

3. 金融政策決定会合議事要旨 (令和5年4月27、28日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2023年4月27日(14:00～16:26)
4月28日(9:00～12:53)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	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 (27日)
	秋野公造	財務副大臣 (28日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (27日)
	藤丸 敏	内閣府副大臣 (28日)

(執行部からの報告者)

理事	清水季子
理事	貝塚正彰
理事	高口博英
理事	清水誠一
企画局長	中村康治
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	神山一成

(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	安藤雅俊
企画局企画役	丸尾優士
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（3月9、10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。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、主に中長期と超長期の年限において金利が低下する中、総じてスムーズ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。

この間、国際的な協調行動として、日本銀行を含む米ドル資金供給オペを実施している中央銀行は、3月20日以降、1週間物の実施頻度を週次から日次に引き上げた。その後、4月25日に、米ドル資金調達環境の改善や米ドル資金供給オペにおける需要の低さに鑑み、5月からは週次での実施に戻すことを公表した。

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 $-0.033\sim-0.005\%$ 程度、GCレポレートは $-0.328\sim-0.088\%$ 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、幾分下落した。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、円対ドル相場は、日米金利差の縮小などを背景に、円高方向の動きとなった。この間、円対ユーロ相場は、円安方

(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。」

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、経済活動の正常化に向けた動きが続くもとで、サービス業を中心に持ち直しているほか、欧州では、エネルギー供給懸念が緩和していることに伴い、製造業では生産が増加に転じている。ただし、高インフレや利上げが、先進国経済に対して引き続き下押し圧力となっている。

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。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。中国経済は、経済活動の正常化に向けた動きがみられており、持ち直している。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。

先行きの海外経済は、世界的なインフレ圧力が残存し、各国中央銀行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、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。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。

海外の金融市場をみると、米欧の長期金利は、米欧の一部金融機関を巡る問題などを受け、市場参加者の政策金利に関する見通しが下振れるもとで、低下した。先進国の株価は、期間を通じてみれば、米国では上昇し、欧州では概ね横ばいとなった。この間、新興国通貨は、米国金利の低下を背景に、多くの国で上昇した。原油価格は、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、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している。先行きについては、今年度半ば頃にかけては、既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかに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。先行きは、今年度半ば頃にかけては、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、海外経済が持ち直していくもとの増加基調に復していくと予想される。

企業収益は、全体として高水準で推移している。業況感は、横ばいとなっている。設備投資は、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。

個人消費は、物価上昇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10～12月に全国旅行支援による押し上げもあって緩やかに増加したあと、1～2月の10～12月対比も小幅に増加している。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づくと、3月以降の個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が一段と和らぐもとの、春季労使交渉等も踏まえて所得環境の改善がよりはっきりしつつあることもあって、緩やかな増加傾向を続けているとみられる。先行きは、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとの、行動制限下で積み上がっ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、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、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。春季労使交渉について、これまで明らかになった経営側からの回答をみると、2023年の定昇を含む賃上げ率は3%台後半と、前年の2%程度から大きく上昇し、1993年以来の水準となっている。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、増加を続けると考えられる。実質ベースでは、今年度半ばにかけて物価上昇率が低下し、名目雇用者所得も改善していくもとの、徐々にプラスに転化していくと見込まれる。

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、既往の資源高や為替円安の影響が徐々に和らぐもとの、政府による電気・ガス代の負担緩和策の効果もあって、小幅の下落に転じている。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などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっている。予想物価上昇率は、上昇したあと、このところ横ばいとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとの、今年度半ばにかけて、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既往の原材料コスト高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、発行年限を短期化する動きもみられるが、発行スプレッ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。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は、3%台前半となっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、プラス幅を縮小し、3%程度となっている。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支えられて、全体として改善した状態にある。

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%台半ば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、貸出残高の増加による資金利益の改善や、手数料収入の増加などから、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。

地域銀行の収益は、資金利益や非資金利益が増加しているものの、海外金利上昇を背景とした有価証券関係損益の悪化などから、横ばい圏内の推移となっている。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。

この間、米欧の銀行部門を巡る不確実性の高まりがわが国の金融システムへ及ぼす影響は、限定的であるとみられる。金融機関は、いずれの業態でも、十分な自己資本を有している。資金調達面をみても、円貨については個人預金など安定的な資金調達基盤を確保している。外貨についても、預金や中長期円投などの調達比率を高めることにより資金調達基盤の安定が図られているもとで、足もとの資金繰りにも特段の問題はみられていない。このように、わが国の金融機関は、適切な金融仲介機能を発揮しうる充実した資本基盤と安定的な資金調達基盤を有している。

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 2 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。これは、手元資金を厚めに確保しようとする企業の行動を主な要因としており、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. 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、3月に米欧の一部金融機関を巡る問題の影響などにより、市場センチメントが悪化する局面もみられたものの、米欧金融当局による迅速な対応などを受けて、市場は落ち着きを取り戻しつつあるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、世界的なインフレ圧力や各国中央銀行の金融政策の動向などを巡る不確実性が引き続き意識される中、市場センチメントはなお慎重化した状態にあるとの認識で一致した。

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。ある委員は、今後、コロナ関連の政府支出減少の影響がどのように表れてくるか、不確実性が高いとの見方を付け加えた。

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。一人の委員は、今回の米国における一部地方銀行の破綻について、銀行部門で問題が生じたことは意外であったが、利上げによる金融引き締め効果が今後も様々な形で経済・金融面に波及すること自体は覚悟しておく必要があると述べた。そのうえで、この委員は、先行きのメインシナリオとしては、FRB

が金融システムへの影響も含めた状況をみながら金融政策運営を行うもとの見方を示した。何人かの委員は、これまでの累積的な利上げの影響が、金融機関の融資スタンスやクレジット市場など金融システム面にも及んできている一方、労働需給の引き締めから賃金を介して物価の高止まりが続いていると指摘し、F R Bの政策運営を注視していると述べた。

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の、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をみると、欧州での物価上昇圧力はなお強いと述べた。また、複数の委員は、E C Bによる金融引き締めの影響が、金融システム面で顕現しないか、慎重にみていく必要があるとの見方を示した。

中国経済について、委員は、経済活動の正常化に向けた動きがみられており、持ち直しているとの認識で一致した。何人かの委員は、当面、サービス消費を中心としたペントアップ需要が期待できるものの、若年失業率の高止まりや不動産セクターにおける債務問題、地政学的リスクを受けた対中投資減少等の構造的な問題もあるため、先行きは、上下双方向に不確実性が高いとの見方を示した。このうち一人の委員は、中国の個人消費が弱いと、シリコンサイクルへの影響を通じて、わが国の輸出に対しても下押し圧力となりうると述べた。

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、I T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。一人の委員は、インド経済について、先行きも高成長が期待される中、製造業の投資先としての注目度が高まっていると述べた。

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。ある委員は、米欧の一部金融機関の問題の影響から世界的に金利が低下したことが、結果的にイールドカーブの形状の歪みの解消に寄与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、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直しているとの見方を共有した。一人の委員は、海外経済の減速の影響から製造業はやや足踏みしている一方、インバウンド需要やペントアップ需要の高まりを受けて、非製造業の回復はしっかりしていると述べた。他方、別の一人の委員は、国内経済は全体として底堅く推移し、足もと、企業の設備投資意欲は維持されているが、個人消費は低めの伸びとなっていると述べた。

輸出や生産について、委員は、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との認識で一致した。

設備投資について、委員は、緩やかに増加しているとの認識を共有した。ある委員は、設備投資の底堅さには、低水準の実質金利などの緩和的な金融環境や、高水準の企業収益が寄与してい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、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、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に改善傾向にあると述べた。この点について、別の複数の委員は、ペントアップ需要は期待したほどには顕在化していないとの見方を示した。その背景について、このうち一人の委員は、物価高の影響が実質所得やマインド面を通じて消費を下押ししていると述べた。この委員は、旅行や外食などの選択的消費には良好な動きがみられる一方、4月の支店長会議において、多くの支店から、日用品を取り扱うスーパー等からは、物価高に伴う節約志向の高まりを指摘する声が聞かれているとの報告があったことを付け加えた。この間、ある委員は、消費の下押し要因として、飲食・宿泊では、労働力不足によるボトルネックも影響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。多くの委員は、今年の春季労使交渉において、事前の予想よりも高い賃上げ率の実現する見込みであると指摘した。複数の委員は、労働市場の流動化の進展や人手不足の影響もさることながら、昨年来の海外発の大幅な価格ショックを背景に、企業の物価や賃金に対する「ノルム」の転換に向けた動きがみられていると述べた。別の一人の委員は、中小企業においても、人材確保に向けた賃上げのほか、価格転嫁の実現により賃上げの原資を確保できたとの例も聞かれており、賃上げの動きの裾野が広がりつつあると指摘した。

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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっているとの評価で一致した。複数の委員は、消費者物価は、既往の資源・原材料価格上昇がタイムラグを伴って転嫁される動きが継続していると指摘した。別のある委員は、企業による販売価格引き上げの背景は、原材料価格の転嫁から、輸送費や電気代、さらには人件費の転嫁へと広がりをみせていると述べた。予想物価上昇率について、委員は、上昇したあと、このところ横ばいとなっているとの見方で一致した。

2. 経済・物価情勢の展望

2023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、わが国経済について、今年度半ば頃にかけては、既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかに回復していく、今年度後半以降は、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、潜在成長力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、ペントアップ需要の顕在化や高めの賃金上昇等が消費を下支えすることが期待されるほか、積極的な設備投資の継続も見込まれるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、わが国経済の先行きにとっては、こうした動きがどれだけ強くみられるかが重要であると付け加えた。複数の委員は、海外経済の回復ペース鈍化による輸出や生産への影響はある程度続くものの、消費者マインドの改善やインバウンド需要の拡大、製造業の生産拠点の国内回帰、省力化投資の拡大をはじめ、様々な前向きな動きが見込まれると述べた。この間、一人の委員は、足もと、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁や、企業による賃上げの進展がみられるものの、これが物価・賃金・需要の間の持続的な好循環に繋がっていくためには、転職市場のさらなる活発化、企業の事業改善・再編・ビジネスモデルの転換をはじめとして、経済に幅広い構造的な変化が生まれていくことが重要であると指摘した。

わが国の輸出や生産について、委員は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとの見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド需要は増加を続けるとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が全体として高水準を維持するもとの、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の影響の緩和もあって、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、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。ある委員は、感染症のもとで先送りされてきた投資の再開のほか、デジタル関連や省力化投資の増加などが見込まれると述べた。そのうえで、この委員は、中長期的には、人口減少に伴う国内市場の縮小の影響などが下押しに作用する可能性についても注意が必要であると指摘した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、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、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。また、今年度後半以降は、ペントアップ需要の顕在化ペースの鈍化や政府の各種施策による下支え効果の減衰によってペースを鈍化させつつも、雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は増加を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、高い賃上げ率は消費マインドの改善などにも繋がり得るとの見方を示した。ある委員は、企業の構造改革が進み、家計の将来への期待が高まれば、感染症の影響下で高まった貯蓄率は平時に戻り、個人消費の持続的な押し上げが期待されると述べた。一方、別のある委員は、物価上昇による家計の金融資産の目減りや低調な実質賃金、将来不安の重石もある中、ペントアップ需要が、感染症の影響下で控えていた分まで取り戻すほどに顕在化するかどうかには不確実性があるとの見方を示した。

雇用者所得について、委員は、経済活動の改善を背景に、正規・非正規ともに雇用が増加していくことに加え、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、増加を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、今年の春季労使交渉における賃上げの状況やその含意について議論を行った。一人の委員は、来年以降も賃上げの動きが定着していくかどうか重要であり、物価対比で十分な賃金上昇が続くか、それが個人消費を支えていけるか、注視していきたいと述べた。この点に関し、ある委員は、人手不足が強まる中、来年も高い賃上げが期待できるとの見解を示した。別のある委員も、今年度初任給を引き上げた企業は、賃金カーブ全体の形状を維持する観点もあって、来年度もそれなりの賃上げを想定しているのではないかとの見方を示した。複数の委員は、4月の支店長会議においても、様々な地域で、人手不足などを背景に賃上げ率を引き上げる動きがみられているという報告があったと指摘した。この間、一人の委

員は、今年の賃上げ率には一時的な増加という面もあるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、原材料高への対応として、価格転嫁が有力な選択肢として加わりつつあるが、物価上昇に負けない賃上げを持続するためには、長年の課題である事業・賃金構造の改革を通じて、中小企業の輸出拡大を含め、企業の国際競争力と稼ぐ力を強化していくことが必要であり、労働市場改革への企業の対応や構造改革の動向に注目していると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、本年1月の展望レポート時点と比べると、2022年度と2023年度は、個人消費を中心に下振れ、2024年度は概ね不変との認識を共有した。

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、現在2%を上回って推移しているが、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくため、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく可能性が高い、その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で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見方を共有した。一人の委員は、人手不足による人件費上昇や海外のインフレの影響もあって、物価は、当面、上昇を続けるとの見方を示した。別の一人の委員は、販売価格を引き上げて、賃上げや人手不足対応の投資の原資とするような動きもみられてきており、物価と賃金の前向きの循環に向けた兆しがみえつつあるとの見方を示した。この間、複数の委員は、物価上昇率がプラス幅を縮小したあと再び2%に向けて上昇していくには、賃金動向や企業の成長期待、中長期の予想物価上昇率などの基調的な要素が改善し、サービス価格をはじめとする粘着的な価格が上昇していく必要があるとの見解を示した。この点について、一人の委員は、サービス価格は、賃金上昇などを背景に今後伸び率が高まる可能性があると指摘した。別の一人の委員は、ベアによる恒常的な所得上昇は、コストプッシュ要因に比べて消費者物価をより持続的に押し上げるほか、一時的な所得上昇に比べて消費性向の押し上げ効果が高いとみられるため、賃金と物価の持続的な好循環に繋がりやすいとの見解を示した。何人かの委員は、企業の価格設定スタンスに変化はみられているものの、既に輸入物価がピークアウトしていることや、わが国では需要超過を受けて販売価格を引き上げる動きが米欧ほどにはみられていないことなどを踏まえると、米欧のように物価上昇率が高止まりする可能性は大きくないとの見方を示した。

この間、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、2023年度は2%台半ば、2024年度と2025年度は1%台後半となるとの見方を示した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な物価の見通しは、本年1月の展望レポート時点と比べると、賃金の上振れなどから、2023年度、2024年度ともに幾分上振れている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。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。また、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との見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②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、③企業や家計の中長期的な成長期待の3点を挙げた。

このうち、「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、委員は、米欧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。ある委員は、特に、米国における金融引き締めなどの影響および、中国における雇用・所得環境や不動産市場における調整の可能性などに注目していると述べた。また、米欧の一部金融機関の経営を巡る不確実性などにより、市場のリスクセンチメントが悪化する局面がみられた点について、何人かの委員は、一部金融機関を巡る問題は、各国当局による迅速な対応によって収束しつつあるが、米欧における金融引き締めの影響は、金融システム面を含めて様々な経路で表れる可能性があり、今後も注視していく必要があると指摘した。

この間、委員は、前回1月の展望レポートで主なリスク要因の一つとして挙げていた「内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響」について、政府が5月8日に新型コロナウイルス感染症の感染症法上の分類を季節性インフルエンザ等と同じ「5類」に変更することや、感染症によって内外経済・金融市場が影響を受けるリスクが低下したことを踏まえ、今回は記述

を落とすことが適当であるとの認識で一致した。

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ほか、物価固有のリスク要因として、①企業の価格・賃金設定行動や、②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には注意が必要であるとの認識で一致した。ある委員は、マクロ的な需給ギャップが改善し、予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、2%の「物価安定の目標」に近づいていくとみているが、時間がかかるほか、先行きの不確実性も大きいとの見解を示した。別のある委員は、人手不足の深刻化等を受けて、来年度以降の企業の賃上げ率や販売価格、さらには中長期的な予想物価上昇率が上振れるリスク、世界経済が想定以上に減速する等によって物価が下振れるリスクの双方に注意すべきであると述べた。一人の委員は、家計の節約志向の高まりや低調な実質賃金などを考えると、先行き、物価は2%をかなり下回る水準まで低下し、そのまま2%に戻らなくなるというシナリオにも注意しておく必要が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、2023年度は下振れリスクの方が大きいと、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は、2023年度は上振れリスクの方が大きいと、2025年度は下振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。

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。

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。何人かの委員は、先行きの物価上昇率は一旦低下すると見込まれるほか、海外経済の不確実性も高いこと、今後の賃上げの持続性や中長期的な予想インフレ率の動向についての評価はまだ難しいことなども踏まえると、現行の金融緩和を継続することが適当であるとの見解を示した。ある委員は、2%の「物価安定の目標」の持続的達成のためには、賃金上昇を伴う形で実現する必要があると指摘した。そのうえで、この委員を含む複数の委員は、今年の春季労使交渉では事前の予想以上の賃上げが実現する見通し

であるが、名目賃金上昇率が物価対比で十分に高まるよう、金融緩和の維持によって賃上げのモメンタムをしっかりと支え続けることが必要であると述べた。ある委員は、物価見通しは幾分上振れているが、「2%を超えるインフレ率が持続してしまうリスク」より、「拙速な金融緩和の修正によって2%実現の機会を逸してしまうリスク」の方がずっと大きいと述べた。別のある委員も、高い物価上昇率が続く可能性にも当面注意していく必要があるが、2%をかなり下回ったまま戻らなくなるシナリオの方が、中期的にはより重要と思われるとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、効果と副作用の両面に目配りしつつ、粘り強く金融緩和を続けていくべきであるとの見解を示した。別のある委員も、2%の「物価安定の目標」の実現は視野に入ってきたと思うが、上下双方向にリスクがあり、当面は、金融緩和の継続が適当であるとの見解を示した。この間、一人の委員は、わが国経済には、賃金と物価の好循環の兆しが表れはじめており、政策対応が後手に回らないよう、基調判断を適切に行う必要があると述べた。別の一人の委員は、超低金利が経済主体の行動様式に組み込まれている状況下、金利の急変動は避ける必要があるとあり、物価や賃金の動向を謙虚に見つめ、早すぎず遅すぎず対応することが必要であるとの見解を示した。ある委員は、これまで、家計および企業、金融機関は、低金利環境を前提にした資金運用・調達活動を行ってきたと述べ、将来の金利変動に対する各経済主体の備えが十分であるかを確認していく必要があ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。また、委員は、足もと、イールドカーブの歪みの解消が進んでいると指摘し、イールドカーブ・コントロールの運用を見直す必要はないとの見方で一致した。この間、ある委員は、国債金利の指標金利としての機能度など、市場機能は依然低いままとの声が多い点を指摘した。そのうえで、この委員は、イールドカーブ・コントロールは、円滑な金融を阻害している面も大きいと感じており、見直しを検討してもよい状況にあると考えているが、国際金融市場の状況を踏まえるともう少し様子を見ることが適当であると述べ、今後の債券市場サーベイ結果に注目していると付け加えた。

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、長短金利操作に関し、その運用を含め、従来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。また、長期国

債以外の資産の買入れに関しても、委員は、従来の方針を維持することが適当との意見で一致した。

次に、委員は、先行きの金融政策運営方針について議論を行った。多くの委員は、政府による感染症法上の分類の変更や、感染症によって内外経済・金融市場が影響を受けるリスクが低下したことを踏まえると、感染症に条件づけて金融政策運営方針を記述することは適当ではなくなったのではないかとの意見を述べた。ある委員は、当面、現在の金融緩和継続が適当であり、フォワードガイダンスの修正が金利引き上げ容認ととられないように、慎重を期すべきであると述べた。この点について、一人の委員は、感染症の影響は低下したとはいえ、内外経済や金融市場を巡る不確実性はきわめて高いと述べたうえで、仮に該当箇所の記述を見直すとしても、粘り強く緩和を続ける、必要に応じて追加緩和措置を講じる、という日本銀行の金融緩和姿勢に変わりはないことを明確に情報発信することが適当であると述べた。別の一人の委員は、2%の「物価安定の目標」の達成にはなお時間がかかる状況であり、目標達成まで金融緩和を続けるというフォワードガイダンスは、目標達成に対する日本銀行の強いコミットメントを示す観点で有用であると述べた。ある委員は、この機会を捉え、日本銀行が、金融政策運営方針についてこれまで説明してきた内容、具体的には、①賃金上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していること、②経済・物価・金融情勢に応じた機動的な対応を行う方針であることも含め、記述を再整理することが適当ではないか、との見解を示した。別の一人の委員は、物価に上振れリスクがある中、「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」という文言を残しておくことが適当かという論点もあると述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、先行きの金融政策運営方針の記述について、考えられる対応案を示すよう指示した。執行部は、委員の意見を踏まえ、以下を内容とする対応案を示した。

- 新たに、先行きの金融政策運営に関する包括的な記述を行うこととし、金融緩和を継続するという基本方針を示すことが考えられる。具体的には、「日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく」という記述が考えられる。

- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続方針とオーバーシュート型コミットメントについては、従来と同じ記述とする。
- 感染症に条件づけた政策方針については、政府による感染症法上の分類変更や感染症によって内外経済・金融市場が影響を受けるリスクが低下したことから、記述を整理する。ただし、日本銀行の金融緩和姿勢が後退したとの誤解を避けるため、上記基本方針の中で「粘り強く金融緩和を継続する」旨を明示することに加え、従来の記述にあった「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」という文言は維持することが考えられる。

執行部の説明のうち、「賃金の上昇を伴う形で」という文言を加えることについて、一人の委員は、日本銀行が賃金や企業収益も含めた好循環の中で物価目標の実現を目指しているということを丁寧に説明するよい機会ではないか、との考えを述べた。この間、複数の委員は、日本銀行が新たな政策目標を追加したという誤解を招くのではないかと慎重な見方を示したうえで、文言に加えるのであれば、誤解を招かないよう、適切に对外コミュニケーションを行うことが必要であるとの意見を述べた。これらの議論を経て、委員は、先行きの政策運営方針の記述について、執行部が示した文案のような形で整理・明確化することが適当であるとの見方を共有した。

また、委員は、金融政策のレビューについても議論を行った。ある委員は、日本銀行は、1990年代後半以降、短期金利の実効下限制約に直面するもとの、様々な非伝統的な金融政策手段に踏み込んできたことと述べた。そのうえで、この25年間を対象に様々な角度からレビューを行うことで、将来の政策運営に有益な知見を得られるのではないかと問題提起した。一人の委員は、これまで日本銀行が実施してきた金融緩和策は、その時々金融・経済情勢を踏まえて必要と判断したうえで実施してきたものであると述べ、金融政策のレビューを行う場合には、わが国経済が置かれてきた状況との相互関係を踏まえて実施することが適当であるとの見解を示した。この委員は、今後も効果的に金融緩和を継続していくうえでもレビューは有益であると述べたうえで、客観的で納得性のあるレビューとするため、特定の政策変更を念頭に置くのではなく、多角的に行うことが望ましいと主張した。別の一人の委員は、日本経済が1990年代後半以降経験したことは、失業率と賃金上昇率の関係やマネーと物価の関係をはじめ、各種の学説からイメージされる姿とは必ずしも一致しないものも多いと指摘したうえで、幅広い視点で多角的にレビューを行うことに賛意を示した。別の一人の委員も、金融緩和が長期化している原因としては、バブル

崩壊以降、デフレ均衡が長く続いたことで、物価や賃金が上がらないという「ノルム」が形成された点が大きいと指摘したうえで、金融政策の検証に際しては、幅広く分析を行う必要があると述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、金融政策のレビューについて、考えられる対応案を示すよう指示した。執行部は、委員の意見を踏まえ、次のような対応が考えられると説明した。

- わが国経済がデフレに陥った 1990 年代後半以降の 25 年間に振り返り、その間の金融政策運営と経済・物価・金融情勢との間の相互関係について多角的にレビューを行う。それらの分析結果をもとに、今後の金融政策運営にとって有益な知見を得ることを目指す。幅広い観点からレビューを行うため、1 年から 1 年半程度の時間をかけて実施する。これらの方針について、今回の金融政策決定会合の対外公表文で公表する。
- レビューは、客観性や透明性に十分留意して実施する。具体的には、①レビュー作業の途中段階において、可能なものは個別の結果を随時公表する、②締めくくりとして、最終的な結果を公表する、③レビューの過程では、政策委員会における議論に加え、外部の識者も交えたワークショップなどを開催して多様な知見を取り入れる、といった工夫を行う。

委員は、執行部から説明があったような形で金融政策の多角的なレビューを行うことが適当であるとの見解で一致した。ある委員は、今後の金融政策運営に活かすため、十分に時間をかけて、「失われた 30 年」における経済の構造変化やこれまでの政策の効果を総括することが必要であると述べた。一人の委員は、これまでの政策の成果ばかりを取り上げるのではなく、できるだけ客観的な分析・評価を行うことが重要であると述べた。これに対し、別の一人の委員は、マイナスの側面を必要以上に強調するのもバランスを欠き、適当ではないとの見方を示した。ある委員は、専門家だけではなく広く国民に理解してもらえるような成果物にすること、各施策や対外的なコミュニケーションを含め、幅広い論点についてレビューを行うことが適当であると述べた。この間、別のある委員は、日本銀行が、様々な非伝統的な金融政策手段を世界に先駆けて導入してきたこともあり、その効果と副作用も含めた検証を幅広く行うことは、わが国の経済・物価情勢やそのもとの金融政策運営について、国際的に理解を深めてもらう意味でも価値があるのではないかと述べた。

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。

- 先日、植田総裁が総理と話された際、不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的な政策運営を行っていくことや、共同声明を直ちに見直す必要はないことについて認識が共有された。
- 日本銀行には、植田総裁の下、新体制においても、政府と密接に連携しつつ、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を目指して取り組むことを期待する。
- 令和5年度予算は、3月28日に成立した。本予算は、防衛力の抜本的強化、こども政策、グリーントランスフォーメーションの推進、地域活性化など、わが国が直面する内外の重要課題の解決に道筋をつけ、未来を切り拓くための予算という位置付けである。今後、本予算の迅速かつ着実な執行を進めてまいりたい。

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、世界経済の減速リスクや金融資本市場の変動の影響には、十分注意する必要がある。
- 政府は、国内投資拡大や研究開発の促進による生産性向上と価格転嫁を通じたマークアップ率の確保による賃上げを車の両輪で進める。
- 金融政策運営の方針の記述の変更の趣旨については、対外的に丁寧な説明することが重要である。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを期待する。

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、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：植田委員、氷見野委員、内田委員、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：植田委員、氷見野委員、内田委員、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. 「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1日に公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2023年3月9、10日開催分）が全員一致で承認され、5月8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. 日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくこと

で、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「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。引き続き企業等の資金繰り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。

3. わが国経済がデフレに陥った1990年代後半以降、25年間という長きにわたって、「物価の安定」の実現が課題となってきた。その間、様々な金融緩和策が実施されてきた。こうした金融緩和策は、わが国の経済・物価・金融の幅広い分野と、相互に関連し、影響を及ぼしてきた。このことを踏まえ、金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うこととした。

以 上

(5 年 6 月 15、16 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2023 年 6 月 15 日 (14:00~16:03)
6 月 16 日 (9:00~11:40)
2. 場 所 : 日本銀行本店
3. 出席委員 :

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	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 (15 日)
	秋野公造	財務副大臣 (16 日)
内閣府	茂呂賢吾	大臣官房審議官(経済財政運営担当) (15 日)
	藤丸 敏	内閣府副大臣 (16 日)

(執行部からの報告者)

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 (15 日 14:55~16:03)
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	神山一成

(事務局)

政策委員会室長	倉本勝也
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画調整課長	土川 顕 (15 日 14:55~16:03)
企画局企画役	丸尾優士
企画局企画役	長田充弘
企画局企画役	倉知善行

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。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、引き続き総じてスムーズ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。

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 $-0.079\sim-0.023\%$ 程度、GCレポレートは $-0.224\sim-0.088\%$ 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、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。なお、国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で、昨年前半に比べれば総じて悪化した状態が続いているものの、昨年末から本年3月中旬頃にかけてみられた悪化局面との対比では、改善方向の動きとなっている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断DIは、前回調査対比マイナス幅が縮小した。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の拡大などを背景に、円安方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場も、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。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、

(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。」

減速傾向が続いている。欧州経済は、ひと頃と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。中国経済は、I T関連の調整や外需の減速などの影響を受けつつも、経済活動の正常化が進むもとで、持ち直している。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、I T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。

先行きの海外経済は、世界的なインフレ圧力が残存し、各国中央銀行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、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。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考えられる。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。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、堅調な経済指標等を受けて上昇し、米国株価も、ハイテク関連銘柄を中心に上昇した。一方、欧州では、長期金利、株価とも、概ね横ばいとなった。この間、新興国通貨は、米国金利が上昇するもとで、多くの国で下落した。原油価格は、中国の経済指標の下振れなどをを受けて、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、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している。先行きについては、今年度半ば頃にかけては、既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかに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おり、先行き、今年度半ば頃にかけても、同様の動きが続くとみられる。その後は、海外経済が持ち直していくもとで、増加基調に復していくと予想される。

企業収益は、全体として高水準で推移している。設備投資は、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で、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。

個人消費は、物価上昇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、1～3月に増加したあと、4月の1～3月対比は減少している。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づくと、5月以降の個人消費は、春季労使交渉等も踏まえて所得環境の改善が明確化しつつある中で、感染症の「5類」移行の影響にも支えられ、緩やかな増加を続けているとみられる。先行きも、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がっ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、緩やかに改善している。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、緩やかに増加している。非正規雇用は、対面型サービス業や医療・福祉を中心に、均してみれば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。本年の春季労使交渉について、これまでに明らかになった経営側からの回答状況をみると、定昇を含む賃上げ率は3%台後半と、前年の2%程度から大きく上昇し、1993年以来の水準となっている。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、増加を続けると考えられる。実質ベースでは、今年度半ばにかけて物価上昇率が低下し、名目雇用者所得も改善していくもとで徐々にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば幾分下落している。国内企業物価の3か月前比は、既往の資源高や為替円安の影響が徐々に和らぐもとで、再生可能エネルギー発電促進賦課金の引き下げの影響もあって、下落している。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などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、上昇したあと、このところ横ばいとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとで、今年度半ばにかけて、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。

資金需要面をみると、経済活動の持ち直しや既往の原材料コスト高

を背景に、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、需給環境に改善の動きがみられる中で、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は、3%台後半となっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、プラス幅を縮小し、1%台後半となっている。企業倒産は、このところ増加しているものの、なお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支えられて、全体として改善した状態にある。

この間、マネタリーベースは、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）の残高の減少による影響が減衰していることから、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. 「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等

1. 執行部からの説明

コロナオペの新規実行は、予定通り本年3月に終了し、同6月末をもって、コロナオペにおける全ての貸付の返済が完了する。これに伴い、「補完当座預金制度基本要領」および「貸出促進付利制度基本要領」の一部改正を行うこととしたい。

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。

III. 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、米欧の金融政策および金融部門を巡る不確実性や、世界経済の減速が引き続き意識されているものの、堅調な企業決算などを背景に、市場センチメントには改善の動きがみられているとの認識で一致した。

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を共有した。一人の委員は、昨年来の金融引き締めが徐々に影響を及ぼすもとで先進国経済の減速傾向が強まっているほか、中国経済の持ち

直しが鈍いとの見方を示した。この間、複数の委員は、多くの国・地域において、製造業が弱含んでいるものの、サービス業は堅調であると指摘した。

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で一致した。何人かの委員は、労働需給の引き締まりが継続する中、物価上昇圧力は根強いとの見方を示した。一人の委員は、堅調な個人消費を支えてきた家計貯蓄の減少に伴って、先行き個人消費の伸びは鈍化していくのではないかと述べた。別の一人の委員は、利上げの影響からクレジット市場や金融機関の融資姿勢がタイト化しており、地方銀行による融資が多い商業用不動産市場を中心に信用収縮が生じないか、留意が必要であるとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、ひと頃と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認識を共有した。一人の委員は、欧州の物価上昇には落ち着きがみられると述べた。これに対し、複数の委員は、賃金上昇を受けた物価上昇圧力は根強いのではないかと見方を示した。ある委員は、エネルギーなどの供給を巡る不確実性が高い状態が続いているほか、EU・英国間の関税の原産地規制が厳格化されていくことの影響にも注意が必要であると述べた。

中国経済について、委員は、IT関連の調整や外需の減速などの影響を受けつつも、経済活動の正常化が進むもとで、持ち直しているとの見方を共有した。もっとも、複数の委員は、若年層失業率の高止まりもあって、財消費を中心に個人消費の回復が鈍いとの認識を示した。このうち一人の委員は、消費者物価の低迷にも表れているような個人消費の弱さや成長期待の低下を懸念していると述べた。また、何人かの委員は、不動産市場の調整が、引き続き経済の下押しに作用してい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、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。

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、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、海外経済減速の影響が輸出・生産面にみられる一方、感染症の「5類」移行の

影響にも支えられて、サービス消費を中心に個人消費が緩やかに増加しているとの見方を示した。また、ある委員は、国内経済が全体として底堅く推移するもとの、企業の景況感拡大・縮小の分岐点を上回っており、設備投資への前向きな姿勢が維持されていると述べた。

景気の先行きについて、委員は、今年度半ば頃にかけては、既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかに回復していく、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の、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、インバウンド需要やサービス消費の増加、供給制約の緩和、人手不足対応を企図した設備投資の増加などが、景気の回復を牽引していくとの見方を示した。この点について、別の委員は、個人消費の増加の牽引役がペントアップ需要の顕在化から賃上げによる所得増加へと円滑にシフトしていくか、また、IT部門の調整がどういうペースで進捗するか、といった点を、実際のハードデータで確認していく必要があると述べた。この間、一人の委員は、日本経済の成長期待が高まりつつあるとの見方を示した。

輸出や生産について、委員は、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との認識を共有した。ある委員は、海外主要国において製造業の景況感が低迷する中で、輸出・生産面への下押し圧力が継続する可能性もあると指摘した。

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するもとの、緩やかに増加しているとの認識で一致した。一人の委員は、企業の設備投資意欲の底堅さには、低水準の実質金利などの緩和的な金融環境や、高水準の企業収益が寄与しているとの見方を示した。別の委員は、地政学的リスクなどを背景とした生産拠点の国内回帰の動きも、設備投資の拡大を後押しすると見込まれると述べた。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかに増加しているとの認識で一致した。複数の委員は、日用品などの非耐久財消費で物価上昇が重石となる一方、サービス消費は増加しているとの認識を示した。別の複数の委員は、春先以降、消費者マインド指標が改善していると指摘した。その背景について、これらの委員は、経済活動の正常化に加え、高水準の賃上げの実現を受けた所得改善期待の高まりが寄与しているとの見方を示した。このうち一人の委員は、足もとの株価上昇による影響も含め、マインド指標の改善が企業や家計の前向きな動きの後押しにつながるか注目していると付け加えた。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。ある委員は、先週公表したさくらレポート別冊でも示されているとおり、地方も含めて人手不足感は強まっており、これに転職市場拡大といった労働市場流動化も加わって、労働需給の引き締まりと賃金上昇圧力の強まりがみられると述べた。複数の委員は、人手不足などを背景に、賃上げが持続的なものになっていくことが期待されると述べた。一人の委員は、日本型職務給導入への取り組みや来年の賃上げ交渉に向けた状況等を確認するほか、価格転嫁、M&A・事業売却の動向、中小企業の輸出拡大等の企業の稼ぐ力強化の進捗を把握することで、物価上昇に負けない賃金上昇実現の蓋然性の高まりを見極めていく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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台半ばとなっているとの評価で一致した。多くの委員は、足もとの物価上昇率をみると、4月の展望レポートにおける想定よりも幾分上振れ気味で推移しているとの認識を示した。複数の委員は、昨年の輸入物価上昇によるコストプッシュ圧力が大きかった分、価格転嫁の動きが長引いている可能性があるとして述べた。ある委員は、年度替わり期の消費者物価の強さは財が中心であり、賃金のサービス価格への波及が主因ではない点、物価上昇の主因は引き続きコストプッシュによるものとみられるが、今後、企業の価格設定行動に変化がみられてくるかどうか、注目していると述べた。複数の委員は、引き続き海外要因が大きいのが、消費者物価ではサービス価格の上昇ペースが目立つなど、国内要因が強まっているとの見方を示した。何人かの委員は、一部の企業ではあるが、賃上げ原資を確保するために値上げを行う動きがみられていると指摘した。複数の委員は、企業が価格転嫁を進められている背景には、需要の底堅さも寄与しているとの見方を示した。この間、予想物価上昇率について、委員は、上昇したあと、このところ横ばいとなっているとの評価で一致した。ある委員は、足もとの物価の強さによって中長期のインフレ予想に大きな変化が生じている証拠はないが、イールドカーブ・コントロールの運営との関係でも重要な要素であり、今後の展開に注目していると述べた。

物価の先行きについて、委員は、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとの、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく、その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の

価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で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、振れを伴いながらも、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。複数の委員は、輸入物価は下落しており、前年比マイナスとなっていると指摘した。一人の委員は、物価の先行きの不確実性が高まっており、先行きの物価について、輸入インフレの減衰ペースや国内要因に基づくインフレの立ち上がりの時期と強さによって様々なパスが考えられると述べた。うえて、物価上昇率が、先行き2%を下回ることなく、ゆっくりと2%に向かっていくパスを辿る可能性が生じてきたほか、2%を超えた水準で高止まるリスクも無視できないとの認識を示した。そのうえて、この委員は、2%を下回ったあと、そのまま戻らなくなるリスクも引き続き大きいと付け加えた。こうした先行きの物価のパスについて、一人の委員は、消費者物価の上昇率は、今年度半ばにかけて低下していくとみているが、その後、再び上昇率が高まっていくかの不確実性はなお大きく、今後の賃上げの持続性などを見極めていく必要があると述べた。また、別の一人の委員は、消費者物価上昇率は、既往の輸入物価上昇の転嫁が一巡したあと、今年度後半には2%を下回るとの見方を示した。更に別の一人の委員は、引き続き価格転嫁がみられ、先行きの物価が上振れる可能性もあるが、持続性に懸念があるとの認識を示した。他方、ある委員は、原材料価格上昇は一服しているものの、企業の価格転嫁の動きは一段と強まっているほか、雇用・所得環境の改善やインバウンド需要の回復もあり、当面、物価上昇圧力の強い状況が続くとの見解を示した。別の複数の委員は、企業行動に変化がみられ、値上げや賃上げが企業の戦略に組み込まれてきていると指摘した。このうち一人の委員は、基調的なインフレ率を示す各種指標も軒並み2%を超えてきており、物価上昇率は、今年度半ばにかけ低下していくものの、2%を下回らない可能性が高いと述べた。この間、ある委員は、既に生じたコスト高を反映する形ではなく、将来のコスト変化を先取りする形での価格設定行動が広がっているとすれば、従来とは異なる動きであるとの見方を示した。そのうえて、この委員は、足もとが変曲点である可能性もあり、財・サービス別にみた物価の振る舞い、企業のマージン率や収益、家計の物価・賃金動向についての受け止め、値上げを受けた売れ行きの動向など、ミクロ・マクロの情報を幅広くみていくことで、物価上昇の性質を理解することがきわめて重要であるとの認識を示した。

経済・物価の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。また、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との見方を共有した。ある委員は、海外の物価上昇圧力が根強い中で、米欧の金融政策などを巡る不確実性は高く、海外経済の動向とグローバルな金融環境を注視する必要があるとの見方を示した。これに関連して複数の委員は、米国や中国などの海外経済の下振れが、わが国の経済や物価を押し下げるリスクに注意が必要であると指摘した。一方、多くの委員は、足もとの物価動向や企業行動にみられる変化の兆しを踏まえると、当面の物価上昇率が上振れるリスクがあると述べた。一人の委員は、高水準の企業収益を踏まえると、来年の春季労使交渉においても高水準の賃上げが続く可能性も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認識で一致した。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見方を共有した。多くの委員は、イールドカーブの歪みが解消し、社債の発行環境にも長期ゾーンを中心に改善の動きがみられるなど、債券市場の機能度は改善しているとの評価を示した。一人の委員は、債券市場の機能が改善している背景には、海外金利の上昇一服の影響のほか、前回の決定会合で金融緩和に関する基本方針を明確化したことを含め、日本銀行の金融緩和姿勢に関する情報発信も寄与しているとの見方を示した。ただし、何人かの委員は、市場の流動性を示す指標や債券市場サーベイの結果などをみると、債券市場の機能度は改善しているとはいえ、水準としてはなお低いと付け加えた。この間、ある委員は、企業の稼ぐ力の強化の取り組みから成長期待が高まりつつあり、地域経済を牽引する企業の資金需要を掘り起こし支える地域銀行の役割に注目していると述べた。

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。

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。多くの委員は、高水準の賃上げや価格転嫁の継続といった、企業の賃金・価格設定行動にみられる変

化の動きを、金融緩和を継続することにより支えていくことが適当であるとの認識を示した。このうち一人の委員は、企業の賃金・価格設定行動など、ようやく訪れた日本経済の変化の芽を、金融緩和を継続することで、大切に育てていくことが重要であると述べた。別の一人の委員も、本年の春季労使交渉では約30年振りの賃上げ率となっており、現在の金融緩和の継続を通じて、こうした賃上げのモメンタムを支え続けることが重要であるとの見解を示した。更に別の一人の委員は、中小企業の多くは、価格転嫁継続や輸出拡大等により、賃上げや投資への意欲を高めつつあり、これに水を差すような政策修正は時期尚早であるとの見方を示した。もう一人の委員は、「2%の持続的・安定的な物価上昇」の実現の可能性が高まりつつあるとみているが、待つことのコストは大きくないため、金融緩和全体については当面継続すべきであると述べた。

ある委員は、政策判断に際しては、足もとの物価上昇の性質を理解し、それが先行きの物価見通しにどのように影響するかを見極めたいうえで、「2%を超えるインフレ率が持続してしまうリスク」と「緩和の修正によって2%実現の機会を逸してしまうリスク」を比較衡量することが重要であると述べた。この委員を含む何人かの委員は、長い目でみた物価の下振れリスクが依然大きいもとで、拙速な政策転換を行うことで目標達成の機会を逸してしまうリスクの方が大きいとの見方を示した。ただし、このうち一人の委員は、わが国も、欧米のように、物価上昇の持続性を過小評価している可能性も否定できないため、十分に注意する必要があると付け加えた。ある委員は、副作用に留意しつつ、金融緩和を継続することが適切であると述べた。この委員は、緩和継続が政府や経済界の取り組みとも相俟って賃金・物価の好循環につながれば、財・サービス・労働市場における価格機能の改善が見込まれるとしたうえで、こうした好循環が一定の期間内に見込まれるのであれば、金融市場の価格機能などに及ぼす副作用を考慮しても、効果の方が上回っていると判断されると述べた。別のある委員も、一定の価格上昇が生じることで財市場における相対価格の調整を行いやすくし、マクロ経済全体としての市場機能を改善させる効果と、金融市場の機能に及ぼす副作用とを比較衡量していくことが重要であると指摘した。この間、一人の委員は、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するためには、コストプッシュによる物価上昇ではなく、賃金上昇を伴う物価上昇が必要であるとの認識を示したうえで、今後賃上げの動きが強まり、物価上昇を上回る賃金上昇が実現することが望ましいと述べた。これを受けて、別の一人の委員は、どの程度の賃金上昇であれば経済・物価全体としてバランスするのか考

えておく必要があると指摘した。

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、金融市場調節方針に沿って、長期金利はゼロ％程度で推移しているとの認識で一致した。委員は、イールドカーブの歪みの解消が進んだことや市場機能がひと頃と比べて改善していることなどを踏まえると、イールドカーブ・コントロールの運用を現時点で見直す必要はないとの考えを共有した。この間、ある委員は、イールドカーブ・コントロールの運用にあたっては、出口観測が高まった際に金利が急上昇することを極力避ける必要があるとの見解を示した。また、別のある委員は、イールドカーブ・コントロールについては、将来の出口局面における急激な金利変動の回避、市場機能の改善、市場との対話の円滑化といった点を勘案すると、コストが大きいため、早い段階で、その扱いの見直しを検討すべきであると述べた。この委員を含む何人かの委員は、将来イールドカーブ・コントロールを見直す場合には、意図せぬ金融引き締め方向のアナウンスメント効果をもたらすリスクがある点には留意する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・コントロールの枠組み自体による金利押し下げ効果と、大規模な国債買入れに伴う金利押し下げ効果（ストック効果）とは区別して考える必要があり、仮にイールドカーブ・コントロールを見直すとしても、オーバーシュート型コミットメントのもとで後者のストック効果は残り続けるという点はしっかりと説明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、長短金利操作に関し、その運用を含め、従来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。また、長期国債以外の資産の買入れに関しても、委員は、従来の方針を維持することが適当との意見で一致した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2％の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく、との基本方針を共有した。そのうえで、委員は、「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。また、委員は、引き続き企業等

の資金繰り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。ある委員は、物価面で変化の兆しがみられることも踏まえると、市場とのコミュニケーションにおいて、「政策は経済・物価情勢次第である」といういわば当然のことをしっかりと伝えていくことが益々重要になっているとの認識を示した。

また、委員は、4月の金融政策決定会合で実施を決定・公表した金融政策の多角的レビューについて議論を行った。委員は、多角的レビューのテーマについて、過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果について、それぞれの時点における経済・物価情勢との相互関係の中で理解するとともに、副作用を含めて金融市場や金融システムに及ぼした影響についての分析が必要であるとの認識で一致した。更に、委員は、1990年代以降の経済のグローバル化やわが国の少子高齢化といった様々な環境変化が企業や家計の行動や賃金・物価形成メカニズムなどに及ぼした影響、およびその金融政策への含意などについても理解を深めることが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、より具体的な分析のテーマについては、レビューを進める中で柔軟に考えていくことが良いとの見方で一致した。ある委員は、わが国は、1990年代以降、資産デフレに海外からの逆風も加わる中で、非伝統的金融政策のフロンティアに立ってきたことから、その効果と副作用を検証することには大きな意義があるとの見解を示した。

また、委員は、多角的レビューでは、多様な知見を取り入れつつ、客観性や透明性を高める観点から、日本銀行内での分析だけでなく、既存の調査・サーベイ等の活用のほか、本支店でのヒアリング調査、金融経済懇談会での意見交換、公表物に関するパブリック・コメントの実施、更には学者や専門家などを招いたワークショップの開催など、様々な取り組みを行っていくべきとの認識で一致した。一人の委員は、企業経営者、家計、市場参加者といった幅広い主体の意見を尋ねることが重要であるとの見解を示した。別の一人の委員は、企業の成長期待の低迷やそのもとでの支出行動の変化などについて、金融経済懇談会の場などで、企業経営者の考えも聞いてみたいと述べた。この間、複数の委員は、レビューを将来の政策運営に役立つものとするうえでは、政策のプラスの面とマイナスの面を整理するだけではなく、各政策に関する日本銀行としての評価を行っていくことが重要であるとの見解を示した。このうち一人の委員は、過去の金融政策を評価する際の判断基準は経済主体によっても異なり得ると述べたうえで、日本

銀行は、あくまで中央銀行としての使命や目標に照らす形で評価を行っていくべきであると述べた。

このほか、レビューに関する情報発信について、一人の委員は、日本銀行のウェブサイトの中に多角的レビュー専用のページを設けたうえで、レビューに関する情報を順次掲載していくことが適当であると述べた。別の一人の委員は、金融政策運営の多角的レビューについては、外部の関心も高いことから、適時適切な形で情報発信を行うことが望ましいと述べた。更に別の一人の委員は、レビューの結果については、学者や専門家だけでなく、広く国民に理解されるように工夫することが重要であると述べた。

以上のレビューに関する議論を踏まえ、議長は、記者会見において、レビューのテーマや進め方に関する現在の考え方について紹介してはどうか、と述べた。委員は、これに対して賛意を示した。

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。

- 政府として、「新しい資本主義」の取り組みを更に加速することで、「成長と分配の好循環」を拡大させるとともに、引き続き、経済・財政一体改革を着実に推進し、新型コロナ対応から平時への移行を図る中で、歳出構造を平時に戻していくことで、経済再生と財政健全化の両立を図っていく。
- 日本銀行には、政府との密接な連携のもと、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の持続的・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、コロナ禍からの社会経済活動の正常化が進み、緩やかに回復している。ただし、海外景気の下振れがわが国の景気を下押しするリスクや、物価上昇、金融資本市場の変動等の影響に十分注意が必要である。
- 政府は、骨太方針 2023 を策定し、新しい資本主義の実現に向けた取り組みを加速する。
- 外生的な物価上昇から賃金と物価の好循環へつなげ、国内投資の持続的拡大を図ること等により成長と分配の好循環を目指す。こうした取り組みを通じ、デフレに後戻りしないとの認識を広く醸成し

デフレ脱却につなげる。

- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、賃金の上昇を伴う形で2%の物価安定目標を持続的・安定的に実現することを期待する。

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：植田委員、氷見野委員、内田委員、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. 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。
2. CP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：植田委員、氷見野委員、内田委員、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. 議事要旨の承認

議事要旨（2023年4月27、28日開催分）が全員一致で承認され、6月21日に公表することとされた。

以 上

2023年6月16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）（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。

(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。

① 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。

② CP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、既往の資源高の影響などを受けつつも、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、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。公共投資は緩やかに増加している。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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、上昇したあと、このところ横ばいとなっている。

3. 先行きのわが国経済を展望すると、今年度半ば頃にかけては、既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかに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、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、成長ペースは次第に鈍化していく可能性が高い。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくも、今年度半ばにかけて、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、企業の価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で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、振れを伴いながらも、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、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、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「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。引き続き企業等の資金繰り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。

以上

(5年7月27、28日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2023年7月27日(14:00~16:06)
7月28日(9:00~12:21)

2. 場 所 : 日本銀行本店

3. 出席委員 :

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	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	坂本 基	大臣官房総括審議官 (27日)
	秋野公造	財務副大臣 (28日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (27日)
	藤丸 敏	内閣府副大臣 (28日)

(執行部からの報告者)

理事	清水季子
理事	貝塚正彰
理事	高口博英
理事	清水誠一
企画局長	中村康治
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	神山一成

(事務局)

政策委員会室長	倉本勝也
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	安藤雅俊
企画局企画役	丸尾優士
企画局企画役	北原 潤

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15、16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。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、引き続き総じてスムーズ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。

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 $-0.077\sim-0.009\%$ 程度、GCレポレートは $-0.095\sim-0.067\%$ 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、概ね横ばいとなっている。

わが国の株価（TOPIX）は、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。なお、国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で、昨年前半に比べれば総じて悪化した状態が続いている。もっとも、昨年末から本年3月中旬頃にかけてみられた悪化局面との対比では、改善方向の動きが続いている。為替相場をみると、円の対ドル相場は概ね横ばいとなった。この間、円の対ユーロ相場は、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。米国経済は、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いているものの、個人消費はサービスを中心になお底堅さがみられている。欧州経済は、ひと頃と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

（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。」

影響が続くもとで、緩やかな減速が続いている。中国経済は、経済活動の正常化が進むもとで、サービス消費が底堅く推移しているものの、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、持ち直しのペースは鈍化している。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。

先行きの海外経済は、世界的なインフレ圧力が残存し、各国中央銀行による利上げの影響が続く中、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。その後は、金融引き締めを通じたインフレ抑制の効果が現れるもとで、海外経済は徐々に持ち直していくと考えられる。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。

海外の金融市場をみると、米国では、市場予想を上回る経済指標と下回る物価指標が交互に公表される中、長期金利は期間を通してみれば幾分上昇し、株価も上昇した。一方、欧州では、長期金利、株価とも、横ばい圏内で推移した。この間、新興国通貨は、一部通貨の大幅な減価を主因に、全体でも下落した。原油価格は、一部産油国の減産に関する報道などを受けて、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、緩やかに回復している。先行きについては、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる。

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おり、先行きも、当面は同様の動きが続くとみられる。その後は、海外経済が持ち直していくもとで、増加基調に復していくと見込まれる。

企業収益は、全体として高水準で推移しており、業況感は緩やかに改善している。こうしたもとで、設備投資は、緩やかに増加している。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で、増加を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、5月までは、月々の振れを伴いつつも増加傾向にある。企業からの聞

き取り調査や高頻度データに基づくと、6月以降の個人消費は、物価上昇や悪天候の影響はみられるが、サービスを中心に緩やかな増加傾向を続けているとみられる。所得環境が緩やかに改善するもとで、消費者マインドも改善傾向をたどっており、これまでのところ、物価高が続く中でも、個人消費の足取りはしっかりとしている。先行きも、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がっ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、緩やかに改善している。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、緩やかに増加している。非正規雇用は、対面型サービス業などを中心に、均してみれば緩やかな増加傾向にある。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復を反映して、緩やかに増加している。本年の春季労使交渉について、経営側からの回答をみると、定昇を含む賃上げ率は3%台半ばと、前年の2%程度から大きく上昇し、1993年以来の水準となっている。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、物価上昇率の低下もあって、マイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば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、既往の資源高の影響が徐々に和らぐもとで、下落している。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などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台前半となっている。予想物価上昇率は、再び上昇の動きがみられている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとで、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、緩和した状態にある。

資金需要面をみると、経済活動の回復や既往の原材料コスト高を背景に、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、需給環境に改善の動きがみられる中で、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は、3%台半ばとなっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、プラス幅の縮小を続けており、1%台半ばとなっている。企業倒産は、このところ増加しているものの、なお低水準で推移している。企業の資金繰りは、経済活動の回復を背景に、改善している。

この間、マネタリーベースは、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）の残高の減少による影響が減衰していることから、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%台半ばとなっている。

（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。この間、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下押しに作用しているものの、信用コストの減少に加え、経費の減少などによるコア業務純益の改善にも支えられ、前年に比べて増加している。信用金庫の収益は、有価証券関係損益の悪化を背景に、前年に比べ減少している。地域銀行・信用金庫の信用コストは、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。これらは、手元資金を厚めに確保しようとする企業の行動を主な要因としており、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はないか、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

国際金融資本市場について、委員は、米欧の金融政策や世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されているものの、米国におけ

る堅調な経済指標や物価上昇率の鈍化などを受けて、市場センチメントは改善した状態が続いているとの認識で一致した。

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を共有した。ある委員は、地政学的リスクも重石となり、米欧中の製造業PMIは50を下回っていると付け加えた。

米国経済について、委員は、FRBによる利上げの継続を受けて、減速傾向が続いているものの、個人消費はサービスを中心になお底堅さがみられているとの認識で一致した。何人かの委員は、労働需給や物価の動向等を踏まえると、ハードランディングに陥るリスクは以前に比べれば低くなってきたが、当面、景気は減速を続けるとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、ひと頃と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、緩やかな減速が続いているとの認識を共有した。複数の委員は、ECBが利上げを続ける中、経済の減速は続くとの見解を示した。

中国経済について、委員は、経済活動の正常化が進むもとで、サービス消費が底堅く推移しているものの、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、持ち直しのペースは鈍化しているとの見方を共有した。

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、インド経済は今後成長が期待されるだけに、注視していく必要があるとの見方を示した。

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。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見方を共有した。

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、緩やかに回復しているとの認識で一致した。一人の委員は、海外経済は回復ペースが鈍化しているが、わが国の企業や家計の景況感は改善傾向にあり、設備投資も増加しているとの認識を示した。別のある委員は、ペントアップ需要の顕在化、インバウンド需要の拡大、さらには地政学的リスクや人手不足への対

応も企図した民間設備投資の拡大などが、回復を支えているとの見方を示した。

輸出や生産について、委員は、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との認識を共有した。

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するも、緩やかに増加しているとの認識で一致した。複数の委員は、企業の投資意欲の底堅さの背景には、低水準の実質金利などの緩和的な金融環境や高水準の収益があるとの見方を示した。ある委員は、1990年代後半以降、投資抑制を受けた企業部門での恒常的な貯蓄余剰の定着が経済停滞の一因であったと考えており、それが解消されつつあるのか、注目していく必要があると指摘した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加しているとの認識で一致した。ある委員は、これまでのところマクロデータで確認される個人消費の回復ペースは緩やかだが、人流データや小売業界の決算情報などからは、消費活動の改善が窺われるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。何人かの委員は、企業経営者からは人材確保のため賃上げが必要との声が多く聞かれ始めており、所得環境にも前向きな動きがみられているとの見方を示した。こうしたも、複数の委員は、単年度ではなく、将来にわたる賃上げを約束する企業が出てきていることを指摘した。このうち一人の委員は、人材の獲得、係留のためには、このような工夫・取り組みが必要な状況にあり、経済の好循環を一段と進めるものと期待できるとの見解を示した。もう一人の委員は、こうした企業の動きの背景としては、人手不足の強まりから、賃金上昇率が非線形的に高まり出した可能性もあると付け加えた。別のある委員は、より高い賃金を求める自発的離職が増加しており、先行き、米国のように、転職の動きが求人倍率の上昇を伴いつつ賃金を押し上げるかどうか注視していきたいと述べた。

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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台前半となっているとの評価で一致した。委員は、足もとの物価上昇率は、4月の展望レポートにおける想定よりも上振れているとの認識を共有した。そ

の背景として、何人かの委員は、既往の原材料価格上昇等を価格に転嫁する動きが、食料品や日用品などの財を中心に継続していることを指摘した。この点に関連し、ある委員は、財価格の上昇幅は、既往の輸入物価上昇分を転嫁したら実現する程度であるほか、サービス価格は概ね賃金上昇に伴うコスト増をカバーする程度の水準にあり、これらコスト上昇分を大きく上回る水準まで上昇した米国や英国とはかなり差があるとの認識を示した。別の委員は、財価格の上昇は大きいですが、ユニット・レーバー・コストやユニット・プロフィットの上昇幅は限られ、輸入物価起点の物価上昇との色彩が強いと述べた。他方、複数の委員は、サービス価格についても、粘着性の高い家賃等を除くと、上昇ペースが高めとなっていると指摘した。一人の委員は、わが国では中長期の予想物価上昇率が緩やかに上昇する過程にあると指摘したうえで、予想物価の変化を十分に考慮できてこなかったことが、輸入物価の転嫁や賃金への波及の程度を過少に見積もることにつながった面があるのではないかとの見方を述べた。ある委員は、現在の物価の上振れは、主として、輸入物価上昇の影響が予想より長引いていることによるものだが、企業の賃金・価格設定行動に変化の兆しもみられており、物価面への影響を注視していく必要があるとの見解を示した。この間、予想物価上昇率について、委員は、再び上昇の動きがみられているとの見方で一致した。

2. 経済・物価情勢の展望

2023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、わが国経済について、当面、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続ける、その先については、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、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、本年の春季労使交渉を受けた賃金上昇が進むもとで、輸入物価下落の影響から物価上昇は一段落することが、経済の回復を支えていくとの見方を示した。別の一人の委員は、GX関連やサプライチェーン再構築のための投資の増加に加え、省力化・DX関連投資による企業の生産性向上が、賃金と物価の好循環にもつながっていくとの認識を示した。この間、ある委員は、今後の持続的な成長には、中小企業の変革を後押しする事業承継等、経営リソース強化のための地域金融機関の伴走支援が重要であるほか、成長期待に働き掛け、デフレマインドを変革する

には、名目GDP成長とともに、物価以上に名目賃金が上昇する経済・賃金構造を実現していくことが求められると述べた。

わが国の輸出や生産について、委員は、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとの見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けるとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が全体として高水準を維持するもとで、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の影響の緩和もあって、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、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含め、増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、米国経済の調整が終わり、海外経済が回復に転じれば、わが国の輸出が回復し、後ずれしていた案件を含め、設備投資の増勢が強まっていくとの見解を示した。別の一人の委員は、賃金上昇を伴う形での物価上昇には距離があり、デフレマインド払拭の千載一遇のチャンスを手放さないためにも、経済・賃金構造の変革の状況をよく把握し、コロナ禍で借入金が増加した中小企業の投資意欲を削がぬよう慎重な情勢判断を行うことが必要であると述べた。

個人消費について、委員は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたpentアップ需要の顕在化に加え、賃金上昇率の高まりなどを背景としたマインドの改善などに支えられて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。また、その先についても、pentアップ需要の顕在化ペースの鈍化や政府の各種施策による下支え効果の減衰によってペースを鈍化させつつも、雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は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、当面、経済活動の回復を背景に、雇用が増加していくことに加え、労働需給の引き締めや物価上昇を背景に昨年を大幅に上回る結果となった今年の春季労使交渉の結果が徐々に反映されていくことで、一人当たり名目賃金の上昇率も高まっていくことから、増加を続けるとの見方で一致した。その先については、追加的な労働供給が見込みにくくなるため雇用の増加ペースは徐々に緩やかとなっていくが、労働需給が引き締まるもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映する形で基調的に高まっていくとみられることから、雇用者所得は増加を続けるとの見方を共有した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、本年4

月の展望レポート時点と概ね不変との認識を共有した。

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、足もとの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は4月の展望レポートにおける想定よりも上振れているが、先行きは、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとのプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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、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。何人かの委員は、輸入物価の前年比がすでにマイナスであることを指摘した。このうちの一人の委員は、物価上昇率は、輸入物価の下落に伴う下押しにより、次第に縮小していくとの見解を示したうえで、物価が再び反転するのは、海外経済の持ち直し後になると付け加えた。別の委員は、最近の価格転嫁による高水準の企業収益見通しを受けて今年度は価格転嫁を急ぐ動きが一般化する可能性はあるが、時間をかけて既往のコスト上昇を価格に転嫁する動きは続くと考えられると述べた。

委員は、先行きの物価を見通すうえでは、企業の賃金・価格設定行動の変化が進み、来年以降も賃上げが続くかどうか見極めることが重要となるとの認識を共有した。一人の委員は、物価が今年度後半に2%を下回る水準に低下したあと、再び2%に向けて上昇し、それが安定的に維持されるためには、本年の春季労使交渉を上回る賃上げがトレンドとして定着することが重要であるとの見方を示した。何人かの委員は、労働需給の引き締まりを踏まえると、企業が来年以降も人手を確保するために賃上げを続ける可能性は高く、情勢を注視していきたいと述べた。このうちの一人の委員は、労働需給の逼迫に加え、企業行動における効率性から安定性重視への転換、サプライチェーンの再構築、気候変動対応の一層の積極化など、構造的な物価押し上げ要因が続く中、企業の賃金・価格設定行動の変化が、持続する可能性が高いとの見方を示した。また、ある委員は、昨年来、輸入物価上昇を起点とした財中心の価格上昇が生じてきたが、今春の高水準のベア実現を機に、来年度以降の賃上げを検討する企業も増えており、先行き、賃上げとサービス価格の上昇が続く新たな局面が見込まれると述べた。そのうえで、この委員は、価格転嫁等で改善した収益を賃上げや人手不足対応の投資に向けるといった前向きな循環への動きが一部みえ始めているとの見方を示した。他方、別の一人の委員は、短観によると幅広い業種で人手不足が強まっていると指摘したうえで、付加価値を高めるための工夫と投資により賃上げ・値上げを実現しよう

とする企業と、低賃金・低付加価値・低価格路線で粘り抜こうとする企業への二極化がみられるが、前者が主流となっているとはまだいえないと述べた。さらに別の委員は、中小企業は6割が赤字法人で収益力が弱く、今後の賃金上昇の広がりを確認する必要があるとの見方を示した。

この間、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、2023年度に3%程度、2024年度と2025年度は1%台後半となるとの見方を示した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な物価の見通しは、本年4月の展望レポート時点と比べると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁が想定を上回って進んでいることなどから、2023年度は大幅に上振れているが、2024年度と2025年度は概ね不変である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。委員は、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性はきわめて高いとの認識で一致した。また、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との見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②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、③企業や家計の中長期的な成長期待の3点を挙げた。

このうち「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、委員は、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、インフレ抑制と経済成長の維持が両立できるかが引き続き注目されているとの認識を共有した。一人の委員は、米欧では、実体経済面ではソフトランディングの可能性は高まっているが、これまでの急速な利上げが、金融システム面、金融市場面に及ぼす影響を注視する必要があると述べた。複数の委員は、米国において、これまでの累積的な利上げの影響から、地方銀行の融資残高が多い商業用不動産市場を中心に、信用収縮が生じないか、留意する必要があるとの見方を示した。また、多くの委員は、中国経済について、不動産市場の調整の長期化に加え、若年失業率の高止まりや地政学的リスクの高まり等の問題がある中

で、物価上昇率も低下してきており、先行きの不透明感は強いと指摘した。このうち一人の委員は、単にコロナ禍からの回復に時間を要しているというよりは、より根深い構造的な問題が作用している可能性があるとの見解を示した。

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ほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動や、②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には注意が必要であるとの認識で一致した。ある委員は、先行きの消費者物価は、労働需給の引き締まりを受けた賃上げに伴って企業の価格転嫁の動きが広がることで、上振れる可能性があるとの指摘した。また、別の委員は、足もとの企業の賃上げや価格転嫁は、30年近く抑制されていたペントアップ的な側面を持つ現象であり、賃金や販売価格がこれまでにないペースで上昇を続ける可能性があるとの見方を示した。この委員は、米欧でみられたような物価の大幅な上振れが、程度の差はあれ、わが国でも生じ得るリスクは注視していく必要があると付け加えた。他方、一人の委員は、多くの中小企業からは賃上げの販売価格への転嫁は困難との声が聞かれており、今後、賃上げの勢いが失われかねないと述べた。この間、ある委員は、政策委員の物価見通しやリスク評価の分布からも、今後の物価動向の不確実性の高さが示唆されると指摘した。

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、2023年度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は、2023年度と2024年度は上振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。

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。

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。多くの委員は、わが国の物価情勢を展望すると、賃金の上昇を伴う形で、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、粘り強く金融緩和を継続していく必要があるとの指摘した。このうち一人の委員は、現状は、金融緩和の継続を通じて賃上げのモメンタムを支え続けること

が必要との見解を示した。別の一人の委員は、粘り強い緩和の継続によって、ようやく出てきた企業行動の変化の兆しを、大切に育てていくべきと指摘した。そのうえで、この委員は、2%の持続的・安定的な実現が見通せる状況にはまだ至っていない中で、マイナス金利政策の修正にはなお大きな距離があり、イールドカーブ・コントロールの枠組みも、公表しているコミットメントに沿って継続していく必要があるとの認識を示した。また、ある委員は、引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクより、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、今は、物価の基調の高まりを待つべきと判断していると述べた。この間、別の一人の委員は、「2%の持続的・安定的な物価上昇」の実現が、はっきりと視界に捉えられる状況になっていると考えており、来年1～3月頃には、これを見極められる可能性があるとして述べた。

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で一致した。複数の委員は、イールドカーブの形状の歪みは解消された状態にあるほか、社債市場の機能も回復していると指摘した。

そのうえで、何人かの委員は、現状イールドカーブ・コントロールは円滑に運営されているが、短期間で物価見通しが大幅に上振れるなど、経済・物価の不確実性がきわめて高い中、今後も物価の上振れ方向の動きが続いた場合、10年金利の上限を厳格に守ろうとすると、金融緩和の効果が強まる一方、昨年末に起きたように、債券市場の機能低下や、他の市場でのボラティリティ拡大といった問題が生じるおそれがあるとの見解を示した。また、複数の委員は、海外経済の影響を中心に、経済・物価の下振れリスクも大きいと指摘した。

これらの見解も踏まえ、大方の委員は、先行きの物価の不確実性がきわめて高いもとで、イールドカーブ・コントロールの枠組みによる金融緩和を持続していくためには、今回、その運用を柔軟化し、上下双方向のリスクに機動的に対応していくことが適当との見方を共有した。何人かの委員は、物価の上振れ方向の動きが続く場合、長期金利の上昇をある程度許容することで、債券市場の機能低下等を和らげつつ、実質金利を通じた緩和効果も維持できるとの見解を示した。このうち一人の委員は、長期金利に上限を設ける中で予想物価上昇率が高まると、実質金利を通じた緩和効果が高まるが、同時に市場の不安定化といった副作用も強まると指摘した。また、複数の委員は、下振れリスクが顕在化した場合は、現在の枠組みのもとでも、長期金利

は自然に低下し、金融緩和は維持されることになる」と指摘した。このうち一人の委員は、従来からイールドカーブ・コントロールの枠組みのもとでの具体的な運用は、金融仲介機能や市場機能への影響と緩和効果を比較衡量して決定してきたと指摘したうえで、今回、その運用をより柔軟にすることで、上下双方向のリスクに機動的に対応し、市場機能等にも配慮しながら、うまく緩和を続ける「備え」をするべきであると述べた。一人の委員は、2%の「物価安定の目標」を早期に達成するためには、長期金利の低位安定を図ることが重要であると述べたうえで、物価安定目標の達成確度が十分に高まるまでは、イールドカーブ・コントロールを柔軟化しつつ維持していく必要があるとの見方を示した。ある委員は、経済・物価情勢の改善が続く中、先行きの金利動向を巡る不確実性が高いとみて、債券投資を手控える投資家がみられると指摘したうえで、現下の情勢を踏まえると、緩和的な金融環境は維持しつつ、市場機能に配慮した金融政策を行うことが適当であるとの認識を示した。この間、別の一人の委員は、長期にわたり緩和的な金融環境下に置かれてきたわが国経済、依然低い債券市場の機能度、イールドカーブ・コントロールには金融政策の見通し変化を事前にマーケットに織り込ませづらい性質があることを踏まえれば、出口までの間、円滑に金融緩和を継続していくため、イールドカーブ・コントロールの弾力化を進めるべきであるとの見解を示した。他方、ある委員は、現在の物価上昇は輸入インフレの域を出ておらず、多くの従業者が働く中小企業の賃上げモメンタム向上には、中小企業の「稼ぐ力」向上が重要であることから、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化はそれを確認したうえで行う方が望ましいと述べた。

委員は、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化を進める際の論点についても、議論を行った。ある委員は、必要な期間にわたって円滑に金融緩和を続けられるようにするためには、混乱なく対応できるうちにあらかじめイールドカーブ・コントロールの柔軟性を一定程度高めておくことが望ましいとの見方を示した。この点に関連し、何人かの委員は、現在の市場環境は安定しており、運用の柔軟化を行うのに適切な時期であると指摘した。ある委員は、しばしば指摘されている通り、イールドカーブ・コントロールの調整には固有の難しさがあり、運用の柔軟化に際しては、状況に応じた弾力的対応を可能とする枠組みを用いることが適当であると述べた。この間、何人かの委員は、今回の運用の柔軟化は出口への一步ではなく、日本銀行が粘り強く金融緩和を進めていく姿勢に変わりはないことを明確に説明していく必要があると指摘した。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、委員から指摘があったイールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化について、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。

- まず、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化について、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 短期政策金利は▲0.1%、10年物国債金利の操作目標はゼロ%程度と、それぞれ現状維持とする。
 - ・ 長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に維持したうえで、変動幅の位置付けを「目途」として、イールドカーブ・コントロールをより柔軟に運用する。
 - ・ 10年物国債金利について1.0%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。
 - 現在の金利情勢のもとでは応札は見込まれないと考えられるが、当分の間、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、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、共通担保資金供給オペなどを実施する。
- また、その具体的な運用について、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 市場の状況によっては、長期金利が±0.5%程度の変動幅を超えて動くこともあるものとする。
 - ・ 長期金利が1%の水準では、連続指値オペで金利上昇を厳格に抑える。
 - ・ 長期金利が0.5%から1%の範囲では、長期金利の水準や変化のスピード等に応じて、機動的に、国債買入れ額の増額、指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施することで、過度な金利上昇圧力を抑制する。

執行部の説明に対し、大方の委員は、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化およびその具体的な運用について、執行部の示した対応案は適当であるとの見解を共有した。何人かの委員は、粘り強く金融緩和を続けていくことを明確に示すためにも、±0.5%程度の変動幅を維持することが適切であるとの見解を示した。この間、ある委

員は、市場参加者の注目が長期金利に対する個々のオペレーションに集まることも考えられると指摘したうえで、状況を注意深くみていく必要があるとの見解を示した。別の一人の委員は、運用の柔軟化にあたっては、①市場に金利形成を極力委ねること、②市場の流動性の確保・回復を図ること、③ただし、金利の急激な変動を避けることが重要であり、それを踏まえたオペレーションが必要との見解を示した。

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、以下のとおりとすることが適当であるとの見解で一致した。

「短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

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

また、長短金利操作の運用に関し、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で一致した。

「長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について金額を無制限とする1.0%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、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、共通担保資金供給オペレーションなどを実施する。」

これに対し、ある委員は、長短金利操作の運用の柔軟化については賛成であるが、法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで行う方が望ましいとの見解を示した。

長期国債以外の資産の買入れに関して、委員は、従来の方針を維持することが適当との意見で一致した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく、との基本方針を共有した。そのうえで、委員は、「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。また、委員は、引き続き企業等の資金繰り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。

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（11時39分中断、11時51分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今回提案のあった内容は、金融緩和の持続性を高める観点から実施されるものと受け止めている。
- 政府としては、先日、「令和6年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針について」が閣議了解されたところ、令和6年度予算では、骨太方針2023に基づき、経済・財政一体改革を着実に推進し、経済再生と財政健全化の両立を図っていく。
- 日本銀行には、政府との密接な連携のもと、物価安定目標の持続的・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、コロナ禍後の経済社会への本格的な移行に伴い、緩やかに回復している。ただし、海外景気の下振れリスクや、物価上昇、金融資本市場の変動等の影響には十分注意する必要がある。
- 提案のあった事項は、日本銀行が物価安定目標を持続的・安定的に達成する、そのために必要な金融緩和の取り組みをより持続的に推進するためのものと受け止めている。こうした変更の趣旨について、対外的に丁寧に説明いただくことが重要である。
- 日本銀行には、今後とも経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、賃金の上昇を伴う形での2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けて粘り強く金融緩和を継続していただくよう期待する。

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）

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。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、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. 長短金利操作の運用

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、長短金利操作の運用について、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。

長短金利操作の運用に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの長短金利操作の運用を下記のとおりとすること。

記

長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について金額を無制限とする1.0%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、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、共通担保資金供給オペレーションなどを実施する。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、
中川委員、高田委員、田村委員

反対：中村委員

—— 中村委員は、長短金利操作の運用の柔軟化については賛成であるが、法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで行う方が望ましいとして反対した。

3. 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：植田委員、氷見野委員、内田委員、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

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. 「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31日に公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2023年6月15、16日開催分）が全員一致で承認され、8月2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

2024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

2023年7月28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、長短金利操作の運用を柔軟化することを決定した。わが国の物価情勢を展望すると、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、粘り強く金融緩和を継続する必要がある。そうした中、経済・物価を巡る不確実性がきわめて高いことに鑑みると、長短金利操作の運用を柔軟化し、上下双方向のリスクに機動的に対応していくことで、この枠組みによる金融緩和の持続性を高めることが適当である。長短金利操作、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）

- 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（全員一致）。

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（賛成8反対1）^(注)

長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について1.0%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¹。上記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、共通担保資金供給オペなどを実施する。

(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。

¹ 現在の金利情勢のもとでは応札は見込まれないと考えられるが、当分の間、毎営業日、実施する。

① E T F および J - R E I T について、それぞれ年間約 1 2 兆円、年間約 1, 8 0 0 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。

2. 海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価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。

わが国の物価は、4 月の展望レポートの見通しを上回って推移しており、本年の春季労使交渉などを背景に、賃金上昇率は高まっている。企業の賃金・価格設定行動に変化の兆しが窺われ、予想物価上昇率も再び上昇する動きがみられる。今後も上振れ方向の動きが続く場合には、実質金利の低下によって金融緩和効果が強まる一方、長期金利の上限を厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じるおそれがある。長短金利操作の運用の柔軟化によって、こうした動きを和らげることが期待される。

一方、グローバルな金融環境のタイト化が海外経済に及ぼす影響を含め、わが国経済・物価の下振れリスクも高い。下振れリスクが顕在化した場合には、長短金利操作の枠組みのもとで、長期金利が低下することで、緩和効果が維持されることになる。

3. 日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「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。引き続き企業等の資金繰り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。

以 上

(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、長短金利操作の運用の柔軟化については賛成であるが、法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで行う方が望ましいとして反対した。

(5 年 9 月 21、22 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2023 年 9 月 21 日 (14:00~16:05)
9 月 22 日 (9:00~11:45)

2. 場 所 : 日本銀行本店

3. 出席委員 :

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	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	坂本 基	大臣官房総括審議官 (21 日)
	神田憲次	財務副大臣 (22 日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (21 日)
	井林辰憲	内閣府副大臣 (22 日)

(執行部からの報告者)

理事	清水季子
理事	貝塚正彰
理事	清水誠一
企画局長	正木一博
企画局政策企画課長	長野哲平
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	永幡 崇
国際局長	神山一成

(事務局)

政策委員会室長	倉本勝也
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	安藤雅俊
企画局企画役	北原 潤

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

金融市場調節の運営としては、前回会合（7月27、28日）で決定された金融市場調節方針^(注) および長短金利操作の運用方針に従って、国債買入れ等を行った。この間、買入れを行う利回り水準を1.0%として、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（指値オペ）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、機動的に、臨時の国債買入れや、金利入札方式による貸付期間5年の共通担保資金供給オペを実施した。こうした調節運営のもと、長期金利は金融市場調節方針と整合的に推移したほか、イーロドカーブの形状は、引き続き総じてスムーズとなっている。

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。

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 $-0.076\sim-0.012\%$ 程度、GCレポレートは $-0.164\sim-0.091\%$ 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、上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、前回会合で長短金利操作の運用の柔軟化が決定された後、上昇し、 $0.435\sim0.720\%$ 程度で推移している。なお、国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で、昨年前半に比べれば総じて悪化した状態にあるものの、改善方向の動きが続いている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断DIは、前回調査対比マイナス幅が縮小した。為替相場をみると、日米欧の金利差が意識されるもとで、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場ともに、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。米国経済は、FRBによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。

^(注) 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。

欧州経済は、ECB等による利上げやウクライナ情勢の影響が続くもとで、緩やかな減速が続いている。中国経済は、経済活動の正常化が進むもとで、サービス消費が底堅く推移しているものの、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、緩やかに減速している。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、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。

先行きの海外経済は、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。その後は、金融引き締めを通じたインフレ抑制の効果が現れるもとで、海外経済は徐々に持ち直していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性がきわめて高い。

海外の金融市場をみると、米国では、長期金利は、国債増発計画を受けて需給悪化が意識されたことから上昇し、株価は、長期金利上昇が嫌気されるもとで、下落した。欧州の長期金利も、米国に連れて上昇した。また、欧州株価は、長期金利上昇が嫌気されたほか、中国経済の回復の遅れも意識されて、下落した。この間、新興国通貨は、米国長期金利上昇を受けて、幅広い国で下落した。原油価格は、一部産油国の減産の継続などを受けて、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、緩やかに回復している。先行きについては、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる。

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おり、先行きも、当面は同様の動きが続くとみられる。その後は、海外経済が持ち直していくもとで、増加基調に復していくと見込まれる。

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、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で、増加を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、7月までは、月々の振れを伴いつつも増加傾向にある。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、8月以降の個人消費は、物価

上昇や台風の影響を受けつつも、春季労使交渉等も踏まえて所得環境が改善する中で、ペントアップ需要にも支えられ、緩やかな増加傾向を続けているとみられる。所得環境が緩やかに改善するもとの、消費者マインドも改善傾向をたどっており、これまでのところ、物価高が続く中でも、個人消費の足取りはしっかりとしている。先行きも、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとの、行動制限下で積み上がっ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、緩やかに改善している。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、振れを伴いながらも、緩やかな増加傾向にある。非正規雇用は、経済活動が正常化するもとの、卸・小売や対面型サービス業などを中心に、緩やかに増加している。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復を反映して、緩やかに増加している。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、物価上昇率の低下もあって、マイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば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、既往の資源高の影響は徐々に和らいでいるものの、足もとのエネルギー価格上昇の影響などを受けて、横ばい圏内の動きとなっている。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などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとの、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、緩和した状態にある。

資金需要面をみると、経済活動の回復や既往の原材料コスト高を背景に、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・社債市場では、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は、3%台半ばとなっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、2%台半ばとなっている。企業倒産は、増加している。企業の資金繰りは、経済活動の

回復を背景に、改善している。

この間、マネタリーベースの前年比は、1%台前半となっている。マネーストックの前年比は、2%台半ばとなっている。

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、米国における堅調な企業決算がポジティブな材料となっているものの、米欧の金融政策や世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されるもとの、米欧の長期金利が上昇したこともあって、市場センチメント改善の流れにやや一服感がみられているとの認識で一致した。

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を共有した。

米国経済について、委員は、FRBによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移しているとの認識で一致した。複数の委員は、景気後退なしでインフレが収束するというソフトランディングの実現の可能性が高まっているとの見方を示した。一方、別の複数の委員は、物価上昇率はピークアウトしているものの、雇用や個人消費の減速ペースは緩やかであり、物価上昇圧力が根強く残っていると指摘した。このうち一人の委員は、FRBによる追加利上げも見込まれるだけに、利上げの累積効果による金融面での悪影響が生じないかには留意が必要と付け加えた。複数の委員は、自動車産業の労働組合が求める大幅な賃上げ交渉の帰趨が賃金・物価等に及ぼす影響も注視していく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、ECB等による利上げやウクライナ情勢の影響が続くもとの、緩やかな減速が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、先行きについても、既往の物価上昇や利上げの影響などから、減速は続くと思われるとの見解を示した。

中国経済について、委員は、経済活動の正常化が進むもとの、サービス消費が底堅く推移しているものの、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、緩やかに減速しているとの見方を共有した。多くの委員は、先行きの中国経済について、不動産市場の調整の長期化に加え、若年失業率の高止まりや地政学的リスクの高まり等の問題がある中で、物価上昇率も低下してきており、不透明感は強いと指摘した。このうち一人の委員は、新たな成長ドライバーの不足や成長期待の低

下といった問題もあると付け加えた。

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、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。

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、緩やかに回復しているとの認識で一致した。ある委員は、海外需要の低迷から企業の設備投資に幾分弱い動きがみられるものの、個人消費が緩やかながらも拡大基調を維持しているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復を続ける、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の、潜在成長率を上回る成長を続ける、との認識を共有した。

輸出や生産について、委員は、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との認識を共有した。

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するもとの、緩やかに増加しているとの認識で一致した。ある委員は、本年度の上場企業の経常利益はピークを更新する見込みであるほか、4～6月については中小企業の経常利益も前年比二桁増となるなど、企業の稼ぐ力は改善傾向にあると指摘した。この委員は、こうしたもとの、中小企業を含め投資意欲の高まりが窺われるとの認識を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加しているとの認識で一致した。一人の委員は、人流データや小売企業の決算等をみると、個人消費は底堅く推移しているとみられると指摘した。この間、ある委員は、個人消費は緩やかなペースで増加を続けるとみられるが、一部の企業から慎重な見方が聞かれている点は幾分懸念材料であり、先行き生活防衛的な動きが強まるリスクもあるとの見解を示した。別のある委員は、これまでのペントアップ需要の顕在化は限られており、個人消費の動向については、今後特によく見ていく必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、基調的な物価指標の動きや水準からすると、消費者物価上昇率が「物価安定の目標」を大きく上回った状態が相当期間続き、個人消費を圧迫し続ける可能性はそれなりにあると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。ある委員は、構造改革を進めてきた大企業は稼ぐ力に自信を深めていると思われるが、中小企業は総じて構造改革が遅れ、賃上げ余力が不十分な先も多いため、こうした先が、経済環境の変化により賃上げや設備投資の意欲を削がれることがないか、注意が必要であるとの見解を示した。

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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっているとの評価で一致した。何人かの委員は、足もとの物価上昇率は、7月の展望レポートにおける想定よりも、上振れているとの認識を示した。

物価の先行きについて、委員は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小していく、その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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。何人かの委員は、輸入物価上昇を主因とする価格転嫁の動きが、予想以上に根強く続いていると指摘した。複数の委員は、輸入物価下落に遅行する形で財価格の伸び率は低下しつつあり、先行き物価上昇率は鈍化していく可能性が高いが、そのペースは不確実であるとの見解を示した。別の複数の委員は、価格転嫁が根強く続いていること、および為替円安と原油高から物価上昇が長引く可能性は高まっているが、これらはコストプッシュ要因に関するものであると付け加えた。

そのうえで、多くの委員は、最近の物価上昇は、コストプッシュが主因であるが、企業の賃金・価格設定行動の変化も影響しているとの認識を示した。何人かの委員は、企業の賃金・価格設定行動の一部には、従来よりも積極的な動きがみられ始めていると指摘した。このうち一人の委員は、企業の前向きな賃金設定行動が広がりつつあるほか、設備投資意欲も維持されていることを踏まえると、賃金上昇を伴った物価上昇につながる好循環が生まれつつあると考えられると述べた。複数の委員は、政策対応との関係では、コストプッシュ要因より賃金上昇による価格上昇が重要であるが、物価の基調が十分に高まっていない現状では、賃金の面から上振れが起こるのであれば、むしろ望ましいことであるとの見解を示した。そのうえで、このうち一人の委員

は、これら2つの要因がどの程度物価に影響を及ぼしているのか、ミクロ情報を収集するとともに、データで裏付けていくことが重要と指摘した。この点に関連し、ある委員は、このところ基調的な性格が強い物価指標の前年比が上昇傾向を示しており、その多くは既に2%を上回っていると指摘した。別のある委員は、粘着的な物価の前年比も、1990年代前半の水準には及ばないものの、徐々に高まってきていると述べた。また、一人の委員は、品目別にみた消費者物価の前年比の分布について、最頻値であるゼロ%近傍の集中度はかなり低くなっており、先行き更に低くなる可能性が高いとの見解を示した。別の一人の委員は、米国では物価が急騰する前に品目別分布の最頻値への集中度合いは低下して価格変動のばらつきが大きくなっていったと付け加えたうえで、わが国では、現状こうした状況にはなっていないと述べた。何人かの委員は、品目別分布をみる際には、わが国では、家賃や公共料金など価格が動きにくい品目が存在することにも留意する必要があるとの見解を示した。この間、ある委員は、GDPデフレーターをみると、ユニットレーバークオストの寄与がまだ小さく、賃金上昇を伴う物価上昇を見通せる状況ではないとの見方を示した。

委員は、先行き、企業の賃金・価格設定行動の変化が続くかについて議論を行った。何人かの委員は、来年の春季労使交渉における賃上げ率が本年を上回る可能性は十分にあるとの見解を示した。このうち一人の委員は、その背景として、現時点における本年の物価上昇率見通しが昨年対比高いことや、大幅に上昇した最低賃金を将来にわたり更に引き上げるといふ政府方針表明等の動きを指摘した。何人かの委員は、来年の賃上げの帰趨を判断するためには、特に中小企業の動向を注視する必要があるとの認識を示した。このうち一人の委員は、持続的な賃上げには、賃金・価格設定行動の変革や慢性的労働力不足への対応が必要であり、企業が物価上昇に対応するベースアップを実現していくことを前提に事業戦略を推進するのか、賃金制度改革への取り組みも含め、注目していると述べた。ある委員は、中小企業でもコストを価格転嫁する動きが広がり、収益が拡大するも、賃金上昇のモメンタムが着実に強まっていくか見ていく必要があると指摘した。この点に関連し、別の一人の委員は、過去30年にわたり、収益マージンが縮小し賃金も押し下げられてきたことを踏まえると、今後、その累積した押し下げ分を取り戻す形で、企業が価格転嫁で改善した収益を賃上げ等に向ける前向きな動きが暫くは続くともみる方が自然ではないかとの見方を示した。この間、多くの委員は、先行き、賃金等のコスト上昇が価格に反映されていくかにも注目していく必要があると指摘した。このうち一人の委員は、人件費の転嫁は既に始まっ

ており、これからも続いていくのではないかと付け加えた。別の一人の委員は、今次局面の累積コスト上昇幅と消費者物価の上昇幅のギャップが縮小してきたことを指摘したうえで、今後更に消費者物価が上昇し企業の収益マージンが拡大することがあれば、それは将来の賃上げ等を先取りした値上げなど、コスト転嫁以外の要素による値上げということになってくると述べた。別のある委員は、来年度にかけて運送料や公共サービス料金の値上げが想定され、消費者物価の上昇が続くとの見解を示した。一人の委員は、これまで企業がコスト上昇を価格に転嫁できてきた背景にはペントアップ需要による個人消費の底堅さもあると指摘したうえで、今後、ペントアップ需要が減衰していく中、最近みられるような価格設定行動を続けられるかが、値上げの持続性という観点からは重要なポイントであると述べた。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性はきわめて高いとの認識で一致した。また、委員はそのもとで、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との見方を共有した。複数の委員は、物価上昇率が高水準で推移するもとで個人消費が下押しされるリスクがあるとの見解を示した。このうち一人の委員は、仮に個人消費が下押しされると、その後、需要の弱さから物価にも下押し圧力がかかるリスクもあると指摘した。別のある委員は、足もとの物価の強さ、更には、為替相場や原油価格の推移をみると、今後、物価が想定ほど下がらず上振れしていくリスクも相応にあり、謙虚にデータを見つめていく必要性が、従来以上に高まっていると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。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見方を共有した。ある委員は、社債市場の機能度について、起債環境は改善傾向にある一方、金利先高観から、投資家の需要が長期ゾーンから中期ゾーンに移りつつあるほか、セカンダリー市場での取引が若干低調になっているとの認識を示した。

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。

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、現時点

では、賃金の上昇を伴う形で、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、イールドカーブ・コントロールのもとで、粘り強く金融緩和を継続する必要があるとの見解で一致した。一人の委員は、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するためには、賃金上昇を伴い、それが価格転嫁されることでサービス価格を中心とした物価上昇が定着することが必要であると述べたうえで、金融緩和の継続を通じて、賃上げのモメンタムを支えていくことが重要となると指摘した。別の一人の委員は、最近の企業の賃金・価格設定行動の変化は、タイトな労働市場に海外からのインフレ圧力が重なることで生じたものであり、この変化の芽を大切に育てていくべきであると指摘した。ある委員は、「物価安定の目標」の達成の期待が確信に変わるには、企業の改革への取り組みに加え、新陳代謝やスタートアップ企業の資金調達強化等の取り組みが必要であるとの認識を示したうえで、日本経済は今が正念場であり、企業の改革意欲を後押しすることが求められる局面であると指摘した。こうした中、何人かの委員は、先行き、中小企業も含めた来年の賃上げ動向や、その物価との相互関係をしっかりと確認する必要があるとの考えを述べた。このうち一人の委員は、予想物価上昇率に上昇の動きがみられ、やや距離はあるが、「物価安定の目標」の達成に近づきつつあるため、今年度後半は、来年に向けた賃上げ動向も含め、その見極めの重要な局面となるとの認識を示した。この間、別の一人の委員は、2%の持続的・安定的な物価上昇の実現が、はっきりと視界に捉えられる状況にあると考えており、来年1～3月頃には見極められる可能性も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、前回会合で柔軟化した方針に従ってイールドカーブ・コントロールが運用されるもとで、長期金利は、金融市場調節方針と整合的に推移しているとの認識で一致した。大方の委員は、長期金利は比較的安定して推移しており、イールドカーブ・コントロールの運用について、追加的な見直しを行う必要はないとの見解を示した。このうち一人の委員は、運用柔軟化の意図は金融市場に概ね正確に伝わり、不連続を生じさせることなく、所期の目的を達成できたとの認識を示した。ある委員は、先行きの物価見通しが上振れるかが不透明な中、運用を柔軟化した現行のイールドカーブ・コントロールのもとで、物価動向を見極めることが重要であると指摘した。別の一人の委員は、前回会合以降、懸念していた運用の柔軟化に伴う金利の大幅上昇を含む金融環境の急激なタイト化はみられていないことを踏まえると、現在の運用方針を継続することが適切であるとの見解を示した。一人の委員は、前

回会合以降、米国長期金利の大幅な上昇がわが国の長期金利の上昇圧力となったことも踏まえると、前回会合は柔軟化のタイミングとして適切だったと指摘した。この間、複数の委員は、8月の債券市場サーベイ等をみると、柔軟化もあって市場機能に一部改善の動きがみられるが、なお水準は低いままとなっているとの見解を示した。このうち一人の委員は、この背景には、日本銀行が、引き続き巨額の国債を買い入れているため、流動性が低い状況には変わりがないとの見方もあると指摘した。別の一人の委員は、柔軟化を経ても、市場不安定化のリスクや市場機能面での副作用はなお残存していると指摘したうえで、イールドカーブ・コントロールが、この間の歴史をみても、多くの役割を果たした段階にある中、市場機能を重視した価格形成を行うことは、将来出口に向かう場合に、債券市場を中心とした流動性改善なども含め、市場参加者が適応していくための準備にも資するとの認識を示した。

委員は、政策運営を巡るコミュニケーションについても、議論を行った。委員は、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せる状況には至っておらず、日本銀行は粘り強く金融緩和を継続していく方針であることを伝えることが重要との認識で一致した。また、委員は、日本銀行は「賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指して」いるとしたうえで、イールドカーブ・コントロールの枠組みについて、「物価安定の目標」の安定的な実現に必要な時点まで継続すると対外公表文で約束していることを再確認した。一人の委員は、情勢判断については委員間で多様な見方があるのは当然だが、こうした政策反応関数、すなわち先行きの政策運営方針については、全員一致で議決し、公表していると指摘した。また、複数の委員は、情勢判断においては多くの指標等を確認していくことにはなるが、金融政策運営を議論する際に基準となるのは、2%の「物価安定の目標」の実現であると述べた。複数の委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組みの撤廃やマイナス金利の解除は、あくまで、2%の「物価安定の目標」の実現との関係で、その成功とセットで論じられるべきであると指摘した。この点に関して、一人の委員は、マイナス金利を解除するという判断は、マイナス金利よりゼロないしプラスの金利が望ましいと判断したということの意味するが、2%の「物価安定の目標」の実現が見通せないもとの、そうした判断に至ることは考えられないと付け加えた。

これらの議論を踏まえたうえで、委員は、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至れば政策の修正を検討すること

になるが、その時期や具体的な対応については、その時々¹の経済・物価情勢や見通しに依存するため、不確実性が大きく、現時点では決め打ちできないとの認識を共有した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組み等に関するフォワード・ガイダンスは柔軟性を確保したものであると指摘したうえで、経済・物価の不確実性が高い状況を踏まえ、様々なコミュニケーションを通じた実質上のガイダンスについても、政策対応の時期や順序についての自由度が過度に制約されないよう工夫していくことが望ましいとの見解を示した。この間、一人の委員は、リスク・マネジメント上、市場流動性の確保・回復等による市場機能の改善に加え、出口を見据えた市場や社会とのコミュニケーション等、出口に向けた準備、環境整備を進めることが重要であると述べた。また、この委員は、仮にマイナス金利を解除しても、実質金利がマイナスであれば金融緩和の継続と捉えられるとの見方を示したうえで、こうしたことを、丁寧に発信していくことが重要と述べた。これに対して、ある委員は、大恐慌時の米国等の事例を示しつつ、実質金利がマイナスであっても、金融緩和が修正に向かう動きが経済・金融に大きな影響を及ぼす可能性がある点には留意すべきと指摘した。

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、従来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。また、長短金利操作の運用に関して、委員は、従来の運用を維持することが適当であるとの認識を共有した。

長期国債以外の資産の買入れに関して、委員は、従来の方針を維持することが適当との意見で一致した。この間、一人の委員は、当面は長期国債以外の資産の買入れを含め従来の方針を維持し、緩和的な金融緩和を維持することが望ましいが、将来の出口局面にあたっては、これらの資産買入れの要否についても検討すべきとの見解を示した。

先行きの金融政策運営方針について、委員は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく、との基本方針を共有した。そのうえで、委員は、「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。また、委員は、引き続き企業等

の資金繰り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。

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。

- 8月末に概算要求が締め切られ、令和6年度予算の編成作業がスタートした。
- 予算編成にあたっては、歳出構造を平時に戻していくとともに、緊急時の財政支出を必要以上に長期化・恒常化させないよう取り組むといった「骨太方針2023」に記された方針に沿って、経済成長と財政健全化の両立を図っていく。
- 日本銀行には、政府との密接な連携のもと、「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、コロナ禍後の経済社会への本格的な移行に伴い、緩やかに回復している。ただし、輸入物価上昇を起点とするエネルギー・食料品を中心とした物価高は、国民生活に大きな影響を与えており、賃上げなどに伴う、生活実感の改善を妨げる要因となっている。
- 政府は、物価高から国民生活を守るとともに、物価高に負けない構造的な賃上げと供給力強化のための投資拡大の流れを強化するための経済対策を検討していく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、賃金の上昇を伴う形で2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを期待する。

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）

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。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、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. 長短金利操作の運用

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、長短金利操作の運用について、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。

長短金利操作の運用に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの長短金利操作の運用を下記のとおりとすること。

記

長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について金額を無制限とする1.0%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、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、共通担保資金供給オペレーションなどを実施する。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、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. 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. 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。
2. CP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：植田委員、氷見野委員、内田委員、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

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（2023年7月27、28日開催分）が全員一致で承認され、9月27日に公表することとされた。

以 上

2023年9月22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）

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（全員一致）。

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（全員一致）

長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について1.0%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¹。上記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、共通担保資金供給オペなどを実施する。

(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。

① 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。

② CP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

¹ 現在の金利情勢のもとでは応札は見込まれないと考えられるが、当分の間、毎営業日、実施する。

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、緩やかに回復している。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、緩やかなペースで着実に増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は緩やかに増加している。わが国の金融環境は、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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっている。予想物価上昇率は、再び上昇の動きがみられている。
3. 先行きのわが国経済を展望すると、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる。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、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくも、プラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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、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、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価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、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「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。引き続き企業等の資金繰り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。

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」
- (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「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、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」