

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

令和3年6月

日 本 銀 行

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行企画局までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

日本銀行法第 54 条第 1 項の規定に基づき、この報告書を  
国会に提出する。

令和 3 年 6 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

# 目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	1
(2) 物価	11
(3) 海外経済	14
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	17
(2) 短期金融市場	19
(3) 債券市場	21
(4) 株式市場	23
(5) 外国為替市場	24
(6) 企業金融	26
(7) 量的金融指標	30
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績	32
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	33
(2) 「経済・物価情勢の展望」	44
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 2年12月の会合	54
ロ. 3年3月の会合	56
(4) より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検	59
(5) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 感染症の影響への対応	65

ロ．「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続	66
ハ．より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検	68
ニ．金融政策運営上の留意点	74
(6) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	76
3．金融市場調節の実施状況	78
4．日本銀行のバランスシートの動き	84
Ⅲ．金融政策決定会合における決定の内容	
1．金融政策運営に関する決定事項等	86
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	163
3．金融政策決定会合議事要旨	169
参考計表・資料一覧	267

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

## — 要 旨 —

### (経済の情勢)

1. わが国経済は、令和2年度下期中、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から厳しい状態が続いたが、基調としては持ち直しを続けた。

輸出や鉱工業生産は、増加を続けた。また、企業収益や業況感は、経済活動の持ち直しを反映して、全体として改善した。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しに転じた。雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いた。個人消費は、上期初をボトムに徐々に持ち直していたが、下期後半には、感染再拡大に伴う飲食・宿泊等のサービス消費への下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服した。住宅投資は緩やかに減少したあと、概ね下げ止まった。この間、公共投資は緩やかな増加を続けた。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、G<sub>0</sub>・T<sub>0</sub>トラベル事業による宿泊料下落の影響などからマイナスで推移してきたが、下期末にかけては同事業の一時停止や原油価格下落の影響の減衰からマイナス幅が縮小した。予想物価上昇率は、弱含んだあと、横ばい圏内で推移した。

### (金融市場・金融環境の動向)

3. 国際金融市場では、ワクチンの早期普及に対する期待や米国の追加経済対策等を背景とした景気回復期待の高まりを受けて、各国の株価や長期金利は総じて上昇した。もっとも、米国の長期金利が大きめに上昇する局面などでは、株価が下落したほか、新興国通貨が減価する動きもみられた。

4. 国内の金融市場についてみると、短期金融市場では、全般的に、金利は低水準で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融

緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。CP・社債の発行金利は、きわめて低い水準で推移した。

株価は、積極的な財政・金融政策などによるグローバルな景気回復期待等を背景とした投資家のセンチメント改善から上昇し、3月末には29千円台前半となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、期間を通じてみれば、米国長期金利の上昇等を背景に円安ドル高方向の動きとなり、3月末には110円台となった。円の対ユーロ相場は、グローバルな景気回復期待等を背景とした投資家のセンチメント改善から、円安ユーロ高方向の動きとなった。

5. 企業金融について、資金需要面をみると、感染症の影響を受けた売上げの減少や予備的な需要などによる資金ニーズは、大企業を中心に一服したが、引き続き高水準で推移した。こうしたもと、企業の資金繰りは、緩やかに改善したものの、感染症の影響を受けた売上げ減少などを背景になお厳しさがみられた。この間、資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態が続いた。
6. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は、前年比プラス幅が引き続き拡大し、3月には2割程度のプラスとなった。マネーストック（M2）の動向をみると、前年比プラス幅が引き続き拡大したあと、年度末にかけて9%台半ばで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

7. 2年度下期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、10月の会合では、「わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が再開するもとで、持ち直している」、12月の会合では、「わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、持ち直している」、1月と3月の会合では、「わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調として

は持ち直している」とそれぞれ判断した。

8. 金融政策運営面では、10月から1月の会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を継続することとした。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の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する。

3月の会合では、後述する「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、以下の金融市場調節方針を決定した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

資産買入れ方針については、10月の会合では、以下の方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しう

るものとする。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 CP等、社債等については、それぞれ約 2 兆円、約 3 兆円の残高を維持する。これに加え、3年3月末までの間、それぞれ 7.5 兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

12月の会合では、後述する新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長と運用面の見直しを行い、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 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。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 CP等、社債等については、それぞれ約 2 兆円、約 3 兆円の残高を維持する。これに加え、3年9月末までの間、CP・社債等の合計で 15 兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

1月の会合では、上記の資産買入れ方針を継続した。

3月の会合では、後述する「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 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、社債等については、3年9月末までの間、合計で約 20 兆

円の残高を上限に、買入れを行う。

12月の会合では、新型コロナウイルス感染症への警戒感が続くなかで、当面、企業等の資金繰りにはストレスがかかり続けるとみられることを踏まえ、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムについて、期限を半年間延長するとともに、運用面の見直しを行うこととし、以下の決定を行った。なお、今後の感染症の影響を踏まえ、必要があれば、さらなる延長を検討することとした。

(CP・社債等の増額買入れ)

CP・社債等の増額買入れの期限を半年間延長し、3年9月末までとする。CP・社債等買入れについては、引き続き、合計約20兆円の残高を上限に買入れを実施するが、このうち、追加買入枠については、CP等と社債等の合計で15兆円とし、市場の状況に応じて、それぞれに配分することとする。

(新型コロナ対応金融支援特別オペ)

新型コロナ対応金融支援特別オペの期限を半年間延長し、3年9月末までとする。あわせて、民間金融機関が独自に行っている中小企業等への新型コロナ対応融資を一層積極的に支援するため、同オペの対象となる適格融資のうち、プロパー融資にかかる一金融機関当たりの上限(1,000億円)を撤廃することとする。

また、新型コロナウイルス感染症の影響により、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想される状況を踏まえ、経済を支え、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行うこととした。その際、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、現在まで適切に機能しており、その変更は必要ないと考え、この枠組みのもとで、各種の施策を点検し、3年3月の金融政策決定会合を目途にその結果を公表することとした。

3月の会合では、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点

検」を行った。その結果、基本的な政策の考え方としては、2%の「物価安定の目標」を実現するため、持続的な形で、金融緩和を継続していくとともに、経済・物価・金融情勢の変化に対して、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応していくことが重要であると判断した。

こうした観点から、以下の対応を行うこととした。

- ① 金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設する。
- ② イールドカーブ・コントロールについて、平素は柔軟な運営を行うため、長期金利の変動幅は±0.25%程度であることを明確化する。同時に、必要な場合に強力に金利の上限を画すため、「連続指値オペ制度」を導入する。
- ③ E T F および J - R E I T について、新型コロナウイルス感染症の影響への対応のための臨時措置として決定したそれぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限を、感染症収束後も継続することとし、必要に応じて、買入れを行う。

先行きの金融政策運営について、10月から1月の会合では、「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。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③E T F および J - R E I T の積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。3月の会合では「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。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

9. 3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、714.6兆円(前年比+18.2%)となった。

# I. 経済及び金融の情勢

## 1. 経済の情勢

### (1) 国内実体経済

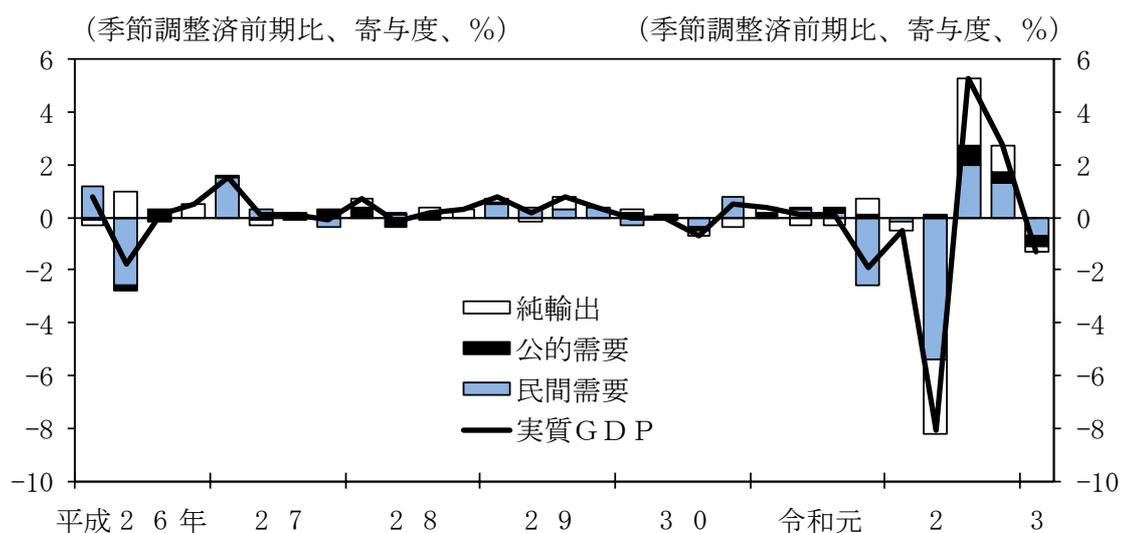
#### (概況)

わが国経済は、令和2年度下期中、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から厳しい状態が続いたが、基調としては持ち直しを続けた。

輸出や鉱工業生産は、増加を続けた。また、企業収益や業況感は、経済活動の持ち直しを反映して、全体として改善した。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しに転じた。雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いた。個人消費は、上期初をボトムに徐々に持ち直していたが、下期後半には、感染再拡大に伴う飲食・宿泊等のサービス消費への下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服した。住宅投資は緩やかに減少したあと、概ね下げ止まった。この間、公共投資は緩やかな増加を続けた。

以上の経済情勢を実質GDPでみると(図表1)、2年度下期は、上期対比ではっきりと増加した。

(図表1) 実質GDPの推移



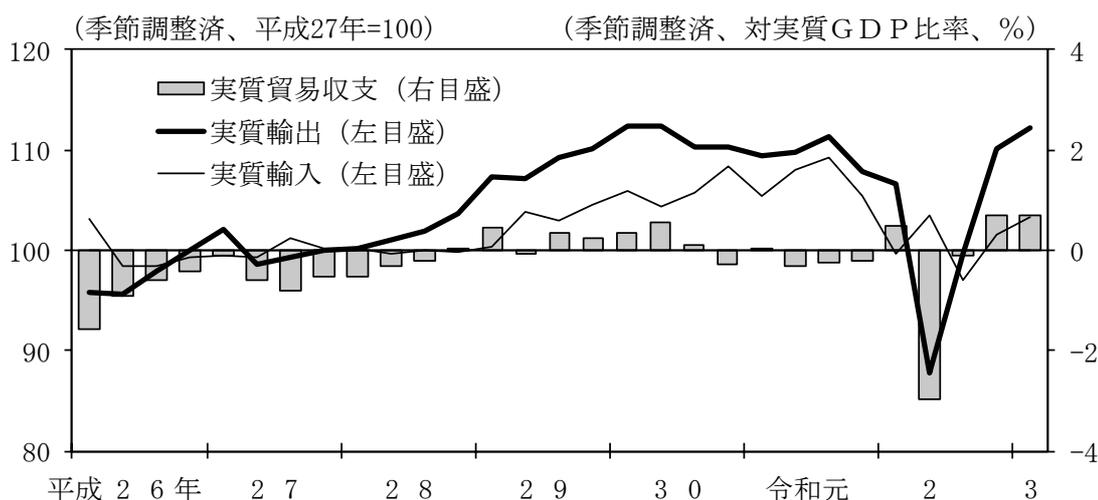
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

(輸出は、海外経済が持ち直しから回復に向かうもとで、増加を続けた)

実質輸出は<sup>1</sup>、これまで増加を牽引してきた自動車関連の増勢が下期後半にかけて鈍化したものの、世界的な機械投資の増加に加え、デジタル関連需要の拡大にも支えられて、資本財や情報関連を中心に増加を続けた(図表2)。仔細にみると、先進国向けは、経済活動の再開を受けてしっかりと増加してきたが、下期後半にかけては、自動車関連のペントアップ需要の一巡や半導体不足の影響などから、増勢が鈍化した。新興国向けは、中国向けが堅調な増加を続けたほか、持ち直しの遅れていたNIEs・ASEAN等向けも、デジタル関連需要の拡大を受けて増加に転じた。

実質輸入は、国内経済活動を反映して、幅広い財で持ち直しに転じた(図表2)。

(図表2) 実質輸出入と実質貿易収支



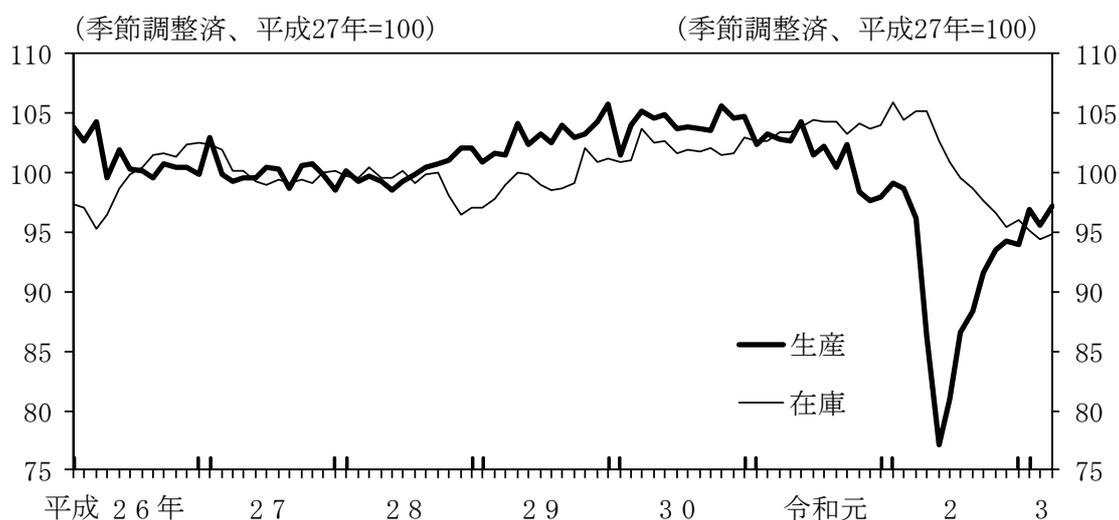
<sup>1</sup> 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。

(鉦工業生産は、内外需要の回復を背景に、増加を続けた)

鉦工業生産は、内外需要の回復を背景に、増加を続けた(図表3)。業種別にみると、輸送機械は、内外需要の回復を背景にはっきりと増加してきたが、下期後半にはペントアップ需要の一巡と半導体不足が重なり、増勢が一服した。はん用・生産用・業務用機械は、内外の設備投資(機械投資)需要の回復を背景に、増加傾向が明確となった。電子部品・デバイスは、データセンター向けやスマートフォン・パソコン関連、車載向けの需要の堅調さを受けて、はっきりと増加した。

この間、在庫は、在庫調整が進捗するもとの、下期後半には半導体不足の影響も加わり、減少した。

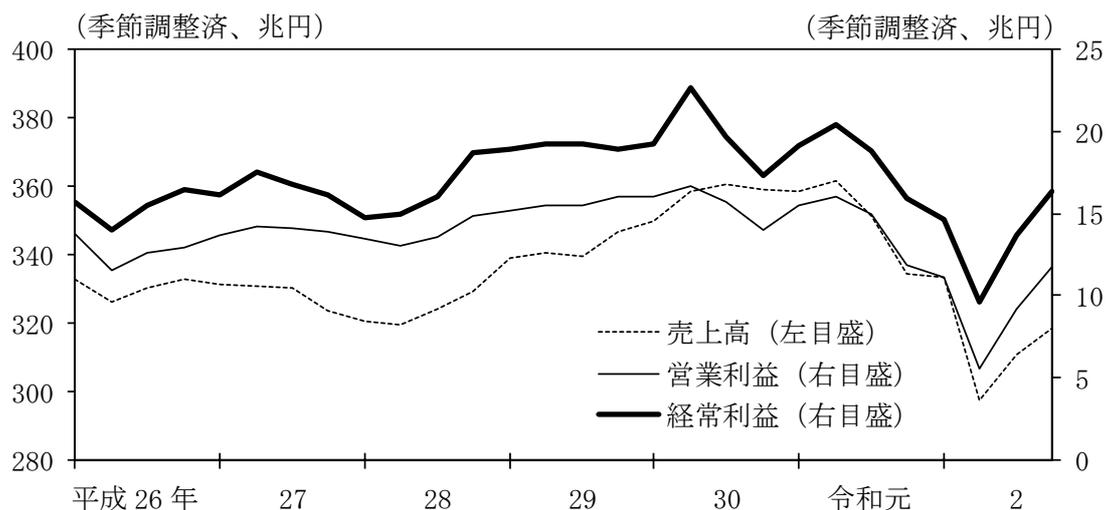
(図表3) 鉦工業生産



(設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しに転じた)

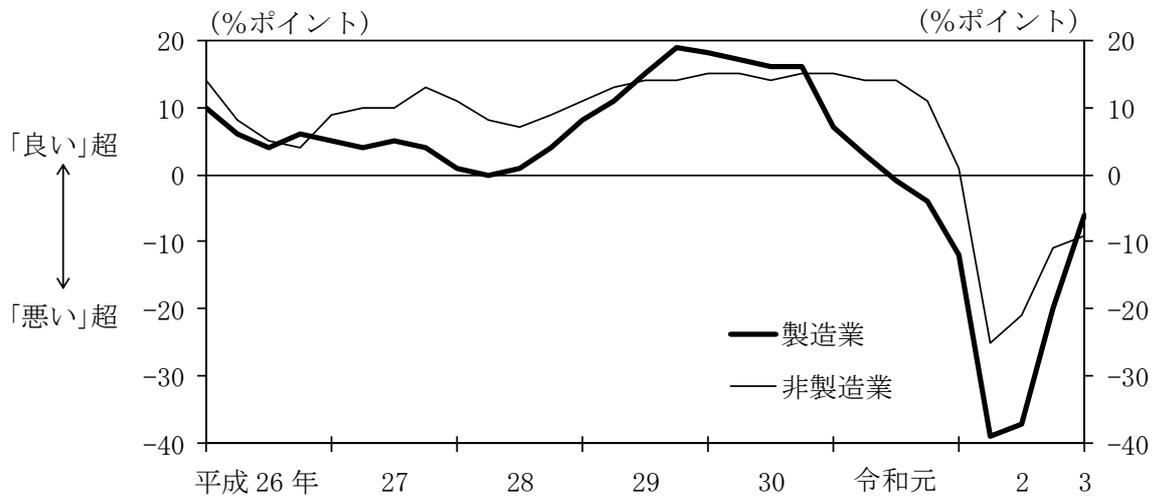
企業収益について、法人企業統計の経常利益をみると(図表4)、対面型サービス業など一部に弱さがみられたものの、全体として改善した。経常利益の改善には、売上高の持ち直しに加えて、感染症の影響が続くもとでの広告費や出張費といった販売管理費の削減や、持続化給付金や雇用調整助成金などの各種の企業支援策が複合的に作用した。短観でみた企業の業況感は、一部に弱さを残しつつも、下期後半には、全体として改善が明確となった(図表5)。製造業は、輸出の増加を主因に、はっきりと改善した。非製造業は、下期末にかけて対面型サービス業が再び悪化したものの、経済活動の持ち直しやそれに伴う物流の増加などを受けて、全体としては改善傾向を維持した。

(図表4) 企業収益



(注) 金融業、保険業および純粋持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

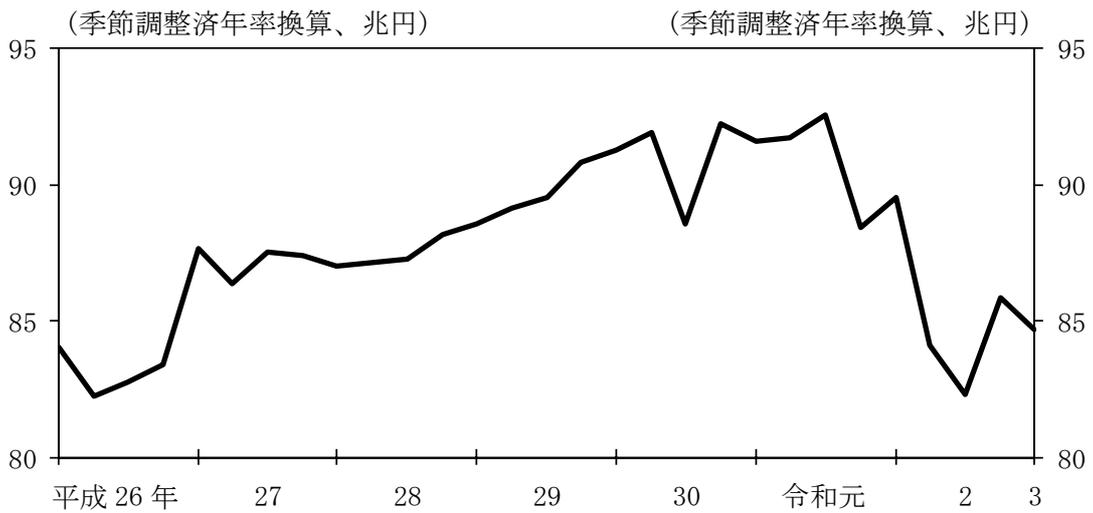
(図表5) 企業の業況判断D I (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、機械投資を中心に持ち直しに転じた (図表6)。

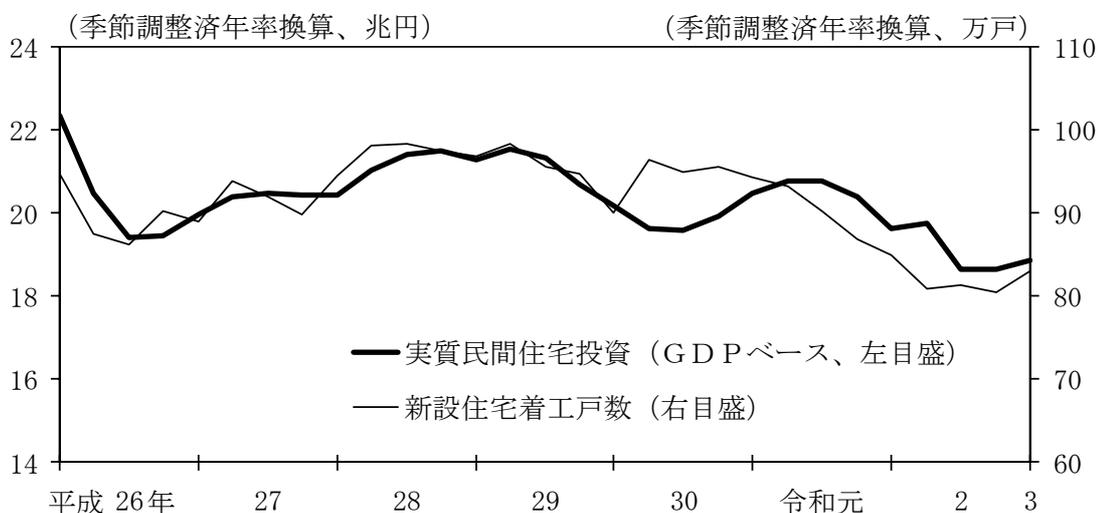
(図表6) 設備投資 (実質、GDPベース)



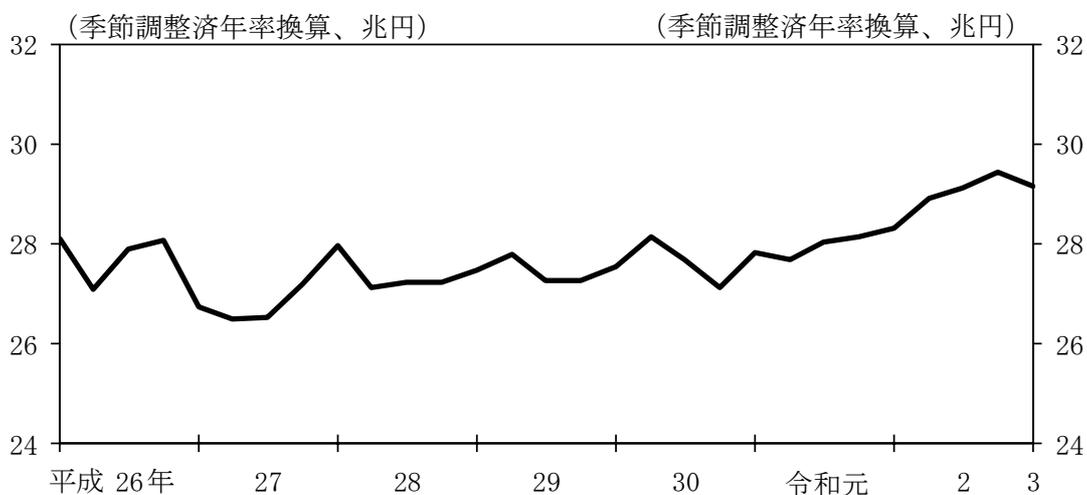
（住宅投資は緩やかに減少したあと、概ね下げ止まった。一方、公共投資は緩やかな増加を続けた）

住宅投資は、消費税率引き上げ後の着工減少の影響が残るも、感染症の影響も下押しに作用し、緩やかに減少したあと、年度末にかけて概ね下げ止まった（図表7）。一方、公共投資は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事の進捗を反映して、緩やかな増加を続けた（図表8）。

（図表7）住宅投資



（図表8）公共投資（実質、GDPベース）

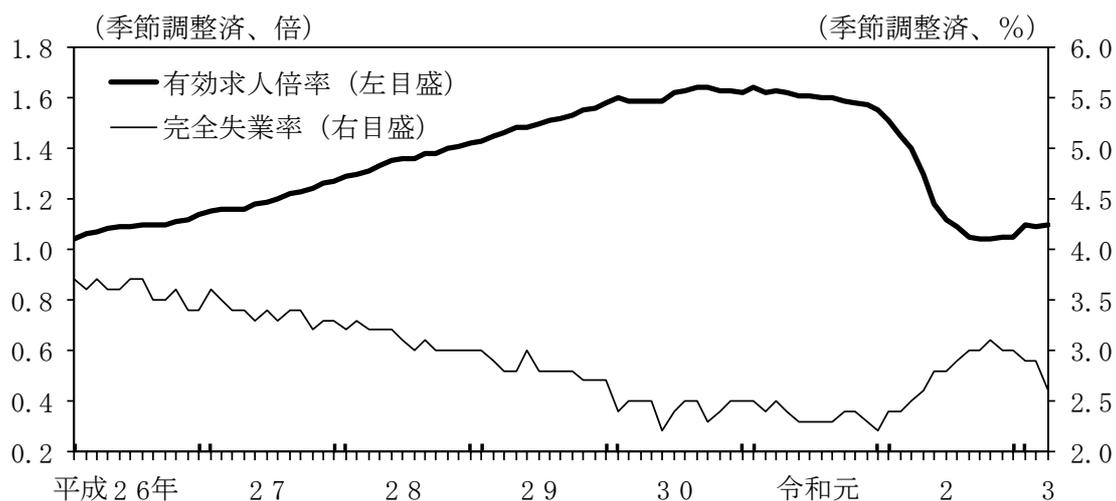


## （雇用・所得環境は、感染症の影響から、弱い動きが続いた）

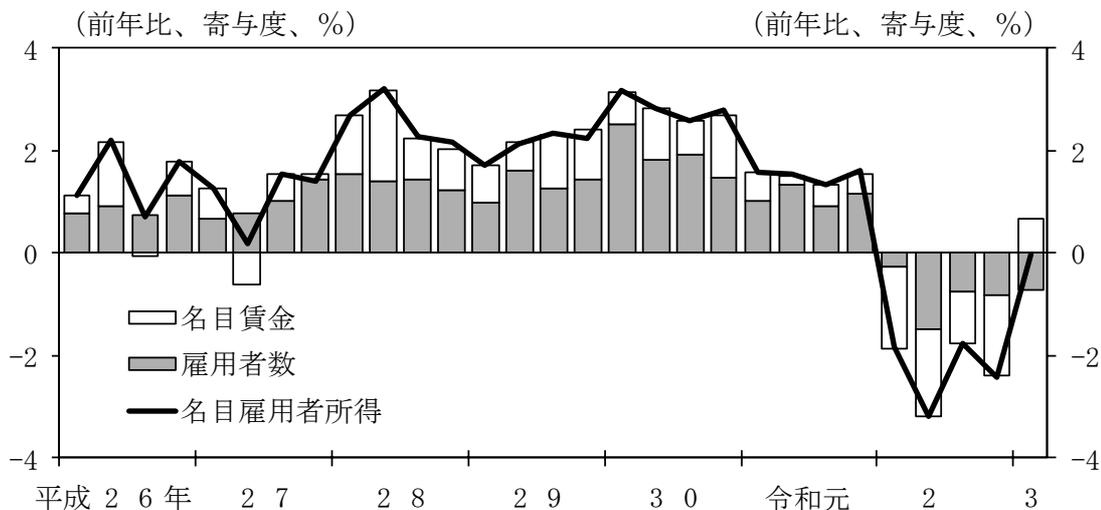
労働需給についてみると（図表9）、有効求人倍率は、昨年央まではっきりとした低下を続けてきたが、その後は、経済活動の持ち直しに伴う求人数の増加を主因に、1倍をやや上回る水準で横ばい圏内の動きとなった。完全失業率は、感染症の影響による労働需要の減少を受けて上期に上昇したが、下期は、振れを伴いつつも、3%前後で横ばい圏内の動きが続いた。

雇用者所得は減少を続けた（図表10）。内訳をみると、名目賃金は、振れを伴いつつも、所定外給与と特別給与（冬季賞与）を中心に減少した。一方、雇用者数は、経済活動の持ち直しを反映して、昨年春頃をボトムに、前年比マイナス幅が緩やかに縮小した。

（図表9）労働需給



(図表 10) 雇用者所得



(注 1) 名目雇用者所得=雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)。

(注 2) 毎月勤労統計の平成 28 年第 1 四半期以降は、共通事業所ベース。

(注 3) 四半期は、以下のように組み替えている。3 年第 1 四半期は、3 月の値。  
 第 1 四半期：3～5 月、第 2：6～8 月、第 3：9～11 月、第 4：12～2 月。

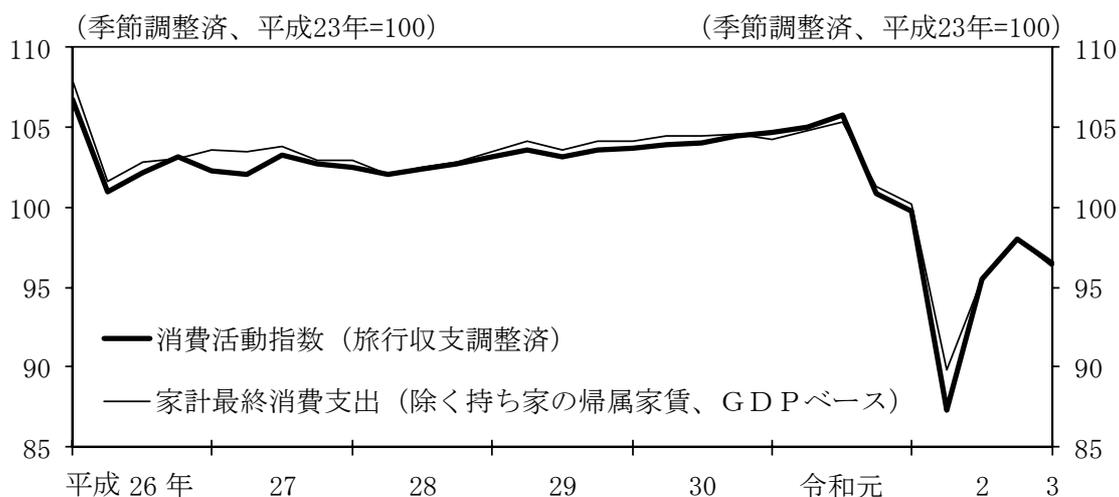
(個人消費は、上期初をボトムに徐々に持ち直していたが、下期後半には、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服した)

個人消費は、G o T oキャンペーンなどの需要刺激策にも支えられて、上期初をボトムに徐々に持ち直していたが、下期後半には、感染再拡大や2度目の緊急事態宣言の影響に伴う飲食・宿泊等のサービス消費への下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服した(図表 11(1))。耐久財の消費動向をみると(図表 11(2))、乗用車販売は、来店客数の回復を背景に増加してきたが、下期後半にかけては、半導体不足による供給制約の影響などから増加が一服した。家電販売は、巣ごもり需要の拡大を背景に、パソコンやテレビ、白物家電(エアコン)などを中心に緩やかな増加基調を維持した。サービス消費の動向をみると(図表 11(3))、外食は、1度目の緊急事態宣言の解除以降徐々に水準を切り上げてきたが、下期後半には、感染再拡大と2度目の緊急事態宣言の影響から再び減少した。国内宿泊者数は、G o T oトラベルによる需要刺激効果もあって昨年末頃までは持ち直していたが、下期後半には、G o T oトラベルの一時停止に加え、2度目の緊急事態宣言による外出自粛の動きもあって再び水準を切り下げた。

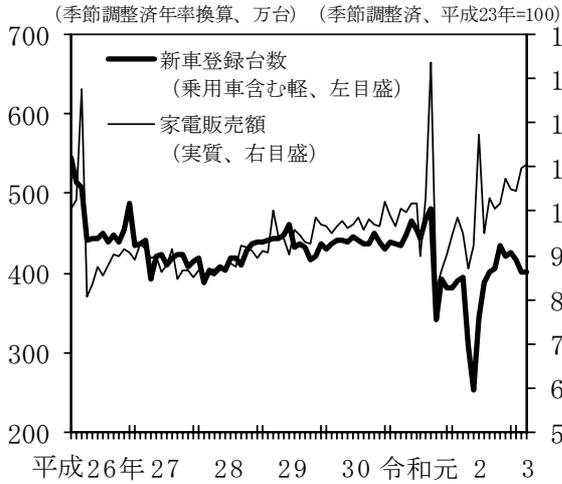
この間、個人消費関連のマインド指標は、感染再拡大を受けて、年末年始頃にいったん悪化したが、年度末には、感染者数の減少や緊急事態宣言の解除を受けて再び改善に転じた(図表 12)。

(図表 11) 個人消費

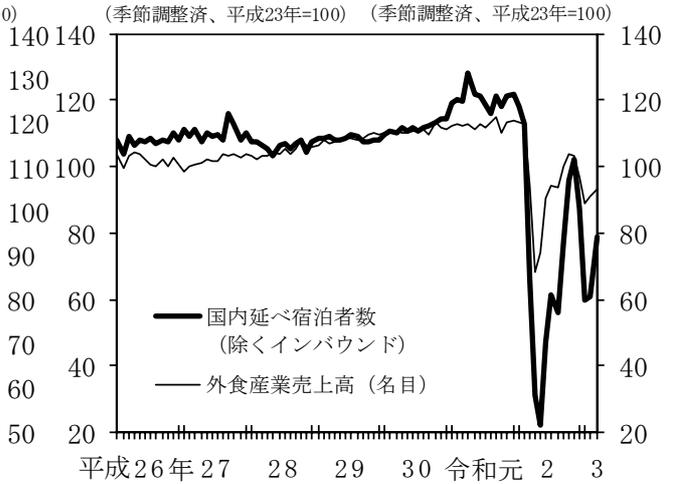
(1) 個人消費(実質)



(2) 耐久財消費



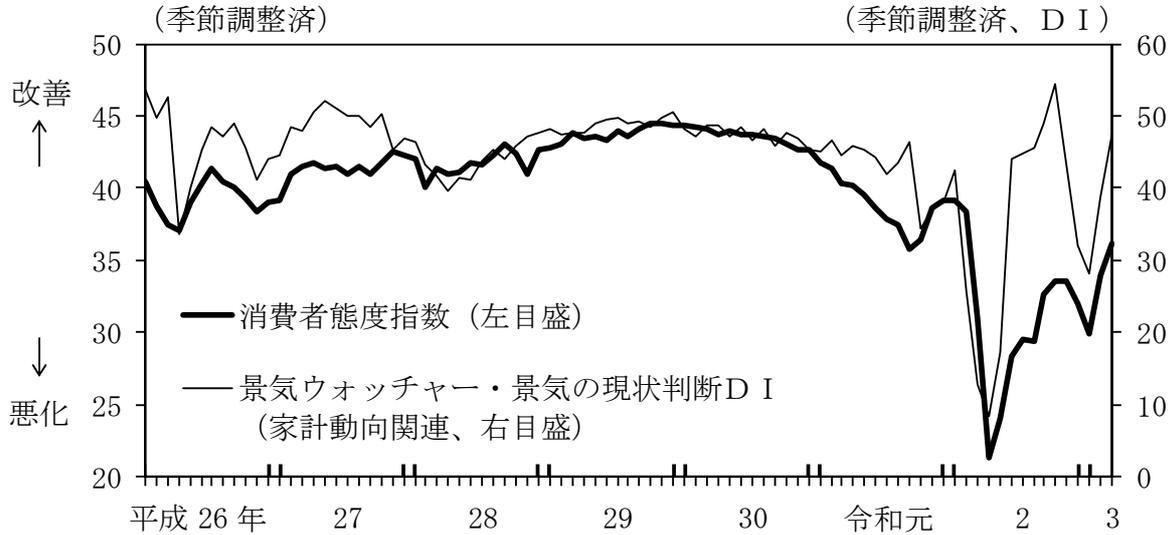
(3) サービス消費



(注1) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品の消費者物価指数を用いて算出。

(注2) 外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(図表 12) 個人消費関連のマインド指標



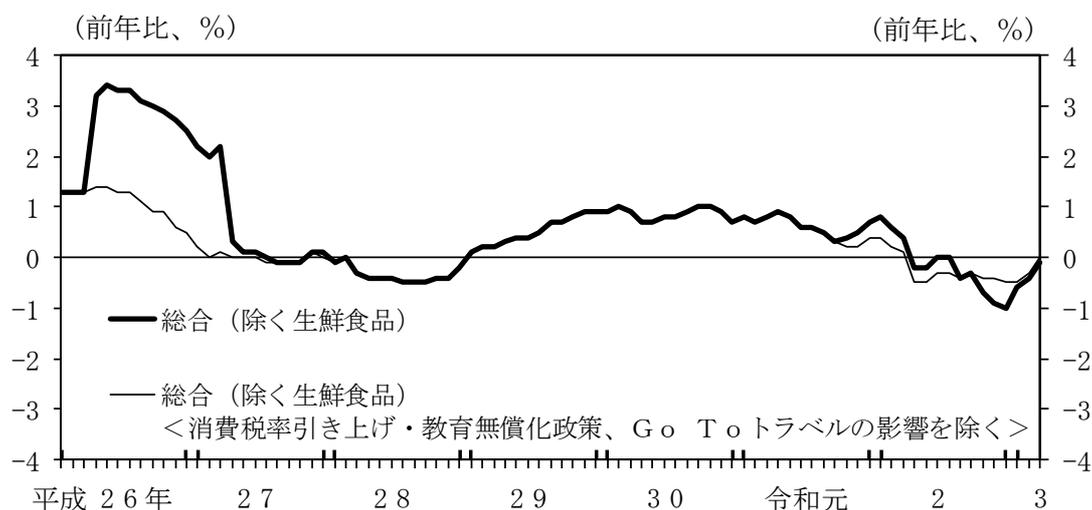
(注) 消費者態度指数(調査客体:全国・二人以上の世帯 約5,700世帯)は、消費者意識を尋ねたアンケート調査。景気ウォッチャー調査(同<家計動向関連>:全国約1,400人)は、家計動向を敏感に反映する現象を観察できる職種の人々に尋ねたアンケート調査。

## (2) 物価

物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、G o T oトラベル事業による宿泊料下落の影響などからマイナスで推移してきたが、下期末にかけては同事業の一時停止や原油価格下落の影響の減衰からマイナス幅が縮小した（図表 13）。一時的な変動要因である消費税率引き上げ・教育無償化政策、G o T oトラベルの影響を除いたベースで内訳をみると（図表 14）、財は、巣ごもり需要が増加している日用品や白物家電の上昇が押し上げに働かなか、石油製品の下落を主因に前年比マイナスとなっていたが、年度末には、石油製品による下押しが剥落したことから、前年比プラスに転化した。一般サービスをみると、外食や家事関連サービス（住居工事サービス等）の前年比プラス幅が縮小した一方、感染症の影響から大きく下落していた宿泊料（G o T oトラベルの影響を除く）の下落幅が昨年よりも縮小したことから、全体では小幅のプラスで推移した。この間、公共料金をみると、既往の原油価格下落の影響を受けて電気代・都市ガス代を中心にマイナス幅は拡大傾向にあったが、下期末にかけては、これらの下押し圧力が減衰するもとの、マイナス幅が縮小した。

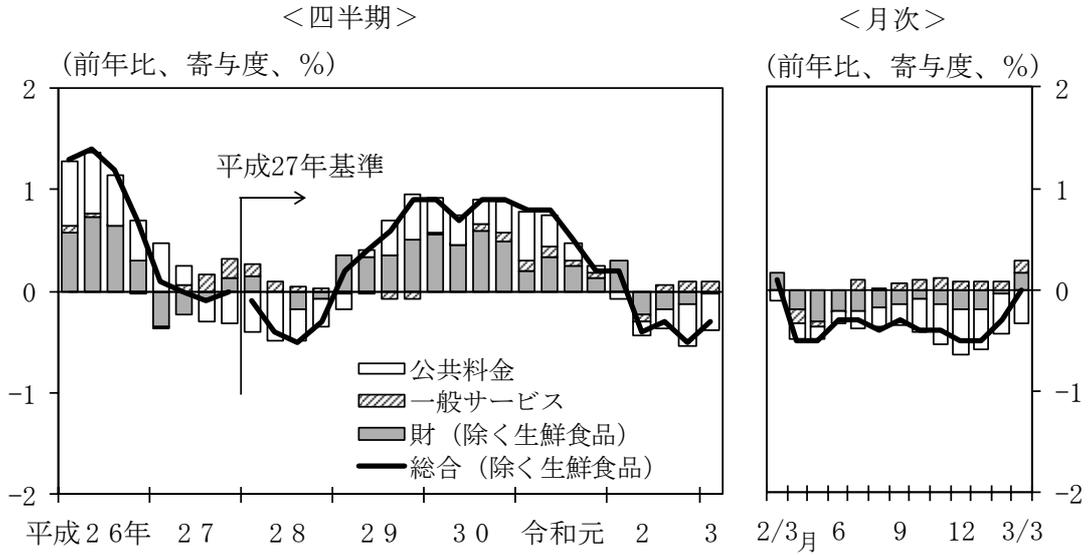
予想物価上昇率は（図表 15）、弱含んだあと、横ばい圏内で推移した。

(図表 13) 消費者物価



(注) 総合（除く生鮮食品）＜消費税率引き上げ・教育無償化政策、G o T oトラベルの影響を除く＞の2年4月以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳



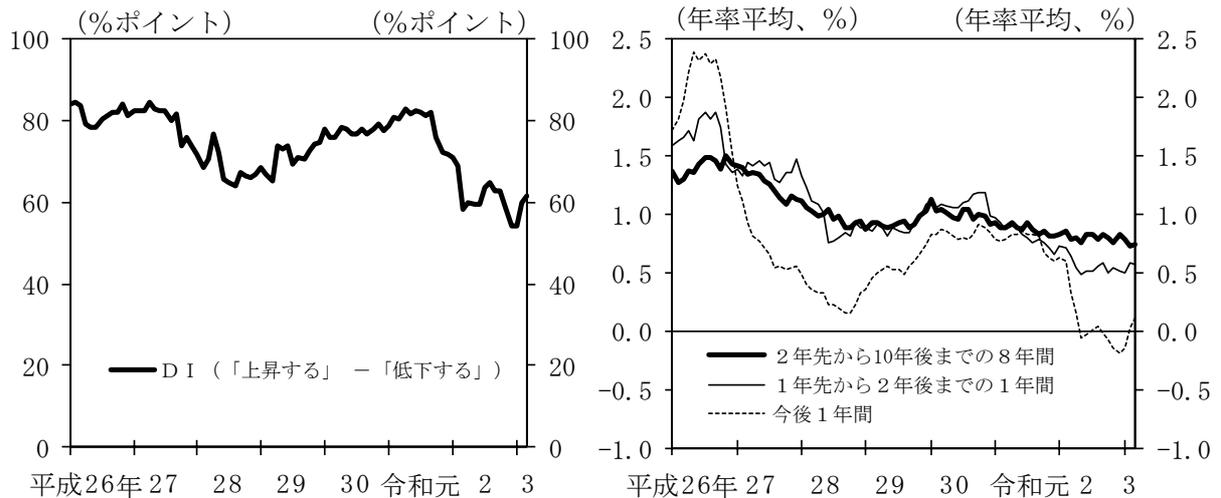
(注1) 分類は組み替えて定義(「」内は総務省公表ベース)。財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」。

(注2) 消費者物価指数は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、G o T o トラベルの影響を除く(2年4月以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値)。

(図表 15) 予想物価上昇率

(1) 家計の予想物価上昇率  
(消費動向調査<総世帯>)

(2) 市場参加者の予想物価上昇率  
(QUICK調査)



(注1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。

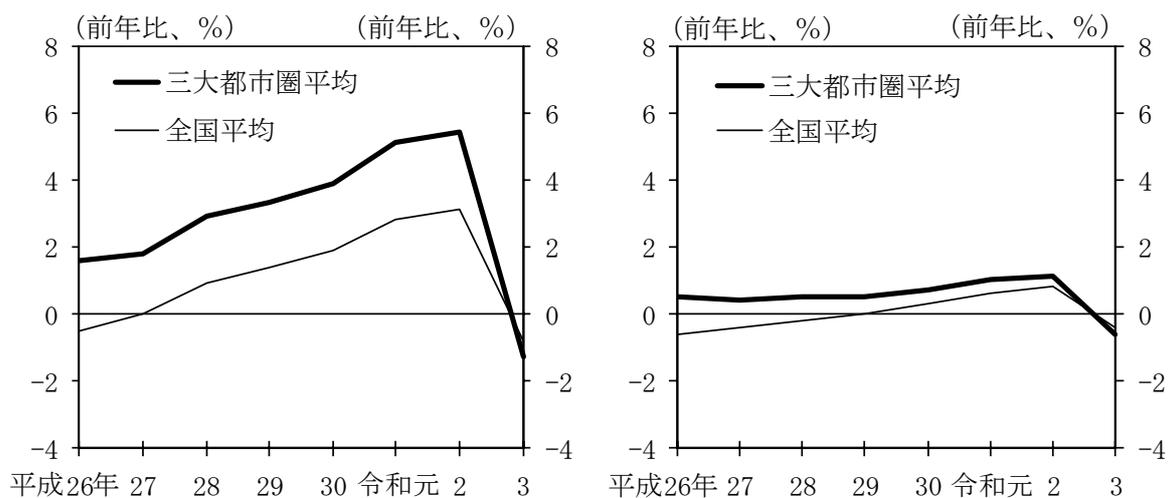
(注2) QUICK調査は、消費税率引き上げの影響を含むベース。

地価を地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表16）、商業地の全国平均は7年ぶりのマイナス、住宅地の全国平均も5年ぶりのマイナスとなった。商業地、住宅地ともに、感染拡大の影響が相対的に強い三大都市圏の減速が地方圏に比べて顕著となった。

（図表16）地価公示

（1）商業地

（2）住宅地



（注）地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

### (3) 海外経済

2年度下期の海外経済は、感染症の状況に応じて、国・地域間でのばらつきを伴いつつ、総じてみれば持ち直しから回復に向かった（図表17）。

(図表17) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		元年	2年	元年 第4四半期	2年 1	2	3	4	3年 1
米 国		2.2	-3.5	2.4	-5.0	-31.4	33.4	4.3	6.4
ユーロエリア		1.3	-6.6	0.4	-14.2	-38.8	60.3	-2.7	-2.5
新興 国・ 地域	中 国	6.0	2.3	5.8	-6.8	3.2	4.9	6.5	18.3
	イ ン ド	4.8	-6.9	3.3	3.0	-24.4	-7.3	0.4	-
	N I E s および A S E A N 4	3.4	-2.9	3.3	0.9	-7.4	-3.1	-2.0	0.8
	ブラジル	1.4	-4.1	1.6	-0.3	-10.9	-3.9	-1.1	-
	ロ シ ア	2.0	-3.0	2.9	1.4	-7.8	-3.5	-1.8	-1.0

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

米国経済は、感染症の再拡大が対面型サービス業に影響を及ぼしたものの、ワクチンの普及や積極的なマクロ経済政策の効果発現等を受けて、持ち直しから回復に向かった。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、1%台前半で推移したあと、前年のエネルギー価格が大幅に落ち込んでいたこともあって、1%台後半まで上昇した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、1%台半ばで推移した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジを、期中を通じて、0.00~0.25%の範囲に据え置いたほか、政策金利についてのフォワード・ガイダンスについても「労働市場の状況が最大雇用と判断できる水準まで回復し、インフレ率が2%に達したうえで、当面の間2%を適度に上回る軌道に乗るまで、誘導目標レンジを維持する」との表現を維持した。また、国債やエージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の買入れは、現行ペース（国債：少なくとも月800億ドルペース、エージェンシー保証付きモー

ゲージ担保証券：少なくとも月 400 億ドルペース）を維持した。12 月会合では、資産買入れについて、「最大雇用と物価安定目標に向けて、さらに大幅な進展がみられるまで、現行の資産買入れを継続する」というフォワード・ガイダンスを導入し、その後の会合でも維持した。この間、財務省の要請を受けて、社債買入れファシリティや、州・地方政府向け流動性ファシリティ、メイン・ストリート貸出プログラム（MSLP）のもとで実行された貸出債権を買い入れる特別目的事業体（SPV）への資金供給、ターム物資産担保証券貸付ファシリティを 2 年末で終了した。また、コマーシャル・ペーパー（CP）の買入れファシリティや、プライマリー・ディーラー向け信用ファシリティ、MMF 向け流動性ファシリティを 3 月末に終了した。一方で、給与保護プログラム（PPP）のもとで実行された貸出を担保とした資金供給は、6 月末までの延長を発表した。

ユーロエリア経済は、いったん持ち直したあと、感染症の再拡大を受けて、サービス業を中心に下押し圧力が強まった。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、昨年中はマイナス圏内で推移したあと、本年入り後は、エネルギー価格の上昇やドイツにおける付加価値税減税の終了などによりプラス転化し、1%台前半へと上昇した。エネルギー・食料・アルコール・たばこを除くコアベースの消費者物価の前年比は、昨年中はゼロ%台前半で推移したあと、本年入り後は1%台前半へと上昇した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、期中を通じて、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を 0.00%に、限界貸出金利を 0.25%に、中銀預け金金利を▲0.50%に、それぞれ据え置いた。また、先行きの政策金利についてのガイダンスは、主要政策金利が現行またはより低い水準にとどまると予想される期間について、「物価見通しが見通し期間中に目標に収斂し、それが基調的なインフレ率の動向に整合的に表れてくるまで」との文言が維持された。12 月会合では、①パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）について、買入枠を 1.35 兆ユーロから 1.85 兆ユーロに拡大し、買入期間を 3 年 6 月から「少なくとも 4 年 3 月まで」延長すること、②既存の資金供給オペレーション（貸出条件付き長期資金供給オペレーション 3：TLTROⅢ）について、優遇金利の適用期間を 1 年延長（4 年 6 月まで）し、3 年 6 月から 12 月にかけて、追加で 3 回実施すること、③パンデミック緊急長期リファイナンスオペレーション（PELTROs）を 3 年に追加で 4 回実施すること、などを決定した。3 月会合では、PEPP の買入れペースについて、「金融環境とインフレ見通しを合わせた評価を踏まえ、次の四半期にかけて（6 月まで）、本年入り後の数か月よりもかなり早いペースで買入れを実施する」こと

を示した。

新興国・地域においては、中国経済は、回復を続けた。物価面では、消費者物価の前年比は、引き続き政府目標を下回って推移した。今年の政策運営については、3月に開催された全国人民代表大会において、前年の拡張的・緩和的なスタンスから「急な方向転換は行わず」、「連続性、安定性、持続可能性を維持」する方針が示された。そのもとで、財政政策面では、財政赤字の名目GDP比率目標の小幅の縮小などが表明された。金融政策面では、同大会において、貨幣供給量と社会融資総量の伸びを、「名目経済成長と基本的に一致」させる方針が示された。

中国以外の新興国・地域の経済は、国・地域間でばらつきはみられるが、全体としては持ち直しに転じた。物価面では、インフレ率の動きは、国・地域毎に区々となった。エネルギー価格の動きなどを背景にインフレ目標やそのレンジの中央値を下回った国がみられた一方、食料品価格の高騰や既往の通貨安の影響などから、上昇した国もみられた。金融政策面では、多くの国で政策金利が据え置かれたが、インドネシアやメキシコなどでは政策金利が引き下げられ、ブラジルやロシア、トルコなどでは政策金利が引き上げられた。

## 2. 金融面の動向

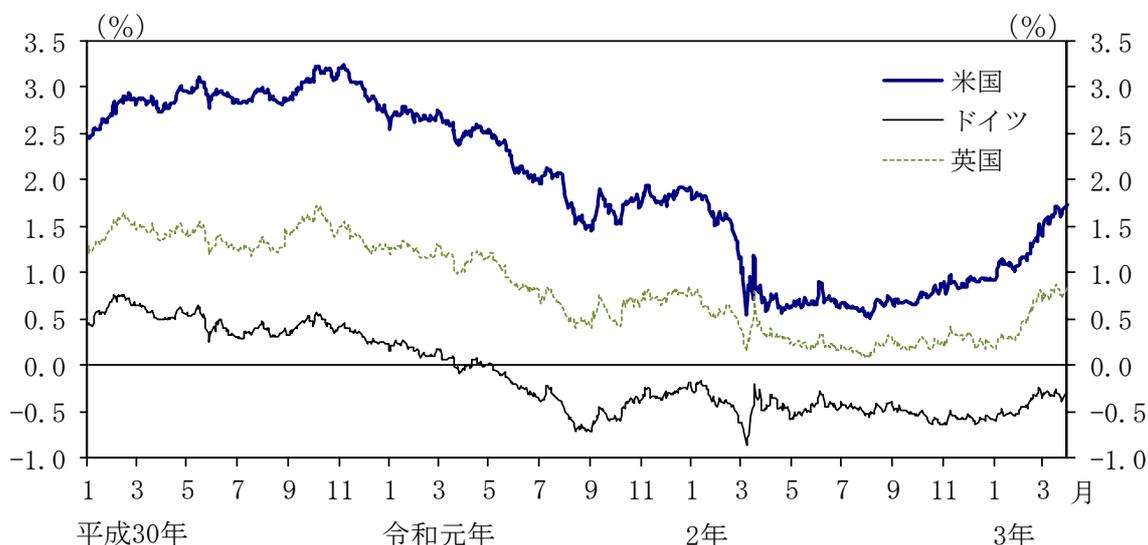
### (1) 国際金融市場

令和2年度下期の国際金融市場では、ワクチンの早期普及に対する期待や米国の追加経済対策等を背景とした景気回復期待の高まりを受けて、各国の株価や長期金利は総じて上昇した。もっとも、米国の長期金利が大きめに上昇する局面などでは、株価が下落したほか、新興国通貨が減価する動きもみられた。

主要国の短期金融市場においては、米国のフェデラル・ファンド・レートは、米連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。また、ターム物金利も<sup>2</sup>、安定的に推移した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、中銀預け金金利付近で概ね横ばいの動きとなった。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）は、年末にかけて、米国では景気を持ち直しを背景に緩やかに上昇した一方、欧州では横ばい圏内で推移した。年明け後は、先進国でのワクチン接種の進展や米国における追加経済対策の策定などを受けて、米国では上昇幅が拡大したほか、欧州でも上昇した（図表18）。

(図表18) 米欧の長期金利（国債10年物利回り）



<sup>2</sup> ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

主要国の株価動向をみると、米国株（S & P 500）は、ワクチンの早期普及に対する期待や米国の追加経済対策等を背景とした景気回復期待の高まりを受けて、期間を通じてみれば大きく上昇した。もっとも、秋頃には、一時、ハイテク銘柄を中心に下落したほか、年明け以降も長期金利が大きめに上昇するもとで下落する局面もみられた（図表 19）。欧州株価（EURO STOXX）や英国株価（FTSE 100）も、米国株に連れて、期間を通じてみれば上昇した。

（図表19）米欧の株価



新興国・地域の金融市場においては、株価は、年末にかけて、先進国での株価上昇などを背景に、上昇した。もっとも、年明け以降は、先進国の長期金利が大幅に上昇するなかで、横ばい圏内で推移した。通貨は、年末にかけて、米国の緩和的な金融環境等を背景にドル安基調が維持されるもとで増価した。年明け以降は、米国の金利上昇に伴いドル高が進むもとで、減価した。

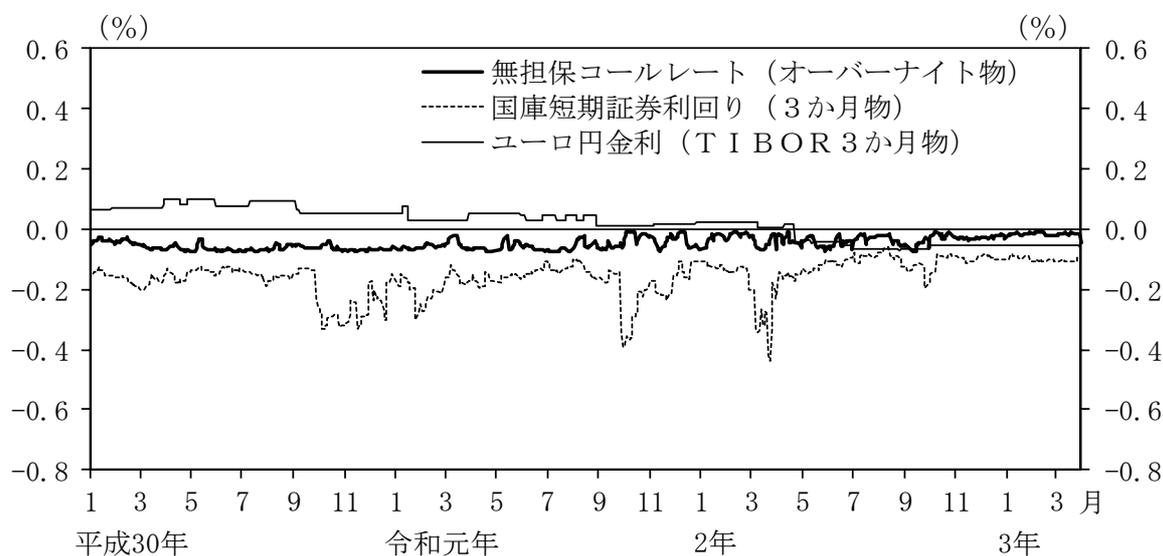
国際商品市場では、原油（WT I）価格は、産油国による協調減産の継続や、景気の持ち直しを受けたグローバルな需要回復期待の高まりから、上昇した。銅価格も、最大の消費国である中国の需要回復などから上昇した。農産物価格は、天候不順に伴う供給制約が意識されるもとで、大幅に上昇した。金価格は、年明け以降、ドル高が進むなかで下落した。

## (2) 短期金融市場

2年度下期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般的に、金利は低水準で推移した。

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表 20）<sup>3</sup>、小幅のマイナスで安定的に推移した。ターム物金利をみると、国庫短期証券利回り（3か月物）は、概ね▲0.1%前後で推移した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、概ね横ばいで推移した。

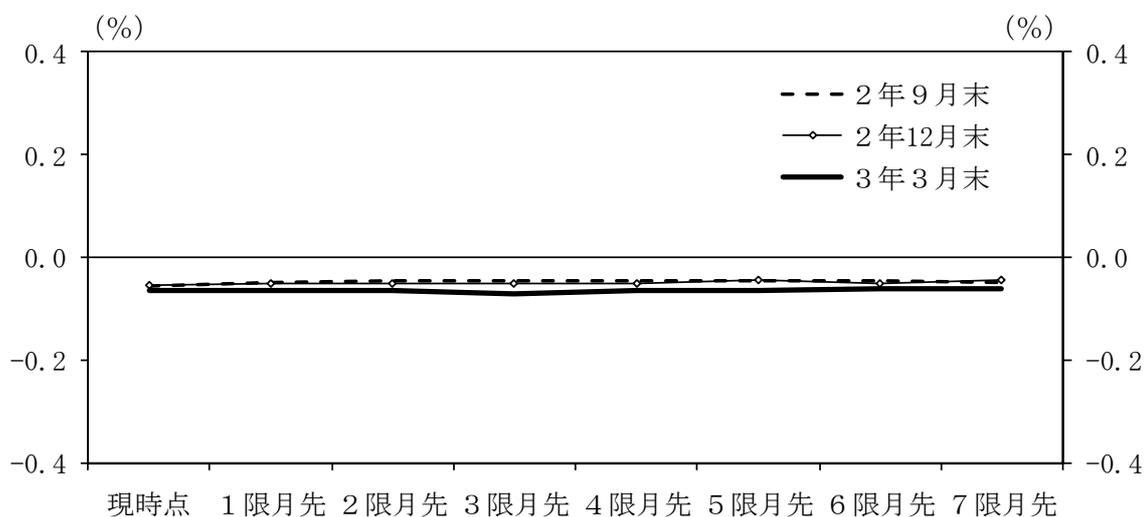
(図表 20) 短期金融市場金利



<sup>3</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

ユーロ円金利先物レートは（図表 21）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む姿となった。

（図表 21）ユーロ円金利先物レート



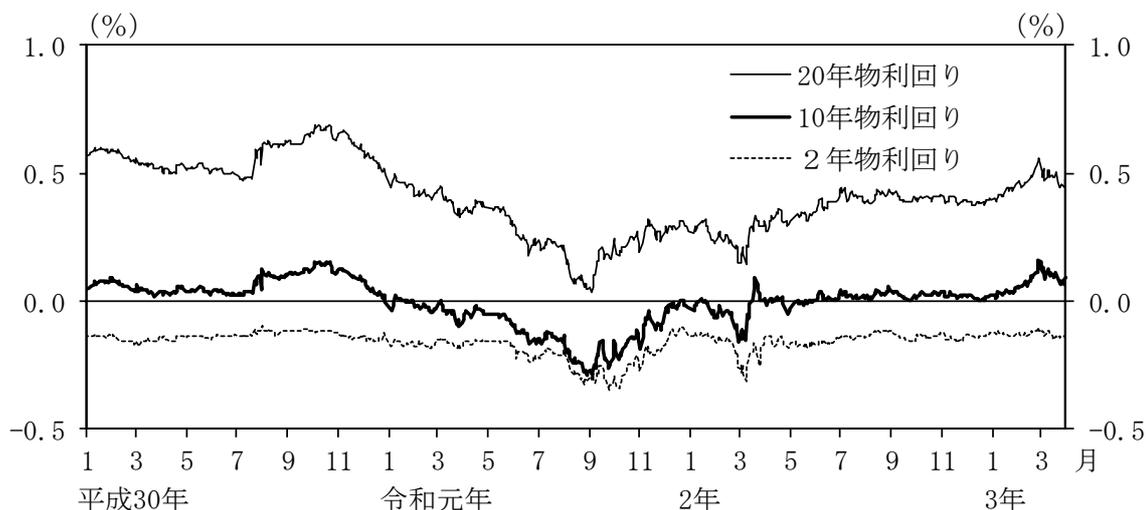
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、3年3月末時点（太い実線）の1限月先は3年6月央、2限月先は3年9月央、3限月先は3年12月央におけるユーロ円金利の市場予想値を表している。

### (3) 債券市場

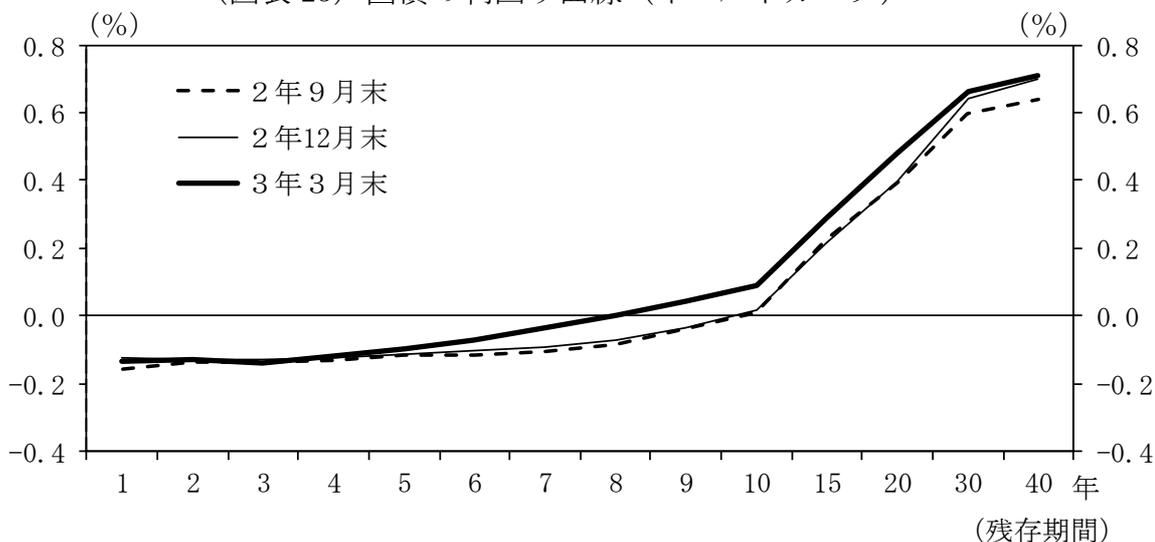
2年度下期の債券市場の動向をみると（図表 22、23）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。仔細にみると、下期入り後、小幅プラスの狭い範囲で推移した後、海外金利の上昇などを背景に、2月末にかけて幾分上昇する局面がみられた。

また、短中期国債（2年債）の流通利回りが概ね横ばいで推移するも、超長期国債（20年債）の流通利回りは幾分上昇し、わが国のイールドカーブは幾分スティープ化した。

(図表 22) 国債流通利回り

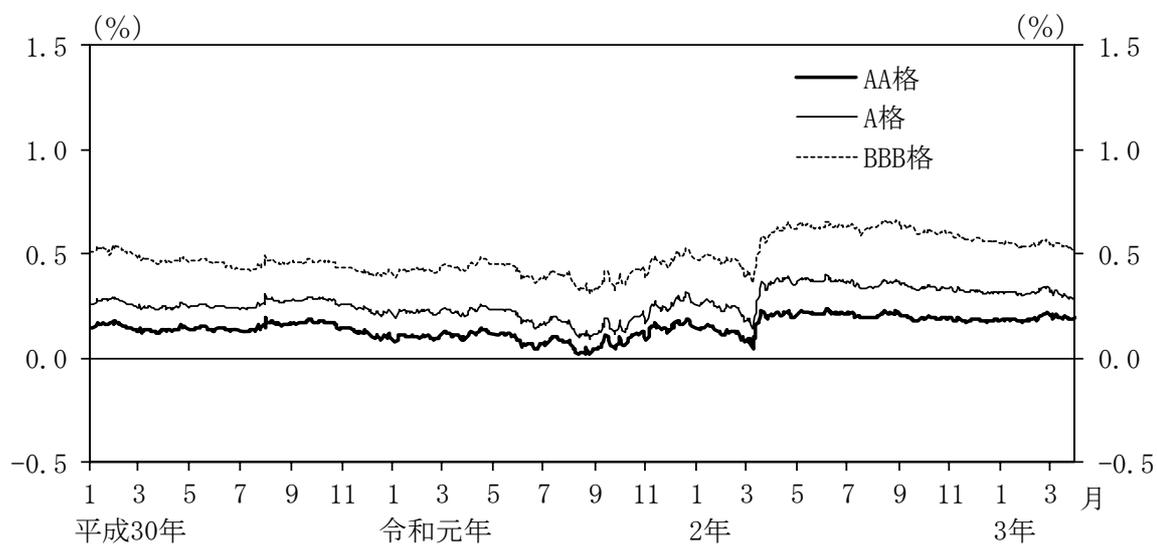


(図表 23) 国債の利回り曲線（イールドカーブ）



社債流通利回りは（図表 24）、横ばい圏内で推移した。

（図表 24） 社債の流通利回り

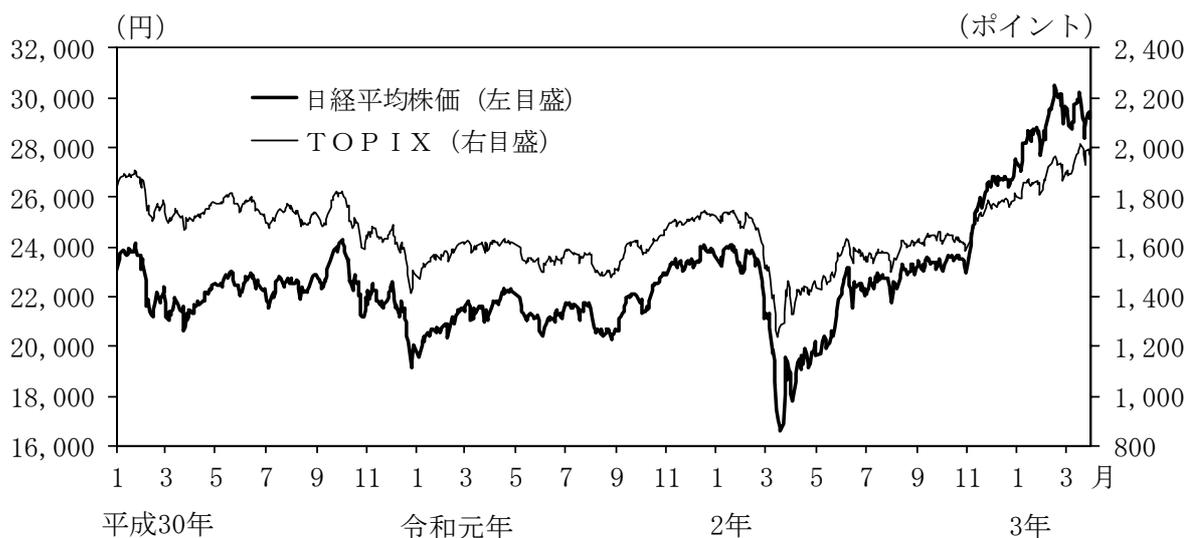


（注） 残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

#### (4) 株式市場

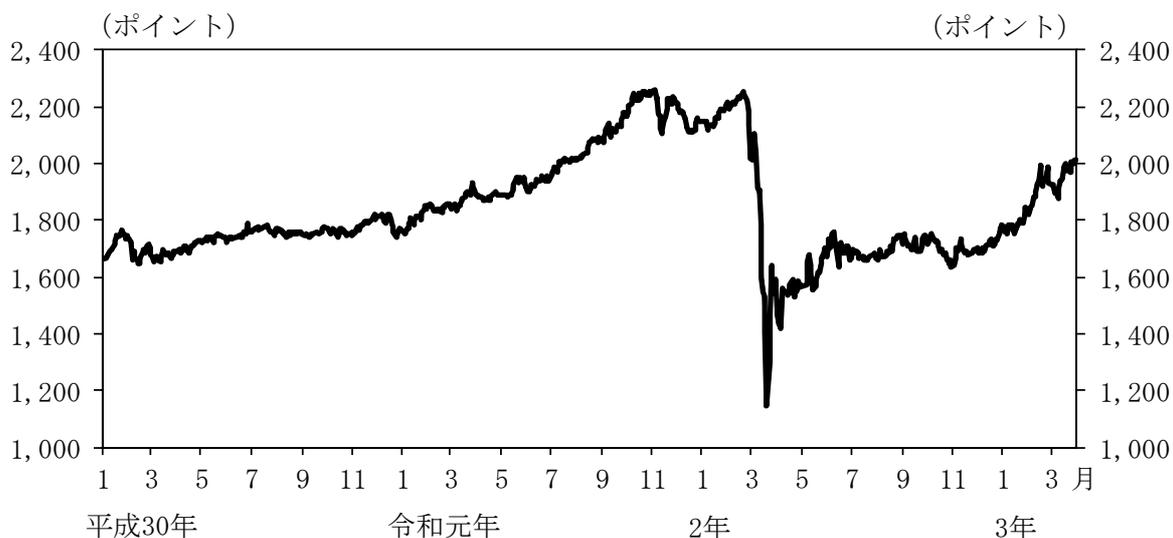
2年度下期の株式市場の動向をみると（図表 25）、日経平均株価は、積極的な財政・金融政策などによるグローバルな景気回復期待等を背景とした投資家のセンチメント改善から上昇し、3月末には29千円台前半となった。

(図表 25) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 26）、グローバルな景気回復期待等を背景とした投資家のセンチメント改善から、上昇した。

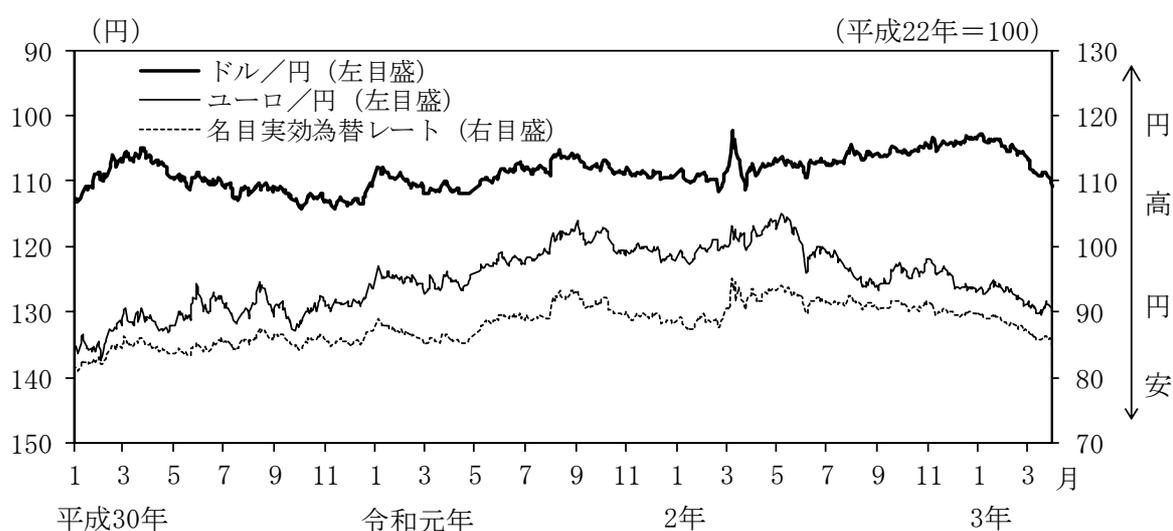
(図表 26) 東証REIT指数



## (5) 外国為替市場

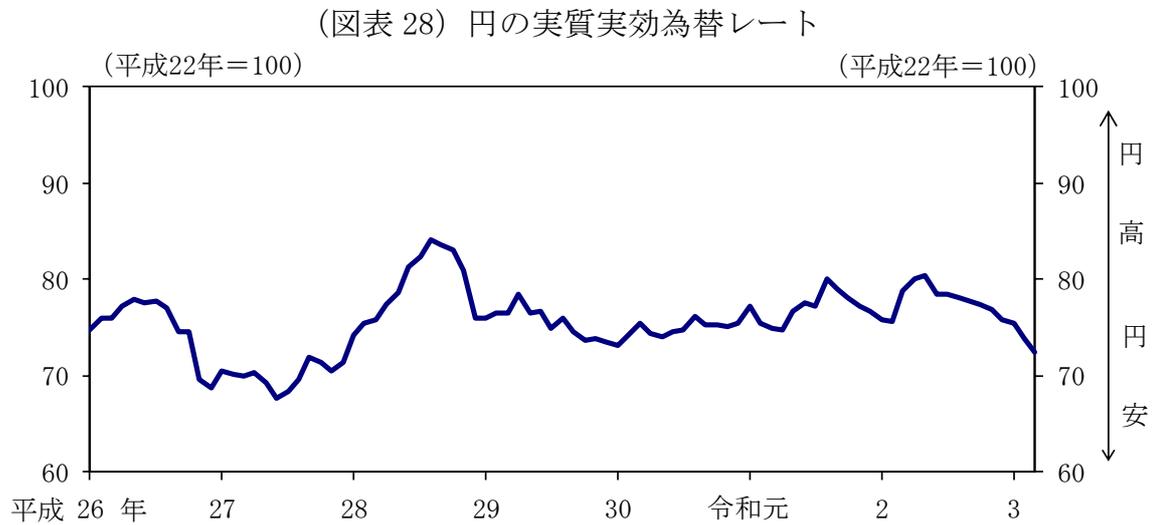
2年度下期の外国為替市場の動向をみると（図表 27）、円の対ドル相場は、期間を通じてみれば、米国長期金利の上昇等を背景に円安ドル高方向の動きとなり、3月末には 110 円台となった。円の対ユーロ相場は、グローバルな景気回復期待等を背景とした投資家のセンチメント改善から、円安ユーロ高方向の動きとなった。この間、円の名目実効為替レートは<sup>4</sup>、円安方向の動きとなった。

(図表 27) 円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



<sup>4</sup> 円の名目実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

こうした為替相場動向のなか、円の実質実効為替レートは（図表 28）<sup>5</sup>、円安方向の動きとなった。

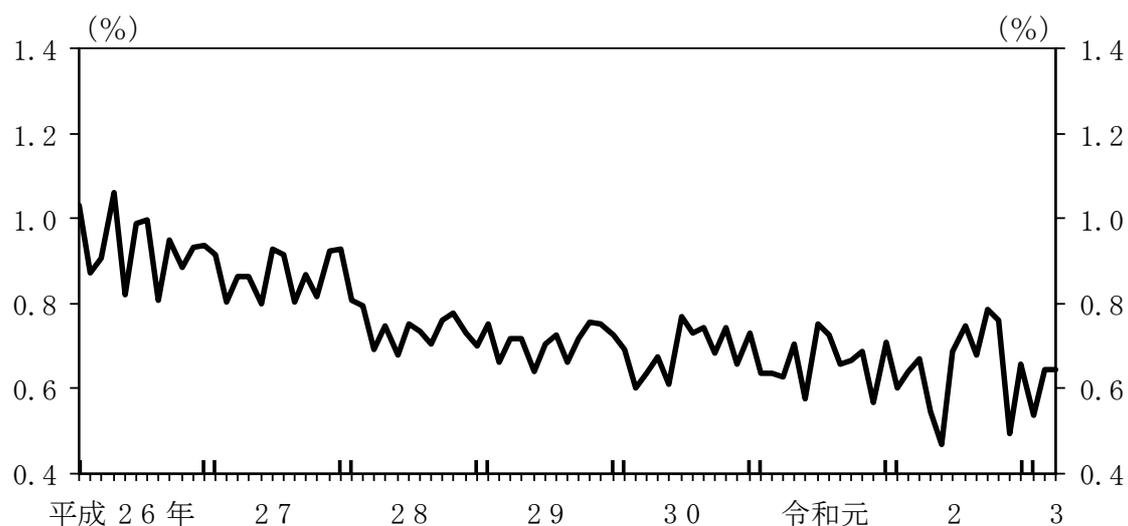


<sup>5</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

## (6) 企業金融

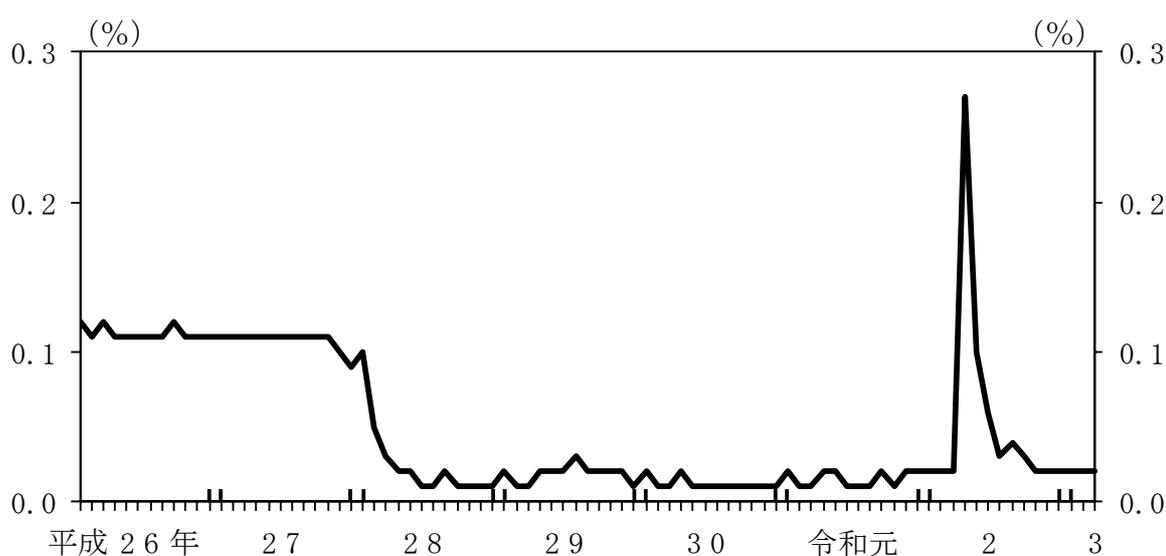
2年度下期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表 29）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、振れを伴いつつも、既往ボトム圏の水準で推移した。

(図表 29) 貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、C P・社債の発行金利は（図表 30）、きわめて低い水準で推移した。

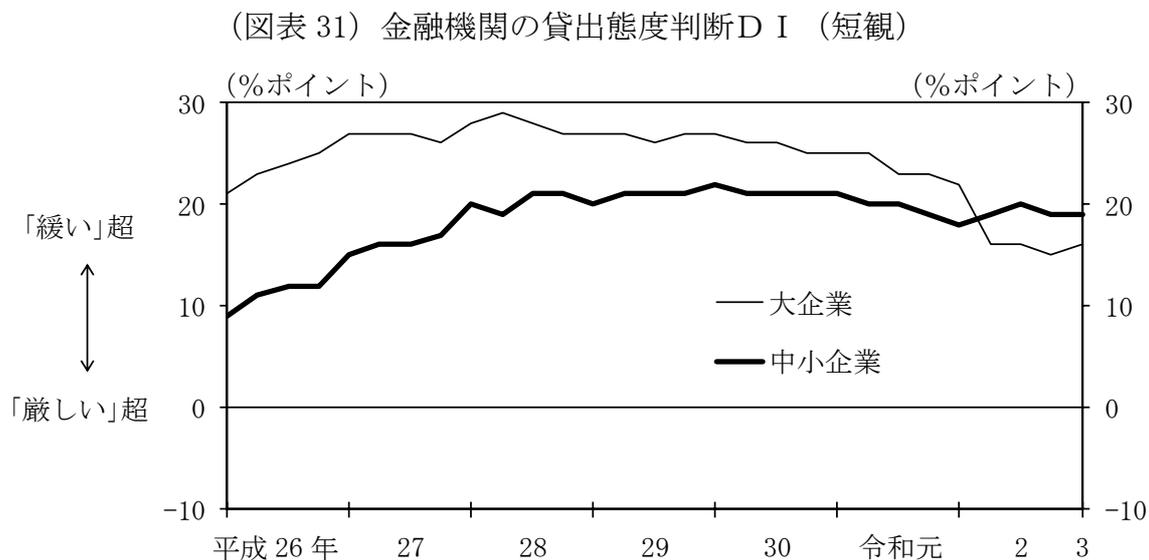
(図表 30) C P 発行金利（3 か月物）



(注) 新発利回り。a - 1 格相当の格付け取得先についての短期社債（電子 C P）の平均。

資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 31）、緩和した状態が続いた。

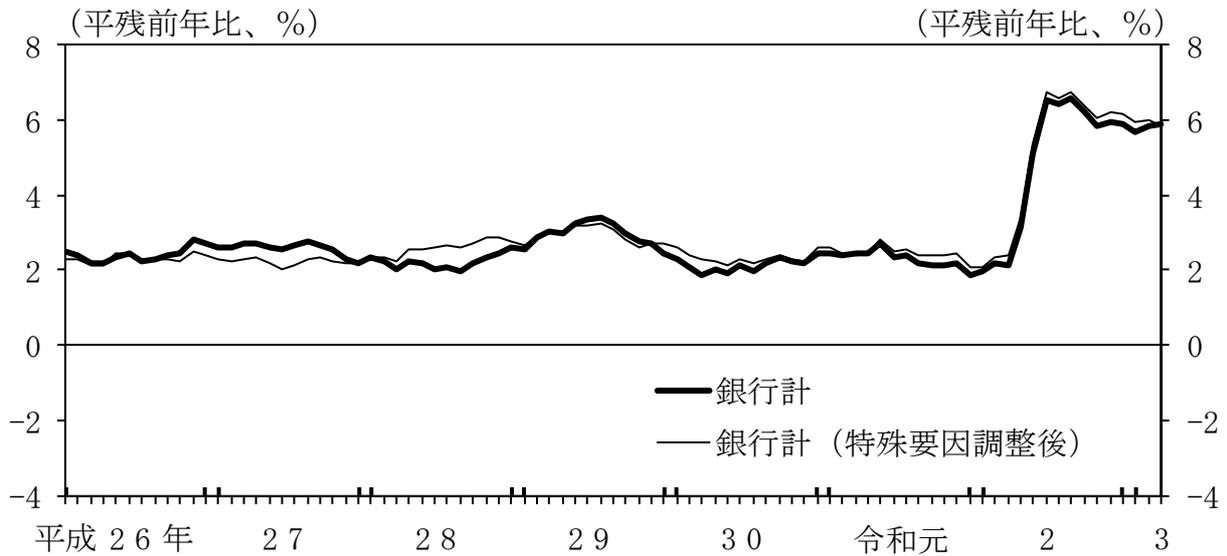
資金需要面をみると、感染症の影響を受けた売上の減少や予備的な需要などによる資金ニーズは、大企業を中心に一服したが、引き続き高水準で推移した。



(注) 全産業ベース（図表 34 も同様）。

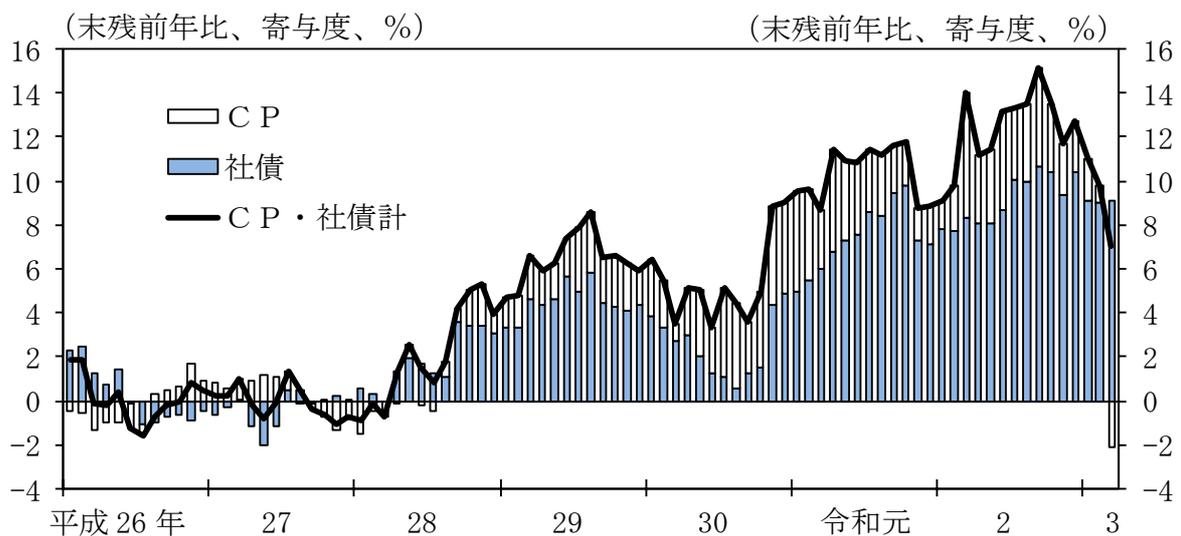
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 32）<sup>6</sup>、6%程度のプラスで推移した。CP・社債計の発行残高の前年比は（図表 33）、高めのプラスで推移したものの、増勢は鈍化した。

（図表 32）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

（図表 33）CP・社債発行残高

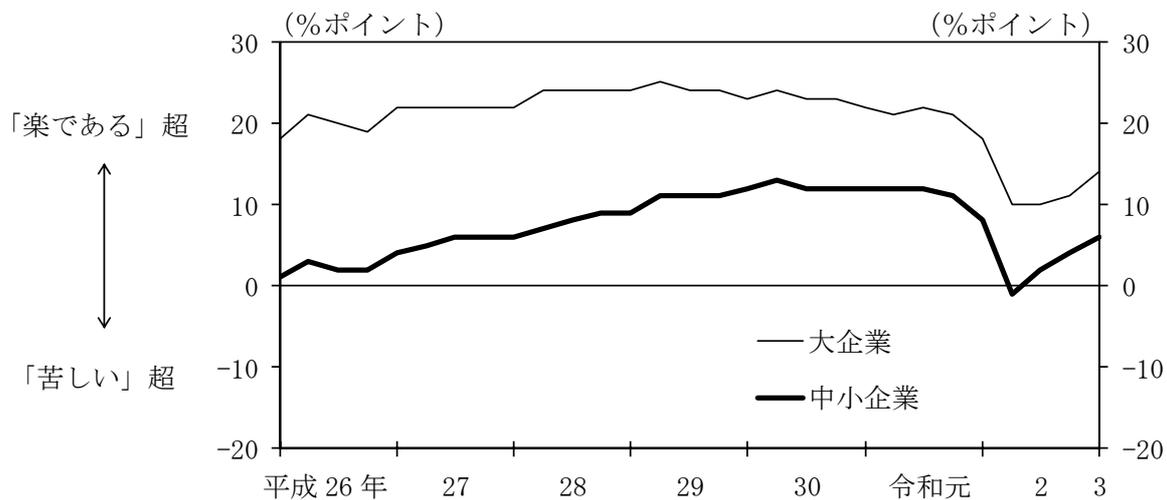


（注）CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。

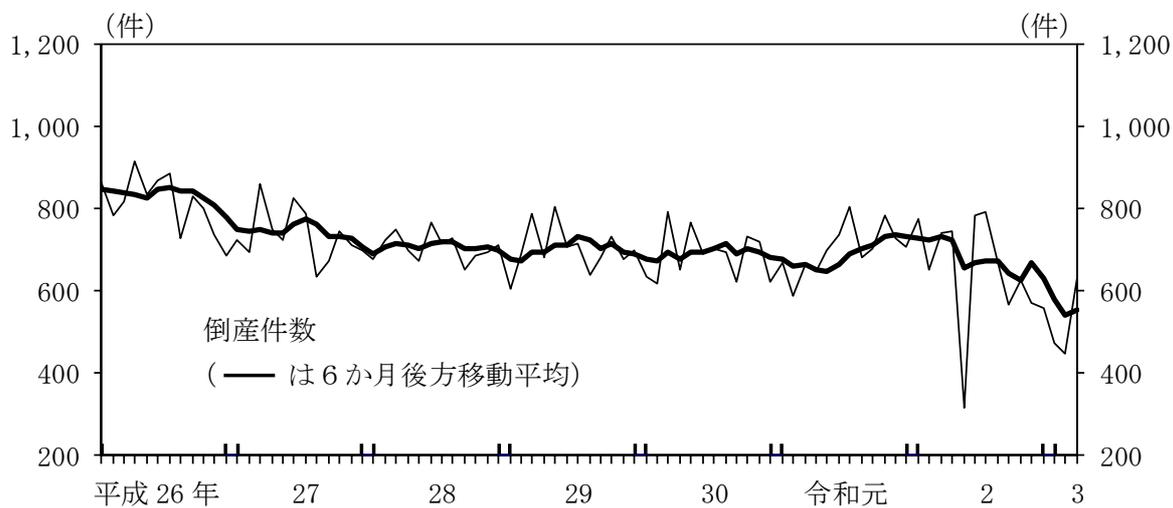
<sup>6</sup> 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

企業の資金繰りは（図表 34）、緩やかに改善したものの、感染症の影響を受けた売上げ減少などを背景になお厳しさがみられた。企業倒産件数は（図表 35）、感染症に関連する倒産は増加したものの、全体としては低水準で推移した。

（図表 34）企業の資金繰り判断D I（短観）



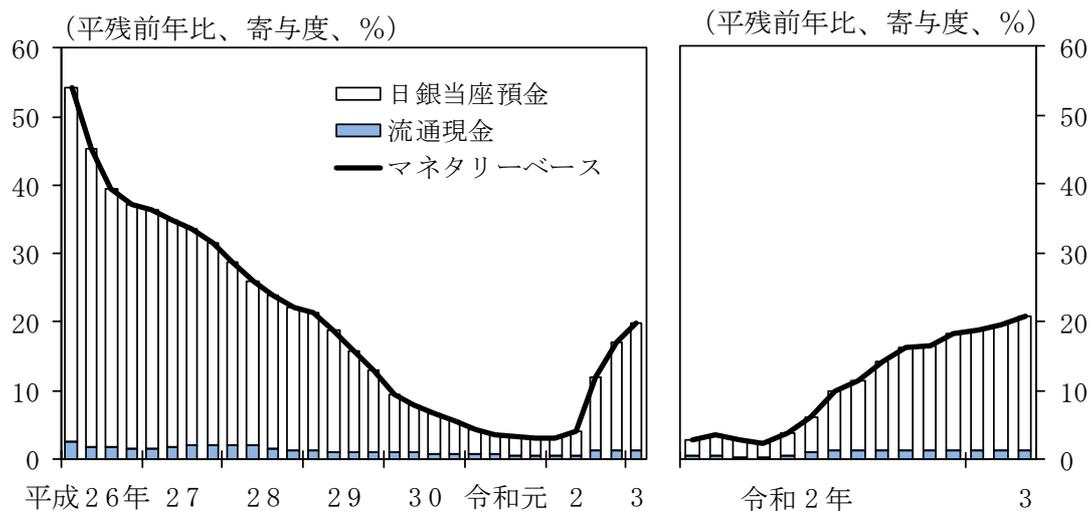
（図表 35）企業倒産



## (7) 量的金融指標

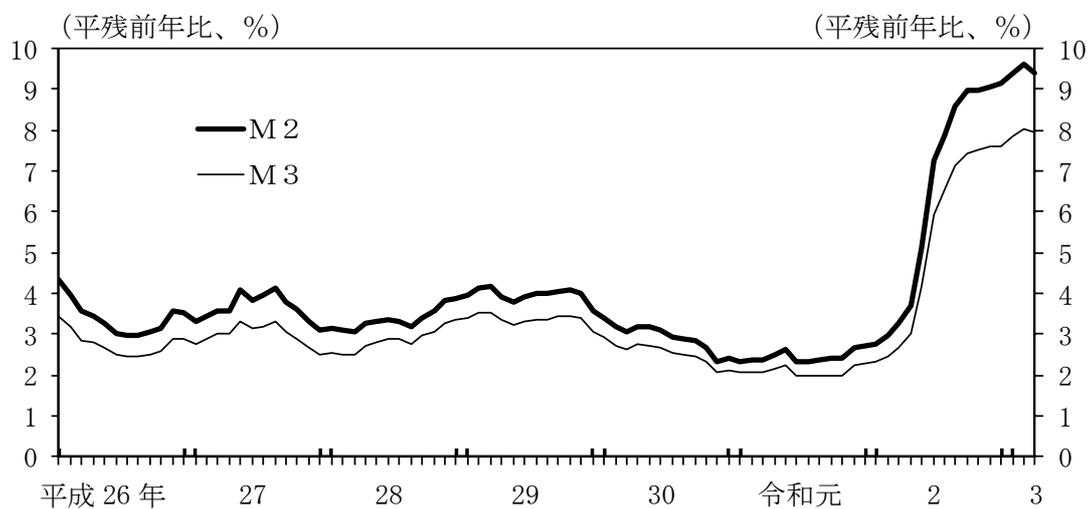
2年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表36）、前年比プラス幅が引き続き拡大し、3月には2割程度のプラスとなった。

(図表36) マネタリーベース



マネーストック（M2）の動向をみると（図表 37）、前年比プラス幅が引き続き拡大したあと、年度末にかけて9%台半ばで推移した。

（図表 37） マネーストック



（注）M2＝現金通貨＋預金通貨（要求払預金－対象金融機関保有小切手・手形）＋準通貨（定期性預金等）＋譲渡性預金（CD）。対象金融機関にゆうちょ銀行等は含まない。なお、M3はゆうちょ銀行等を含む。

## II. 金融政策運営及び金融政策手段

### 1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、令和2年10月から3年3月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	黒田東彦	（総裁）
	雨宮正佳	（副総裁） <sup>7</sup>
	若田部昌澄	（副総裁）
	櫻井 眞	（審議委員）
	政井貴子	（審議委員）
	鈴木人司	（審議委員）
	片岡剛士	（審議委員）
	安達誠司	（審議委員）
	中村豊明	（審議委員）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

以下では、2年度下期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

---

<sup>7</sup> 1月の会合において、雨宮委員は20日の会合のみ出席した。欠席した21日の会合には、雨宮委員から、政策委員会議事規則第5条第2項に基づき、議長を通じて、書面により意見が提出された。

## 2. 金融政策決定会合における検討・決定

### (1) 概況

#### (金融経済情勢)

政策委員会では、令和2年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状について、10月の会合では、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が再開するもとの、持ち直している」、12月の会合では、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、持ち直している」、1月と3月の会合では、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」とそれぞれ判断した(図表38)。先行きについては、10月の会合では、「経済活動が再開し、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が残るなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとの、わが国経済はさらに改善を続けると予想される」、12月の会合では、「新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続くなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとの、わが国経済はさらに改善を続けると予想される」、1月の会合では、「新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、外需の回復や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続くなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。特に、当面は、感染症の再拡大の影響から、対面型サービス消費を中心に下押し圧力の強い状態が続くとみられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとの、わが国経済はさらに改善を続けると予想される」、3月の会合では、「新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、外需の回復や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、

改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続くなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。特に、目先は、昨年秋以降の感染症再拡大の影響から、対面型サービス消費における下押し圧力は続くとみられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとので、わが国経済はさらに改善を続けると予想される」との見方をそれぞれ示した。

物価の現状については、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比でみて、10月の会合では、「感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などにより、小幅のマイナスとなっている」、12月と1月の会合では、「感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などにより、マイナスとなっている」、3月の会合では、「感染症や既往の原油価格下落の影響などにより、マイナスとなっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、10月から1月の会合では、「当面、感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落の影響などが剥落していくことから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる」、3月の会合では、「当面、感染症や既往の原油価格下落の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落の影響などが剥落していくことから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる」との見方を示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合において、「弱含んでいる」と判断した。

(図表 38) 政策委員会の経済情勢についての判断

2年10月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が再開するもとの、持ち直している。
12月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、持ち直している。
3年1月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。
3月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。

### (金融政策運営)

金融政策運営面では、10月から1月の会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を継続することとした(図表39)。

#### (長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入を行う。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する<sup>8</sup>。

3月の会合では、後述する「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、以下の金融市場調節方針を決定した。

#### (長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

<sup>8</sup> 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入を実施する。

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。

資産買入れ方針については、10月の会合では、以下の方針を継続することとした。

#### (資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、3年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

12月の会合では、後述する新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長と運用面の見直しを行い、以下の資産買入れ方針を決定した。

#### (資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、3年9月末までの間、C P・社債等の合計で15

兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

1月の会合では、上記の資産買入れ方針を継続した。

3月の会合では、後述する「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ - R E I Tについて、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② C P等、社債等については、3年9月末までの間、合計で約 20 兆円の残高を上限に、買入れを行う。

12月の会合では、新型コロナウイルス感染症への警戒感が続くなかで、当面、企業等の資金繰りにはストレスがかかり続けるとみられることを踏まえ、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムについて、期限を半年間延長するとともに、運用面の見直しを行うこととし、以下の決定を行った。なお、今後の感染症の影響を踏まえ、必要があれば、さらなる延長を検討することとした。

(C P・社債等の増額買入れ)

C P・社債等の増額買入れの期限を半年間延長し、3年9月末までとする。

C P・社債等買入れについては、引き続き、合計約 20 兆円の残高を上限に買入れを実施するが、このうち、追加買入枠については、C P等と社債等の合計で 15 兆円とし、市場の状況に応じて、それぞれに配分することとする<sup>9</sup>。

(新型コロナ対応金融支援特別オペ)

新型コロナ対応金融支援特別オペの期限を半年間延長し、3年9月末までとする。あわせて、民間金融機関が独自に行っている中小企業等への新型コ

---

<sup>9</sup> 従来、追加買入枠は、C P等、社債等、それぞれに 7.5 兆円としていた。なお、追加買入枠以外のC P等、社債等については、それぞれ約 2 兆円、約 3 兆円の残高を維持する。

コロナ対応融資を一層積極的に支援するため、同オペの対象となる適格融資のうち、プロパー融資にかかる一金融機関当たりの上限（1,000億円）を撤廃することとする。

また、新型コロナウイルス感染症の影響により、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想される状況を踏まえ、経済を支え、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行うこととした。その際、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、現在まで適切に機能しており、その変更は必要ないと考え、この枠組みのもとで、各種の施策を点検し、3年3月の金融政策決定会合を目途にその結果を公表することとした。

3月の会合では、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行った。その結果、基本的な政策の考え方としては、2%の「物価安定の目標」を実現するため、持続的な形で、金融緩和を継続していくとともに、経済・物価・金融情勢の変化に対して、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応していくことが重要であると判断した。

こうした観点から、以下の対応を行うこととした。

- ① 金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設する。
- ② イールドカーブ・コントロールについて、平素は柔軟な運営を行うため、長期金利の変動幅は±0.25%程度であることを明確化する。同時に、必要な場合に強力に金利の上限を画すため、「連続指値オペ制度」を導入する。
- ③ ETFおよびJ-REITについて、新型コロナウイルス感染症の影響への対応のための臨時措置として決定したそれぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限を、感染症収束後も継続することとし、必要に応じて、買入れを行う。

先行きの金融政策運営について、10月から1月の会合では、「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。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。3月の会合では「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。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。

このほか、1月の会合では、「貸出増加を支援するための資金供給」および「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、貸付実行期限を1年間延長することを決定した。

(図表39) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
＜「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」＞	
2年10月29日	<p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した<sup>(注1)</sup>。</p> <p>(長短金利操作＜イールドカーブ・コントロール＞)</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。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する<sup>(注2)</sup>。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>② C P等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、3年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。</p> <p>また、先行きの金融政策運営に関して以下の考え方を示した。</p> <p>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。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③E T FおよびJ-R E I Tの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。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。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。</p>
12月18日	<p>上記の金融市場調節方針および先行きの金融政策運営に関する考え方を維持し、以下の資産買入れ方針を決定した<sup>(注3)</sup>。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>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。</p> <p>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</p>

	<p>増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う。</p> <p>② CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、3年9月末までの間、CP等、社債等の合計で15兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。</p> <p>新型コロナウイルス感染症への警戒感が続くなかで、当面、企業等の資金繰りにはストレスがかかり続けるとみられることを踏まえ、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムについて、期限を半年間延長するとともに、運用面の見直しを行うこととし、以下の決定を行った。なお、今後の感染症の影響を踏まえ、必要があれば、さらなる延長を検討することとした。</p> <p>(CP・社債等の増額買入れ)<sup>(注4)</sup></p> <p>CP・社債等の増額買入れの期限を半年間延長し、3年9月末までとする。CP・社債等買入れについては、引き続き、合計約20兆円の残高を上限に買入れを実施するが、このうち、追加買入枠については、CP等と社債等の合計で15兆円とし、市場の状況に応じて、それぞれに配分することとする。</p> <p>(新型コロナ対応金融支援特別オペ)<sup>(注5)</sup></p> <p>新型コロナ対応金融支援特別オペの期限を半年間延長し、3年9月末までとする。あわせて、民間金融機関が独自に行っている中小企業等への新型コロナ対応融資を一層積極的に支援するため、同オペの対象となる適格融資のうち、プロパー融資にかかる一金融機関当たりの上限(1,000億円)を撤廃することとする。</p> <p>また、新型コロナウイルス感染症の影響により、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想される状況を踏まえ、経済を支え、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行うこととした。その際、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、現在まで適切に機能しており、その変更は必要ないと考え、この枠組みのもとで、各種の施策を点検し、3年3月の金融政策決定会合を目的にその結果を公表することとした。</p>
3年1月21日	<p>上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した<sup>(注6)</sup>。</p>
3月19日	<p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を決定した<sup>(注7)</sup>。</p> <p>(長短金利操作&lt;イールドカーブ・コントロール&gt;)</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>② CP等、社債等については、3年9月末までの間、合計で約20兆円</p>

	<p>の残高を上限に、買入れを行う。</p> <p>また、先行きの金融政策運営に関して以下の考え方を示した。</p> <p>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。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。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。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。</p> <p>「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行った。その結果、基本的な政策の考え方としては、2%の「物価安定の目標」を実現するため、持続的な形で、金融緩和を継続していくとともに、経済・物価・金融情勢の変化に対して、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応していくことが重要であると判断した。</p> <p>こうした観点から、以下の対応を行うこととした。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設する。</li> <li>② イールドカーブ・コントロールについて、平素は柔軟な運営を行うため、長期金利の変動幅は±0.25%程度であることを明確化する。同時に、必要な場合に強力に金利の上限を画すため、「連続指値オペ制度」を導入する。</li> <li>③ ETFおよびJ-REITについて、新型コロナウイルス感染症の影響への対応のための臨時措置として決定したそれぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限を、感染症収束後も継続することとし、必要に応じて、買入れを行う。</li> </ol>
<p>&lt;その他&gt;</p>	
<p>2年12月18日</p>	<p>新型コロナウイルス感染症への対応として、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領」の一部改正等について決定した<sup>(注8)</sup>。</p>
<p>3年1月21日</p>	<p>貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していく観点から、「貸出増加を支援するための資金供給」および「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、貸付実行期限を1年間延長することを決定した<sup>(注9)</sup>。</p>
<p>3月19日</p>	<p>より効果的で持続的な金融緩和を実施していく観点から、「貸出促進付利制度基本要領」の制定等について決定した<sup>(注10)</sup>。</p>

(注1) 金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注2) 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

(注3) 金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注4) 全員一致で決定された。

(注5) 全員一致で決定された。

(注6) 金融市場調節方針は賛成7反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注7) 金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注8) 全員一致で決定された。

(注9) 全員一致で決定された。

(注10) 全員一致で決定された。

## (2) 「経済・物価情勢の展望」

### (「経済・物価情勢の展望(令和2年10月)」)

10月の会合では、2年度から4年度を対象とする「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)に関する議論を行った。

まず、4年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が再開するもとの持ち直している。海外経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直している。そうしたもとの輸出や鉱工業生産は増加している。一方、企業収益の悪化を背景に、設備投資は減少傾向にある。雇用・所得環境をみると、感染症の影響が続くなかで、弱い動きがみられている。個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費は依然として低水準となっているが、全体として徐々に持ち直している。住宅投資は緩やかに減少している。公共投資は緩やかな増加を続けている。この間、企業の業況感は、大幅に悪化したあと、幾分改善している。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品、以下同じ)の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、Go Toトラベル事業の影響などにより、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含んでいる。
- ② 先行きのわが国経済は、経済活動が再開し、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が残るなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとの、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。この中心的な見通しでは、先行き、感染対策と経済活動の両立に向けた取り組みが進展するもとの、広範な公衆衛生上の措置が再び導入されるような感染症の

大規模な再拡大はないこと、また、見通し期間の終盤にかけて感染症の影響が概ね収束していくこと、を想定している。さらに、わが国において、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮される、と考えている。こうしたもとの見通しを、やや詳しくみると、まず、先行きの海外経済は、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、改善を続けるが、感染症への警戒感が残るなかでは、そのペースは緩やかなものにとどまるとみられる。その後、見通し期間の終盤にかけては、感染症の影響が概ね収束していくもとで、世界的に製造業の生産活動の回復が続くほか、対面型サービス消費なども次第に回復することから、改善が続くと予想される。わが国の輸出は、財については、当面、自動車関連を中心に増加するが、その後は、世界的に感染症の影響が和らぐにつれて、資本財なども含め、幅広く増加していくとみられる。サービス輸出であるインバウンド消費については、入国制限がかかり続ける間、落ち込んだ状態が続くとみられるが、その後は、入国制限が徐々に緩和されていくのに伴い、回復していくと予想される。個人消費は、政府の経済対策などにも支えられて、持ち直しを続けるとみられるが、感染症への警戒感が続くもとでは、対面型サービス消費を中心にそのペースはかなり緩やかなものにとどまると予想される。その後は、新しい生活様式への適応が進み、感染症の影響が和らぐもとで、雇用者所得の改善にも支えられて、増加基調が次第に明確になっていくと考えられる。雇用・所得環境については、政府の経済対策や緩和的な金融環境などが雇用を下支えするものの、企業収益の悪化や労働需給の緩和を背景に、当面、下押し圧力がかかるとみられる。その後は、内外需要の回復に伴い、雇用・所得環境も改善基調に転じていくと考えている。設備投資は、感染症の影響を強く受ける業種を中心に、当面、減少傾向が続くとみられる。もともと、緩和的な金融環境が維持されるもとで、グローバル金融危機時のような大規模な調整には至らず、感染症の影響が和らぐなかで、企業収益の改善に伴い、緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、公共投資は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事の進捗を反映して着実に増加したあと、高めの水準で推移すると予想している。

- ③ 消費者物価の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落、G o T o T

ラベル事業<sup>10</sup>の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられる。感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで、景気感応的な財やサービスの価格が下押しされるほか、既往の原油価格下落も、エネルギー価格を通じて消費者物価を押し下げると考えられる。そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率も、引き続き弱含むと考えられる。その後、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力は次第に減衰していくと予想される。加えて、原油価格下落の影響なども剥落していくとみられる。そうしたもとで、消費者物価の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。

- ④ 日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進している。加えて、3月以降は、感染症への対応として、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に向けて、各種の強力な金融緩和措置を実施している<sup>11</sup>。また、政府は、信用保証協会による保証を利用した融資制度や資本金性を資金を供給する制度など、企業等の資金繰りを支援するための各種の施策を講じている。民間金融機関も積極的に金融仲介機能を果たしている。そうしたもとで、企業の資金繰りには厳しさがみられるが、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている。金融市場も、依然、神経質な状況にあるものの、ひと頃の緊張は緩和している。この先も、日本銀行・政府の措置や、そうしたもとでの民間金融機関の取り組みから、緩和的な金融環境が維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることは回避されると考えている<sup>12</sup>。

- ⑤ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因として、感染症の影響が収束するまでの間は、特に以下のような点に注意が必要である。経済情勢については、新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響、企業や家計の中長期的な成長期待、金融システムの状況といった要因がある。物価情勢につい

---

<sup>10</sup> G o T o トラベル事業による2年度と3年度の消費者物価への直接的な影響を、期間（2年8月から3年1月まで）などの前提に基づき試算すると、それぞれ-0.2%ポイント、+0.2%ポイントとなる。

<sup>11</sup> 「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた金融緩和の強化について」（2年3月16日）、「金融緩和の強化について」（2年4月27日）、「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」（2年5月22日）。

<sup>12</sup> 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

ては、以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶと考えられる。このほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、感染症の影響が、経済活動の需要・供給両面に及ぶもとの、企業の価格設定行動の不確実性、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の状況がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した<sup>13</sup>。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、先行き、「物価安定の目標」に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。当面は、感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで物価には下押し圧力がかかり、中長期的な予想物価上昇率も弱含むと考えられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していき、物価は徐々に上昇していくとみられる。また、中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。先行きの経済・物価の見通しは、感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、今回の見通しでは、広範な公衆衛生上の措置が再び導入されるような感染症の大規模な再拡大はないと想定していることに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、これらの点には大きな不確実性がある。リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった従来からの環境に加え、今般の感染症の影響もあって、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境

---

<sup>13</sup> 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。
- ④ 引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。
- ⑤ 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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、10月29日に公表した（背景説明を含む全文は10月30日に公表）。

#### （「経済・物価情勢の展望（3年1月）」）

1月の会合では、2年度から4年度を対象とする「展望レポート」に関する議論を行った。

まず、4年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。海外経済は、一部

で感染症の再拡大の影響がみられるが、持ち直している。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は増加を続けている。また、企業収益や業況感は、大幅に悪化したあと、徐々に改善している。設備投資は、業種間のばらつきを伴いながら、全体としては下げ止まっている。雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いている。個人消費は、基調としては徐々に持ち直しているが、足もとでは、飲食・宿泊等のサービス消費において下押し圧力が強まっている。住宅投資は緩やかに減少している。公共投資は緩やかな増加を続けている。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などにより、マイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含んでいる。

- ② 先行きのわが国経済は、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の回復や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続くなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。特に、当面は、感染症の再拡大の影響から、対面型サービス消費を中心に下押し圧力の強い状態が続くとみられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。この中心的な見通しでは、感染対策と経済活動の両立が図られるもとで、感染症の影響は、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の終盤にかけて概ね収束していくことを想定している。さらに、わが国において、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮される、と考えている。こうしたもとの見通しを、やや詳しくみると、まず、先行きの海外経済は、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、改善を続けるが、感染症への警戒感が続くなかでは、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。また、製造業の生産活動や貿易は増加基調を辿る一方、感染症の影響を受けやすい対面型サービス業の回復は緩やかなものとなるとみられる。その後、見通し期間の終盤にかけては、感染症の影響が概ね収束していくもとで、対面型サービス業などの回復も明確になることから、改善が続くと予想される。わが国の輸出は、財については、ペン

トアップ需要の一巡から自動車関連を中心に増勢は鈍化するものの、世界的な生産活動の回復などを背景に、資本財や情報関連なども含め、幅広く増加していくとみられる。サービス輸出であるインバウンド消費については、わが国での入国制限や海外での渡航制限がかかり続ける間、落ち込んだ状態が続くとみられるが、その後は、これらの制限が徐々に緩和されていくのに伴い、回復していくと予想される。個人消費は、政府の経済対策などにも支えられて、基調としては持ち直しを続けるとみられるが、当面は、感染症の再拡大の影響などから、対面型サービス消費を中心に下押し圧力が強い状態が続くと予想される。その後は、感染症の影響が徐々に和らぐもとので、雇用者所得の改善にも支えられて、増加基調が次第に明確になっていくと考えられる。雇用・所得環境については、政府の経済対策や緩和的な金融環境などが雇用を下支えするものの、低水準の企業収益や労働需給の緩和を背景に、当面、下押し圧力がかけるとみられる。その後は、内外需要の回復に伴い、雇用・所得環境も改善基調に転じていくと考えている。設備投資は、対面型サービス業の建設投資の減少は続くものの、輸出や生産の増加を受けた製造業の機械投資を中心に、持ち直していくとみられる。その後は、緩和的な金融環境や政府の経済対策、企業収益の改善に支えられて、増加していくと考えられる。この間、公共投資は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事などの進捗を反映して着実に増加したあと、高めの水準で推移すると予想している。政府消費は、追加経済対策における医療提供体制や検査・ワクチン接種体制の整備などを反映して、来年度にかけてははっきりとした増加が続くと見込まれる。

- ③ 消費者物価の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられる<sup>14</sup>。感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとので、景気感応的な財やサービスの価格が下押しされるほか、既往の原油価格下落も、エネルギー価格を通じて消費者物価を押し下げると考えられる。そうしたもとので、中長期的な予想物価上昇率も、引き続き弱含むと考えられる。その後、経済の改善に伴

---

<sup>14</sup> G o T o トラベル事業による消費者物価への直接的な影響を、一定の前提に基づき試算すると、2年度が-0.2%ポイント、3年度が+0.1%ポイント、4年度が+0.1%ポイントとなる。なお、大手キャリアによって公表された携帯電話通信料金の引き下げや新たなプランの設定については、消費者物価指数への反映方法次第でその影響が変わり得るため、今回の物価見直しには織り込んでいない。

い、物価への下押し圧力は次第に減衰していくと予想される。加えて、原油価格下落の影響なども剥落していくとみられる。そうしたもとの、消費者物価の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。

④ 日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進している。加えて、昨年3月以降は、感染症への対応として、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に向けて、各種の強力な金融緩和措置を実施している<sup>15</sup>。また、政府は、信用保証協会による保証を利用した融資制度や資本金性を供給する制度など、企業等の資金繰りを支援するための各種の施策を講じている。こうしたなか、民間金融機関は積極的に金融仲介機能を果たしている。そうしたもとの、企業の資金繰りには厳しさがみられるが、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている。金融市場も、ひと頃の緊張は緩和している。先行き、景気の改善ペースが緩やかなもとの、当面、企業等の資金繰りにはストレスがかかり続けるとみられるが、日本銀行・政府の措置や、民間金融機関の取り組みから、緩和的な金融環境が維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることは回避されると考えている<sup>16</sup>。

⑤ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因として、感染症の影響が収束するまでの間は、特に以下のような点に注意が必要である。経済情勢については、新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響、企業や家計の中長期的な成長期待、金融システムの状況といった要因がある。物価情勢については、以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶと考えられる。このほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、感染症の影響が、経済活動の需要・供給両面に及ぶもとの、企業の価格設定行動の不確実性、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の状況がある。

---

<sup>15</sup> 「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた金融緩和の強化について」（2年3月16日）、「金融緩和の強化について」（2年4月27日）、「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」（2年5月22日）、「当面の金融政策運営について」（2年12月18日、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長等を決定）。

<sup>16</sup> 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した<sup>17</sup>。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、先行き、「物価安定の目標」に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。当面は、感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで物価には下押し圧力がかかり、中長期的な予想物価上昇率も弱含むと考えられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していき、物価は徐々に上昇していくとみられる。また、中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。先行きの経済・物価の見通しは、感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、今回の見通しでは、感染症の影響は、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の終盤にかけて概ね収束していくと想定していることに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、これらの点には大きな不確実性がある。リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった従来からの環境に加え、今般の感染症の影響もあって、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。
- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、こ

---

<sup>17</sup> 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（25年1月22日）参照。

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。

- ④ 引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。
- ⑤ 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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、1月21日に公表した（背景説明を含む全文は1月22日に公表）。

### (3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した2年10月および3年1月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

#### イ. 2年12月の会合

(国際金融市場では、米国大統領選挙を通過したことやワクチンに関する前向きな動きもあって、センチメントが改善している)

国際金融市場について、委員は、米国大統領選挙を通過したことやワクチンに関する前向きな動きもあって、センチメントが改善しているとの認識で一致した。もっとも、委員は、株式市場では、依然としてボラティリティ指標が感染拡大前よりも高めの水準で推移している点などを指摘したうえで、金融市場の不安定化に繋がりにかぬ要因として、感染症の状況を含め、様々な不確実性があるとの見方を共有した。

(海外経済は、一部で感染症の再拡大の影響がみられるが、全体として持ち直している)

海外経済について、委員は、一部で感染症の再拡大の影響がみられるが、全体として持ち直しているとの認識で一致した。もっとも、何人かの委員は、海外経済の持ち直しの動きは、国ごとにばらつきがあるほか、産業ごとにみても、製造業はしっかりと持ち直す一方、非製造業、とりわけ対面型サービス業は、足もとの感染症の再拡大を受けて、業況悪化が懸念されるなど不均一であるとの見方を示した。

海外経済の先行きについて、委員は、各国・地域の積極的なマクロ経済政策にも支えられて、改善していくとみられるが、当面は、米欧を中心とした感染症の再拡大の影響もあって、改善ペースは緩やかで不均一なものとなる可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、先行き、感染症の帰趨に加え、米中間の緊張関係、英国とEUの通商交渉などのリスク要因もあり、不確実性が大きいと指摘した。

**（わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、持ち直している）**

景気の現状について、委員は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、持ち直しているとの認識で一致した。何人かの委員は、産業ごとのばらつきがみられる状況は続いているが、全体としては、財の動きに牽引されるかたちで、持ち直しの動きが続いているとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、感染症の再拡大の影響から、対面型サービス業については、持ち直しの動きが鈍化しているとの見解を述べた。

景気の先行きについて、委員は、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、緩やかな金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿ると考えられるが、感染症への警戒感が続く中で、そのペースは緩やかなものにとどまるとの認識で一致した。また、委員は、その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済は更に改善を続けるとの見解を共有した。

**（消費者物価の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などにより、マイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含んでいる）**

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などにより、マイナスとなっており、予想物価上昇率は弱含んでいるとの認識で一致した。

先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落、G o T o トラベル事業の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられるが、その後は、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落の影響なども剥落していくことから、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくとの認識を共有した。

**（金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている）**

わが国の金融環境について、委員は、日本銀行・政府の措置や民間金融機関による積極的な取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的であり、金融環境は全体として緩和した状態になっているとの認識で一致した。もともと、委員は、依然、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態にあるとの見解を共有した。

## ロ. 3年3月の会合

**(国際金融市場では、2月中旬にかけて、景気回復期待の高まり等を背景に、市場センチメントは改善傾向を辿ってきたが、その後は、米国の長期金利の急上昇などを受け、神経質な動きがみられている)**

国際金融市場について、委員は、2月中旬にかけて、景気回復期待の高まり等を背景に、市場センチメントは改善傾向を辿ってきたが、その後は、米国の長期金利の急上昇などを受け、神経質な動きがみられているとの見方を共有した。

**(海外経済は、一部で感染症の再拡大の影響が残るものの、持ち直している)**

海外経済について、委員は、一部で感染症の再拡大の影響が残るものの、持ち直しているとの認識で一致した。何人かの委員は、国・地域によって、感染症やワクチン接種の状況に差異がみられており、持ち直しの動きは不均一であるとの見方を示した。

海外経済の先行きについて、委員は、感染症の影響が次第に薄れていくもとの、先進国を中心とした積極的なマクロ経済政策にも支えられて、改善していくとみられるが、ワクチンの普及ペースの違いなどを背景に、改善ペースは各国間で不均一なものとなる可能性が高いとの認識を共有した。

**(わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している)**

景気の現状について、委員は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直しているとの認識で一致

した。何人かの委員は、昨年後半はプラス成長が続いたが、昨秋以降の感染再拡大を背景とした、対面型サービスにおける下押し圧力を受けて、1～3月はいったんマイナス成長になる可能性が高いとの見方を示した。もっとも、複数の委員は、幅広いセクターで経済活動が抑制された昨年春とは異なり、対面型サービス以外の経済活動は相応に維持されているとの意見を述べた。

景気の先行きについて、委員は、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の回復や緩やかな金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられるが、感染症への警戒感が続く中で、そのペースは緩やかなものにとどまるとの認識を共有した。委員は、特に、目先は、昨年秋以降の感染症再拡大の影響から、対面型サービス消費における下押し圧力は続くとみられるとの見方で一致した。また、委員は、その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済はさらに改善を続けるとの見解を共有した。

**（消費者物価の前年比は、感染症や既往の原油価格下落の影響などにより、マイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含んでいる）**

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、感染症や既往の原油価格下落の影響などにより、マイナスとなっており、予想物価上昇率は弱含んでいるとの認識で一致した。

先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられるが、その後は、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落などの影響も剥落していくことから、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくとの認識を共有した。

**（金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている）**

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態にあるとの認識で一致した。もっとも、

委員は、日本銀行・政府の措置や金融機関の積極的な取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的であり、金融環境は全体として緩和した状態になっているとの見解を共有した。

#### (4) より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検

3月の会合では、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、その基本的見解を以下のとおり取りまとめた。

##### (点検結果)

##### ① 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向

日本銀行が平成28年9月に「総括的検証」を踏まえて導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、次の3点を目的としている。第1に、予想物価上昇率に関する適合的期待形成のメカニズムが強いもとの、2%の「物価安定の目標」の実現のために、需給ギャップがプラスの状況をできるだけ長く続けることである。第2に、金融緩和の長期化が見込まれるもとの、緩和の効果だけでなく副作用にも配慮しながら、適切な水準に金利をコントロールしていく枠組みを導入することである。第3に、オーバーシュート型コミットメントにより、予想物価上昇率に関するフォワード・ルッキングな期待形成を強めていくことである。

「総括的検証」以降も、①予想物価上昇率に関する複雑で粘着的な適合的期待形成のメカニズム、②弾力的な労働供給による賃金上昇の抑制、③企業の労働生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収などから、物価上昇率が高まりにくい状況が続いた。足もとでは、新型コロナウイルス感染症の影響により、物価に下押し圧力が加わっている。こうしたもとの、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、実質金利を低位で推移させ、資金調達コストの低下や良好な金融資本市場を通じて、金融環境を改善させた。その結果、需給ギャップはプラス幅を拡大し、雇用・所得環境が改善するもとの、物価上昇率はプラスの状況が定着した。また、需給ギャップが改善し、労働需給がタイト化したことで、女性や高齢者の労働参加が進み、企業は労働生産性を向上させた。このように、日本銀行の大規模な金融緩和のもとで、良好な経済情勢が続いた。また、その中で、日本経済の中長期的な課題についても、前向きな動きが進んだ。

2%の「物価安定の目標」を実現していくためには、引き続き、経済・物

価の押し上げ効果を発揮している「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続していくことが適当である。

## ② 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の政策効果

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、金利低下を通じて、経済・物価の押し上げ効果を発揮している。その際、①政策効果は、資金調達コストの低下や良好な金融資本市場などを通じて、波及している。②金利低下の経済・物価への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい。③超長期金利の過度な低下は、将来における広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。

## ③ 国債市場の機能度や金融仲介機能への影響

イールドカーブ・コントロールは、適切な水準に長短金利をコントロールしていく枠組みである。もっとも、金利の変動は、一定の範囲内であれば、金融緩和の効果を損なわずに、市場機能にはプラスに作用する。経済・物価情勢等に応じて、ある程度の金利変動を許容し、市場機能の維持と金利コントロールの適切なバランスを取ることが重要である。こうした観点から行った、30年7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」による、柔軟なイールドカーブ・コントロールの運営は、国債市場の機能度を維持する点で効果があった。

低金利の長期化に加えて、人口減少などの構造要因から、金融機関の基礎的収益力は低下傾向を続けており、今後も、そうした状況が続くとみられる。これまでも「金融システムレポート」を踏まえ「経済・物価情勢の展望」で、より長期的な視点から金融面の不均衡について点検している。すなわち、金融機関収益の下押しが長期化すると、①金融仲介機能が停滞方向に向うリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、②利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。

## ④ ETFおよびJ-REIT買入れの効果

ETFおよびJ-REIT買入れは、リスク・プレミアムに働きかけることを通じて、市場の不安定な動きを抑制している。さらに、買入れの効果は、金融市場の不安定性が強まるほど、また、買入れの規模が大きいほど、高まる傾向がある。すなわち、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的である。

#### ⑤ オーバーシュート型コミットメント

わが国においては、予想物価上昇率に関する複雑で粘着的な適合的期待形成のメカニズムが強いため、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、需給ギャップの改善を通じて、物価を押し上げていく必要がある。それと同時に、フォワード・ルッキングな期待形成も重要であり、これを強めていくため、28年9月にオーバーシュート型コミットメントを採用した。これは、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、マネタリーベースの拡大方針を継続することを約束するものである。消費者物価上昇率の「見通し」ではなく、「実績値」に基づいて金融緩和の継続を約束する非常に強力なコミットメントにより、2%の「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることを狙っている。今回、このコミットメントが実践している「埋め合わせ戦略」について、経済モデルを用いて点検を行った。その結果、この戦略をとることは、金融政策運営として適切であることが改めて確認された。引き続き、オーバーシュート型コミットメントを継続していく。

### （政策面での対応）

#### ① イールドカーブ・コントロールの運営

##### I. 貸出促進付利制度の創設

機動的かつ効果的な追加緩和の手段として、長短金利の引き下げは重要な選択肢である。その際には、金融仲介機能への影響に配慮しつつ行うことが適当である。こうした観点から、金利引き下げ時の金融機関収益へ及ぼす影響を、当該金融機関の貸出の状況に応じて一定程度和らげる仕組

みを導入する。すなわち、日本銀行が金融機関の貸出を促進する観点から行っている各種資金供給について、その残高に応じて一定の金利をインセンティブとして付与する制度（貸出促進付利制度）を創設し、このインセンティブが、短期政策金利と連動するようにする。

対象となる資金供給とインセンティブの組み合わせについては、3つのカテゴリーを設ける。今回、①カテゴリーⅠの適用金利を0.2%、対象を新型コロナ対応特別オペ（プロパー分）、②カテゴリーⅡの適用金利を0.1%、対象を新型コロナ対応特別オペ（プロパー分以外）、③カテゴリーⅢの適用金利をゼロ、対象を貸出支援基金および被災地オペ、とする。各カテゴリーの付利水準および対象となる資金供給は、今後の状況に応じて、必要があれば、決定会合で変更する。

また、この制度は、長短金利の引き下げという追加緩和手段の実効性を高めることに資するものである。市場参加者の間では、追加緩和手段として長短金利の引き下げを意識しない理由に、金融仲介機能への影響を挙げる向きが多いが、本制度により、金融仲介機能への影響に配慮しつつ、より機動的に長短金利の引き下げを行うことが可能となる。

あわせて、マイナス金利政策導入以降の金融機関の日銀当座預金の変動を踏まえ、実際の政策金利残高と完全裁定後の政策金利残高の乖離を縮小させるため、補完当座預金制度におけるマクロ加算残高の算出方法を調整する。

## II. 長期金利の変動幅についての明確化

30年7月に「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を行った際、市場機能の維持と金利コントロールの適切なバランスを取る観点から、長期金利（10年物国債金利）の変動幅については、「それまでの概ね±0.1%の幅から、上下にその倍程度変動しうる」こととした。その後、変動幅が結果的に狭くなることがあったことも踏まえ、長期金利の変動幅について明確化することとし、上下に±0.25%程度とする。なお、特に下限については、日々の動きの中で金利が一時的に下回るような場合に、そうした動きに厳格には対応しない。

### III. 連続指値オペ制度の導入

金利の大幅な上昇を抑制する方法としては、特定の年限の国債を固定金利で無制限に買い入れる指値オペがある。これをさらに強化するために、一定期間、指値オペを連続して行う「連続指値オペ制度」を新たに導入する。

### IV. 当面のイールドカーブ・コントロールの運営

長期金利については、±0.25%程度で変動することを想定している。また、超長期金利については、過度な低下は、長い目でみて、経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。もともと、特に、新型コロナウイルス感染症の影響が続くもとでは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先して、イールドカーブ・コントロールの運営を行っていく。

## ② 資産買入れ等

### I. E T FおよびJ-R E I Tの買入れ

E T FおよびJ-R E I Tの買入れについては、感染症の影響への対応のための臨時措置として決定したそれぞれ約 12 兆円および約 1,800 億円の年間増加ペースの上限を、感染症収束後も継続することとし、必要に応じて、買入れを行う。買入れを行ったときは、直ちに政策委員に報告する。

また、E T F買入れについては、今後、指数の構成銘柄が最も多いT O P I Xに連動するもののみを買入れることとする<sup>18</sup>。

### II. C P等、社債等の買入れ

C P等、社債等の買入れについては、令和3年9月末までの間、合計

---

<sup>18</sup> 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするE T Fについては、「日本銀行が定める基準に基づき適格とする指数に連動するよう運用される銘柄」についてのみ、買入れを継続する。

で約 20 兆円の残高を上限に、買入れを行うこととする。なお、感染症の影響への対応としての C P 等、社債等の買入れを終了した後も、一定の C P 等、社債等の買入れは継続する。

### III. 金融政策決定会合における金融機構局からの報告

今後、「経済・物価情勢の展望」を決定する金融政策決定会合（年 4 回）において、金融システムの動向について、金融機構局から報告を受けることとする。

以上のような内容の「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」の「基本的見解」を全員一致で決定し、3 月 19 日に公表した（背景説明も同日公表）。

## (5) 金融政策運営を巡る議論

### イ. 感染症の影響への対応

すべての会合において、委員は、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②円貨・外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFなどの買入れ、の「3つの柱」に基づく金融緩和措置は所期の効果を発揮しており、引き続き、この「3つの柱」により、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくことが適当であるとの認識を共有した。

10月の会合において、一人の委員は、先行きの経済・金融情勢には大きな不確実性がある中、「3つの柱」は、特別プログラムの総枠に余裕があることや、国債買入れに上限が無いこと、ETFなどの買入れも、市場の状況次第で大きく増額可能なことなどから、当面の様々な情勢変化にも柔軟に対応できる作りになっていることを強調した。この委員は、「3つの柱」により金融緩和を続けることは、経済の下支えを通じて「物価安定の目標」を実現することに繋がると続けた。ある委員は、先行きの不確実性が高いもとの、3月末に期限を迎える措置について、適切なタイミングで延期を含めた検討を行うべきとの意見を述べた。

12月の会合において、委員は、先行き、感染症への警戒感が続き、景気の改善が緩やかなもとでは、当面、企業等の資金繰りにはストレスがかかり続けるとの見方を共有した。こうした状況を踏まえ、委員は、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長を決定し、引き続き、企業等の資金繰りを支援することが適当であるとの判断で一致した。多くの委員は、感染症が再拡大し不確実性が依然として高いもとの、早めに特別プログラムの延長の方針を示すことは、同プログラムを利用する金融機関や借手企業等に対して安心感を与え、資金繰り面でのストレスを緩和することに繋がるとの認識を示した。何人かの委員は、政府が今回の新たな経済対策で、資金繰り支援も含め更に経済を支えていく方針を示していることを指摘した。また、何人かの委員は、特別プログラムの延長を機に、運用面で見直すべき点があれば、併せて行うことが望ましいと述べた。

こうした委員の意見を踏まえ、議長は、執行部に対し、特別プログラムの延長と運用面の見直しについて、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。

- 特別プログラムの期限については、①半年間延長し、3年9月末までとすること、②今後の感染症の影響を踏まえ、必要があれば、さらなる延長を検討する旨も明らかにすること、が考えられる。
- 特別プログラムの運用面の見直しとして、具体的には次の措置が考えられる。
  - ・CP・社債等の増額買入れについて、残存期間の長い社債残高が相対的に積み上がりやすいため、これまで、それぞれ7.5兆円としていた追加買入枠を合算して、市場の状況に応じて、CP等、社債等いずれにも配分し得るかたちにする。
  - ・新型コロナ対応金融支援特別オペについて、民間金融機関が独自に行っている中小企業等への新型コロナ対応融資を一層積極的に支援するため、同オペの対象となる適格融資のうち、プロパー融資にかかる一金融機関当たりの上限1,000億円を撤廃する。

執行部の説明を踏まえて、委員は、特別プログラムの期限を半年間延長するとともに、提示された運用面の見直しを行うことが適当であるとの考えで一致した。

1月の会合において、ある委員は、一連の強力な金融緩和により、緩和的な金融環境はしっかりと維持されていると指摘した。一人の委員は、多くの企業が年度内の資金繰りに目途を付けているとみられ、手元資金を厚めに確保していた企業も多い中、緊急事態宣言の再発出を受けた資金需要の増加は限定的なものにとどまっているとの見方を示した。

#### ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続

10月から1月の会合において、大方の委員は、以下の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の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する。」

また、3月の会合において、大方の委員は、以下の金融市場調節方針と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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。」

一方、10月の会合において、ある委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。また、12月から3月の会合において、この委員は、物価下押し圧力の強まりへの対応と、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

長期国債以外の資産の買入れについて、10月から1月の会合において、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。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、②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持することに加え、10月の会合では、3年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行うこと、12月と1月の会合では、3年9月末までの間、合計で15兆円の残高を上限に、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。また、3月の会合において、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、3年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、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、すべての会合において、委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、との考え方を共有した。

また、すべての会合において、委員は、引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨・外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくとの認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、すべての会合において、委員は、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ことで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

一方、10月の会合において、一人の委員は、新型感染症の深刻な影響を念頭におくと、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、デフレの定着を容認せず、かつ具体的な条件下で行動することを約束する観点から、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとして反対した。また、12月から3月の会合において、この委員は、デフレへの後戻りを回避するためにも、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付け、具体的な条件下で行動することが約束されている内容に修正することが適当であるとして反対した。

## ハ. より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検

### （「点検」実施の経緯）

12月の会合において、委員は、感染症の影響により、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想されるもとで、経済を支え、2%の「物価安定の目標」を実現していく必要があるという認識のもとで、やや長い目でみた対応について議論を行った。何人かの委員は、感染症の影響により、2%の「物価安定の目標」の実現には時間がかかる可能性が高いとの見方を示した。何人かの委員は、感染症の抑制と経済活動の両立というウィズ・コロナのもとでの状況を踏まえ、2%の目標をどのように実現していくか、これまでの政策効果を改めて分析したうえで、総合的に検討することが必要ではないかとの趣旨を述べた。

委員は、平成28年夏の総括的な検証を経て導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、現在まで適切に機能しており、その変更は必要ないとの認識を共有した。多くの委員は、この枠組みを前提に、資産買入れやイールドカーブ・コントロールの運営などの各種の施策について、点検を行うことが適当であるとの見解を示した。ある委員は、金融緩和の効果と副作用を点検し、必要に応じて持続性や効果を高める改善を図るべきであると述べた。

何人かの委員は、資産買入れやイールドカーブ・コントロールの運営について意見を述べた。ETFなどの買入れについて、複数の委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の一環として、これまで大きな役割を果たしてきており、引き続き必要な施策であるとの考えを述べた。複数の委員は、当面、積極的な買入れを維持するとともに、金融緩和が長期化する中、市場機能への影響や本行財務の安定性にも配意し、市場の状況に応じた柔軟な調整の余地を探るべきであるとの趣旨を述べた。次に、イールドカーブ・コントロールの運営について、複数の委員は、柔軟な運営により持続性を高めつつ、起こり得る経済・物価・金融情勢の変化に対して、効果的に対応できるよう備えておくことが必要であると述べた。

こうした議論を経て、委員は、2%の目標を実現する観点から、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行うことが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、今回の点検の目的が、2%の実現に向けて金融緩和を続けていくことにある点を明確にしていくことが重要であると強調した。大方の委員は、これまで日本銀行がコミットしている点、すなわち2%の目標やそれに向けたオーバーシュート型コミットメント、更に政策金利についてのガイド

ンスを見直すことは必要ないとの認識を共有した。そのうえで、委員は、点検の結果は、3年3月の金融政策決定会合を目途に公表すること、また、点検の実施については、12月会合の結果と一緒に公表することが適当との意見で一致した。

### （「点検」作業の方向性）

1月の会合において、委員は、「2%の『物価安定の目標』を実現するためのより効果的で持続的な金融緩和の点検」について議論を行った。議論に先立ち、議長は、執行部に対し、点検作業の主なテーマについて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。①「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が金融環境や経済・物価に及ぼした効果について、点検する。その際、イールドカーブ・コントロールの運営や資産買入れなどの効果に加え、最近の物価変動のメカニズムについても点検を行う。②金融緩和が金融仲介機能や金融市場の機能度へ与える影響についても改めて点検する。

委員は、執行部から説明のあった点検作業のテーマは適切なものであるとの認識を共有した。ある委員は、大規模な金融緩和が金融環境や経済・物価情勢に及ぼした効果について、28年に実施した「総括的検証」を踏まえつつ、イールドカーブ・コントロールの運営や資産買入れなどの施策が所期の効果を挙げているか、点検する必要があるとの見解を示した。

そのうえで、委員は、点検では、副作用をできるだけ抑えながら、より効果的な金融緩和を実施するために、費用対効果の面でより効果的な運用ができないか模索する必要があるとの見解を共有した。また、委員は、点検においては、平素の政策運営で持続性を高めると同時に、情勢変化に応じて機動的に対応できるようにするにはどうすればよいのか、考える必要があるとの認識で一致した。一人の委員は、これまで必要な修正を加えながら、現在でも有効に機能している政策の大枠は維持しつつ、イールドカーブ・コントロールやETF等の買入れにおいて、より弾力的でメリハリのある運用が重要との見解を述べた。ある委員は、イールドカーブ・コントロールについては、過度なフラット化の回避や、必要な時に躊躇なく金利を引き下げられる工夫がないか、ETF等買入れについては、一段と弾力的な買入れを行い、大きなショックが発生した時には大規模な買入れを

実行できるような工夫がないか、検討に値するとの見解を示した。別の委員は、10年物国債金利が、現行の金融市場調節方針と整合的なかたちで、上下にある程度の範囲で変動することは、市場機能を通じて金融機関の運用ニーズを満たすことで金融システムの安定に資すると述べた。

更に、委員は、点検の重点は副作用対策ではなく、副作用に配慮しながら如何に効果的な対応を機動的に行うかにあるとの認識で一致した。複数の委員は、運用面の見直しや副作用への対応が、金融緩和姿勢の後退と誤解されないよう、適切にコミュニケーションすべきであると指摘した。

### （「点検」の結果）

3月の会合において、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」について、以下のような議論を行い、その基本的見解を前述（4）のとおり取りまとめ、全員一致で決定した。

政策効果について、委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、想定したメカニズムに沿って効果を発揮しているとの認識で一致した。複数の委員は、現在の金融緩和政策が効果を発揮するもとも、物価上昇率が高まりにくい状況が続いた主因は、複雑で粘着的な適合的期待形成が強いもとで、デフレの期間中に根付いた物価観の転換に時間がかかることにあるとの見方を示した。国債市場の機能度への影響について、何人かの委員は、イールドカーブ・コントロールの持続的な運営には、市場機能の維持と金利コントロールのバランスが重要であるが、ある程度の範囲内の金利変動は、金融緩和の効果を損なわないことを改めて確認できたとの認識を示した。金融仲介機能への影響について、何人かの委員は、金融システムへの副作用は時間の経過とともに累積していくため、金融システムの動向をつぶさに評価していく必要があるとの考えを述べた。ETF等の買入れについて、何人かの委員は、分析の結果は、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的であることを示しているとの見解を述べた。オーバーシュート型コミットメントについて、何人かの委員は、金融緩和を長い期間にわたって継続することを明確にするうえで、「埋め合わせ戦略」としてのオーバーシュート型コミットメントは非常に重要であるとの見方を示した。

以上の議論を踏まえて、委員は、政策面での対応について議論した。

基本的な政策の考え方について、委員は、2%の「物価安定の目標」の実現のためには、引き続き、経済・物価の押し上げ効果を発揮している「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、強力な金融緩和を継続していくことが適当であるとの認識で一致した。委員は、そのためには、持続的なかたちで、金融緩和を継続していくとともに、経済・物価・金融情勢の変化に対して、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応していくことが重要であるとの判断を共有した。

こうした観点から、より効果的で持続的な金融緩和のための政策対応について、さらに議論を行った。

イールドカーブ・コントロールの運営について、多くの委員は、金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うことが可能となる仕組みを設けることが適当であるとの見解を述べた。また、委員は、執行部から説明のあった補完当座預金制度上のマクロ加算残高の算出方法の見直しを行うことは、マイナス金利政策の円滑な運営に資するとの認識で一致した。委員は、長期金利の変動幅についても議論を行った。複数の委員は、平素は柔軟なイールドカーブ・コントロールの運営を行うために、長期金利の変動幅を金融市場調節方針と整合的なかたちで明確化することが適当であるとの意見を述べた。そのうえで、これらの委員は、変動幅は「±0.25%程度」といったかたちで、公表文において明示することが考えられると述べた。何人かの委員は、緩和効果を発揮していくためには、長期金利の変動幅の上限については、厳格に対応することが適当であるとの見方を示した。何人かの委員は、変動幅の下限については、金利が一時的に下回るような場合には、そうした動きに厳格には対応する必要はないとの考えを述べた。そのうえで、当面のイールドカーブ・コントロールの運営について、委員は、特に、感染症の影響が続くもとでは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先するのが適当であるとの認識で一致した。ETFおよびJ-R E I T買入れについて、大方の委員は、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的であるという分析の結果を踏まえ、これまで以上にメリハリのある買入れを行うことで、買入れの持続性と機動性を高めることが適当であるとの見解を共有した。複数の委員は、必要に応じて買入れを行う場合、執行部の裁量が大きくなるため、買入れを行ったときは、直ちに政策委員に報告

を行うことが適当であると指摘した。また、何人かの委員は、ETF買入れについて、一部の銘柄の株式の間接保有比率が偏って高まることを避けるために、買入れ対象を見直し、今後は構成銘柄が最も多いTOPIX連動のみとすることが考えられるとの意見を述べた。この他、何人かの委員は、金融緩和が長期間続くと見込まれることを踏まえ、金融システムの動向に一層目配りしていく観点から、金融機構局に対して、金融政策決定会合における定期的な報告を求めることが適当であるとの意見を述べた。

こうした委員からの提案を踏まえ、議長は、執行部に対して、政策面での対応案を整理するよう指示した。

執行部は、以下を内容とする政策面での対応案の説明を行った。

#### (1) イールドカーブ・コントロールの運営

- ・金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うため、「貸出促進付利制度」を創設する。その概要は次のとおり。
  - 日本銀行が金融機関の貸出を促進する観点から行う各種資金供給について、その残高に応じて一定の金利をインセンティブとして付利し、このインセンティブが、短期政策金利と連動する。
  - 対象となる資金供給の種類によりインセンティブに差を設ける観点から、3つのカテゴリーを設ける。カテゴリーⅡの付利金利は短期政策金利の絶対値、カテゴリーⅠはそれより高い金利、カテゴリーⅢはそれより低い金利とする。
  - 今回、カテゴリーⅠの適用金利を0.2%、対象を新型コロナ対応特別オペ（プロパー分）、カテゴリーⅡの適用金利を0.1%、対象を新型コロナ対応特別オペ（プロパー分以外）、カテゴリーⅢの適用金利をゼロ%、対象を貸出支援基金および被災地オペ、とすることが考えられる。
- ・あわせて、実際の政策金利残高と完全裁定後の政策金利残高の乖離を縮小させるため、補完当座預金制度上のマクロ加算残高の算出方法を調整する。
- ・平素は柔軟な運営を行うため、長期金利の変動幅は「±0.25%程度」であることを明確化する。
- ・金利の上限を強力に画すため、一定期間、指値オペを連続して行う「連続指値オペ」を導入する。なお、下限は、一時的に下回るような場合に、厳

格には対応しない。

- ・当面、感染症の影響が続くもとでは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先して運営する。

## (2) E T FおよびJ-R E I T買入れ

- ・感染症の影響への対応の臨時措置として決定した年間増加ペースの上限を継続し、そのもとで、必要に応じて、買入れを行う。買入れを行ったときは、直ちに政策委員に報告を行う。
- ・E T Fについては、今後T O P I X連動のみを買入れる。設備・人材E T Fは、「基準に基づき適格とする指数に連動するよう運用される銘柄」のみ買入れる。

## (3) 金融機構局からの報告

- ・今後、年4回の展望レポートを決定する金融政策決定会合において、金融機構局から報告を受ける。

## (4) C P等、社債等買入れ

- ・買入れ方針簡略化の観点から、「3年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行う」とする。なお、感染症の影響への対応としての買入れ終了後も、一定の買入れは継続する。

委員は、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくため、執行部が整理したかたちで、政策面での対応を講じることが適当であるとの見解で一致した。複数の委員は、今回の対応は持続性を高めるほか、機動的かつ効果的に対応できるようになる点で、金融緩和の枠組みの強化になるとの考えを示した。これらの委員は、長期金利の変動幅について、今回、「±0.25%程度」と示すのは、あくまで、これまでの「概ね±0.1%の倍程度」というある程度幅を持った概念の明確化であるとの意見を述べた。何人かの委員は、副作用への配慮は、あくまで効果的な金融緩和を機動的に行うためのものであり、副作用対応のみを捉えて、緩和姿勢の後退と誤解されないようにする必要があると指摘した。

## 二. 金融政策運営上の留意点

この間、委員は、金融政策運営上の留意点として、金融市場の動向、金融システムの動向、日本経済や企業の成長力について議論を行った。

金融市場の動向については、12月の会合において、複数の委員は、足もとの市場センチメントの改善は、ワクチンへの期待が先行している面もあることから、金融市場が大きく変動するリスクには引き続き注意が必要であると指摘した。3月の会合では、ある委員は、米国の長期金利の上昇について、大規模な財政出動やワクチン接種の拡大に伴う経済の持ち直し期待の高まりが背景とみられるとの意見を述べた。複数の委員は、今後、米国の長期金利が過度に上昇する場合には、住宅投資の減少を通じた米国経済の下押しや新興国からの資金流出等が生じるリスクがあり、注意が必要であるとの見方を示した。

金融システムの動向については、10月の会合において、ある委員は、経済の回復ペースが遅れれば、企業の信用リスクの顕在化を通じて、金融システムに影響を及ぼす可能性に十分注意する必要があるとしたうえで、政府と中央銀行、および主要中央銀行間での情報交換や協力関係を堅持しつつ、必要に応じて迅速かつ適切な政策対応を行う必要があるとの見解を述べた。1月の会合では、一人の委員は、現時点では、企業の資金繰りに全体として急激なストレスがかかる可能性は高くないとみられるが、感染症の再拡大により、対面型サービス業を中心に企業財務が悪化するリスクがあり、金融システムの動向を含め、十分な留意が必要と指摘した。

日本経済や企業の成長力については、10月の会合において、一人の委員は、企業の資金繰りをしっかり支えることは有益である一方、危機対応が長期化するほど持続的な成長に向けた構造改革を遅らせるといった可能性には留意すべきであると述べた。ある委員は、企業による付加価値の創出に向けた取り組みを支援するため、M&Aのための資金調達や投資非適格企業による起債などを含め、より多くの成長投資資金が企業に流れる仕組みの整備を支援することが重要であると述べた。12月の会合では、複数の委員は、わが国の中小企業等は、生産性向上余地が大きく、デジタル化などにより経営改善を図っていくことは、日本経済の成長力強化の観点からも重要であるとの認識を示した。1月の会合では、ある委員は、研究開発投資や事業ポートフォリオ改革、デジタル化、脱炭素化への取り組みといった、未来の成長のための企業行動を後押しすることが重要であると述べた。

## (6) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>19</sup>

2年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、①CP・社債等の増額買入れの延長、②新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションの延長等、③貸出増加支援資金供給等の延長、④貸出促進付利制度の創設等、⑤ETFおよびJ-REITの買入れの運営、である。

### イ. CP・社債等の増額買入れの延長

12月の会合において、新型コロナウイルス感染症への対応として、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、CP・社債等の増額買入れの期限を半年間延長し、3年9月末までとすることとし、これに基づき、「商業・ペーパーおよび社債等買入基本要領」の一部改正を決定した。

### ロ. 新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションの延長等

12月の会合において、新型コロナウイルス感染症への対応として、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションの期限を半年間延長し、3年9月末までとしたほか、民間金融機関が独自に行っている中小企業等への新型コロナ対応融資を一層積極的に支援するため、同オペの対象となる適格融資のうち、プロパー融資にかかる一金融機関当たりの上限（1,000億円）を撤廃することとした。これに基づき、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領」の一部改正等を決定した。

### ハ. 貸出増加支援資金供給等の延長

1月の会合において、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していく観点から、「貸出増加を支援するための資金供給」および「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、貸付実行期限を1年間延長することとし、これに基づき、「貸出支援基金運営基本要領」

<sup>19</sup> 決定の詳細はⅢ. 1. 金融政策運営に関する決定事項等および2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

の一部改正等を決定した。

## 二. 貸出促進付利制度の創設等

3月の会合において、より効果的で持続的な金融緩和を実施していく観点から、金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設することとし、あわせて、マイナス金利政策導入以降の金融機関の日銀当座預金の変動を踏まえ、実際の政策金利残高と完全裁定後の政策金利残高の乖離を縮小させるため、補完当座預金制度におけるマクロ加算残高の算出方法を調整することとした。これに基づき、「貸出促進付利制度基本要領」の制定等を決定した。

## ホ. E T F および J - R E I T の買入れの運営

3月の会合において、より効果的で持続的な金融緩和を実施していく観点から、E T F および J - R E I T については、必要に応じて、買入れを行い、買入れを行ったときは、直ちに政策委員に報告することとしたほか、E T F 買入れについては、今後、指数の構成銘柄が最も多い T O P I X に連動するもののみを買入れることとした<sup>20</sup>。これに基づき、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正等を決定した。

---

<sup>20</sup> 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とする E T F については、「日本銀行が定める基準に基づき適格とする指数に連動するよう運用される銘柄」についてのみ、買入れを継続することとした。

### 3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和2年度下期入り後、10月から1月の会合において、以下の金融市場調節方針のもとで、金融市場調節を行った。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利:10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の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する<sup>21</sup>。

3月の会合では、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、以下の金融市場調節方針のもとで、金融市場調節を行った。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

上記方針のもとで金融市場調節を行った結果、10年物国債金利は、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。この間、長期国債の保有残高は増加を続け、3月末時点では、495.8兆円となった(図表40)。

また、10月の会合では、以下の資産買入れ方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

---

<sup>21</sup> 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

- 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 兆円、約 3 兆円の残高を維持する。これに加え、3 年 3 月末までの間、それぞれ 7.5 兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

12 月の会合では、特別プログラムの延長と運用面の見直しを含む、以下の資産買入れ方針を決定し、1 月の会合では、この方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。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 兆円、約 3 兆円の残高を維持する。これに加え、3 年 9 月末までの間、C P 等、社債等の合計で 15 兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

3 月の会合では、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、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、社債等については、3年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行う。

上記方針に基づき買入れを行ったETF、J-REIT、CP等および社債等の3月末時点の残高は、それぞれ35.9兆円、6,669億円、2.9兆円、7.5兆円となった（図表40）。

「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の3月末時点の残高は、64.8兆円となった。貸出支援基金の運営状況について、「貸出増加支援資金供給」をみると、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、54.3兆円となった。また、「成長基盤強化支援資金供給」をみると、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、本則分については5.7兆円、米ドル特則分については218億米ドルとなった。「被災地金融機関支援資金供給オペ」の3月末時点の残高は、5,324億円となった。「国庫短期証券買入オペ」の3月末時点の残高は、34.2兆円となった（図表40）。

(図表 40) 金融市場調節手段等の残高

## (1) 資金供給

(億円)

	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	国庫短期 証券買入 オペ	共通担保 資金供給 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
31年									
4月末	4,647,069	21,975	32,261	252,262	5,203	72,660	5,603	0	0
元年									
5月末	4,689,352	21,970	32,750	256,030	5,236	80,004	3,367	0	0
6月末	4,659,494	22,133	31,550	262,366	5,260	84,416	4,259	0	0
7月末	4,694,367	21,850	31,593	266,293	5,260	85,016	3,061	0	0
8月末	4,740,187	21,611	32,229	271,711	5,270	77,690	3,244	0	0
9月末	4,693,821	21,917	31,429	274,695	5,355	87,088	5,296	0	0
10月末	4,746,987	21,814	32,381	279,170	5,317	85,506	7,516	0	0
11月末	4,785,169	21,689	32,775	279,428	5,387	76,846	6,216	0	0
12月末	4,719,439	21,982	31,908	282,509	5,529	71,986	5,997	0	0
2年									
1月末	4,753,521	22,073	32,577	285,114	5,552	86,242	6,998	0	0
2月末	4,797,640	21,819	32,940	288,719	5,575	104,031	7,021	0	0
3月末	4,735,414	25,519	32,208	297,189	5,753	101,854	12,270	0	0
4月末	4,789,601	32,606	33,939	312,103	5,935	115,533	13,371	0	0
5月末	4,828,271	40,666	38,303	322,512	6,032	151,473	3,961	0	0
6月末	4,788,539	44,376	41,008	327,585	6,151	259,263	1,900	0	0
7月末	4,844,737	46,684	45,138	335,191	6,241	377,957	3,061	0	0
8月末	4,902,832	48,735	49,831	339,936	6,293	410,328	2,802	0	0
9月末	4,853,804	42,568	53,483	341,862	6,421	401,953	3,801	0	0
10月末	4,913,667	44,851	57,409	347,718	6,376	403,607	2,801	0	0
11月末	4,976,643	41,800	61,929	351,389	6,469	371,350	1,404	0	0
12月末	4,943,141	43,702	64,646	353,005	6,505	389,963	4,651	0	0
3年									
1月末	4,990,495	45,338	69,029	355,722	6,535	353,985	3,951	0	0
2月末	5,047,843	42,720	73,360	357,058	6,554	328,524	3,951	0	0
3月末	4,957,770	28,765	74,985	358,796	6,669	342,109	4,851	0	0

(注1) 「国庫短期証券買入オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分（繰上償還を含む）を控除した額。

(億円<成長基盤強化支援資金供給(米ドル特則)  
・米ドル資金供給オペは100万米ドル>)

	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	東日本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	熊本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	新型コロナ 対応金融支援 特別オペ	成長基盤強化 支援資金供給 (円貨)	成長基盤強化 支援資金供給 (米ドル特則)	貸出増加 支援資金 供給	米ドル 資金供給 オペ	補完貸付
31年									
4月末	-	4,075	2,773	-	63,523	23,187	397,226	0	0
元年									
5月末	-	4,075	2,773	-	63,523	23,187	397,226	0	0
6月末	-	4,075	1,379	-	61,469	23,455	399,132	0	0
7月末	-	4,086	1,379	-	61,469	23,455	399,132	0	0
8月末	-	4,086	1,379	-	61,469	23,455	399,132	0	1
9月末	-	4,086	1,379	-	59,885	23,846	407,360	0	0
10月末	-	4,066	1,379	-	59,885	23,846	407,360	0	0
11月末	-	4,066	1,379	-	59,885	23,846	407,360	0	0
12月末	-	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,369	0	0
2年									
1月末	-	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,369	0	0
2月末	-	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,341	1	0
3月末	-	4,066	1,379	33,968	63,465	24,000	428,138	174,707	0
4月末	-	4,066	1,379	39,774	63,465	24,000	428,138	220,334	0
5月末	-	4,126	1,379	143,905	63,465	24,000	428,138	223,298	0
6月末	-	4,126	1,052	208,352	60,944	24,000	442,229	156,239	0
7月末	61	3,010	1,052	271,352	60,944	24,000	442,229	83,206	0
8月末	2,043	2,582	552	350,169	60,944	24,000	442,163	72,756	0
9月末	2,826	1,775	552	450,038	59,787	23,981	530,177	18,536	0
10月末	2,916	1,693	544	477,580	59,787	23,981	530,177	1,846	0
11月末	2,916	1,693	544	514,961	59,787	23,981	530,177	750	0
12月末	2,957	1,622	544	516,246	54,775	23,440	535,855	0	0
3年									
1月末	3,160	1,622	542	565,628	54,775	23,440	535,855	0	0
2月末	3,160	1,622	542	561,440	54,775	23,440	535,855	2	0
3月末	3,160	1,622	542	648,264	57,421	21,821	542,543	0	0

(注2) 「成長基盤強化支援資金供給(円貨)」の残高は、出資等に関する特則分および  
小口投融资に関する特則分を含む。

(2) 資金吸収・その他

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補完 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	
31年						
4月末	0	0	0	0	0	5,145,598
元年						
5月末	0	0	0	205	0	5,118,113
6月末	0	0	0	28	0	5,232,198
7月末	0	0	0	329	0	5,181,020
8月末	0	0	0	261	0	5,159,445
9月末	0	0	0	1,065	0	5,203,934
10月末	0	0	0	37	0	5,229,820
11月末	0	0	0	540	0	5,172,843
12月末	0	0	0	906	0	5,182,425
2年						
1月末	0	0	0	189	0	5,172,075
2月末	0	0	0	233	0	5,158,833
3月末	0	40,107	0	8,609	192,447	5,098,069
4月末	0	0	0	1,957	188,541	5,291,539
5月末	0	0	0	63	184,951	5,434,307
6月末	0	0	0	2,445	105,566	5,652,339
7月末	0	0	0	31	35,387	5,763,027
8月末	0	0	0	156	30,915	5,828,590
9月末	0	0	0	2,418	3,797	6,060,310
10月末	0	0	0	7	0	6,082,671
11月末	0	0	0	135	0	6,059,127
12月末	0	0	0	3,241	0	6,176,083
3年						
1月末	0	0	0	133	0	6,165,255
2月末	0	0	0	282	2	6,147,126
3月末	0	0	0	5,948	0	6,436,096

(注3) 「国庫短期証券売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

#### 4. 日本銀行のバランスシートの動き

令和3年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、714.6兆円（前年比+18.2%）となった（図表41）。

資産をみると、資産買入れを進めるなか、長期国債は495.8兆円（前年比+4.7%）となったほか、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）の残高も増加した。貸付金は、新型コロナ対応金融支援特別オペ等の増加により、125.8兆円（前年比2.3倍）となった。一方、負債をみると、当座預金は522.6兆円（前年比+32.2%）となった。発行銀行券、政府預金は、それぞれ116.0兆円（前年比+5.8%）、36.9兆円（前年比2.9倍）となった。売現先勘定は、米ドル資金供給用担保国債供給等の減少により、0.6兆円（前年比-97.5%）となった。

（図表41）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

—— 兆円、かっこ内は前年比%

	2年3月末	2年9月末	3年3月末
(資産)			
国債	485.9 (3.4)	530.0 (10.5)	532.2 (9.5)
[うち長期国債]	473.5 (3.0)	485.4 (3.4)	495.8 (4.7)
[うち短期国債]	12.4 (19.4)	44.6 (4.3倍)	36.4 (2.9倍)
コマーシャル・ペーパー等	2.6 (25.0)	4.3 (94.2)	2.9 (12.7)
社債	3.2 (0.4)	5.3 (70.2)	7.5 (2.3倍)
金銭の信託（信託財産株式） <sup>(注1)</sup>	0.7 (-18.9)	0.7 (-20.9)	0.6 (-20.2)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） <sup>(注2)</sup>	29.7 (19.9)	34.2 (24.5)	35.9 (20.7)
同（信託財産不動産投資信託） <sup>(注3)</sup>	0.58 (11.1)	0.64 (19.9)	0.67 (15.9)
貸付金 <sup>(注4)</sup>	54.3 (14.5)	104.9 (2.2倍)	125.8 (2.3倍)
外国為替	26.0 (3.9倍)	8.7 (30.1)	7.7 (-70.4)
資産計	604.5 (8.5)	690.0 (21.1)	714.6 (18.2)
(負債・純資産)			
発行銀行券	109.6 (1.9)	113.6 (6.0)	116.0 (5.8)
当座預金	395.3 (0.3)	487.5 (19.4)	522.6 (32.2)
政府預金	12.6 (-27.9)	47.2 (3.0倍)	36.9 (2.9倍)
売現先勘定	24.1 (126倍)	0.6 (5.8倍)	0.6 (-97.5)
負債・純資産計	604.5 (8.5)	690.0 (21.1)	714.6 (18.2)

(注1) 信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式(受渡しベース)など(未収配当金等を含む)。

(注2) 信託銀行を通じて買い入れた指数連動型上場投資信託受益権(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。

(注3) 信託銀行を通じて買い入れた不動産投資法人投資口(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。

(注4) 共通担保資金供給オペ、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)、貸出増加を支援するための資金供給、被災地金融機関を支援するための資金供給オペおよび新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペによる貸付金等の残高。

また、資産のうち、貸出支援基金は62.4兆円となった(図表42)。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は8.2兆円、貸出増加を支援するための資金供給は54.3兆円となった。

(図表42) 貸出支援基金の残高

— 億円

	2年3月末	2年9月末	3年3月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 <sup>(注)</sup>	89,276	85,079	81,580
貸出増加を支援するための資金供給	428,138	530,177	542,543
合計	517,414	615,256	624,123

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表41の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

元年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB(1年物)については、現金償還を受けた。

この間、資金供給において適切に担保を徴求したほか、各種の資産買入れにあたって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。