な物価の見通しは、昨年10月の展望レポート時点と比べると、2022年度と2023年度は、経済対策がエネルギー価格を押し下げる一方、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響などもあって、概ね不変、2024年度は、経済対策による押し下げの反動から幾分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。

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、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。ある委員は、海外経済の動向等についての不確実性が高いもと

で、わが国経済の持ち直しのペースは鈍化する可能性がある」と述べた。委員は、米国などの物価上昇率はひと頃に比べれば低下しているものの、依然として世界的にインフレ圧力が続くもとで、各国中央銀行は利上げを継続しており、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できるかが懸念されているとの認識を共有した。この点に関し、何人かの委員は、米国の労働市場が依然タイトなことや、消費者物価のコア指数が高止まりしている点を指摘し、高インフレが長引くリスクや、その後の経済が大きく減速するリスクがあると述べた。このうち一人の委員は、金融引き締めの効果はラグを伴うため、これまでの利上げの累積的な影響に注意する必要があると付け加えた。委員は、利上げがなお続くもと、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。こうしたもとで、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認識で一致した。

また、委員は、ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・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一段と下押しされる可能性があるほか、資源・穀物価格は、昨年半ば頃をピークに総じて下落しているが、ウクライナ情勢の展開等によっては、再び上昇するリスクがあるとの見方を共有した。一人の委員は、中国で生産活動が本格的に回復する場合には、資源価格に上昇圧力が加わる可能性がある」と指摘した。委員は、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、資源・穀物の輸入国であるわが国にとって、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、資源・穀物価格の上昇による交易条件の悪化に伴う企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、設備投資や個人消費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・穀物価格が下落基調を強めれば、経済が上振れる可能性もあるとの見方で一致した。

さらに、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も注意が必要であるとの見方で一致した。委員は、わが国では、昨年秋以降、感染が再び拡大しているものの、これまでのところ、サービス消費を中心としたペントアップ需要に支えられるかたちで、個人消費は緩やかに増加しており、感染抑制と消費活動の両立は着実に進展しているものの、今後の感染症の動向次第では、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るリスクが

あるとの認識を共有した。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、一部でなお供給制約が残るもとの、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、供給制約が再び強まり、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。

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、そうした変化への企業や家計の対応次第では、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。一人の委員は、企業の持続的成長には、エネルギー価格上昇に対する耐性の強化も必要であり、そうした取り組みの具体化にも注目していると述べた。

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。すなわち、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や、労使間の賃金交渉を通じて、賃金に物価動向を反映させる動きが広がっていくことで、賃金と物価が想定以上に上昇するリスクがあるとの認識で一致した。一方で、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るもとの、賃上げの動きが想定ほどは強まらず、物価も下振れるリスクもあるとの見方についても共有した。一人の委員は、昨年来の海外発の大幅な価格ショックが、物価に対するノルムを変化させるとともに、その影響が先行き数年にわたって残存する可能性もあると述べた。一方、別の一人の委員は、足もとノルムが変化しているようにもみえるが、これが大幅な輸入物価上昇の一巡後も持続するかは不確実性が高いと指摘した。

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。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止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。この間、一人の委員は、企業による地政学的リスクを考慮したサプライチェーン再構築の動きも物価の上昇圧力となり得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、2022年度と2023年度は下振れリスクの方が大きいと見方一致したが、2024年度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は、上振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。

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。先行きについて、委員は、グローバルな金融環境のタイト化の影響などには注意が必要であるが、内外の実体経済や国際金融資本市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有しているとの見方を共有した。ある委員は、国際金融資本市場において、例えば、ノンバンクセクターの高レバレッジが巻き戻されるリスクなどには警戒が必要であると述べた。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。

VI. 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。

先行きの金融政策運営の基本的な考え方について、委員は、経済・物価情勢を踏まえると、イールドカーブ・コントロールの運用も含め、現行の金融緩和を継続することにより、賃金の上昇を伴うかたちで「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成することが重要であるとの見解で一致した。ある委員は、現時点では、「物価安定の目標」の実現にはなお距離があると述べたうえで、現在の金融緩和を継続するこ

とにより、経済をしっかりと支え、企業が賃上げしやすい環境を実現することが重要であるとの見解を示した。別のある委員は、持続的な賃金上昇が見込めるまで、企業の変革努力を後押しするため、債券市場の機能度にも留意しつつ、イールドカーブ全体を抑制することが必要であると付け加えた。この間、一人の委員は、いずれかのタイミングでは検証を行い、効果と副作用のバランスを判断することが必要であるが、現時点では、金融緩和の継続が適当であるとの認識を示した。また、別の一人の委員は、先行きは多様な選択肢を念頭に置きながら政策運営を行うことが適当であるが、現在は海外経済が減速に向かう局面にあり、出口を急ぐことは適当でないとの考えを示した。そのうえで、この委員は、低金利の長期継続を前提とした資金運用・調達が続いてきただけに、将来の出口局面では、金利上昇に伴うリスクの所在や市場参加者の備えの確認が必要になると考えられ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、金融市場調節上の様々な工夫により、金融市場調節方針に沿って、長期金利はゼロ%程度で推移しているとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、イールドカーブの歪みは、現時点では必ずしも解消されていないと指摘した。このうち一人の委員は、市場が落ち着き、市場機能が回復するにはやや時間がかかる可能性があるとの見方を示した。こうした点について、何人かの委員は、国債買入れの増額や共通担保資金供給オペの拡充等により、イールドカーブ全体にわたって金利上昇を抑制することが適当であるとの意見を述べた。一人の委員は、共通担保資金供給オペの拡充は、現在の大規模な国債買入れとともに、安定的なイールドカーブの形成に役立つ仕組みであるとの認識を示した。複数の委員は、拡充した共通担保資金供給オペも活用しながら、機動的な市場調節運営を続けることで、市場機能が改善していくことを期待していると述べた。ある委員は、市場機能の改善にも配意しつつ、適切なオペ運営に努めるとともに、イールドカーブの形状、流動性など市場機能の状況、社債市場の状況などを謙虚かつ丁寧にフォローしていくことが重要であると述べた。多くの委員は、イールドカーブ・コントロールの運用見直しが市場機能に及ぼす影響については、いましばらく時間をかけて見極める必要があるとの認識を共有した。一人の委員は、市場ではイールドカーブ・コントロールの運用のさらなる見直しを予想する向きもあるが、時間を置かずに再び運用を見直すと、かえって先行きの政策運営に関する不透明感を高める可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、市場機能の動向を見極めたうえで、必要になれば、イールドカーブ・コントロールの運用について改めて

議論すればよいのではないかと付け加えた。

委員は、金融政策運営に関する対外的な情報発信についても議論を行った。何人かの委員は、エネルギー価格抑制策などの特殊要因が働くため、当面、表面上の物価指数の動きが大きくなりやすいと指摘したうえで、物価指数の動きだけではなく、物価の基調を形成するメカニズムやその持続性を分析・評価するとともに、対外的に分かりやすく説明していくことが重要であると述べた。ある委員は、金融緩和の継続が必要であること、日本銀行の金融緩和姿勢は変わらないこと、また、賃金の上昇はこれからのので、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成には時間がかかることを丁寧に説明していくべきであると付け加えた。また、何人かの委員は、前回会合におけるイーールドカーブ・コントロールの運用見直しについて、これまでの情報発信と整合的ではないのではないかと、実質的な利上げではないかといった指摘が聞かれるなど、なお見直しの意図が十分浸透していないのではないかと述べた。この点に関し、何人かの委員は、前回会合で決定した運用見直しは、あくまでも金融市場の機能改善を通じて金融緩和をより持続可能とするための措置であり、経済・物価情勢を踏まえると、現行のイーールドカーブ・コントロールを継続していく必要があることを改めて丁寧に説明していくべきであるとの認識を示した。ある委員は、変動幅拡大の結果として長期金利が上昇すれば、その限りで金融緩和の効果が低下する側面があるのは事実であるが、昨年を通じて、インフレ予想が上昇し、実質金利が低下しているため、金融緩和の効果は大きくなっており、変動幅拡大に伴うマイナスの効果は以前より軽減されていると述べた。そのうえで、この委員は、このように金融緩和の効果と副作用を比較衡量して政策を判断している点についても、引き続き丁寧に説明していく必要があると付け加えた。別のある委員は、前回会合では長期金利の変動幅の拡大と併せて国債買入れの増額を決定して金融緩和姿勢を維持したことについても、引き続き情報発信していくべきであると述べた。

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、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。

②①に関し、長短金利操作の運用として、長期金利の変動幅を「±0.5％程度」とし、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5％の利回りでの固定利回り方式の国債買入れ（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。また、①の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。」

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、ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めること、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。

VII. 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。

- 令和5年度予算について、通常国会への提出に向けて作業を進めているが、防衛力の抜本強化やこども政策、GXの推進など、わが国が直面する内外の重要課題の解決に道筋をつけ、未来を切り開くための予算としている。

- 経済・財政運営に万全を期すべく、本予算の一日も早い成立に向けて取り組む。
- 日本銀行には、政府との連携の下、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて、適切に金融政策運営が行われることを期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに持ち直している。ただし、世界的な金融引き締め等が続く中、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、供給面の制約、金融資本市場の変動等の影響や中国における感染動向に十分注意する必要がある。
- 政府としては、景気の下振れリスクにも十分対応し、日本経済を民需主導の持続可能な成長経路に乗せていくため、総合経済対策および令和4年度第2次補正予算を迅速かつ着実に実行する。
- 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て、適切な金融政策運営を期待する。

VIII. 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. 1. に関し、長短金利操作の運用として、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5%の利回りでの固定利回り方式の国債買入れ（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。また、1.の金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施すること。

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。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

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. 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。

IX. 「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、1月19日に公表することとされた。

X. 議事要旨の承認

議事要旨（2022年12月19、20日開催分）が全員一致で承認され、1月23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）（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長短金利操作の運用

長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%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。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。

(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。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

2. 日本銀行は、①「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限を1年間延長すること、②「気候変動対応オペ」の対象先を拡大し、新たに、系統会員金融

機関を含めること、③「共通担保資金供給オペ」を拡充すること、を決定した（いずれも全員一致）。

3. 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

(5 年 3 月 9、10 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2023 年 3 月 9 日 (14:00~16:06)
3 月 10 日 (9:00~11:23)

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
内閣府 井上裕之	内閣府審議官

(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
企画局企画役	吉村 玄
企画局企画役	武田憲久
企画局企画役	丸尾優士

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（1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。また、前回会合で決定された長短金利操作の運用方針に従って、10年物国債を対象とする0.5%の利回りでの固定利回り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、チャ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。前回会合で拡充した共通担保資金供給オペについては、金利入札方式による貸付期間5年のオペを実施した。これらの金融市場調節のもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移している。前回会合以降のイールドカーブをみると、共通担保資金供給オペ拡充による短中期金利の押し下げ効果のほか、一部投資家による超長期国債の買いもあって、ほぼ全年限にわたって低下している。イールドカーブの形状は、ひと頃に比べれば総じてスムーズになっているものの、引き続き、歪みが観察されている。また、債券市場サーベイにおける市場の機能度判断DIは、マイナス幅が拡大している。この間、国債補完供給については、制度趣旨に即した利用を確保するとともに、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、10年物国債のカレント3銘柄のうち、レポ市場における需給が長期にわたり著しく引き締まる懸念があると認められる銘柄を対象に、最低品貸料の見直し等の措置を実施した。なお、チャーペスト銘柄の指値オペおよびチャ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。

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。さらに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から、貸付期間2週間の共通担保資金供給オペを金額に上限を設けず実施した。

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

（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。」

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 $-0.036\sim-0.007\%$ 程度、GCレポレートは $-0.111\sim-0.079\%$ 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、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

わが国の株価（TOPIX）は、大幅に上昇した。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、円の対ユーロ相場とも、米欧金利の大幅な上昇等を背景に、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、回復ペースが鈍化している。中国では、年明け以降、感染症が急速に抑制されるもとで、経済活動の正常化に向けた動きがみられているものの、先進国では、高インフレや利上げが、引き続き下押し圧力となっている。米国では、良好な雇用環境が続くもとで個人消費は底堅く推移しているものの、鉱工業生産は弱含んでいる。欧州でも、個人消費を中心に、景気が緩やかに減速している。中国以外の新興国・資源国では、ASEANやインドを中心に内需の改善が続いているが、IT関連財の調整局面が続くもとで、輸出は、NIEsを中心に減速している。先行きは、世界的なインフレ圧力が残存し、各国中銀による利上げが続く中、ウクライナ情勢も重石となり、当面、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。その後は、インフレ圧力が次第に減衰し、中国における経済活動の正常化も進むもとで、徐々に持ち直していくとみられる。先行きの見通しを巡っては、世界的なインフレ圧力のほか、ウクライナ情勢の帰趨や中国経済の動向について、不確実性がきわめて高い。

地域別にみると、米国経済は、個人消費に底堅さもみられるが、物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いている。個人消費は、物価上昇による下押し圧力が続いているが、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、底堅く推移している。住宅投資は、利上げを受けて減少している。設備投資は、小幅の増加を続けているが、生産は、緩やかに減少しており、製造業の業況感も、幾分悪化している。物価面をみると、PCEデフレーターの前年比は、ピーク時から鈍化しているが、ウエイトの大きい家賃を中心とするサービス価格の伸び率拡大を受けて、引き続き5%台半ばの高い上昇率となっている。

欧州経済は、ひと頃に比べてエネルギー供給懸念は緩和しているものの、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、緩やかに減速している。

個人消費は、経済活動再開の影響が一巡し、高インフレやECBによる利上げが続くもとで、緩やかに減速している。輸出や生産は、振れを伴いつつも、全体として横ばい圏内で推移している。設備投資は、基調として改善している。物価面をみると、HICPの前年比は、エネルギー価格のプラス寄与が縮小していることを背景に、ピーク時から鈍化しているが、引き続き高水準で推移している。

中国経済は、減速した状態から持ち直しつつある。個人消費は、感染症の影響が和らぐもとで、持ち直しつつある。輸出は、一部のIT関連財や先進国における消費財の在庫調整の影響を受けて、減少している。固定資産投資は、インフラ投資が堅調に推移しているものの、不動産投資が減少を続けていることから、全体としては横ばい圏内で推移している。こうしたもとで、生産は、経済活動の正常化に向けた動きを受けて、持ち直しつつある。

中国以外の新興国・資源国経済は、内需の緩やかな改善が続いているものの、IT関連財を中心に輸出が減速しており、総じてみれば改善ペースが鈍化している。NIEs経済は、IT関連財を中心に輸出が減速する中、内需の改善ペースが鈍化している。ASEAN経済は、輸出が減速しているものの、インフレ率の伸びが鈍化するもとで、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、米欧の長期金利は、経済・物価指標の市場予想対比での上振れ等を受けて、大幅に上昇している。先進国の株価は、金利上昇が重石となる中、米国では横ばい圏内で推移したが、欧州では、エネルギー不足に対する懸念の後退が続いていること等から、上昇した。新興国通貨は、米国金利が上昇し、ドルが選好されるもとで、全般として下落した。原油価格は、振れを伴いつつも、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、資源高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。先行きについては、資源高や海外経済減速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。

輸出や生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、車載向け半導体の世界的な

需給逼迫が徐々に緩和しているが、大雪や一部メーカーの輸出比率引き下げの影響などを背景に、大きめに減少した。資本財は、半導体等製造装置で反動減が続いているが、全体としてみれば、高水準の受注残に支えられて、高めの水準で推移している。情報関連は、スマートフォンやパソコン向けの半導体等電子部品での調整圧力が継続しているが、自動車関連の需要堅調もあって、ひと頃と比べて低めの水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きの輸出や生産は、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、当面、横ばい圏内で推移するとみられるが、その後は、海外経済が持ち直すもとの、再び増加すると予想される。

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、昨年10～12月は、前期からは小幅の減益となったが、水準は引き続き高めとなっている。そうしたもとの、設備投資は、緩やかに増加している。GDPベースの実質設備投資は、昨年7～9月まで2四半期連続ではっきりと増加した後、10～12月は、大型案件の反動もあって、前期比-0.5%の小幅の減少となった。先行きの設備投資は、企業収益が全体として高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境などを背景に、増加を続けると予想される。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、振れを均してみれば、増加している。また、建築着工（民間非居住用）の工事費予定額も、振れを伴いつつも、増加している。

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとの、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、全国旅行支援による押し上げもあって、昨年10～12月に緩やかに増加した後、1月の10～12月対比は、概ね横ばいとなっている。形態別にみると、耐久財消費は、供給制約の緩和などを背景に持ち直している。非耐久財消費は、物価上昇の影響から飲食料品や衣料品に弱めの動きがみられるもとの、減少している。サービス消費は、感染症の影響が和らぐもとの、緩やかに増加している。

企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、2月以降の個人消費は、物価高の影響を引き続き受けつつも、感染状況の落ち着きにも支えられ、緩やかな増加基調を維持しているとみられる。ただし、一部小売店からは、低価格帯商品への需要シフトに加え、購買点数の減少も指摘されるなど、家計の生活防衛意識が高まっている可能性を危惧する声も増加している。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、雇用環境の改善などを背景に幾分改善しているが、

水準としては、物価上昇が意識されるもとの、暮らし向きの判断を中心になお低水準にある。先行きの個人消費は、物価高の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぎ、名目所得も徐々に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、緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、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、正規雇用は、やや長い目でみて、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に、緩やかな増加傾向を辿っている。非正規雇用は、対面型サービス業や医療・福祉を中心に緩やかに増加している。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、緩やかに増加している。所定内給与は緩やかな増加を続けているほか、足もとの特別給与は、一部企業における物価上昇を受けた一時金の支給もあって、大幅に増加している。また、各種のアンケート調査等では、本年の春季労使交渉における賃金改定幅は、近年の平均的な水準をかなり上回るとの見方が多くなっている。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。実質ベースでは、物価上昇率が低下し、名目所得も改善していくもとの、次第に前年比マイナス幅が縮小していくとみられる。

物価面について、商品市況は、商品ごとにばらつきを伴いながら、総じてみれば、下落している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の動向や為替相場の動きを反映して、上昇ペースが鈍化している。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、4%程度となっている。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、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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果に加え、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、23年度半ばにかけて、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、経済活動の持ち直しや原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりから、緩やかに増加している。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、発行スプレ

ツドの拡大は一服しており、総じて良好な発行環境となっているが、発行年限を短期化するなどの動きがみられる。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、いずれも3%台半ばとなっており、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、経済活動の持ち直しに伴い、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、コロナオペの残高が減少した一方、長期国債買入れが増加したことから、前年比マイナス幅は縮小している。マネーストックの前年比は、2%台後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・物価情勢

国際金融資本市場について、委員は、米国の物価上昇率の鈍化や欧州のエネルギー供給問題を巡る懸念の後退などを背景に、一旦は市場センチメントに改善の動きがみられたものの、その後、米欧の経済・物価指標の上振れなどを受けて、金融引き締めが長期化が意識され、市場センチメントが再び慎重化しているとの見方を共有した。一人の委員は、米欧における金利上昇が一部投資家の運用成績等に影響を与えはじめており、市場の動向を丁寧にモニタリングすることが肝要であると述べた。何人かの委員は、米欧のインフレが高止まり、中央銀行の利上げが長期化した場合に、金融市場や金融システムに及ぼす影響については注意が必要であるとの見方を示した。

海外経済について、委員は、回復ペースが鈍化しているとの認識で一致した。多くの委員は、中国において経済活動の正常化が進展しているものの、引き続き、先進国を中心に減速しているとの認識を示した。先行きについて、委員は、グローバルなインフレ圧力が残存し、各国中銀による利上げが続く中、ウクライナ情勢も重石となって、当面、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。一人の委員は、世界的に、サービス需要は相対的に堅調を維持しているとみられる一方、財需要は、金利上昇の影響等から減速しつつあり、特にIT関連財の需要減速が顕著になっていると述べた。

地域別にみると、米国経済について、委員は、個人消費に底堅さもみられるが、物価上昇や、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、利上げの継続

にもかかわらず、労働需給は依然として逼迫しており、FRBの今後の政策対応や、その実体経済や金融市場等への影響についてよくみていく必要があるとの認識を示した。一人の委員は、賃金上昇を背景としたインフレは、コストプッシュによるインフレと比較して、持続性が高いと考えられるため、その抑制は容易ではないとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、ひと頃に比べてエネルギー供給懸念は緩和しているものの、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、緩やかに減速しているとの見方を共有した。複数の委員は、最終消費財の価格上昇や賃金上昇率の高さから、欧州での物価上昇圧力はなお強いとの認識を示した。一人の委員は、歴史的な暖冬やガス調達先の多様化等により経済環境が改善しており、リセッションは回避できる可能性が高まっているとの認識を示した。別の一人の委員は、ウクライナ情勢の経済的な影響について、既に十分に認識されているため、状況が大きく変化しない限りは、追加的な影響は限定的ではないかと述べた。

中国経済について、委員は、減速した状態から持ち直しつつあるとの認識で一致した。複数の委員は、当面は、経済活動の正常化に伴う回復が期待されるものの、不動産市場の低迷などにより経済活動が下押しされており、先行きについてはきわめて不透明感が強いとの見方を示した。一人の委員は、若年層の高失業率の長期化や、地政学的リスクを受けた対中投資の減少等により、経済の低迷が長引く可能性もあると述べた。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、内需の緩やかな改善が続いているものの、IT関連財を中心に輸出が減速しており、総じてみれば改善ペースが鈍化しているとの認識を共有した。ある委員は、高金利が続くもとで、債務負担の増加にも留意が必要であるとの認識を示した。

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、資源高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。複数の委員は、企業の投資意欲は高いほか、個人消費も回復基調にあるとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、資源高や海外経済減速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方を共有した。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。ある委員は、海外経済の減速により大企業の業績にはばらつきがみられているが、供給制約の緩和等に加え、経済活動の再開を受けたサービス消費やインバウンド消費の増加、価格転嫁や賃上げモメンタムの高まり等により、わが国経済は潜在成長率を超える成長が続くとの見解を示した。別のある委員は、海外経済の減速懸念は根強いものの、インバウンド需要の本格回復や製造業の生産拠点の国内回帰による民間設備投資の拡大が見込まれることもあり、景気の持ち直し基調は基本的に維持されるとの見方を示した。

輸出や生産について、委員は、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。ある委員は、輸出は足もとやや弱い動きであり、中国の春節の時期のずれなどの要因も影響しているとみられるものの、海外経済の動向とともに注意が必要との認識を示した。複数の委員は、中国経済の回復がわが国の輸出に及ぼす影響についての見解を述べ、サービス部門中心の回復では輸出誘発力は小さいため、わが国の資本財輸出の先行きにとっては中国の生産活動がどこまで回復するかが重要であると指摘した。また、一人の委員は、自動車向け半導体等の供給制約も、わが国の輸出や生産の伸び悩みに影響していると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が全体として高水準で推移するもとの、緩やかに増加しているとの認識を共有した。一人の委員は、低水準の実質金利や高水準の企業収益のもとで、製造業を中心に投資意欲は底堅いと述べた。また、別の一人の委員は、企業行動に関するアンケート調査をみると、企業の長期の経済成長率見通しが高まっている点は前向きな動きとして注目されると述べたうえで、経済成長率の見通しが高まるもとの、企業の設備投資は引き続き堅調であると考えられると付け加えた。ある委員は、脱炭素化投資やデジタル投資も設備投資を下支えするとの見方を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとの、緩やかに増加しているとの見方で一致した。ある委員は、個人消費は、全体としては回復基調にあるが、それには各種の消費刺激策の効果も影響しているため、物価上昇の影響を含めて、回復の持続力を注視したいと述べた。また、何人かの委員は、物価高による影響が想定以上に大きくなるか注意を要するとの認識を示した。このうち一人の委員は、足もとの消費を下支えしているペントアップ需要はいずれ一巡することを踏まえると、企業の収益改善と賃金上昇の好循環が、先行きの消費動向の鍵となるとの見方を示

した。別の一人の委員は、今後賃上げの動きが広がり、消費マインドの改善につながっていくことを期待していると述べた。一人の委員は、資源・原材料価格の上昇の影響から当面は物価高が続くとみており、特にエネルギー価格は生活費の中で大きなウェイトを占めるため、消費マインドへの影響を注視したいと述べた。

雇用・所得環境について、委員は、全体として緩やかに改善しているとの見方で一致した。多くの委員は、今年の春季労使交渉における賃上げの動きは、大企業だけではなく中小企業にも広がっているとみられると指摘した。一人の委員は、労働需給の逼迫を背景に、一部の企業の賃上げが、その競合相手や周辺地域の企業の賃上げにもつながっていくといった動きもみられてきていると述べた。また、複数の委員は、前向きな企業の賃金設定行動がみられているだけに、中小企業を含め、高めの賃上げが実現する可能性が高まっているとの見解を示した。複数の委員は、先行き、これまで労働供給の増加を支えてきた女性や高齢者の労働参加の増加ペースは鈍化していくと見込まれており、これが、労働市場の需給の引き締めやそれに伴う賃金上昇圧力につながる可能性もあるとの見方を示した。他方、何人かの委員は、地方の中小企業では賃上げそのものが難しいという声も聞かれていると述べたうえで、労使交渉の結果だけでなく、その後の賃上げの広がりや持続性について見極めていく必要があるという認識を示した。この間、ある委員は、持続的な賃上げの実現には、従業員のエンゲージメントを高めるような職務に応じた賃金カーブへの改革や、コア事業を強化するポートフォリオ改革、労働の高付加価値化や高生産性事業への労働力のシフトが重要であるとの見方を示した。この委員は、中小企業の賃上げ率向上には、適正な価格転嫁と持続的な付加価値向上が重要であると付け加えた。

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、4%程度となっているとの評価で一致した。ある委員は、2月の東京都区部の消費者物価は、予想通り、プラス幅がしっかりと縮小したと述べた。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。

物価の先行きについて、委員は、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果に加え、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、23年度半ばにかけて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で、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、

再びプラス幅を緩やかに拡大していくという認識も共有した。複数の委員は、一旦プラス幅を縮小した物価が再び2%に向けて伸びを高めるためには、粘着性の高いサービス価格の持続的な上昇が重要となるとの見方を示した。一人の委員は、そうしたサービス価格の持続的な上昇には、賃金の一段の上昇が不可欠であると付け加えた。何人かの委員は、現在は、物価と賃金の好循環が実現するかどうかを注視している局面であるが、先行き物価が想定以上に上昇していくリスクについて、十分に注意を払っていく必要があるとの認識を示した。この点に関し、一人の委員は、企業の価格転嫁の動きが続いていることや、サービスの価格も次第に上昇ペースを高めてきており、持家の帰属家賃を除くサービスの価格は、前年比1%台後半まで上昇している点に注目していると述べた。ある委員は、昨年来の海外発の大幅な価格ショックが、物価に対するノルムを転換させる可能性があり、コストプッシュ圧力の減衰後も企業の前向きな価格・賃金設定行動が続き、想定よりも高い物価上昇が持続することも考えられると述べた。また、何人かの委員は、先行き、コストプッシュ圧力が減衰していく中で、需給ギャップの改善が遅れたり、価格転嫁および賃上げの動きが広がりや持続性を欠いた場合には、再び物価が上がりにくい状況に戻る可能性もあるとの見方を示した。一人の委員は、物価形成の基本メカニズムに立ち返るとともに、幅広い材料を活用し、物価動向に関する分析を深めていくことが重要であるとの認識を示した。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、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、中国における経済活動の正常化の急速な進展は、世界経済に好影響を与えるとみられる一方、資源価格などの押し上げ要因となる可能性もあるとの見方を示した。何人かの委員は、企業の価格転嫁の動きが継続する中で、国際商品市況の想定以上の上昇等がみられた場合には、コストプッシュ圧力の減衰が後ずれする可能性があるとして述べた。

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見方で一致した。また、委員は、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という認識を共有した。これらの点に関し、ある委員は、

金利のボラティリティの高まりから社債発行がしづらいという意見も一部に聞かれるが、金融環境は総じて緩和的な状態が継続しているとの見方を示した。別のある委員は、変動金利型貸出のベースレートとなる短期金利は落ち着いているほか、固定金利型貸出や社債発行のベースレートとして相応のウエイトを占める国債金利も短中期ゾーンでは上昇が抑制されていると指摘した。また、社債市場について、ある委員は、発行の閑散期にあるため、確定的な評価をするには時期尚早であるが、国債市場の機能度低下の影響は引き続き残っているほか、発行年限の短期化や銀行貸出へのシフトも観察されており、引き続き注視し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。

先行きの金融政策運営の基本的な考え方について、委員は、経済・物価情勢を踏まえると、現行の金融緩和を継続することにより、賃金の上昇を伴う形で「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成することが重要であるとの見解で一致した。複数の委員は、「物価安定の目標」の実現に向けて良い兆しがみられるなど、環境は変化しつつあるとの見方を示した。この点に関し、一人の委員は、2%の「物価安定の目標」と整合的な物価と賃金の好循環が始まったと考えるにはまだ距離があると述べた。複数の委員は、イールドカーブの歪みなどの副作用もあるだけに、効果と副作用とのバランスの検証も含め、市場の機能度を予断なく見極めていく必要があるが、現在は大規模緩和を粘り強く続けていくべき局面であるとの見解を示した。一人の委員は、持続的な賃金上昇に必要な供給サイドの改革が進み、物価と賃金の好循環への期待が確信に変わるよう、粘り強く金融緩和を継続し、企業の改革の動きを支える必要があると述べた。別の一人の委員は、足もとの物価高を受けて緩和の見直しを求める意見も聞かれるが、物価に関するノルムの転換という積年の課題の解決の重要性を踏まえると、政策転換が遅れるリスクよりも、拙速な政策転換によって目標達成の機会を逃すリスクの方を重視すべきであると述べた。ある委員は、金融政策の修正は、金融市場や幅広い経済主体に影響を与えるものであることから、慎重に検討・議論する必要があると述べた。別のある委員は、長期にわたる低金利環境からの出口局面では、資金運用・調達の環境変化に対して、企業や家計、金融機関の備えが十分かどうか、慎重に確認する必要があるとの見解を示した。

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、金融市場調節上の様々な工夫により、金融市場調節方針に沿って、長期金利はゼロ％程度で推移しているとの認識を共有した。何人かの委員は、現在は、市場機能改善のために講じてきた様々な措置の効果を見極める段階であると述べた。複数の委員は、イールドカーブの形状をみると、歪みは引き続き観察されているものの、共通担保資金供給オペや国債補完供給の運用面の工夫などもあって、ひと頃に比べれば総じてスムーズとなっているとの認識を示した。また、ある委員は、一部のカレント銘柄を含むイールドカーブの歪みに言及し、市場機能に配慮した調節運営の重要性を指摘したうえで、今後、利回りが円滑に形成されていくかどうかを含め、市場の動向については注視していく必要があるとの見解を示した。一人の委員は、イールドカーブ・コントロールの運用見直しの市場機能への効果を見極めるにはまだ時間が必要であるが、消費者物価上昇率が実際に低下し、それを受けて市場の金利見通しが落ち着いてくれば、イールドカーブの歪みも是正されていくとの見方を示した。そのうえで、多くの委員は、イールドカーブの長期ゾーンにおいて市場機能が低下した状態が続いているほか、社債市場では、発行スプレッドの拡大は一服しているものの、国債市場の機能度の低下の影響は残っており、引き続き注視が必要であるとの認識を共有した。複数の委員は、ベースレートである国債金利に歪みがみられると、社債の発行時や購入時における利回りの目線が定まりにくくなると指摘した。この点について、ある委員は、イールドカーブの歪みは十分に是正されたとは言い難いものの、現時点では、企業金融面への影響は限定的であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、今後のマーケットの状況、経済、物価や賃金の動向を、謙虚かつ真摯にみていき、必要な場合には、社債市場やスワップ市場を含めた市場機能の改善を図り、金融緩和の効果が実体経済に持続的・効果的に伝わるようにすることが必要であると述べた。

また、委員は、2％の「物価安定の目標」についてコメントした。何人かの委員は、2％の「物価安定の目標」を堅持することがきわめて重要であると述べた。このうち一人の委員は、「物価安定の目標」の達成には、2％の目標の達成にコミットすることによって、予想物価上昇率を目標にアンカーすることが重要であると付け加えた。また、もう一人の委員は、目標についての議論を始めると、「物価安定の目標」の実現の可能性が増しているにもかかわらず、金融政策運営に関する無用な憶測を招く恐れがあるとの懸念を示した。この委員は、同様に、政府と日本銀行の共同声明についても改定の必要性はないと付け加えた。ある委員は、わが国経済にとっては、経済成長とともに賃

金も増加する経済・賃金構造への改革や労働市場改革が重要であり、その実現に時間がかかっているからといって物価目標を引き下げて金融緩和を見直すと、必要な改革が先送りになるリスクがあると述べた。また、ある委員は、物価上昇率ではなく賃金上昇率を目標にすべきという意見が聞かれることがあると指摘したうえで、実質賃金は、中長期的には、金融政策ではコントロールできない労働生産性の伸びによって決定されるため、金融政策の目標とするのは難しいのではないかと、との見解を示した。この点に関連して、ある委員は、賃金上昇率と物価上昇率がそれぞれプラスで安定的に保たれれば、その伸び率は高い水準でも良いのかという問題提起を行った。これに対し、複数の委員は、一般に物価上昇率が高いと、その変動も大きくなるというのが歴史的な経験であると指摘したうえで、物価の変動を意識せずに企業や人々が経済行動を行えるような安定的な基盤を提供するという物価安定の理念を踏まえ、賃金上昇率と物価上昇率が安定的に保たれれば伸び率が高くても良い、ということにはならないのではないかと、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。

②①に関し、長短金利操作の運用として、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5%の利回りでの固定利回り方式の国債買入れ（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。また、①の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、ETF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、が適当であるとの認識を共有した。また、委員は、CP等の残高が感

感染症拡大前の水準（約 2 兆円）に戻ることが踏まえ、C P 等は、約 2 兆円の残高を維持すること、社債等は、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（約 3 兆円）へと徐々に戻していくこと、ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めること、が適当であるとの認識も共有した。

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。なお、何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症について、新規感染者数の減少傾向が続くもとの、政府が5月に感染症法上の位置付けを5類感染症に移行することを決定した点を指摘した。そのうえで、これらの委員は、感染症への警戒感も和らいできている中、感染症に紐づけた政策運営スタンスの記述については、現時点では維持するとしても、先行き、見直しを検討することが適当であるとの認識を示した。また、一人の委員は、物価を巡る不確実性との関連という論点もあると付け加えた。

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。

- 黒田総裁は2013年、雨宮副総裁・若田部副総裁は2018年のご就任以来、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力してこられた。在任期間中のこうしたご努力に改めて深く敬意を表する。
- 令和5年度予算は、防衛力の抜本的な強化、こども・子育て支援の強化など、現下の重要課題に一定の道筋を付けるもので、一日も早い成立に向け尽力する。

- 総合経済対策および令和4年度第2次補正予算の執行を加速し、賃上げに向けた取組みを強化するとともに、足もとの物価動向に速やかに対応すべく、エネルギー・食料品価格の影響緩和について、新たな対応策を取りまとめていきたいと考えている。
- 日本銀行には、政府との連携の下、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「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。

- わが国の景気は、このところ、一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している。ただし、世界的な金融引き締め等が続く中、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。
- 2月の東京都区部の消費者物価指数が1月より1%ポイント上昇幅が縮小するなど、総合経済対策・補正予算の効果が現れている。
- 他方、これまでの原材料価格の上昇や円安の影響による食料品を中心とした値上げが続いており、総合経済対策・補正予算の執行をさらに加速し、賃上げに向けた取組みを強化するとともに、足もとの物価動向に速やかに対応すべく、エネルギー・食料品価格の影響緩和について、必要な追加策を検討していく。
- 日本銀行には、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。
- 総裁・両副総裁におかれては、2013年および2018年のご就任以来、わが国経済のデフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けて、大変なご尽力をしてこられた。このことに改めて、敬意を表し、謝辞を申し上げたいと思う。

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. 1. に関し、長短金利操作の運用として、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5%の利回りでの固定利回り方式の国債買入れ（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。また、1.の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施すること。

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等は、約 2 兆円の残高を維持する。社債等は、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（約 3 兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

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. 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（2023年1月17、18日開催分）が全員一致で承認され、3月15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）（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長短金利操作の運用

長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%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。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。

(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等は、約2兆円の残高を維持する。社債等は、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（約3兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

2. わが国の景気は、資源高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、回復ペースが鈍

化している。そうした影響を受けつつも、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益が全体として高水準で推移するも、設備投資は緩やかに増加している。雇用・所得環境は、全体として緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐも、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、4%程度となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。

3. 先行きのわが国経済を展望すると、資源高や海外経済減速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、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な循環メカニズムが徐々に強まるも、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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果に加え、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、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、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再び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、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのも、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。

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」「消費者物価指数」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」
- (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「地価公示」
- (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、日本相互証券、ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社
- (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」