

3. 金融政策決定会合議事要旨

(令和元年 10 月 30、31 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019 年 10 月 30 日(14:00～15:52)
10 月 31 日(9:00～12:25)

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	(“)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(“)
	櫻井 眞	(“)
	政井貴子	(“)
	鈴木人司	(“)
	片岡剛士	(“)

4. 政府からの出席者：

財務省	神田 眞人	大臣官房総括審議官 (30 日)
	遠山 清彦	財務副大臣 (31 日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (30 日)
	宮下 一郎	内閣府副大臣 (31 日)

(執行部からの報告者)

理事	前田 栄治
理事	内田 眞一
理事	池田 唯一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	飯島 浩太
金融市場局長	清水 誠一
調査統計局長	神山 一成
調査統計局経済調査課長	川本 卓司
国際局長	中田 勝紀

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	山城 吉道
企画局企画役	長野 哲平
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	法眼 吉彦

I. 金融経済情勢等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18、19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、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

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。無担保コールレート（オーバーナイト物）は-0.07~-0.01%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、海外投資家の需要増などから、低下している。

株価（日経平均株価）は、海外株価の動きに振らされつつも、幾分上昇し、最近では、22千円台後半で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は概ね前回会合時点と同水準、対ユーロ相場は、英国のEU離脱交渉の展開等を背景に幾分円安・ユーロ高で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、成長ペースの持ち直し時期が遅れるものの、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、増加している。一方、米中貿易摩擦の拡大・長期化などから輸出は横ばい圏内の動きにとどまっているほか、製造業の業況感が悪化に転じたことなどを背景に、設備投資は弱めの動きが続いている。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに、前年比+1%台半ばで推移している。先

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

行きの米国経済は、米中貿易摩擦の影響を受けるものの、緩和的な金融環境などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、減速した状態が続いている。輸出は、弱めの動きが続いている。設備投資は、製造業の業況感が一段と悪化していることなどを背景に、横ばい圏内の動きにとどまっている。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にある。物価面をみると、インフレ率（H I C P）は総合ベース、コアベースともに前年比＋1％近傍で推移している。先行きの欧州経済は、製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。この間、英国経済は、E U離脱を控えた動きの影響などから、弱含んでいる。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では引き続き弱さもみられている。物価面をみると、インフレ率（C P I）は、前年比＋3％近傍で推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとみられる。N I E s・A S E A Nでは、輸出が中国向けを中心に弱めの動きとなっている一方、良好な消費者マインドやマクロ経済政策の効果などから、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に、振れを伴いつつも、緩やかに回復している。インドの景気は、個人消費や設備投資などが弱めの動きとなっていることから、減速している。

海外の金融市場をみると、米国の株価は、市場予想を下回る経済指標などを背景に下落する局面もみられたものの、その後は、米中通商交渉の進展期待などからリスクセンチメントが改善するもとの上昇し、前回会合時点と概ね同水準で推移している。米国の長期金利も、投資家のリスクセンチメントに振らされつつも、前回会合時点と概ね同水準で推移している。この間、欧州の株価と長期金利は、英国のE U離脱問題の進展期待などもあり、前回会合時点と比べて幾分上昇している。原油価格は、中東の地政学的リスクの高まりを受けて上昇していたが、上昇前の水準に戻っている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響が引き続きみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカ

ニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、弱めの動きが続いている。先進国向けは総じて増加基調を維持しているものの、新興国向けは弱めの動きが続いている。先行きの輸出は、海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れるもとで、当面は、弱めの動きが続くと予想されるものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

公共投資は、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移している。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、このところ増加傾向が明確となっている。先行きについては、国土強靱化関連工事やオリンピック関連工事などを中心に、増加するとみられる。

企業収益は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて高水準で推移している。業況感は、製造業がはっきりと慎重化している一方、非製造業は総じて良好な水準を維持している。設備投資は、増加傾向が続いている。資本財総供給は、振れを伴いつつも緩やかな増加基調にある。建設工事出来高（民間非居住用）も、いったん増勢が鈍化しているが、やや長い目でみれば増加基調が続いている。先行きの設備投資は、当面、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心に幾分減速すると見込まれるが、やや長い目でみれば緩和的な金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加している。短観の雇用人員判断DIは、人手不足感のかなり強い状態が続いているほか、失業率は低水準で推移している。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高水準で推移しているが、足もとでは海外経済の減速の影響もあって若干低下している。

個人消費は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、このところ伸びが高まっている。先行きの個人消費は、消費税率引き上げなどの影響によりいったん減少すると見込まれる。ただし、前回増税時と比べると、税率引き上げ前の需要増の規模が抑制されていたことに加え、家計のネット負担額の増加も小幅であることから、10月以降の落ち込みは小幅なものにとどまると考えられる。その後は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に支えられて、基調としては、緩やかな増加を続けると見込まれる。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している。新設住宅着工戸数をみると、持家や分譲戸建では、6月頃にかけて消費税率引き上げ前の需要増の影響から着工が増加したあと、足もとでは既に反動減が生じ始めている。この間、貸家は、節税・資産運用目的の需要減退や金融機関の融資姿勢の慎重化などを背景に、減少傾向を続けている。

鉱工業生産は、輸出は弱めの動きが続いている一方、国内需要が増加していることから、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面は、輸出の弱さや消費税率引き上げの影響から下押しされると予想されるものの、やや長い目でみれば、海外経済の成長率の高まりに伴い、次第に緩やかな増加に転じていくとみられる。

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落している。消費者物価の前年比は、除く生鮮食品は0%台前半、除く生鮮食品・エネルギーは0%台半ばとなっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、景気の拡大基調が続くもとで、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。長期金利から中期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

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。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連などの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、10%を超える高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で3%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台半ばの伸びとなっている。

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. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の進展期待の強まりなどを背景に、市場のリスクセンチメントは改善しており、最近では、一頃と比べて落ち着いて推移しているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、引き続き不透明感が強い状況に変化はなく、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の帰趨などを注視していく必要があるとの見方で一致した。この間、ある委員は、ここ数年間、為替相場などが一定のレンジ圏内で推移している背景には、主要先進国で緩和的な金融環境が維持されていることや、わが国の物価情勢がデフレではない状況となるもとの、購買力平価による長期的な調整圧力が変化していることなどがあると指摘した。ある委員は、各国の投資家は相対的に利回りの高い債券をグローバルに買い増しているため、世界的に低金利圧力がかかりやすく、今後も金利の低下傾向は続くと思われると述べた。

海外経済について、委員は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。多くの委員は、政治・経済の両面で不透明感が強い状況が続くもとの、グローバルな製造業PMIが50を下回り続けていることや、IMF見通しの下方修正などに言及しつつ、海外経済の成長ペースが鈍化した状況が続いているという認識を示した。複数の委員は、米欧や中国などでは、製造業におけるマインドの慎重化が、設備投資にも波及しつつあると述べた。もっとも、何人かの委員は、アジア各国でIT関連財の受注・在庫バランスが改善し始めるなど、前向きな動きも出始めていると指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、成長ペースの持ち直し時期が遅れるものの、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。多くの委員は、米中貿易摩擦の拡大・長期化や新興国経済の減速などから、海外経済の成長ペースの持ち直し時期は、これまでの想定よりも半年程度遅れるという見方を共有した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大しているとの認識で一致した。何人かの委員は、製造業の業況感は引き続き悪化しているほか、非製造業のISM指数が市場予想を下回るなど、業況感の悪化に広がりが出てきていると指摘した。もっとも、多くの委員は、

良好な雇用・所得環境に支えられて、個人消費は堅調であり、全体としては底堅さを維持しているとの認識を示した。米国経済の先行きについて、委員は、米中貿易摩擦の影響を受けるものの、緩和的な金融環境などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。そのうえで、何人かの委員は、米中通商交渉の帰趨や年末商戦の動向、先行きの金融政策運営などを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、減速した状態が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、雇用・所得環境や消費者マインドは良好さを維持しているものの、ドイツを中心に、生産・輸出が弱めの動きを続けていると指摘した。欧州経済の先行きについて、委員は、製造業部門の回復に伴い、次第に減速した状態から脱していくとの認識で一致した。複数の委員は、このところ、非製造業の業況感が慎重化してきており、先行き、製造業の減速が非製造業にも本格的に波及しないか注視していく必要があると述べた。何人かの委員は、英国のEU離脱問題の帰趨や、ドイツの財政政策を巡る動向も不確実であるため、先行き、欧州経済の回復が遅れる可能性があるとして述べた。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では引き続き弱さもみられているとの見方で一致した。何人かの委員は、当局の景気刺激策の効果がはっきりと確認できない中、米中貿易摩擦の拡大・長期化による影響などから、製造業部門を中心に減速していると指摘した。中国経済の先行きについて、委員は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。そのうえで、中国経済の成長ペースが回復してくる時期について、何人かの委員が、当局の景気刺激策の効果が発現するまでには、相応の時間がかかると見込まれることから、それに応じて後ずれするとの認識を示した。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかな回復基調を維持しているが、一部新興国で個別要因から減速しているほか、N I E s・A S E A Nでは、中国向け輸出の弱さなどが景気の下押し要因となっているとの見方で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、一部個別国における下押し要因の剥落に加え、各国のマクロ経済政策の効果発現もあって、全体として成長率が高まっていくとの認識で一致した。複数の委員は、今後、一部の国における下押し要因が剥落したとしても、成長ペースが高まっていくかは不確実性が大きく、今後の動向には注意が必要であると述べた。

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にある

との認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

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、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響が引き続きみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大しているとの見方で一致した。多くの委員は、わが国の内需は底堅く、これまでのところ、海外経済減速による影響の波及は限定的であると指摘したうえで、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムは維持されているという認識を示した。複数の委員は、海外経済減速や消費税率引き上げの影響もあり、家計・企業のマインドが慎重化している点が気がりであるとして述べた。何人かの委員は、台風 19 号など相次いだ天候不順が、物流や観光などに与える影響を注視していく必要があると指摘した。

輸出の現状について、委員は、弱めの動きが続いているとの見方で一致した。何人かの委員は、7～9月期の実質輸出は、振れの大きい船舶の押し上げなどの特殊要因によって、4～6月対比で増加したが、アジア地域における設備投資の減速などを反映して弱めの動きを続けている姿に変化はないという認識を示した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れるもとで、当面は、弱めの動きが続くと予想されるものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとの見方を共有した。何人かの委員は、情報関連は、グローバルな調整の進捗から持ち直しの兆しが窺われる一方、自動車関連は、グローバルな自動車販売の不調などから、当面、弱めの動きが続くと見込まれると述べた。

公共投資について、委員は、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているとの見解で一致した。先行きの公共投資について、委員は、国土強靱化関連工事やオリンピック関連工事などを中心に、増加するとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、増加傾向を続けているとの見方で一致した。多くの委員は、9月短観における 2019 年度の設備投資計画はしっかりとした内容であったほか、支店長会議での報告などによれば、省力化投資や研究開発投資、都市再開発関連投資など、海外需要の変

化の影響を相対的に受けにくい分野を中心に、企業の積極的な投資スタンスが維持されていると指摘した。もっとも、ある委員は、投資の底堅さはいったん着手した案件を中断しにくいことの表われにすぎず、需要増大を映じた力強いものではない可能性があるとの見方を示した。先行きの設備投資について、大方の委員は、機械受注などの先行指標の動きを踏まえると、当面、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心に幾分減速すると見込まれるが、やや長い目でみれば緩和的な金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。これに対し、ある委員は、短観における企業の設備不足感がこのところ幾分緩和しているほか、輸出の弱さも相俟って、先行き、製造業を中心に設備投資はピークアウトする可能性があるとの見解を述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加しているとの認識を共有した。そのうえで、複数の委員は、名目賃金や雇用者所得の伸び率が低下しており、雇用・所得環境に変調がないか点検していく必要があると述べた。このうち、一人の委員は、海外経済の減速が続くもとの、新規求人倍率が鈍化している点には留意が必要であると述べた。

個人消費について、委員は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加しているとの認識で一致した。多くの委員は、現時点で入手可能なスーパーの日次売上高やヒアリング情報などをみると、消費税率引き上げの影響は、前回よりも小幅にとどまっていると述べた。この点に関し、複数の委員は、足もと消費の基調は見えにくく、もう少しデータの蓄積を待って、前回のように消費停滞が長期化しないか注視していく必要があると述べた。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げなどの影響によりいったん減少すると見込まれるが、その後は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に支えられて、基調としては、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、先行きの消費を巡っては、消費税率引き上げの影響、消費の増加基調が緩慢なこと、消費者マインドが急速に慎重化していること、自然災害による影響などが気がりであると述べた。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識で一致した。また、委員は、先行きの住宅投資について、目先、消費税率引き上げの影響から、いったん減少することが予想されるものの、雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利などが下支えとなり、振れを均せば横ばい圏内の動きが続くとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、輸出は弱めの動きが続いている一方、国内需要が増加していることから、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。先行きの生産について、委員は、当面は、輸出の弱さや消費税率引き上げの影響から下押しされると予想されるものの、やや長い目でみれば、海外経済の成長率の高まりに伴い、次第に緩やかな増加に転じていくとの認識で一致した。

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、0%台前半となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。複数の委員は、企業の業況感が慎重化していることもあり、国内企業物価指数や企業向けサービス価格指数の前年比が低下している点には留意が必要であると指摘した。もっとも、大方の委員は、内需が堅調を維持し、人手不足も続く中、プラスの需給ギャップを起点として、賃金・物価が緩やかに高まるという基本的なメカニズムは引き続き作動しているとの認識を共有した。消費税率引き上げ前後の物価動向について、何人かの委員は、スーパーの日次物価などをみると、税率引き上げ直前に、需要を取り込むために一時的に販売価格を引き下げる動きがみられたが、その後は、販売価格は消費税率を調整したベースでみて概ね元の水準まで戻っていることなどから、この点において物価の基調に大きな変化はみられていないと述べた。

2. 経済・物価情勢の展望

2019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、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとの見方を共有した。わが国の輸出について、委員は、海外経済の成長ペースの持ち直し時期がこれまでの想定よりも遅れるとみられることから、当面、弱めの動きが続くとの見方で一致した。もっとも、委員は、先行き、海外経済は、各国のマクロ経済政策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に成長率を高めるとみられることから、輸出は緩やかな増加基調に復するとの認識を共有した。国内需要について、委員は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。そのうえ

で、委員は、海外経済の減速の国内需要への影響は限定的なものにとどまるとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、わが国経済は、先行き、いったん、潜在成長率を幾分下回る成長となると見込まれるが、その後は、緩やかに成長率を高めていくことから、均してみれば、潜在成長率並みの成長を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、2019年7月の展望レポートでの見通しと比べると、見通し期間の成長率は、海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れているとの見方で一致した。

続いて、委員は、わが国の物価情勢について議論を行った。まず、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて物価が弱めの動きを続けている背景について、委員は、基本的には、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っていることの影響が大きいとの認識を共有した。加えて、委員は、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みや、近年の技術進歩、弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重な価格設定スタンスを維持することを可能にしているとの見解で一致した。この間、ある委員は、企業の投資スタンスが積極化したこともあり、わが国経済の外的ショックに対する頑健性は高まっており、物価も変動しにくい経済構造となりつつあると述べた。

次に、委員は、先行きの物価動向について、議論を行った。大方の委員は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。これらの委員は、2019年7月の展望レポートでの見通しと比べると、見通し期間中の物価上昇率は、原油価格の下落などを背景に、見通し期間の前半を中心に下振れているとの見方で一致した。

更に、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムを、一般物価の動向を規定する主な要因に基づいて整理した。まず、マクロ的な需給ギャップについて、大方の委員は、先行き、海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からプラス幅を縮小する局面もみられるものの、景気の拡大基調が続くもとの、均してみれば、現状程度の比較的大幅なプラスを維持するとの見方を共有した。次に、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、先行き上昇傾向を辿り、2%に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。その背景として、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが、予想物価上昇率を押し上げ

ていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることを指摘した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点を挙げた。委員は、米中通商交渉やEU離脱問題の帰趨とそれらの影響、新興国経済の動向、ITサイクルの持ち直しペース、各種の地政学的リスク、こうしたもとの国際金融市場の動向など、海外経済を巡る下振れリスクは大きく、前回展望レポート時と比べると、リスクは高まりつつあるとみられると判断した。そのうえで、委員は、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、海外経済を巡る不透明感が長引いていること自体に注意が必要であると述べた。ある委員は、企業や家計のマインドが更に慎重化しそれが定着すると、自己実現的に景気後退となる可能性があるとの見方を示した。消費税率引き上げの影響について、委員は、前回増税時と比べて小幅とみているが、消費者マインドや物価の動向によって変化し得ることから、引き続き注意する必要があるとの認識を共有した。こうした議論を経て、委員は、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に、下振れリスクの方が大きいとの認識で一致した。

次に、物価の上振れ・下振れ要因について、委員は、これまで議論したように、経済のリスク要因については、特に海外経済を巡る下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、これが顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶ可能性があるとの認識で一致した。また、委員は、このほか、物価に固有の上振れ・下振れ要因として、①中長期的な予想物価上昇率の動向、②マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度、③為替相場の変動や国際商品市況の動向、の3点を挙げた。このうち、中長期的な予想物価上昇率の動向について、委員は、先行き上昇傾向を辿るとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、適切的な期待形成を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがあるとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、物価の見通しについては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから下

振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

金融政策運営に関する検討にあたり、委員は、まず、「物価安定の目標」に向けたモメンタムについて、前回会合以降に公表された短観をはじめとする各種経済指標や国際金融市場の動向なども踏まえつつ、評価を行った。初めに、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを評価する際の主な要因のうち、マクロ的な需給ギャップについて、大方の委員は、引き締まった状態にある労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっているとの認識を共有した。そのうえで、輸出が弱めの動きを続けることや消費税率引き上げなどの影響により、いったん、プラス幅を縮小するとみられるものの、見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くもとで、均してみれば現状程度のプラスを維持するとの見方を共有した。次に、中長期的な予想物価上昇率について、これらの委員は、指標ごとに動きが幾分異なるが、総じてみると、横ばい圏内で推移しているとしたうえで、先行きマクロ的な需給ギャップがプラスを維持していくもとで、上昇傾向を辿るという見方で一致した。ある委員は、予想物価上昇率に関する短観等のサーベイをみると、企業や家計の物価に対するスタンスが積極化する兆しも窺われており、先行き実際の物価上昇率が高まっていけば、中長期的な予想物価上昇率もそれに応じて上昇していくという見方を示した。何人かの委員は、家計の値上げ許容度や、消費関連業種の販売価格判断DIが改善傾向を続けていることも、先行き物価上昇率が高まるとの見通しを支持していると述べた。さらに、「物価安定の目標」に向けたモメンタムのその他の判断材料として、何人かの委員は、前回会合以降、米中通商交渉などの進展期待の強まりなどを背景に、リスクセンチメントが改善するもとで、原油価格や国際金融市場が落ち着いている点も指摘した。この間、ある委員は、内外経済のリスクと不確実性の高まりから、製造業を中心とした企業と家計のマインドが慎重化していることを踏まえると、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れは相応にあるという見方を示した。また、一人の委員は、長短金利操作の導入以降、デフレには陥らないという意味で物価上昇のモメンタムは維持されているが、2%の物価目標に向けたモメンタムは維持されていないとの見方を述べた。こうした議論を経て、大方の委員は、①先行きの物価は、当面、原油価格下落の影響などを受けるものの、マクロ的な需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率の動向などを踏まえると、「物価安定の目標」に向けたモ

メンタムが損なわれる惧れが一段と高まる状況ではないこと、②海外経済の下振れリスクは引き続き大きく、このリスクが顕在化した場合には、わが国の経済・物価にも相応の影響が及び得る状況にあり、引き続き注意が必要な情勢にあること、について認識を共有した。そのうえで、委員は、今回の点検結果を、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムの評価」として対外公表することが適当であるとの認識で一致した。

以上の議論を踏まえて、委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。大方の委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが一段と高まる状況ではないことから、現状の金融市場調節方針と資産買入れ方針を維持することが適当であるとの認識を共有した。多くの委員は、プラスの需給ギャップができるだけ長く持続するように、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、現在の政策のもとで、きわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であると述べた。ある委員は、「物価安定の目標」の実現にはなお時間がかかることを踏まえると、強力な金融緩和を継続していく方針を対外的に強く発信すべきであると述べた。別の一人の委員は、経済・物価の下振れリスクが大きい現状を踏まえると、追加緩和の可否を引き続き検討すべきであると指摘した。そのうえで、この委員は、海外経済の影響を受けやすく、予想物価上昇率が物価安定の目標にアンカーされておらず、現実の物価上昇率と目標の距離が大きい日本こそ、予防的金融緩和論が一番妥当するのではないかと述べた。これに対し、何人かの委員は、今回は現行の金融緩和政策を維持することが適当であるが、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加の緩和策を講じる必要があると指摘した。複数の委員は、リスクシナリオの一環として、次なる景気後退に備えるべきであり、その際には、金融政策面での対応のほかにも、財政政策やその他の政策など、政府の経済政策との連携強化が一層重要になるという見方を示した。

さらに、委員は、政策金利のフォワードガイダンスについて、議論を行った。多くの委員は、海外経済の持ち直し時期が後ずれすることを踏まえると、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、注意が必要な状況がしばらく続くと指摘した。そのうえで、これらの委員は、先行き、相応の長い期間にわたって緩和方向を意識した政策運営をしていく必要があることが確認されたことを踏まえると、今回の会合で、現在のフォワードガイダンスの見直しを検討することが適当であると述べた。見直しの方向性に関し、何人か

の委員は、これまでの情報発信との連続性の観点から、フォワードガイダンスを「物価安定の目標」に向けたモメンタムと関連付けるとともに、政策金利の下方バイアスを示すことで、7月の会合以降、緩和方向をより意識して政策運営を行っている日本銀行のスタンスを明確にすることができるとの見方を示した。これに対し、ある委員は、フォワードガイダンスは、物価上昇率の低下を容認しないスタンスが示されていること、内容が具体的であること、具体的な条件にもとづいて行動することが約束されていること、の3つの要件が満たされている、強力なものにすることが望ましいと述べた。

このほか、委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。複数の委員は、金融機関の財務状況は現時点では健全であるが、低金利環境が長期化することによる累積的な副作用に留意する必要があると指摘した。ある委員は、金融政策は、銀行経営ではなく、経済全体との関係で考えるべきであると指摘した。そのうえで、この委員は、「量的・質的金融緩和」導入後、銀行の当期純利益が増加したこともあり、銀行によっては職員数を増加させるところもあったが、この間、利益の改善をもたらした債券・株式売却益の増加や信用コストの低下は、職員数の増加とは関係ないため、採用した人材でどう利益を上げるかという視点が重要であると述べた。一人の委員は、長期金利が現状程度で長期間継続する場合、国民ニーズが高い終身保険や年金保険などの商品の提供を維持することが困難となり、生命保険業界としての社会的使命を果たせなくなる可能性があるとして述べた。そのうえで、この委員は、年金や投資信託は、円債運用において、金利が0.1%低下すると数百億円の収益減になる可能性があるほか、マイナス金利適用残高の約半分を占める信託銀行の残高は年金や投資信託からの受託財産であり、その分のマイナス金利は実質的に年金や投資信託が負担しているという見方を示した。

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、前回会合以降、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

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

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国

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

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害する恐れがあるとの意見を述べた。別のある委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとし、②CP等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、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、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う、⑤特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

政策金利のフォワードガイダンスに関する議論を踏まえ、政府出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、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32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。

- 本日提案のあった事項は、「物価安定の目標」の達成に向け、強力な金融緩和を継続する姿勢を示すものと受け止めており、本会合において、適切に判断して頂ければと思う。また、今回の提案を含め、金融政策運営の状況等について、引き続き、丁寧かつ積極的な説明に努めて頂きたい。
- 今般の台風19号による災害被害を受け、予備費の使用を決定した。引き続き、被災地の復旧のため、政府一体となって、スピード感を持って、諸対策を今後進めていく。消費税率の引き上げについては、政策対応の効果もあり、2014年のような大きな駆け込み需要はみられない。今後とも、経済の動向をきめ細かく分析し、経済運営に万全を期していく方針である。
- 日本銀行には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の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は、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は輸出を中心に弱さが長引いているものの、緩やかに回復している。消費税率引き上げの影響は、前回に比べそれほど大きくないのではないかとみている。先行きについては、当面、弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題を巡る緊張、中国経済の先行き、英国のEU離脱などの海外経済の動向、金融資本市場の変動の影響、消費税率引き上げ後の消費者マインドの動向、相次いだ自然災害の影響に留意する必要がある。
- 消費税率引き上げに対する各種政策の効果がしっかり発現するよう、引き続き着実に実行していく。そのうえで、世界経済の動向を注視するほか、消費税率引き上げ後の動向をきめ細かく把握し、必要があれば、機動的なマクロ経済政策を実行していく。また、相次いだ自然災害による被災者への生活支援および被災地の復旧・復

興を迅速に進めていく。

- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて、金融緩和を着実に推進していくことを期待する。今回のフォワードガイダンスの変更は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れがある場合の対応を明確化するため提案されたものと認識しており、その趣旨について、対外的に丁寧な説明して頂くことが重要と考える。

V. 採決

1. 「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価

『物価安定の目標』に向けたモメンタムの評価』の文案が検討され、多数意見が形成された。

議長からは、こうした多数意見を取りまとめるかたちで、『物価安定の目標』に向けたモメンタムの評価』の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、物価上昇率の実績値、需給ギャップ、予想物価上昇率の動向を踏まえると、「物価安定の目標」に向けたモメンタムはすでに損なわれているとして反対した。

2. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化すること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、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員

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。この間、片岡委員からは、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムの評価」を決定する際の背景となる一連の分析を取りまとめた資料についても、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、多数意見が形成された。

議長からは、こうした多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定され、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、11月1日に公表することとされた。なお、片岡委員は、消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとして、物価の見通しに関する記述に反対した。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：片岡委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2019年9月18、19日開催分）が全員一致で承認され、11月6日に公表することとされた。

以 上

2019年10月31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、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断した¹。こうした認識を明確にする観点から、以下のとおり、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定した^(注1)。

日本銀行は、政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、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。

2. 金融市場調節方針および資産買入れ方針については、以下のとおり決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成7反対2）^(注2)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし²、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(2) 資産買入れ方針（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、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応

¹ 本日の政策委員会・金融政策決定会合では、前回会合で示した方針に基づき、経済・物価動向を改めて点検し、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを評価した。その結果は、別紙のとおりである。

² 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

② CP等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。

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。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。

以 上

(注1) 片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとして反対した。

(注2) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げること金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価^(注3)

日本銀行では、前回の金融政策決定会合において、このところ、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断した。こうした情勢にあることを念頭に置きながら、今回の金融政策決定会合では、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを評価する際の主な要因である「マクロ的な需給ギャップ」と「中長期的な予想物価上昇率」等に関して、以下のとおり点検を行った。そのうえで、日本銀行では、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断した。

1. マクロ的な需給ギャップ

マクロ的な需給ギャップは、いったん、プラス幅を縮小するとみられる。もっとも、見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くもとの、マクロ的な需給ギャップは、均してみれば現状程度のプラスを維持すると考えられる。

海外経済については、米中貿易摩擦の拡大・長期化や、中国をはじめとする新興国・資源国経済において減速の動きが続いていることなどから、成長ペースの持ち直し時期がこれまでの想定よりも遅れるとみられる。わが国経済については、そうしたもとの、輸出の弱めの動きが続くことや、消費税率引き上げなどの影響もあることから、いったん、潜在成長率を幾分下回る成長となり、マクロ的な需給ギャップのプラス幅は縮小することが見込まれる。

もっとも、2021年度までの見通し期間を通じてみると、設備投資は、海外経済の減速の影響から、製造業を中心にいったん増勢が鈍化するものの、都市再開発関連投資、省力化投資、研究開発投資などを中心に、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費は、消費税率引き上げの影響が小幅にとどまるもとの、雇用・所得環境の改善が続くことなどから、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。このように、国内需要については、海外経済の減速の波及は限定的となり、増加基調をたどると考えている。また、海外経済についても、各国のマクロ経済政策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に、先行き、成長率を高めると予想される。そうしたもとの、わが国経済は、見通し期間を通じて、

拡大基調が続き、均してみれば、潜在成長率並みの成長を続け、マクロ的な需給ギャップは、現状程度のプラスを維持するとみられる。

2. 中長期的な予想物価上昇率

中長期的な予想物価上昇率は、指標ごとに動きが幾分異なるが、総じてみると、横ばい圏内で推移している。先行き、マクロ的な需給ギャップがプラスを維持していくもとの、中長期的な予想物価上昇率は、上昇傾向をたどると考えられる。

中長期的な予想物価上昇率をみると、一部で弱めの動きがみられる一方で、上昇の動きを示す指標もみられるなど、指標ごとに動きが幾分異なるが、総じてみると、横ばい圏内で推移している。また、家計の値上げ許容度や企業の価格設定スタンスといった、家計や企業の物価に対するスタンスをみると、依然として慎重さは残るものの、積極化の兆しもみられている。

先行き、景気の拡大基調が続き、マクロ的な需給ギャップがプラスを維持していくもとの、雇用・所得環境の改善が続いていけば、家計の値上げ許容度は徐々に高まり、企業も価格設定スタンスを次第に積極化していくことが見込まれる。家計や企業の物価に対するスタンスが積極化していけば、現実の物価上昇率の伸びを通じて、「適切的な期待形成」の面で、中長期的な予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、「フォワードルッキングな期待形成」の面で、中長期的な予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられる。

こうしたもとの、中長期的な予想物価上昇率は、先行き、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。

3. 原油価格や国際金融市場の動向等

輸入物価を含め価格全般に影響を及ぼす原油価格や国際金融市場の動向を確認すると、原油価格は、今年の春頃に比べると下落した水準にあるが、夏場以降は、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している。また、国際金融市場は、米中貿易摩擦や世界経済の減速に対する懸念などを背景に、リスク回避的な動きが続いていたが、最近では、ひと頃に比べると、落ち着いて推移している。

4. 留意点

物価の動向に関しては、マクロ的な需給ギャップ、中長期的な予想物価上昇率

のどちらの面からも不確実性が大きい状況が続いている。特に、海外経済について、下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとで、成長ペースの持ち直し時期がさらに遅れたり、一段と減速するなど、下振れリスクが顕在化した場合には、マクロ的な需給ギャップなどの経路を通じて、物価にも相応の影響が及ぶ可能性がある点には留意しなければならない。また、今後の原油価格や国際金融市場の展開によっては、物価にも影響が及ぶ可能性があるため、注視する必要がある。

以 上

(注3) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、物価上昇率の実績値、需給ギャップ、予想物価上昇率の動向を踏まえると、「物価安定の目標」に向けたモメンタムはすでに損なわれているとして反対した。

(元年 12 月 18、19 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019 年 12 月 18 日(14:00～16:15)
12 月 19 日(9:00～11:38)

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	(〃)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	神田 眞人	大臣官房総括審議官 (18 日)
	遠山 清彦	財務副大臣 (19 日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (18 日)
	宮下 一郎	内閣府副大臣 (19 日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
企画局審議役	藤田研二 (18 日 14:45～16:15)
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	神山一成
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	山城吉道
企画局企画調整課長	矢野正康 (18 日 14:45～16:15)
企画局企画役	長江眞一郎
企画局企画役	稲場広記

I. 金融経済情勢等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30、31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、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

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。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.07\sim-0.01\%$ 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、幾分上昇する局面もみられたが、期間を通してみれば概ね前回会合時点と同水準となっている。

株価（日経平均株価）は、海外株価上昇の動きに連れて上昇し、最近では、24千円程度で推移している。為替相場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は幾分円安方向の動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、成長ペースの持ち直しにはやや時間を要するものの、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、増加している。一方、米中貿易摩擦の影響などから輸出は横ばい圏内の動きにとどまっているほか、製造業の業況感悪化などを背景に、設備投資は弱めの動きが続いている。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに、前年比 $+1\%$ 台半ばで推移している。先行きの米国経済は、米中

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

貿易摩擦の影響が残るものの、緩和的な金融環境などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、減速した状態が続いている。輸出は、弱めの動きが続いている。設備投資は、製造業の業況感が悪化していることなどを背景に、横ばい圏内の動きにとどまっている。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にある。物価面をみると、インフレ率（H I C P）は総合ベース、コアベースともに前年比＋1％近傍で推移している。先行きの欧州経済は、製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。この間、英国経済は、E U 離脱を控えた動きの影響などから、弱含んでいる。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では引き続き弱さもみられている。物価面をみると、インフレ率（C P I）は、前年比＋4％台で推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとみられる。N I E s ・ A S E A N では、輸出が中国向けを中心に弱めの動きとなっている一方、良好な消費者マインドやマクロ経済政策の効果などから、国内需要は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に、緩やかに回復している。インドの景気は、個人消費や設備投資などが弱めの動きとなっていることから、減速が続いている。

海外の金融市場をみると、米欧の株価や長期金利は、米中通商交渉の進展や堅調な米国経済指標等を受けた市場センチメントの改善を背景に、いずれも上昇している。原油価格は、O P E C における減産合意などを背景に上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、弱めの動きが続いている。情報関連が増加基調にあるもの

の、自動車関連ははっきりと減少しており、資本財は基調としては弱めの動きを続けている。先行きの輸出は、海外経済の成長ペースの持ち直しにやや時間を要するもとで、当面は、弱めの動きが続くと予想されるものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

公共投資は、緩やかに増加している。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、振れを伴いつつも緩やかな増加傾向にある。先行きについては、国土強靱化関連工事やオリンピック関連工事、自然災害関連の復旧・復興工事などを中心に、緩やかな増加を続けるとみられる。

企業収益は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて高水準で推移している。業況感は、製造業がはっきりと慎重化している一方、非製造業は総じて良好な水準を維持している。設備投資は、増加傾向を続けている。資本財総供給は、海外経済減速の影響などから増勢が幾分鈍化している。建設工事出来高（民間非居住用）は、いったん増勢が鈍化しているが、やや長い目でみれば増加基調を続けている。先行きの設備投資は、当面、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心に幾分減速すると見込まれるが、やや長い目でみれば緩和的な金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加している。12月短観の雇用人員判断DIは、非製造業を中心に人手不足感のかなり強い状態が続いている。失業率は今次景気拡大局面のボトム近傍で推移している。有効求人倍率は、昨年末以降、海外経済の減速の影響から小幅に低下しているが、バブル期のピークを超えた高水準を維持している。

個人消費は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、10月は消費税率引き上げ後の需要減に加え、台風19号などの自然災害の影響もあって、大きめのマイナスとなっている。先行きの個人消費は、当面、消費税率引き上げなどの影響による下押しが続くと見込まれる。ただし、各種の家計支援策や雇用・所得環境の改善が下支えとして作用するもとで、前回の消費税率引き上げ時と比べて、落ち込みは小幅なものにとどまり、個人消費の増加基調は維持されると考えられる。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している。新設住宅着工戸数をみる

と、持家は、前回の消費税率引き上げ時より小幅ながら、需要減が生じている。分譲は、大型物件による振れを伴いつつ横ばい圏内で推移している。この間、貸家は、節税・資産運用目的の需要減退や金融機関の融資姿勢の慎重化などを背景に、減少傾向を続けている。

鉱工業生産は、海外経済の減速の動きが続くもとで、自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している。先行きについては、当面は、輸出の弱さや消費税率引き上げの影響から下押しされると予想されるものの、その後は、自然災害の影響からの挽回生産が行われるもとで、消費税率引き上げの影響が和らぎ、輸出が次第に持ち直すと考えられることから、緩やかな増加に転じていくとみられる。

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の3か月前比を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落幅が縮小している。消費者物価の前年比は、除く生鮮食品は0%台半ば、除く生鮮食品・エネルギーは0%台後半となっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、景気の拡大基調が続くもとで、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。長期金利から中期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

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。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連などの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、8%台後半の高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で3%台前半の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台後半の伸びとなっている。

II. E T F 貸付制度の導入について

1. 執行部からの説明

4月の金融政策決定会合において決定された方針に従い、強力な金融緩和の継続に資する諸措置の一つとして、E T F市場の流動性の向上を図る観点から、日本銀行が保有するE T Fを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度を導入することとしたい。

2. 委員会の検討・採決

上記を内容とする「『指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則』の制定等に関する件」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. 貸出増加支援資金供給の見直しについて

1. 執行部からの説明

貸出増加支援資金供給に関して、本制度のもとでこれまで貸出を増加させてきた金融機関を引き続き支援することで、強力な金融緩和の継続に資するよう、一定の条件のもとで借り換えを可能とするための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

上記を内容とする「『貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領』の一部改正等に関する件」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。

IV. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、米中通商交渉や英国のE U離脱問題の進展、米国の堅調な経済指標などを受けて、投資家のリスクセンチメントは改善しており、多くの国・地域で株価や長期金利が上昇し、為替相場は幾分円安方向で推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、やや長い目でみて為替相場が安定的に推移していると述べた。このうち一人の委員は、今年ドル／円レートの変動幅は、変動相場移行後の最低水準となりそうだと述べたうえで、輸出よりもドル建

て比率の高い輸入や、M&Aを含む対外直接投資の増加などに伴う実需の円売りが、投機的な円買いによる為替レートの動きを抑制している可能性があるとの見方を示した。この間、ある委員は、高値圏の株価と比較的抑制された水準の長期金利が共存する状況の持続可能性については注視していく必要があると指摘した。

海外経済について、委員は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。多くの委員は、グローバルな製造業PMIが4か月連続で改善し、11月には節目の50を上回ったほか、IT関連財の受注・在庫バランスも改善するなど、好転の兆しがみられるとの認識を示した。もっとも、このうち複数の委員は、こうした底打ちの兆しはソフトデータではみられているものの、ハードデータでは、まだはっきりと回復に向かう姿はみえていないと指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、成長ペースの持ち直しにはやや時間を要するものの、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。多くの委員は、米中通商交渉や英国のEU離脱問題を巡り、一定の進展がみられたことはポジティブな材料であると述べた。もっとも、このうちの何人かの委員は、米中通商交渉を巡っては、部分合意について両国で解釈が異なる部分や産業政策のように合意に至っていない部分があるなど、不透明感はなお残存していると述べた。そのうえで、委員は、海外経済を巡る下振れリスクは引き続き大きいとみられるとの認識を共有した。一人の委員は、下振れ方向だけでなく、上振れ方向でも、リスクプロファイルが変化しているとの見方を示した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大しているとの認識で一致した。複数の委員は、ISM指数は、製造業、非製造業とも市場予想を下回る内容だったが、雇用統計は労働需給の引き締まりを示しているほか、消費者マインドも良好な状態を維持しており、個人消費を中心に成長する姿が続いていると指摘した。別の複数の委員は、雇用の増加が続く中、クリスマス商戦も順調な出だしとなったようだと述べた。米国経済の先行きについて、委員は、米中貿易摩擦の影響が残るものの、緩和的な金融環境などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、これまでのFRBによる政策金利引き下げも先行きの景気拡大に寄与していくだろうと述べた。

欧州経済について、委員は、減速した状態が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、雇用・所得環境や消費者マインドは良好

さを維持しており、非製造業の比率の大きいフランスやスペイン経済には堅調さがみられるものの、ユーロ圏の製造業PMIが50を下回り続けるなど、ドイツを中心に、生産・輸出が弱めの動きを続けており、回復の兆しはみえないと指摘した。欧州経済の先行きについて、委員は、製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくとの認識で一致した。ある委員は、欧州経済に占めるウエイトの大きさ、貿易依存度の高さ、中国との経済的結びつきの強さなどから、特に、ドイツの今後の動向を注視していると述べた。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では引き続き弱さもみられているとの見方で一致した。もっとも、何人かの委員は、製造業PMIが7か月ぶりに50を上回ったほか、工業生産も市場予想を上回る伸びとなるなど、製造業部門に底打ちの心配もみられていると指摘した。ある委員は、米中通商交渉に進展がみられたことも、こうした動きに寄与していると述べた。中国経済の先行きについて、委員は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。何人かの委員は、米中通商交渉の進展はプラス材料としつつも、中国経済の回復は緩やかなものにとどまるのではないかと述べた。

新興国経済について、委員は、一部新興国で減速がみられているものの、総じてみれば景気の回復基調を維持しているとの認識を共有した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出は中国向けを中心に弱めの動きとなっているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。ある委員は、韓国や台湾のIT関連財の実質輸出の前年比伸び率が復調してきており、ITサイクルの進展が指標でも示されていると述べた。一人の委員は、一部の国では、国際収支の動向等が懸念される状況であるが、多くの国で景気刺激策が打ち出されていることもあり、全体としてみればその影響は限定的であると指摘した。先行きの新興国経済について、委員は、各国のマクロ経済政策の効果発現もあって、全体として成長率が高まっていくとの認識で一致した。ある委員は、世界経済の動向と景気刺激策の効果に加え、海外からの資本流入の持続可能性が、回復の動きを左右すると述べた。

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、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、

所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大しているとの認識で一致した。複数の委員は、海外経済の減速に加え、消費税率引き上げや自然災害の影響もあって、生産や消費関連を中心に、弱めの指標が増えていると指摘した。もっとも、多くの委員は、わが国の内需は底堅く、これまでのところ、海外経済減速による影響の波及は限定的であると指摘したうえで、所得から支出への前向きの循環という景気拡大の基本的なメカニズムは維持されているとの認識を示した。多くの委員は、12月短観の結果は、こうした見方を裏付けるものであったと指摘した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調を辿るとの認識を共有した。もっとも、何人かの委員は、海外経済の減速や消費税率引き上げの影響等には引き続き注意が必要であると指摘した。このうち一人の委員は、米中通商交渉の部分合意や英国総選挙結果を受けて、目先の不透明要因が幾分剥落した一方、消費税率引き上げや自然災害による経済の下押しもあり、全体として楽観できない情勢が続いていると述べた。ある委員は、所得から支出への好循環の前提である、海外経済の改善、雇用者所得の増大に加え、消費税率引き上げにより消費性向が低下しないかを見極めることが重要となると述べた。複数の委員は、海外経済に持ち直しの兆しがみられ始めていることや、新たな経済対策が策定されたことは、ポジティブな材料であり、先行きの景気拡大をサポートしていくとの見方を示した。

輸出の現状について、委員は、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の成長ペースの持ち直しにやや時間を要するもとで、当面は、弱めの動きが続くと予想されるものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとの見方を共有した。複数の委員は、海外経済の回復が小幅なものにとどまったり、下振れたりするリスクを踏まえると、輸出の先行きは楽観視できず、引き続き海外経済の動向を注視する必要があると述べた。

公共投資について、委員は、緩やかに増加しているとの見解で一致した。複数の委員は、一致指標の公共工事出来高、先行指標の公共工事請負金額ともに増加するなど、公共投資を含めた内需が成長を支え

る姿がより鮮明になってきていると述べた。先行きの公共投資について、委員は、国土強靱化関連工事やオリンピック関連工事、自然災害関連の復旧・復興工事などを中心に、増加するとの認識を共有した。複数の委員は、政府が策定した経済対策を踏まえると、しばらくは増加が続くとの見解を示した。

設備投資について、委員は、増加傾向を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、12月短観における2019年度の設備投資計画は、海外経済の減速の影響がこれまでのところ限定的であり、企業が引き続き省力化や研究開発等などに取り組んでいることを示す、しっかりとした内容であったと指摘した。先行きの設備投資について、委員は、当面、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心に幾分減速すると見込まれるものの、やや長い目でみれば緩和的な金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。何人かの委員は、機械受注などの先行指標がこのところ弱めである点は気がかりだと述べた。このうち、一人の委員は、先行指標の弱めの動きと堅調な短観の設備投資計画をどのように整合的に理解するかは論点であると述べた。これに対し、複数の委員は、機械受注は、企業収益が高水準を維持する中で、企業がソフトウェア投資や研究開発投資を安定的に増加させてきているという設備投資全体の基調を、必ずしも捉え切れていない可能性があるとして指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加しているとの認識を共有した。ある委員は、失業率が幾分上昇したほか、有効求人倍率も僅かながら低下しており、労働需給に変調がないか懸念されると述べた。これに対し、複数の委員は、失業率は確かに重要な指標ではあるが、就業者数や雇用者数が増加していることや、離職者も自己都合が多いことなどを踏まえると、懸念すべき動きとまではいえないのではないかと指摘した。この間、複数の委員は、企業収益は高水準ながら、製造業を中心に減益が予想されることを踏まえ、これが冬季賞与にどのように影響するかを注視していると述べた。

個人消費について、委員は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加しているとの認識を共有した。ある委員は、自然災害の影響もあって、自動車販売や百貨店売上高などの指標には弱めの動きがみられるが、個人消費を取り巻く環境をみると、雇用・所得環境は良好であるほか、消費者マインドも幾分改善しており、個人消費の底堅さに変調をきたしているとみる必要はないと述べた。もともと、ある委員は、

前回の消費税率引き上げ後、消費や短観における小売業の業況判断の持ち直しに3年程度を要したと指摘したうえで、今回も停滞の始まりの可能性もあると述べた。これに対し、別のある委員は、前回の消費税率引き上げ後に消費の停滞が長引いた点については、所謂「チャイナ・ショック」など、消費税以外のショックによって個人消費が抑制されたことも勘案して評価する必要があると指摘した。先行きの個人消費について、委員は、当面、消費税率引き上げなどの影響による下押しが続くと見込まれるものの、基調としては、各種の家計支援策や雇用者所得の増加に支えられて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、消費税率引き上げの実質所得効果が徐々に表れてくる可能性があることも踏まえると、今後のデータを精査するとともに、ミクロ面からもしっかりと点検していく必要があると述べた。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識で一致した。また、委員は、住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数の消費税率引き上げ前後の振幅は、前回の消費税率引き上げ時との対比で抑制されており、横ばい圏内の動きが続いているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、海外経済の減速の動きが続くもとで、自然災害などの影響もあって、足もとでは減少しているとの認識を共有した。先行きの生産について、委員は、当面は、輸出の弱さや消費税率引き上げの影響から下押しされると予想されるものの、やや長い目でみれば、海外経済の成長率の高まりなどに伴い、次第に緩やかな増加に転じていくとの見方で一致した。

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、0%台半ばとなっているほか、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台後半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、市況は好転しているが、内外経済のリスクは高止まりしており、景況感も慎重化する中で、上昇・下落品目比率や刈込平均値などが幾分低下していると付け加えた。もっとも、多くの委員は、これまでのところ、景気の拡大基調が続き、プラスの需給ギャップが維持されるもとで、物価が徐々に上昇していく基本的なメカニズムは引き続き作動しているとの認識を示した。一人の委員は、需給ギャップには推計誤差があり、日本銀行の推計値と他機関の推計値の最近の動きには違いがみられる点には留意が必要だと

述べた。これに対し、ある委員は、需給ギャップの推計値は、あくまで推計であり、大きな傾向をとらえることが重要であると述べた。そのうえで、この委員は、こうした推計値に加え、短観の雇用・設備判断D Iや、賃金・物価が小幅ながらも上昇していることなどから総合的に判断すると、今の日本経済はある程度の需要超過にあるとみてよいとの見方を示した。一人の委員は、外食などでは、消費税率引き上げに合わせて幅広く価格を引き上げる動きがみられているほか、12月短観における消費関連業種の販売価格判断D Iもプラスを維持しており、賃金コストなどの上昇圧力が強い中、企業が価格設定スタンスを徐々に積極化していく流れは続いているとの認識を示した。別の委員は、家賃は、全国C P Iに対して長い間下押し要因となっていたが、足もとでは約11年振りにマイナスがほぼ解消されており、長期的な物価の基調にも影響を与え始めているのではないかと述べた。

先行きについて、大方の委員は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。ある委員は、堅調な設備投資に伴う生産性向上効果などもあり、上昇率が抑制された状態が続いているため、生産性上昇の余地が縮小し、物価が徐々に上昇率を高めるまで、緩やかなプラスの需給ギャップを維持することが肝要であると述べた。この間、一人の委員は、消費者物価の前年比が先行き2%に向けて上昇率を高めていく可能性は低く、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが維持されているとは言いがたいと述べた。

予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。複数の委員は、家計の短期の予想インフレ率は10月以降、消費税率引き上げ要因により低下していると指摘した。このうち、一人の委員は、こうした傾向が続くと、中長期の予想インフレ率にもネガティブな影響が及ぶのではないかと懸念していると述べた。これに対し、一人の委員は、中長期のインフレ予想に大きな変化はみられておらず、企業が賃金などのコスト上昇を価格に転嫁する動きは続いているほか、家計についても、マインドの大幅な悪化や低価格志向の強まりといった動きはみられていないと指摘した。

以上の議論を踏まえ、大方の委員は、景気が基調としては緩やかに拡大するもとで、「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されており、モメンタムが損なわれる惧れについても一段と高まる状況ではないとの認識を共有した。この背景として、大方の委員は、①マク

ロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、このところ横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられることを挙げた。もっとも、大方の委員は、海外経済の下振れリスクは引き続き大きく、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、注意が必要な状況は続いているとの認識を共有した。このうち、ある委員は、プラスの需給ギャップが物価上昇を支えているものの、このところ需給ギャップのプラス幅が縮小したままであることには、留意が必要であると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。ただし、ある委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、景気悪化懸念などを背景とした金利低下を許容することで一定の景気刺激効果を持つものだと指摘したうえで、このところの金利上昇によって、こうした効果が不十分なものとなっていないかには注意が必要であると述べた。

V. 当面の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、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。大方の委員は、経済・物価の下振れリスクには留意が必要であり、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けるもとで、2%に向けたモメンタムは維持されており、モメンタムが損なわれる惧れについても一段と高まる状況ではないことから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。多くの委員は、プラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、現在の政策のもとで、きわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であると述べた。ある委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を粘り強く続け、経済の好循環を息長く支えていくべきであると指摘した。また、別のある委

員は、金融・財政のポリシーミックスのもとで、現行の緩和政策を維持し、息の長い経済成長を支えることが重要であると述べた。この間、一人の委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムは既に損なわれており、追加緩和措置を講じる必要があるとの意見を述べた。

そのうえで、大方の委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、注意が必要な情勢は続いていることから、緩和方向を意識した金融政策運営を続けていくことが望ましいとの見方を共有した。ある委員は、海外経済を取り巻く環境には高い不確実性が残存しており、引き続き予断を持たずに政策判断を行うことが求められるとの見方を示した。別のある委員は、下振れリスクの大きさを踏まえると、追加緩和の要否や景気後退リスクへの対応策の検討が必要であり、その際、財政政策や成長政策との連携という観点が重要になると述べた。また、一人の委員は、前回の消費税率引き上げ後、半年で追加緩和を行ったことに触れたうえで、消費の基調次第では今回も追加緩和が必要になる可能性に言及した。

委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。複数の委員は、金融システムは全体として安定性を維持しているが、低金利環境の長期化が金融仲介機能に与える影響など、金融緩和の副作用については、十分に点検していく必要があるとの認識を示した。このうち一人の委員は、地域金融機関の貸出の伸びが、収益の低下とともに鈍化している点は気がかりであると述べた。この点に関し、ある委員は、金融機関の貸出が増加を続けていることなどを踏まえると、わが国の金融環境は、リバーサル・レート（逆転金利）の議論が想定するような状況にはないとの見方を示した。この間、一人の委員は、家計・企業の合計では金融資産超過であり、預金に口座維持手数料が課されることになれば、資産利回り低下の影響が借入に伴う負債コスト低下の効果を上回る可能性があるほか、株価などの動向次第では、相対的に収益率の高い株式を保有する主体がより優位となり、所得格差が拡大する可能性があるとの述べた。また、この委員は、法人に加え個人の大口預金にも実質的にマイナス金利を適用する動きや、口座維持手数料引き上げの動きが進んでいるドイツの状況は、注視する必要があると指摘した。これに対し、何人かの委員は、金融緩和の効果は、金融資産・負債の収支という部分的な影響だけでなく、雇用や所得の改善を含めたマクロ経済全体に及ぼす影響という観点から評価する必要があるとの認識を示した。このうち複数の委員は、金融緩和の副作用についても、特定の業界や業界の一面など個別の影響だけでなく、経済や金融システム全体の安定性という視点で考えるべきだと指摘した。

また、その他の留意点として、ある委員は、海外中銀を含めて中央銀行の政策の枠組み見直しの議論が活発化しており、日本銀行も検討自体は不断に行うべきだが、IMFが提言しているような「物価安定の目標」のレンジ化は、物価安定へのコミットメントを弱体化させる恐れがあると指摘した。この間、別のある委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価の前提となる需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率の最新の情報を、外部に十分に示していくことが重要であると述べた。

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

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

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害する恐れがあるとの意見を述べた。別のある委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために

必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、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、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う、⑤特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、「物価安定の目標」、それに向けたモメンタム、政策判断の関係が不明瞭で、モメンタムの具体的な判断基準が不明確であるとしたうえで、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

VI. 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。

- 今月5日、「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」を策定した。この経済対策や予算編成の基本方針を踏まえ、いわゆる15か月予算の考え方のもと、令和2年度予算、令和元年度補正予算の編成作業を進めてきた。令和元年度補正予算は、今月13日に概算決定をした。令和2年度予算は、明日の閣議において、概算決定することを予定しており、現在大詰めの作業を進めている。
- 令和2年度税制改正について、日本経済の成長軌道を確認なものとし、企業の事業革新に繋がるオープンイノベーションを促進するとともに、企業マインドを変革させ、果敢な経営判断を促す観点から、12日に与党税制改正大綱が取りまとめられた。政府としてはこれを踏まえ、企業の前向きな取り組みを後押ししていけるよう、しっかりと取り組んでいく所存である。
- 日本銀行には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の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は、以下の趣旨の発言があった。

- 台風 19 号など相次ぐ自然災害からの復旧・復興の加速、防災・減災、国土強靱化の更なる強力な推進による安全・安心の確保とともに海外発の経済の下振れリスクを確実に乗り越え、民需主導の継続的な経済成長の実現に繋げていくため、今月 5 日、「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」を閣議決定した。対策の規模は、財政支出で 13.2 兆円程度、令和 3 年度までの直接的な実質 GDP の押し上げ効果は 1.4% 程度を見込んでいる。
- これらの経済財政運営の方針を踏まえた、令和 2 年度の政府経済見通しでは、総合経済対策の円滑かつ着実な実行など各種政策の効果も相俟って、雇用・所得環境の改善が続き、経済の好循環が進展する中で内需を中心とした景気回復を見込んでいる。この結果、令和 2 年度の実質成長率は 1.4% 程度、消費者物価上昇率は 0.8% 程度と見通している。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

VII. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、
政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

VIII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、①消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの意見、および、②2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

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

IX. 議事要旨の承認

議事要旨（2019年10月30、31日開催分）が全員一致で承認され、12月24日に公表することとされた。

X. 金融政策決定会合の開催予定日の変更の承認

2020年7月21、22日に予定されていた金融政策決定会合の開催予定日を7月14、15日に変更すること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

2019年12月19日

日本銀行

当面の金融政策運営について

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成7反対2）^(注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、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(2) 資産買入れ方針（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、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

2. わが国の景気は、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとで、輸出は弱めの動きが続いており、鉱工業生産は、自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している。一方、企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。個人消費は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内で推移しており、公共投資は緩やかに増加している。この間、労働需給は引き締まった状態が続いている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

3. 先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。消費者物価の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる^(注2)。
4. リスク要因としては、保護主義的な動きの帰趨とその影響、中国を始めとする新興国・資源国経済の動向、IT関連財のグローバルな調整の進捗状況、英国のEU離脱問題の展開やその影響、地政学的リスク、こうしたもとの国際金融市場の動向などが挙げられる。こうした海外経済を巡る下振れリスクは引き続き大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある。
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。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに必要な間、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。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる^(注3)。

以 上

-
- (注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。
- (注2) 片岡委員は、消費者物価の前年比は、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとして反対した。
- (注3) 片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとして反対した。

(2年1月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年1月20日(14:00～15:16)
1月21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	(〃)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	神田 眞人	大臣官房総括審議官 (20日)
	遠山 清彦	財務副大臣 (21日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (20日)
	宮下 一郎	内閣府副大臣 (21日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	神山一成
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局審議役	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	山城吉道
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	長江眞一郎
企画局企画役	法眼吉彦

I. 金融経済情勢等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18、19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、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

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。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.07\sim-0.02\%$ 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、年明け後に発行が相次ぐことが意識されるもとで、幾分上昇しているが、 $-0.2\sim-0.1\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、振れを伴いつつも、昨年初来の高値圏で推移しており、期間を通じてみれば概ね前回会合時点と同水準となっている。為替相場をみると、円の対ドル相場、対ユーロ相場とも、中東における地政学的リスクが高まった際には幾分円高となったものの、期間を通じてみれば前回会合時点から幾分円安となっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、成長ペースの持ち直しにやや時間を要するものの、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現やグローバルなITサイクルの好転などに伴う製造業部門の持ち直しを背景に成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、増加している。一方、米中貿易摩擦の影響などから輸出は横ばい圏内の動きにとどまっているほか、製造業の業況感悪化などを背景に、設備投資は弱めの動きが続いている。物価面をみると、

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに、前年比＋1％台半ばで推移している。先行きの米国経済は、当面は米中貿易摩擦の影響が残るものの、緩和的な金融環境などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、製造業部門の調整を主因に減速した状態が続いている。輸出は、弱めの動きが続いている。設備投資は、製造業の業況感の悪化が続いていることなどを背景に、横ばい圏内の動きにとどまっている。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にある。物価面をみると、インフレ率（HICP）は総合ベース、コアベースともに前年比＋1％近傍で推移している。先行きの欧州経済は、製造業部門の持ち直しに伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。この間、英国経済は、EU離脱を控えた動きの影響などから、弱含んでいる。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では引き続き弱さもみられている。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比＋4％台で推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとみられる。NIEs・ASEANでは、輸出が中国向けを中心に弱めの動きとなっている一方、良好な消費者マインドやマクロ経済政策の効果などから、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に、緩やかに回復している。インドの景気は、個人消費や設備投資などが弱めの動きとなっていることから、減速した状態にある。

海外の金融市場をみると、中東における地政学的リスクの高まりを受けて振れる場面がみられたものの、米中通商交渉の進展などを背景に、市場センチメント改善の流れが続いている。こうしたもとの、米欧の株価は、前回会合時点と比べ幾分上昇している。長期金利は、米国では前回会合時点と比べて幾分低下した一方、欧州では幾分上昇している。原油価格は、中東における地政学的リスクの高まりを受けていったん上昇したあと、原油生産の増加観測などを受けて下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、所得から支出

への前向きの循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響が残るものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、弱めの動きが続いている。情報関連が増加基調にあるものの、自動車関連は大きめの減少となっており、資本財は基調としては弱めの動きを続けている。先行きの輸出は、情報関連は増加基調を続けるものの、当面は、自動車関連や資本財を中心に、なお弱めの動きとなると予想される。その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

公共投資は、緩やかに増加している。公共工事出来高は、昨年1～3月以降3四半期連続で増加したあと、10月の7～9月対比もプラスとなっている。先行きについては、オリンピックの仮施設工事の進捗に加え、今回の経済対策を背景とした災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事等の拡大から、緩やかな増加を続けるとみられる。

企業収益は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて高水準で推移している。業況感は、製造業がはっきりと慎重化している一方、非製造業は総じて良好な水準を維持している。設備投資は、増加傾向を続けている。資本財総供給は、海外経済減速の影響などから、足もとでは横ばい圏内の動きとなっている。建設工事出来高（民間非居住用）は、オリンピック関連需要のピークアウトもあって増勢を鈍化させつつも、やや長い目でみれば緩やかな増加基調を維持している。先行きの設備投資は、当面、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心にいったん減速するが、やや長い目でみれば緩和的な金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加している。失業率は今次景気拡大局面のボトム近傍で推移している。有効求人倍率は、2018年末以降、海外経済の減速の影響から小幅に低下しているが、なおバブル期のピークを超えた高水準を維持している。

個人消費は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、足もとでは消費税率引き上げ後の需要減に加え、自然災害の影響などもあって、大きめの減少となっている。先行きの個人消費については、各種の家計支援策や雇用・所得環境の改善が下支えとし

て作用する中で、消費税率引き上げ前の需要増の反動と実質所得の減少による下押し圧力は当面残るものの、次第に減衰していくと見込まれる。その後は、雇用者所得の増加と株高による資産効果に支えられて、基調としては、緩やかな増加を続けると見込まれる。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している。新設住宅着工戸数をみると、持家は前回の消費税率引き上げ時より小幅ながら、需要減が生じている。分譲は、大型物件による振れを伴いつつ横ばい圏内で推移している。この間、貸家は、節税・資産運用目的の需要減退や金融機関の融資姿勢の慎重化などを背景に、減少傾向を続けている。

鉱工業生産は、海外経済の減速の動きが続くもとで、自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している。先行きについては、当面は、自然災害後の挽回生産が押し上げ要因として作用するもとで、消費税率引き上げの影響が和らぎ、情報関連輸出も増加基調を辿ることから、緩やかな増加に転じていくとみられる。

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の3か月前比を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落幅が縮小している。消費者物価の前年比は、除く生鮮食品は0%台半ば、除く生鮮食品・エネルギーは0%台後半となっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、既往の原油価格の下落の影響などを受けつつも、景気の拡大基調が続くもとで、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。長期金利から中長期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

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。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連などの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、9%程度の高めのプラスで推移している。

企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で3%台前半の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台後半の伸びとなっている。

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. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、中東における地政学的リスクの高まりを受けて振れる場面もみられたものの、米中通商交渉やEU離脱問題の進展などを受けた市場センチメント改善の流れは続いており、先進国の株価は高値圏で推移し、為替相場は幾分円安方向で推移しているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、米中通商交渉において第一段階の合意に至ったことは朗報であるが、第二段階の合意に向けた交渉の道筋はなお不透明であるほか、中東情勢を巡る地政学的リスクが高まるなど、引き続き不透明感の強い状況にあるとの見方で一致した。何人かの委員は、中東情勢は一時的に緊張が高まったものの、一段の悪化は回避され、資本フローや金融市場に大きな変動はみられていないと述べた。

海外経済について、委員は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。多くの委員は、グローバルな製造業PMIが2か月連続で節目となる50を上回ったほか、ITサイクルの好転や米中通商交渉の進展など、持ち直しに向けた兆しがみられ始めていると述べた。もっとも、ある委員は、市場センチメントの改善などと比べ実体経済指標は冴えないと指摘したうえで、今後、市場センチメントの改善に合わせて、実体経済指標も改善していくか注視していると述べた。海外経済の先行きについて、委員は、成長ペースの持ち直しにやや時間を要するものの、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現やグローバルなITサイクルの好転などに伴う製造業部門の持ち直しを背景に成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。何人かの委員は、製造業を含め世界経済が本年半ばにかけて回復基調を迎える蓋然性は高まりつつあるという見方を示した。もっとも、複数の委員は、海外経済の下振れリスクは依然として大きく、その回復時期や程度については、引き続き慎重にみておく必要があると述べた。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大しているとの認識で一致した。多くの委員は、製造業の生産や設備投資は弱めの動き

が続いているが、良好な雇用・所得環境のもと、個人消費を中心に成長する姿は続いているとの認識を示した。複数の委員は、雇用と消費は底堅く、年末商戦も好調であったと指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、当面は米中貿易摩擦の影響が残るものの、緩和的な金融環境などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、F R Bによる政策金利引き下げは、住宅投資や自動車販売にプラスの効果を発揮しており、先行き経済を支えていくと述べた。

欧州経済について、委員は、減速した状態が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、ユーロ圏の製造業PMIは引き続き50を下回り続けるなど、ドイツを中心に厳しい状況が続いており、回復の動きははっきりしないと指摘した。欧州経済の先行きについて、委員は、製造業部門の持ち直しに伴い、次第に減速した状態から脱していくとの認識で一致した。複数の委員は、英国のEU離脱による影響や、ドイツ経済の動向については不確実性が大きく、引き続き注視していく必要があると述べた。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では引き続き弱さもみられているとの見方で一致した。もっとも、多くの委員は、これまで弱めの動きを続けていた製造業PMIが50を上回るなど、減速の動きに底打ち感がみられ始めていると指摘した。中国経済の先行きについて、委員は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。複数の委員は、米中間の通商問題が引き続き中国経済の成長を抑制するため、回復ペースは緩やかにとどまるとの見方を示した。ある委員は、中国経済に安定化の兆しがみられ始めているが、春節前の作り込みなど短期的な動きである可能性もあるため、その持続性を見極めていく必要があると述べた。

新興国経済について、委員は、一部新興国で減速がみられているものの、全体として緩やかな回復基調を維持しているとの認識を共有した。N I E s・A S E A Nについて、委員は、輸出が中国向けを中心に弱めの動きとなっているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。複数の委員は、各国の技術水準や資源量の違いなどから、減速が続く国と、グローバルなサプライチェーン再編の恩恵を受ける国の間でばらつきが大きくなってきていると指摘した。先行きの新興国経済について、委員は、各国のマクロ経済政策の効果発現もあって、全体とし

て成長率が高まっていくとの認識で一致した。複数の委員は、新興国経済は緩やかな回復が進むとみられるが、インドや香港の停滞が長期化する可能性は相応にあり、今後の動きを注視していると述べた。

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

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、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大しているとの見方で一致した。複数の委員は、昨年10月以降、弱めの経済指標が目立っており、2019年第四半期のGDP成長率は大きなマイナスになる可能性があるなど、全体として楽観できない情勢にあると指摘した。もっとも、多くの委員は、わが国の内需の基調はしっかりとしており、先行き、政府による経済対策の効果が加わることも踏まえると、わが国景気は緩やかな拡大基調が続くとみられると指摘した。複数の委員は、政府の経済対策は金融政策とのポリシーミックスにより、中期的に景気の拡大基調を支えるプラスの効果を持つと見込まれると述べた。

輸出の現状について、委員は、弱めの動きが続いているとの見方で一致した。ある委員は、世界貿易量の低迷が続き、輸出は弱めの動きが長引いているものの、グローバルなIT関連財の在庫調整の進捗を背景に、情報関連輸出は増加基調にあるなど、前向きな動きもみられていると指摘した。先行きの輸出について、委員は、情報関連の増加基調が続く一方、当面は、自動車関連や資本財を中心に、なお弱めの動きとなると予想されるものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとの見方を共有した。何人かの委員は、先日の支店長会議においても、5GやEV（電気自動車）関係などの需要増加が期待できるとの声が多く聞かれたと指摘した。複数の委員は、半導体生産が回復基調にあることなどから、外需は今年の前半に底を打ち、年後半にかけて緩やかに回復していく蓋然性が高まってきていると指摘した。これに対し、ある委員は、海外経済の回復が小幅にとどまり、不確実性が大きいもとでは、当面、輸出の持ち直しに多くを期待することはできないと述べた。

公共投資について、委員は、緩やかに増加しているとの見解で一致した。先行きの公共投資について、委員は、オリンピックの仮施設設工事の進捗に加え、今回の経済対策を背景とした災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事等の拡大から、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、人手不足などの制約もあり、経済対策の効果が出るまでには時間がかかる可能性があると述べた。

設備投資について、委員は、増加傾向を続けているとの見方で一致した。多くの委員は、12月短観の設備投資計画がしっかりとした内容であったほか、支店長会議での報告などによれば、省力化投資や5G関連などの能力増強投資、研究開発投資など、幅広い分野で設備投資意欲が旺盛であり、企業の積極的な投資スタンスは維持されていると指摘した。この間、ある委員は、企業の投資スタンスが積極化したこともあり、わが国経済の外的ショックに対する頑健性は高まっていると述べた。先行きの設備投資について、委員は、当面、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心にいったん減速するが、やや長い目でみれば緩和的な金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。これに対し、ある委員は、短観における非製造業の業況判断DIは緩やかながら低下傾向にあり、これが設備投資意欲の減退に繋がらないか懸念していると述べた。別の一人の委員は、先行指標の動きを踏まえると、設備投資の減速が長引く可能性に留意する必要があると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加しているとの認識を共有した。ある委員は、企業収益は減益傾向であるが、冬季ボーナスの水準が前年並みであったことはひとまず安心材料であると述べた。別の委員は、日本ではルーティンタスクを担う就業者のシェアが欧米と比較して相対的に大きいとの試算があることも踏まえると、AIやRPAの活用が進む中で、平均賃金の上昇が抑制されたり、職のミスマッチが解消されずにいる可能性があるとして指摘した。この点に関し、一人の委員は、AIやRPAが知的労働をも代替するという懸念はあるが、産業革命以来、機械による失業はほとんど起きていないため、比較的楽観的な見方をしていると述べた。この間、ある委員は、希望・早期退職の増加の動きについて、現在のように企業の利益水準が高く、雇用環境が良い局面では、企業は退職金を積み増しやすく、労働者は新しい仕事を見つけやすいため、希望・早期退職が増えることは合理的であると指摘した。そのうえで、この委員は、より必要なところに労働力が移動することで、日本全体では生産性が高まるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加しているとの認識で一致した。何人かの委員は、消費税率引き上げ後の需要減に自然災害の影響なども加わり、消費活動指数や自動車販売などが大きめに減少しているものの、家計が消費性向を恒常的に引き下げているとまでは考えられず、個人消費の基調に大きな変化は窺われないとの認識を示した。消費税率引き上げの影響について、何人かの委員は、概ね想定範囲に収まっていると指摘した。個人消費を巡る環境について、複数の委員は、実質雇用者所得がプラスを維持している点は前回増税時と大きく異なると述べた。もっとも、ある委員は、消費税率引き上げ後の需要減からの回復や消費税率引き上げの実質所得下押しの影響を見極めるにはもう少しデータを待つ必要があると指摘した。別の一人の委員は、消費税率引き上げ後の指標をみると、消費の足取りは弱く、消費者マインドの改善も前回の消費税率引き上げ時と比べて鈍いと指摘した。先行きの個人消費について、委員は、各種の家計支援策や雇用・所得環境の改善が下支えとして作用する中で、消費税率引き上げ前の需要増の反動と実質所得の減少による下押し圧力は当面残るものの、次第に減衰していくとの見方で一致した。また、委員は、前回の消費増税時と比べると、税率引き上げ前の需要増の規模は総じて抑制されていたことに加え、家計のネット負担額の増加も小幅であることから、個人消費の落ち込みは前回増税時と比べ限定的なものにとどまり、個人消費の増加基調自体は維持されるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、その後は、雇用者所得の増加などに支えられて、基調としては、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識で一致した。また、委員は、先行きの住宅投資について、目先、消費税率引き上げの影響から、いったん減少することが予想されるものの、雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利などが下支えとなり、振れを均せば横ばい圏内の動きが続くとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、海外経済の減速の動きが続くもとで、自然災害などの影響もあって、足もとでは減少しているとの認識を共有した。先行きの生産について、委員は、当面は、自然災害後の挽回生産が押し上げ要因として作用するもとで、消費税率引き上げの影響が和らぎ、情報関連輸出も増加基調を辿ることから、緩やかな増加に転じていくとの認識で一致した。

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、

0%台半ばとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台後半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。ある委員は、昨年10月の消費税率引き上げ後も企業が緩やかに価格を引き上げようとする動きは続いていると述べた。別の一人の委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の伸び率が緩やかに高まっていることや、上昇・下落品目比率が上昇超幅を維持するなど、過去とは異なる前向きな動きが継続しているとの認識を示した。別の一人の委員は、物価は、生産性上昇による物価抑制効果などから上昇しづらい状況が続いているが、デフレに逆戻りしないという意味で頑健性は強まっているとの認識を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

2020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적인見通しについて、当面、海外経済の減速の影響が残るものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとの見方を共有した。わが国の輸出について、委員は、海外経済の成長ペースの持ち直しにやや時間を要するもとの、当面、弱めの動きとなるとの見方で一致した。もっとも、委員は、先行き、海外経済は、各国のマクロ経済政策の効果発現やグローバルなITサイクルの好転などに伴う製造業部門の持ち直しを背景に成長率を高めるとみられることから、輸出は緩やかな増加基調に復するとの認識を共有した。国内需要について、委員は、足もとでは消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているものの、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。そのうえで、委員は、海外経済の減速の国内需要への影響は限定的なものにとどまるとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、わが国経済は、足もとは潜在成長率を下回る成長となっているものの、その後は、成長率を高めていくことから、均してみれば、潜在成長率並みまたはそれを幾分上回る成長を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、2019年10月の展望レポートでの見通しと比べると、政府の経済対策の効果を背景に、2020年度を中心に上振れているとの見方で一致した。

続いて、委員は、わが国の物価情勢について議論を行った。まず、

景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて物価が弱めの動きを続けている背景について、委員は、基本的には、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っていることの影響が大きいとの認識を共有した。加えて、委員は、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みや、近年の技術進歩、弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重な価格設定スタンスを維持することを可能にしているとの見解で一致した。

次に、委員は、先行きの物価動向について、議論を行った。大方の委員は、当面、既往の原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。ある委員は、プラスの需給ギャップは、当面の物価を高めると同時に、それが適合的に予想物価上昇率を高める二次的効果をもたらすため、需給ギャップの物価への影響は、プラス幅にその継続期間をかけた「面積」で評価することが適当であると指摘した。複数の委員は、所得から支出への好循環が物価上昇を支えているが、この好循環を維持するためには、賃上げの継続とこれを支える企業収益の改善が必要であるという見方を示した。このうち一人の委員は、企業の内部留保に回っている利益が、賃金や設備投資に一層振り向けられなければ、経済成長率や物価上昇率は高まりにくいと述べた。ある委員は、当面、雇用や設備投資など実体経済の指標を確認しつつ、プラスの需給ギャップを維持することで、粘り強く物価上昇率の加速を待つことが重要であると述べた。これらの委員は、2019年10月の展望レポートでの見通しと比べると、概ね不変であるとの見方で一致した。

更に、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムを、一般物価の動向を規定する主な要因に基づいて整理した。まず、マクロ的な需給ギャップについて、大方の委員は、足もとでは海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からプラス幅を縮小しているものの、その後は、見通し期間の終盤にかけて成長率が潜在成長率を幾分上回って推移することから、プラス幅は緩やかに拡大していくとの見方を共有した。次に、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、先行き上昇傾向を辿り、2%に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。その背景として、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが、予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フ

「オワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることを指摘した。この点に関し、ある委員は、プラスの需給ギャップを起点に物価・予想物価上昇率が高まるメカニズムは作動しているが、そのスピードは遅いと指摘したうえで、物価形成のメカニズムについては、引き続き、内外の研究成果も踏まえ、検討を深める必要があると述べた。この間、一人の委員は、消費者物価の前年比が先行き2%に向けて上昇率を高めていく可能性は低く、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが維持されているとは言いがたいと述べた。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点を挙げた。海外経済を巡る下振れリスクについて、委員は、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の進展などにより、ひと頃よりも幾分低下しているとの認識を共有した。もっとも、委員は、米中通商交渉については、両国間になお対立点が残っているほか、ここへきて中東情勢を巡る地政学的リスクが高まっていること、また、新興国経済の動向、グローバルなIT関連財需要の動向などにも引き続き注意が必要であることから、海外経済を巡る下振れリスクは依然として大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要があるとの見方を共有した。消費税率引き上げの影響について、委員は、政府による各種施策もあって、今回の消費税率引き上げ前後の需要変動は前回増税時と比べて抑制的だったとみられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、実質所得の減少による影響も、前回対比で小幅にとどまると考えられるが、その影響は、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得ることから、引き続き注意する必要があるとの見方を共有した。この間、複数の委員は、内外経済のリスクは依然として高く、消費税率引き上げ後の消費性向、金融市況の好調さの持続性、製造業と非製造業のデカップリングの動向などを慎重に見極める必要があると述べた。こうした議論を経て、委員は、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に、下振れリスクの方が大きいとの認識で一致した。

次に、物価の上振れ・下振れ要因について、委員は、これまで議論したように、経済のリスク要因については、特に海外経済を巡る下振れリスクが依然として大きいとみられるもとの、これらが顕在化した

場合には、物価にも相応の影響が及ぶ可能性があるとの認識で一致した。また、委員は、このほか、物価に固有の上振れ・下振れ要因として、①中長期的な予想物価上昇率の動向、②マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度、③為替相場の変動や国際商品市況の動向、の3点を挙げた。このうち、中長期的な予想物価上昇率の動向について、委員は、先行き上昇傾向を辿るとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、適合的な期待形成を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがあるとの見方で一致した。複数の委員は、短期インフレ予想の弱含みが、中長期のインフレ予想に影響しないか注視していると述べた。こうした議論を経て、委員は、物価の見通しについては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから下振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。

III. 当面の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、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策の基本的な運営スタンスについて、大方の委員は、経済・物価の下振れリスクには留意が必要であり、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けるもとの2%に向けたモメンタムは維持されており、モメンタムが損なわれる惧れについても一段と高まる状況でないことから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。多くの委員は、プラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、現在の政策のもとで、きわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であると述べた。複数の委員は、予想物価上昇率の引き上げに時間を要していることなども踏まえると、息長く経済の好循環を支え、「物価安定の目標」の実現に資するべく、現在の金融政策運営方針を粘り強く継続すべきであると述べた。この間、一人の委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムはすでに失われており、追加緩和措置を講じる必要があるとの意見を述べた。

大方の委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な状況は続いており、金融政策は緩和方向を意識して運営していくことが適切であるとの見方を共有した。ある委員は、日本は世界的金融危機後の先進国で例外的にインフレ率の引き上げ

に成功したが、いわゆる「日本化」と呼ばれる、低成長、低インフレ、低金利が長期間続く長期停滞の情勢にあり、デフレ再発リスクにはなお注意が必要であると指摘した。そのうえで、この委員は、リスクシナリオの一環として次なる景気後退への備えを考慮しておくべきであり、政府の財政政策および成長政策との連携強化が一層重要になると述べた。

このほか、委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。何人かの委員は、金融システムは全体として安定性を維持しているが、低金利環境が長期化することによる累積的な効果と副作用のバランスについて引き続き留意する必要があると指摘した。このうちある委員は、強力な金融緩和政策を始めてからの時間の経過を踏まえると、累積的な効果と副作用のバランスを考慮しながら政策の持続性を高める努力を不断にすることが益々重要であると述べた。別の一人の委員は、構造問題や低金利環境の影響が累積し続けていることを踏まえ、地域金融機関の状況や経営上の取組みを注視すべきであると指摘した。

ある委員は、金利低下は、預金超過主体である家計の利子所得の減少の一方、借入れ超過主体である企業の利払い費の抑制と、雇用・所得環境の改善を通じた家計へのプラス効果があると述べた。そのうえで、この委員は、最終的に経済全体の稼働率が重要であり、現状は、雇用が拡大し、家計所得や企業収益が増大しているため、現在の政策は所期の効果を発揮していると述べた。別の一人の委員は、企業の借入から預金を差し引いた残高は過去10年間で2割程度減少しており、金利水準の低下が経済・物価にもたらす効果が限定的である可能性を指摘した。

また、ある委員は、マイナス金利の副作用として、家計や企業が先行きにより慎重な見方を持つことでインフレ予想が低下する可能性を指摘する声もあると述べた。さらに、この委員は、昨年12月にスウェーデン中銀がマイナス金利を解除した背景として、住宅市場の過熱があったと指摘した。これに対し、何人かの委員は、低金利環境の長期化が金融仲介機能などに及ぼす影響には注意する必要があるが、スウェーデンでは、2017年以降、物価上昇率がターゲットである2%に近い水準で推移しており、わが国とは経済・物価情勢が異なることに言及した。

口座手数料について、複数の委員は、提供するサービスの内容とこれに対する適正な対価としての手数料をどのようにバランスさせていくかが課題であるとの認識を示したうえで、こうした課題と金融政

策の効果・副作用の議論とは、区別すべきであると指摘した。

その他の論点として、複数の委員は、海外中銀において政策枠組みの見直しの議論が活発化しており、これらを適切にフォローしつつ、わが国への含意について考えていく必要があると述べた。別の一人の委員は、低成長・低インフレが長期化しているわが国においても、財政政策や成長戦略も踏まえ、欧米と同様に金融政策のレビューを行う必要があ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、前回会合以降、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

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

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害する恐れがあるとの意見を述べた。別のある委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために

必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、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、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う、⑤特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 昨年12月5日に閣議決定した「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」において、13兆円規模の財政支出を講じることとした。この経済対策の実行等のために、約4.5兆円規模の令和元年度補正予算を昨日国会に提出した。
- 令和2年度予算についても、昨日国会に提出した。一般会計歳入・歳出総額は約102.7兆円となっており、その内容は、全世代型社会保障制度の構築に向け、消費税増収分を活用し、幼児教育・保育の無償化や高等教育の無償化を着実に実施すること、総合経済対策を実行するため、キャッシュレス・ポイント還元事業、マイナンバーカードを活用した消費活性化策等の臨時・特別の措置を講じること、歳出全般にわたって見直しを行ったことである。一般歳出等については、「新経済・財政再生計画」の目安を達成するなど、歳出改革の取組みを継続し、経済再生と財政健全化を両立する予算とした。両予算については、経済財政運営に万全を期するため、一日も早い成立に向けて取り組んでいきたい。
- 日本銀行には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の

目標」の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は、以下の趣旨の発言があった。

- わが国景気は輸出が引き続き弱含む中で、製造業を中心に弱さが一段と増しているものの、緩やかに回復している。先行きについては、当面弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続く中で各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題を巡る動向や中国経済の先行き、英国のEU離脱、中東地域を巡る情勢等、海外経済の動向や金融資本市場の影響に加え、消費者マインドの動向に留意する必要がある。
- 昨年末に取りまとめた「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」について、その効果の円滑かつ着実な発現に向け、関連する令和元年度補正予算および令和2年度予算の早期成立に努めていく。また、昨年末に全世代型社会保障検討会議において、厚生年金の適用範囲の拡大、70歳までの就業機会確保などを内容とする中間報告を行った。今後、夏の最終報告に向け、更に具体的な検討を進めていく。
- また、先週17日に公表した中長期試算の成長実現ケースでは、名目GDPは2022年度中に600兆円に達し、プライマリーバランスの黒字化時期は2027年度と見込まれ、着実な歳出改革を進めることにより、2025年度のPB黒字化目標の実現が視野に入る姿となった。引き続き、成長戦略と同時に歳出改革等の取組を着実に進めていく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて、金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

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、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

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

VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、多数意見が形成された。

議長からは、こうした多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定され、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22日に公表することとされた。なお、片岡委員は、消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとして、物価の見通しに関する記述に反対した。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：片岡委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2019年12月18、19日開催分）が全員一致で承認され、1月24日に公表することとされた。

以 上

2020年1月21日

日本銀行

当面の金融政策運営について

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成7反対2）^(注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、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(2) 資産買入れ方針（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、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

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。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、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。今後と

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

も、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることで金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

^(注2) 片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとして反対した。

(2年3月16日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年3月16日(12:00～13:59)

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	(〃)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	神田 眞人	大臣官房総括審議官
内閣府	西村 康稔	経済財政政策担当大臣

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	神山一成
国際局長	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	山城吉道
企画局審議役	藤田研二
企画局政策企画課長	飯島浩太
企画局企画調整課長	矢野正康
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	長江真一郎
調査統計局経済調査課長	川本卓司

I. 金融政策決定会合招集の趣旨説明および日程変更の承認

冒頭、議長より、本日の金融政策決定会合招集の趣旨について、以下のとおり説明があった。

- 新型コロナウイルス感染症が世界中に拡大するもとの、世界経済の不透明感が急速に高まっており、内外金融資本市場では不安定な動きが続いている。わが国でも、株価が大きく変動するなど金融市場で不安定な動きがみられているほか、中小企業などでは資金繰りに対する懸念も生じている。
- こうした状況を踏まえると、日本銀行としては、3月18、19日に開催を予定していた金融政策決定会合の日程を前倒し、速やかに金融政策面での対応策を検討することが適当である。そこで、本日、日本銀行法施行令第9条第2項ただし書きに基づき、金融政策決定会合を招集した。

そのうえで、議長は、3月18、19日に開催を予定していた金融政策決定会合の日程を前倒し、本日中に会合を終了するよう議事を進めることを提案した。本提案は、全員一致で承認された。

II. 金融経済情勢等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20、21日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとの、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。この間、市場の動向を踏まえ、前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、ETFやCP等を含む資産買入れを適切に実施した。

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。無担保コールレート（オーバーナイト物）は

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

-0.07~-0.01%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、低下している。

株価（日経平均株価）は、新型コロナウイルス感染症の拡大により経済の先行きに対する不透明感が強まるもとで大幅に下落しており、最近では、17千円前後で推移している。長期金利は、ゼロ%程度で推移しているが、米欧長期金利の動きにつれる形で、変動が大きめとなっている。株式市場、国債市場ともに、ボラティリティが上昇するなど、不安定な動きがみられている。為替相場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は、大きな振れを伴いつつ、円高方向の動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ減速感が強い状態にある。先行きについては、当面、減速感の強い状態が続くとみられるが、その後は、新型感染症の流行が収束するにつれ、各国のマクロ経済政策の効果発現もあって、安定した成長経路に復するとみられる。もっとも、新型感染症の流行が世界経済に与える影響の大きさと期間については不確実性が大きく、感染症が大幅に拡大または流行が長期化した場合には、世界経済への影響も大きくなる。

新型コロナウイルスの感染者数は、中国においては新規感染者数に落ち着きがみられてきた一方、欧米においては増加が顕著となるなど、中国以外において感染が拡大している。こうしたもとで、経済への影響も、当初は中国において顕著であったが、次第に他国にも拡がりつつある状況である。

地域別に動きをみると、中国経済は、供給と需要の両面で下押し圧力が強い状態にある。感染防止のための厳しい移動制限により、春節明けの労働力の回復は鈍いものとなっている。2月のPMIも、製造業、非製造業ともに大幅に落ち込んでいる。もっとも、新規感染者数に落ち着きがみられる中、高頻度データをみると、足もとにかけては、経済活動が徐々に持ち直してきている様子が窺われる。

米国経済は、個人消費を中心とした緩やかな拡大が続いてきたが、新型コロナウイルス感染症の影響がみられ始めている。週次ベースの消費者信頼感指数が低下しているほか、海外航空券の予約件数やブロードウェイ興行収入が減少するなど、旅行・観光関連では既に影響がみられている。この間、2月のISM製造業指数も悪化している。

欧州経済は、製造業部門の調整が続く中、足もとでは減速感が強まっているとみられる。ユーロ圏における新規感染者数はこのところ急増している。欧州への航空券予約や欧州の民泊予約は大幅に減少している。各国の厳しい移動制限や外出制限により、個人消費への下押し圧力は強まっているとみられる。

海外の金融市場をみると、米欧の株価や長期金利は、新型コロナウイルス感染症が欧米でも拡大したことを契機に、いずれも大きく低下している。また、原油価格は、新型感染症拡大による需要減や減産協議の不調による需給悪化懸念から、大幅に下落している。幅広い市場で、リスク回避の動きに加えて、市場機能の低下がみられていることから、ボラティリティが大きく上昇している。背景としては、新型感染症拡大の帰趨やその影響に関する不確実性が極めて高いこと、各国で矢継ぎ早に打ち出されている財政・金融政策が、急激なリプライシングにつながっていること、市場参加者の取引執行体制が分散勤務体制へのシフトなどで手薄になっていることなどが考えられる。また、足もとでは、リスクセンチメントの悪化にもかかわらず、国債、金への資金流入や為替円高の動きがみられていない。これは、投資家が米国に資金を回帰させ、キャッシュ化を急ぐ動きが強まっているためであるとの指摘が市場参加者から聞かれている。こうした中、ドル資金市場の調達環境をみると、ドルのLIBOR-OISスプレッドが拡大している。また、ドル資金の手元流動性を厚めに確保する動きがみられる中で、ドル/円の為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムも拡大している。こうした情勢のもと、本日、先進国の中央銀行が協調してドル資金供給オペの拡充を決定したところである。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ弱い動きとなっている。先行きについては、当面、新型感染症の拡大などの影響から弱い動きが続くとみられる。その後は、各国の対応などにより新型感染症拡大の影響が和らいでいけば、所得から支出への前向きの循環メカニズムに支えられて、緩やかな拡大基調に復していくと考えられる。

輸出や鉱工業生産は、昨年来の海外経済の減速に加え、新型コロナウイルス感染症の拡大を受けた中国を中心とする外需の減少や生産停止に伴う国際的なサプライチェーンへの影響などにより、減少している。中国の経済活動は徐々に持ち直しつつあるが、同国の製造業稼

働率は、新型感染症拡大前の水準には戻っていないほか、部品不足に伴うサプライチェーン寸断の問題も解消には至っていない。インバウンド消費も落ち込んでいる。各国・地域における感染防止措置拡大の影響も、先行き顕在化してくると考えられる。

個人消費は、足もとでは、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きとなっている。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、昨年10月は消費税率引き上げ後の需要減に加え、台風19号などの自然災害の影響もあって、大きめの前月比マイナスとなったが、本年1月にかけては、暖冬の影響などもあって緩やかではあったものの、持ち直しの動きがみられていた。2月以降は、経済指標が出揃っていない状況であるが、ヒアリング情報も踏まえると、イベントや外出自粛の動きにより、サービス分野を中心に消費支出が大きく落ち込んでいるとみられる。

物価面について、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのいずれも0%台後半となっている。先行きについて、当面、原油価格の下落の影響もあって弱含むとみられる。その後は、経済が緩やかな拡大基調に復していけば、そのもとで徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、中小企業の資金繰りの一部などで緩和度合いが低下している。

予想物価上昇率は、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、このところ弱めの指標もみられている。

企業の資金繰りは、全体としてみれば良好であるが、新型コロナウイルス感染症の拡大などを背景に、主に中小企業において厳しくなったとする先がみられてきている。資金需要面をみると、新型感染症の拡大などを受けた運転資金需要の高まりを示唆する動きも窺われる。この間、金融機関の貸出態度は引き続き緩和的な状態にある。CP・社債市場では、発行スプレッドはタイトな水準を維持しているが、CP発行の増加により手元資金を厚めに確保する動きがみられている。

III. 金融政策面での対応に関する執行部からの説明の概要

議長は、金融市場で不安定な動きがみられているほか、中小企業などでは資金繰りに対する懸念も生じていることを踏まえると、金融政策面での対応策を検討することが適当であると述べた。その上で、議

長は、執行部に対し、具体的な対応策としてどのようなものが考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、以下のとおり説明を行った。

- 企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点からは、現時点で3つの措置が考えられる。まず、積極的な国債買入れや、本日拡充されたドル資金供給オペにより米ドル資金の流動性供給に万全を期すことを含め、当面、一層潤沢な資金供給を実施することである。また、企業金融を支援するためと金融市場の安定を維持するために、以下の追加的な2つの措置を講じ、金融緩和を強化することが考えられる。
- 企業金融支援のための措置として、具体的には次の措置が考えられる。
 - ・ 「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション」の導入。2020年9月末までの時限措置として、民間企業債務を担保に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する。また、金融機関へのインセンティブとして、残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。
 - ・ C P・社債等買入れの増額。それぞれ1兆円、合計2兆円の追加買入れ枠を設けて買入れを実施することとし、2020年9月末まで増額買入れを継続する。
- 金融市場の安定を維持するための措置として、E T F、J - R E I T買入れの増額が考えられる。具体的には、当面、それぞれ、従来の2倍となる年間約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、積極的な買入れを行うこととする。なお、原則的な買入れ方針は、維持する。

IV. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、株式市場だけでなく、債券市場などにおいてもボラティリティが上昇し、非常に神経質な動きとなっていることは特徴的であると述べた。このうち、ある委員は、こうした動きは、現金への逃避が進んでいる

ことを示していると指摘した。別の一人の委員は、外出禁止などにより、市場参加者が分散勤務体制にシフトする中で人手が手薄になっていることも影響していると指摘した。複数の委員は、金融市場の不安定な状況が続けば、家計のマインドや企業の投資スタンスが急速に慎重化するリスクがあると指摘した。この間、複数の委員は、需要の減退や減産協議の不調から原油価格が急落していると述べた。

海外経済について、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ減速感が強い状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、感染症拡大が経済にもたらす影響は、一般的には、短期的に大きな落ち込みをもたらした後、いずれ事態が収束するにつれて回復するというのが標準的な姿であると述べた。もっとも、この委員を含む何人かの委員は、中国では感染の収束期に入りつつあることが窺われる一方、感染が世界的に広がっていることを踏まえると、影響が長引き、かつ大きくなる可能性があるとの指摘した。ある委員は、本年後半には世界経済の成長ペースが持ち直すことを期待しているが、楽観はできないと述べた。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、中国経済について、何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症の影響が深刻なものとなっているものの、感染者数の増加ペースが鈍化する中、工場が徐々に再開するなど、回復方向に向かっているとの見方を示した。米欧経済について、複数の委員は、非常事態宣言や国境封鎖などの措置が相次いで講じられており、感染拡大に収束の目途が立つまで、経済活動全般が下押しされる可能性が高まっているとの指摘した。

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、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが続くもとで、このところ弱い動きとなっているとの見方で一致した。何人かの委員は、新型感染症の拡大の影響は、輸出やインバウンド消費の減少、サプライチェーンの毀損、イベントや外出自粛による個人消費の落ち込みなどを介して、わが国経済に深刻な影響を及ぼしつつあるとの指摘した。このうち、ある委員は、設備投資についても、先行きの不透明感が強まる中で手控えられる可能性が高いとの見方を示した。雇用に関しては、複数の委員が、少なくとも現時点においては、高水準の雇用が維持されているとの指摘したほか、ある委員は、比較的堅調な雇用がある程度維持できれば、景気下押しへの抵抗力が高まるとの見方を示した。これに対し、一人の委員は、雇

用は遅行指標であり、これまでの堅調さをもって景気の先行きを楽観視することはできないと指摘した。そのうえで、何人かの委員は、本年1～3月期の実質GDP成長率は、昨年10～12月期に続き、前期比マイナスとなる可能性が高いと述べた。

景気の先行きについて、委員は、当面、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きが続くとみられるとの認識で一致した。ある委員は、新型感染症が時間差で世界中に広がっていることもあって、その影響は、今後も当面続くと述べた。そのうえで、委員は、時間はかかる可能性があるが、各国の対応などにより新型感染症拡大の影響が和らいでいけば、所得から支出への前向きの循環メカニズムに支えられて、緩やかな拡大基調に復していくとの見方を共有した。ある委員は、新型感染症の拡大自体は、各国政府の対策の効果等もあって、いずれは収束すると考えられると述べた。何人かの委員は、新型感染症の拡大が収束すれば、抑制されていた需要や各種経済対策の効果が現れてくることが見込まれるとの見方を示した。

もっとも、委員は、新型コロナウイルス感染症拡大の帰趨や、それが経済へ与える影響の大きさや期間については、不確実性が大きいとの認識で一致した。ある委員は、景気の下押しの規模やその継続期間など、先行きについては極めて不確実性が高く、現時点で明確な見通しは持てないと述べた。一人の委員は、新型感染症によるショックは、リーマン・ショックや東日本大震災時の自然災害のショックとも性質は異なるが、不確実性が大きいため、影響は一時的なものにとどまらず、甚大なものになる可能性があるとして指摘した。ある委員は、移動制限などの各国の公衆衛生上の措置等を前提とすると、経済の落ち込みは深刻かつ長期化する可能性があるとの見方を示した。この委員は、逸失したサービス消費は挽回しにくい点を指摘した。また、複数の委員は、消費税率引き上げや自然災害の影響から、新型感染症の影響が生じる前から景気が弱めであったことを踏まえると、新型感染症の収束後、経済が力強く回復するかは不透明であると述べた。ある委員は、今回のショックにより、企業が手元流動性の重要性を改めて意識し、貯蓄を優先するようになれば、将来にわたって支出が増加しにくくなる可能性があるとして指摘した。

こうした議論を経て、委員は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響から、経済・物価の下振れリスクは高まっているとみられ、内外金融市場の動向やわが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要があるという見方で一致した。

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、

0%台後半となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台後半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、このところ弱めの指標もみられているとの見方を共有した。

先行きの物価について、委員は、当面、原油価格の下落の影響もあって弱含むとみられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、その後、経済が緩やかな拡大基調に復していけば、そのもとで物価は徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。もっとも、何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、経済・物価の下振れリスクは高まっており、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れは高まっているとの見方を示した。ある委員は、プラスの需給ギャップが物価上昇を支えているが、新型感染症拡大の影響から、そのプラス幅が縮小する可能性が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、全体として緩和した状態にあるが、中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下しているとの認識で一致した。何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、企業は業績悪化に直面しており、特に一部の業種では極端な需要減がみられると述べたうえで、資金繰りが喫緊の課題となりつつあると指摘した。このうち、一人の委員はこうした状況が長引けば、中小企業を中心に資金繰り懸念が強まりかねないと指摘したほか、別の一人の委員は、企業の業績悪化は規模を問わず急激であり、深刻であると述べた。ある委員は、こうした局面では、十分な金融仲介機能の維持が不可欠であると述べた。また、一人の委員は、銀行が目利き力を発揮して、積極的に貸出を行うことが期待されると付け加えた。

V. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

金融政策面での対応の方向性について、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大を背景に、株価が大きく変動するなど金融市場で不安定な動きがみられているほか、中小企業などでは資金繰りに対する懸念も生じていることを踏まえると、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、金融緩和を強化することが適当であるとの認識で一致した。ある委員は、感染拡大防止策が講じられている局面で

金融政策に求められるものは、需要の刺激ではないとの見方を示した。また、複数の委員は、企業や家計では収益・所得の減少といった影響が大きくなることが予想されるが、政府による休業補償などの支援策が期待されると述べた。

そのうえで、委員は、金融緩和の強化の手段について議論を行った。何人かの委員は、金融機関が仲介機能を十分発揮できるよう潤沢な資金供給を行うべきであると述べた。このうち一人の委員は、円の資金流動性に懸念があるとはみていないが、長期金利の上昇といった動きも生じており、積極的な国債買入れなどを通じて、一層潤沢な流動性を提供することが望ましいと述べた。また、この委員は、ドル資金の流動性供給に万全を期すことも重要であり、本日、先進国の中央銀行が協調してドルオペの拡充を決定したことの意義は大きいと指摘した。何人かの委員は、企業の資金繰りに万全を期すべく、企業金融面での十分な資金繰り支援が重要であると指摘した。ある委員は、金融機関向けに有利なレートで資金供給を行い、企業への貸出を促すことや、CPや社債買入れの増額は、企業金融を支援するのに有効な手段であると述べた。また、複数の委員は、ETF等の買入れ増額によりリスク・プレミアムの拡大を抑制し、金融市場の安定を確保すべきであると述べた。この間、一人の委員は、こうした対応においては、既存の政策スキームを活用し、金融仲介機能面での副作用にも配慮しつつ、時限的措置とした上で、状況に応じて柔軟かつ迅速に対応することが重要であると指摘した。

こうした議論を踏まえ、委員は、執行部が示した対応案は、パッケージとして適切なものであるとの認識で一致した。ある委員は、金融機関が仲介機能を十分発揮できるよう潤沢な資金供給を行う、企業の資金繰りに万全を期す、ETF等の買入れ増額によりリスク・プレミアムの拡大を抑制し金融市場の安定を確保する、という3つの角度から金融緩和を強化すべきであり、執行部が示した対応案はこれに沿ったものであると述べた。このうち、企業金融支援のための措置について、ある委員は、新たな企業金融支援特別オペは、厳しい経営環境の中でも取引先企業の資金繰り支援に積極的に取り組もうとする金融機関の後押しや、資金繰りが悪化した企業経営者の不安軽減に繋がると述べた。また、この委員は、CP・社債市場に今のところ大きなストレスは発生していないと認識しているが、CP・社債買入れの増額は、先行きの市場悪化を抑制する効果があるとの認識を示した。また、金融市場の安定を維持するための措置について、一人の委員は、ETFやJ-R E I Tの年間買入れ額を倍増させるという思い切った措置

は、市場の安定に寄与すると考えられるほか、「当面」としていることで状況に応じた柔軟性も確保できていると指摘した。

ある委員は、市場の状況に応じて一定の柔軟性を持つという現行の枠組みの強みを最大限活かし、金融市場全体の安定回復に努めることが重要との認識を示した。別の一人の委員は、経済・物価情勢によっては臨時会合開催も含めた機動的な対応も可能であるほか、長期国債も、残高の増加額年間約 80 兆円のめどまでは買入れうると述べた。この間、複数の委員は、こうした局面においては、政府や主要中央銀行との間で、緊密に情報共有しつつ、強固な協力体制を維持することが重要であると指摘した。このうち、一人の委員は、金融資本市場の安定の維持と企業金融の円滑の確保は、世界共通の課題であると述べた。そのうえで、委員は、新型コロナウイルス感染症拡大の帰趨や、それが内外経済へ与える影響の大きさや期間については、不確実性が大きく、経済・物価の下振れリスクが高まっていることを踏まえ、当面、新型感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとの方針で一致した。

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、前回会合以降、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

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

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうるとすることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害する惧れがあるとの意見を述べた。別のある委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ

－ R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。なお、当面は、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、積極的な買入れを行うこと、② C P等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。これに加え、2020 年 9 月末までの間、それぞれ 1 兆円の残高を上限に、追加の買入れを行うこと、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の考え方について、大方の委員は、① 2 %の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、② マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2 %を超えるまで、拡大方針を継続する、③ 政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、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、④ 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、2 %の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

VI. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- このところの景況感は、新型コロナウイルス感染症の影響により急速に厳しくなっており、こうした状況が長引けば、先行きは一段と厳しい状況になることが懸念される。政府としては、まず感染拡大を防止し、その流行を早期に収束させることに全力で取り組んでいる。同時に、企業の資金繰りおよび雇用の維持を当面の最優先課題として決定した総額 2 兆円規模の「新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策第 2 弾」を直ちに実行に移している。
- 政府として、海外発のリスクにも対応した令和 2 年度予算の早期成立を図るとともに、世界経済への影響等を注視しつつ、必要かつ十分な経済財政政策を躊躇なく行うこととし、前例にとらわれず、

マクロ経済へのインパクトに見合う思い切った措置を講じる。

- 日本銀行の今回の措置は、新型コロナウイルス感染症の影響が幅広く拡大する中で、世界の金融市場の変化も踏まえ、企業金融の円滑化、金融市場の安定化に万全を期す観点から提案されたものと認識している。日本銀行には、引き続き、適切な金融政策運営を行っていただきたい。
- 日本経済を新型コロナウイルス感染症の影響から早期に回復させるために政府と日本銀行の間で危機感を共有し、緊密な連携を行っていく旨の強いメッセージを発信していきたい。

また、財務省の出席者からは、財務大臣と連絡を取るため、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(13時35分中断、13時38分再開)。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、今般の新型コロナウイルス感染症への対応として、先週、「新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策第2弾」を取りまとめた。これを直ちに実行するために、約4,300億円の財政措置を講じることとしている。また、企業の資金繰りに万全を期すため、政策金融において、特別貸付制度を創設し、実質的に無利子、無担保の資金繰り支援を講じるなど、総額1.6兆円の金融措置を講じている。さらに、世界経済の下振れリスクに備え、昨年末に策定した事業規模26兆円の総合経済対策を速やかに実行していく。今後とも感染の状況とともに国内外の経済動向を十分に注視しながら、事態の状況変化を見極めつつ、必要な対応を行い、経済財政運営に万全を期していく。
- 新型感染症に伴う経済の先行き懸念が強まるも、市場の不安定な動きに対し、政府・日本銀行が緊密に連携し、対応することが重要である。日本銀行の今回の措置は、金融市場の安定確保を行う観点などから実施するものと受け止めており、迅速かつ適切な対応と評価する。
- 日本銀行には、引き続き、金融市場の安定確保等に万全を期すとともに、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

VII. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、
政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。なお、当面は、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、積極的な買入れを行う。
2. C P等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。これに加え、2020年9月末までの間、それぞれ1兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

3. 「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション基本要領」の制定等

前記執行部説明を内容とする「『新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション基本要領』の制定等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。

VIII. 対外公表文（「新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正するこ

とが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」＜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. 被災地金融機関支援オペの見直しについて

1. 執行部からの説明

東日本大震災および平成 28 年熊本地震にかかる「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」に関して、復旧・復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援をより安定的に継続する観点から、期限を付さない形で一本化のうえで、貸付条件等に所要の見直しを行うため、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

上記を内容とする「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』の一部改正等に関する件」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、公表することとされた。

X. 議事要旨の承認

議事要旨（2020 年 1 月 20、21 日開催分）が全員一致で承認され、3 月 19 日に公表することとされた。

以 上

2020年3月16日

日本銀行

新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について

1. 新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場では不安定な動きが続いている。こうしたもとで、わが国の景気は、このところ弱い動きとなっている（別紙）。また、金融環境も中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下している。
2. こうした情勢を踏まえ、日本銀行は、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、①国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施、②新たなオペレーションの導入を含めた企業金融支援のための措置、③ETF・J-REITの積極的な買入れ、により金融緩和を強化することが適当と判断した。
3. このため、本日の政策委員会・金融政策決定会合では、以下の決定等を行った。

- (1) 一層潤沢な資金供給の実施

積極的な国債買入れなどのほか、(2)、(3)の手段も活用しつつ、当面、円資金の一層潤沢な供給に努める。

米ドル資金については、本日、日本銀行は、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行と協調して、資金供給オペについて、貸付金利を0.25%引き下げるとともに、これまでの1週間物に加え、3か月物を週次で実施することを公表した。これにより、米ドル資金の流動性供給にも万全を期す方針である¹。

- (2) 企業金融支援のための措置

- ① 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入（全員一致）

民間企業債務を担保（約8兆円<2020年2月末>）に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する新たなオペレーション（残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算）を導入する。同措置は、2020年9月末まで実施する。

¹ 「グローバルな米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動」（2020年3月15日）。

② CP・社債等買入れの増額（全員一致）

CP・社債等の追加買入枠を合計2兆円設け、CP等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に買入れを実施する²。増額買入れは、2020年9月末まで継続する。

(3) ETF・J-REITの積極的な買入れ（全員一致）

ETFおよびJ-REITについて、当面は、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、積極的な買入れを行う³。

4. 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は、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）のもとで、これまでの方針を維持する（賛成7反対2）^(注1)。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし⁴、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

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。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、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。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる^(注2)。

6. 日本銀行は、本日の金融緩和措置が、新型感染症拡大への政府の各種対策や各国の政府・中央銀行による様々な対応と相俟って、金融経済活動の下支えに貢献するものと考えている。

以上

² 追加買入れ枠以外の既存のCP等、社債等については、引き続き、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

³ ETFおよびJ-REITの原則的な買入れ方針としては、引き続き、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行い、その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

⁴ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

(注1) 賛成：黒田委員、兩宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げること金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

(注2) 片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力なものに修正することが適当であるとして反対した。

経済・物価の現状と見通し

1. わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ弱い動きとなっている。すなわち、昨年来の海外経済の減速に加え、中国を中心とする外需の減少や生産停止に伴う国際的なサプライチェーンへの影響により、わが国の輸出・生産も減少している。また、インバウンド観光客の減少に加え、国内におけるイベントや外出自粛の動きが、関連業種の業績悪化をもたらしている。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下している。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、このところ弱めの指標もみられている。
2. 先行きのわが国経済は、当面、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きが続くとみられる。その後は、各国の対応などにより感染症拡大の影響が和らいでいけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムに支えられて、緩やかな拡大基調に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、原油価格の下落の影響もあって弱含むとみられる。その後は、経済が緩やかな拡大基調に復していけば、そのもとで徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
3. リスク要因としては、まず、新型コロナウイルス感染症拡大の帰趨や、それが内外経済へ与える影響の大きさや期間については、不確実性が大きい。また、保護主義的な動きとその影響、地政学的リスクなども残存している。さらに、最近の原油価格の動向が、経済・物価に及ぼす影響にも注意が必要である。こうした下振れリスクは高まっているとみられ、内外金融市場の動向やわが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある。

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「鉱工業指数統計」
- (図表 4) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 5) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 7) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 10) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「宿泊旅行統計調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 12) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 13) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK 月次調査(債券)」
- (図表 16) 国土交通省「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、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券

- (図表 21) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 22) 日本相互証券
- (図表 23) ブルームバーグ社
- (図表 24) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 25) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 26) 東京証券取引所
- (図表 27) 日本銀行、国際決済銀行
- (図表 28) 国際決済銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 30) 日本銀行「短期社債等平均発行レート」、証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債等平均発行レート」
- (図表 31) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (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」