

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(令和2年10月28、29日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年10月28日(14:00～15:59)  
10月29日(9:00～12:05)

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	(〃)
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)
	中村豊明	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	阪田 渉	大臣官房総括審議官(28日)
	中西 健治	財務副大臣(29日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官(28日)
	赤澤 亮正	内閣府副大臣(29日)

(執行部からの報告者)

理事	内田 眞一
理事	清水 季子
理事	貝塚 正彰
企画局長	清水 誠一
企画局政策企画課長	飯島 浩太
金融市場局長	大谷 聡
調査統計局長	亀田 制作
調査統計局経済調査課長	川本 卓司
国際局長	福本 智之

(事務局)

政策委員会室長	中島 健至
政策委員会室企画役	本田 尚
企画局企画役	一瀬 善孝
企画局企画役	土川 顕
企画局企画役	長江 眞一郎

## 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16、17日）で決定された短期政策金利（ $-0.1\%$ ）および長期金利操作目標<sup>(注)</sup>に従って、国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

企業等の資金繰り支援のための措置として、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを実施した。また、金融市場の安定を維持する観点から、国債買入れやドルオペなどによる、潤沢かつ弾力的な資金供給を行ったほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを実施した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、 $-0.06\sim-0.01\%$ 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、幾分上昇している。

株価（日経平均株価）は、米国株価が企業業績の回復期待等から上昇したあと、新型コロナウイルスの感染拡大から下落するもとで、横ばい圏内で推移している。長期金利は、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。国債市場の流動性について、金利の変動が落ち着いている中で、現物の取引高は低めの水準で推移しているが、先物の板の厚さなどは、改善傾向を辿っている。為替相場をみると、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場とも、概ね横ばいとなっている。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直している。前回会合以降、グローバルベースでみた新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は更に増加しており、特に欧州の多くの国や米国では、足もとの新規感染者数は過去のピーク近傍かそれを上回る水準となってい

---

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

る。もともと、これらの国でも、その殆どは、これまでのところ、感染対策と経済活動を両立する観点から、公衆衛生上の措置のターゲットを絞るなど、春先のような厳格かつ広範な都市封鎖等は回避している。こうしたもとの、人出の減り方も春先と比べれば小幅にとどまっており、非製造業・サービス部門の改善基調も維持されているとみられる。この間、製造業・財部門についてみると、ペントアップ需要の顕在化や挽回生産の動きも反映して、企業の業況感は改善を続けており、世界生産や世界貿易量も持ち直しが明確化している。先行きの世界経済については、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、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。ただし、当面は、感染症への警戒感から、人々の支出活動には慎重さが残るため、改善ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。また、感染症の帰趨や、それが世界経済に与える影響を中心に、引き続き、きわめて不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直している。個人消費は、新規感染者数が再び増加するもとのサービス消費が引き続き落ち込んだ状態にあるものの、政府による家計所得の補填政策やペントアップ需要の顕在化などを受けて、財消費を中心に持ち直している。住宅投資は、住宅ローン金利が既往最低水準で推移するもとの、増加している。企業部門をみると、業況感は改善が続いており、生産も持ち直している。こうしたもとの、設備投資は、企業収益の減少などから、全体としてみれば落ち込んだ状態にあるが、機械投資などに持ち直しの動きもみられる。

欧州経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直している。ユーロエリアでは、個人消費は、感染症の再拡大を受けた公衆衛生上の措置の強化もあってサービス消費が引き続き落ち込んだ状態にあるものの、ペントアップ需要の顕在化などを受けて、総じてみれば、財消費を中心に緩やかに持ち直している。企業部門をみると、業況感は、感染の再拡大からサービス業では幾分悪化しているが、製造業では改善が続いており、輸出や生産も持ち直している。こうしたもとの、設備投資は、企業収益の減少などから、全体としてみれば落ち込んだ状態にあるが、一部に持ち直しの動きもみられる。

中国経済は、積極的なマクロ経済政策の効果発現やペントアップ需要の顕在化から、回復している。輸出は、増加している。個人消費は、一部で感染症の影響が残るものの、雇用・所得環境の改善やペントアップ需要の顕在化などを受けて、増加している。固定資産投資は、積極的なマクロ経済政策の効果発現を受けて、公共関連等が増加してい

るほか、製造業にも政策効果が波及していることなどから、引き続き増加している。こうしたもとで、生産は増加している。

中国以外の新興国経済は、落ち込んだ状態が続いているが、一部に持ち直しの動きもみられる。N I E s ・ A S E A N 経済は、感染症の影響から内需が落ち込んだ状態が続いている先もみられるが、全体としてみれば、輸出や生産面を中心に持ち直しの動きが広がっている。インドやブラジル、ロシア経済は、新規感染者数はなお高水準で推移しており、落ち込んだ状態が続いているが、持ち直しの動きもみられる。

海外の金融市場をみると、米国では、良好な経済指標などを受けて、株価・長期金利とも上昇した。一方、欧州では、新規感染者数の増加や、これを受けた公衆衛生上の措置の強化を背景に、株価は下落し、長期金利も低下した。為替市場では、米ドルの低下基調が一服する中で、新興国通貨は、全体としてみれば幾分下落した。原油価格は、横ばい圏内で推移した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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。先行きについては、経済活動が再開し、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、当面の間、持ち直しを続けるとみられる。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の動きを反映して、増加している。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、米欧中の自動車販売の回復を反映して、はっきりと増加している。情報関連は、データセンター向けやパソコン関連の堅調さに車載向けの持ち直しも加わり、増加に転じている。資本財は、世界的な生産活動の回復を受けて下げ止まっている。先行きの輸出や生産は、世界的に感染症の影響が和らいでいく中で、当面は、ペントアップ需要にも支えられて、しっかりとした増加を続けるとみられる。

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。財消費については、自動車販売は、感染症拡大前の水準を回復している。家電販売は、在宅時間の長期化や特別定額給付金の効果もあって、底堅さを維持しているが、足もとでは増勢が鈍化してきている。また、食料品や日用品

などは、巣ごもり消費の拡大を背景に底堅さを維持している。サービス消費は、緊急事態宣言が発令されていた4～5月をボトムに持ち直しの動きがみられるものの、7月以降は感染者数の再拡大もあって足踏みするなど、そのペースは緩慢なものにとどまっている。水準でみても、外食や旅行などの対面型サービスを中心に、依然として低い。外食は、5月以降、徐々に水準を切り上げてきたが、なお感染症による落ち込みの半分程度しか取り戻していない。旅行は、国内旅行は都道府県をまたぐ移動の自粛の緩和やG o T oトラベル事業の効果から、低水準ながらも徐々に持ち直している一方、海外旅行は、渡航制限の継続によりほぼ皆減の状態が続いている。先行きの個人消費は、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、持ち直しが続くと思われる。もっとも、感染症の影響が残る間は、外食や個人向けサービスなどの稼働率低下は避けられないうえ、高齢者を中心とした感染症への根強い警戒感を背景に、増加ペースはかなり緩やかなものとなる可能性が高い。

雇用・所得環境をみると、感染症の影響が続く中で、弱い動きがみられている。雇用面では、7～8月の労働力調査の就業者数は、対面型サービス業における非正規雇用者の減少を主因に、4～6月並みの前年比マイナスとなった。月末1週間の就業時間がゼロの休業者は4月に急増したが、その後減少傾向を辿り、8月は概ね3月並みの水準に復している。もっとも、一人当たりの労働時間は、なお大きめの前年比マイナスが続いている。労働需給面では、短観の雇用人員判断DIは、悪化に歯止めがかかっている。ただし、需要の減少が顕著な宿泊・飲食業では、雇用の過剰感が強い状態が続いている。名目賃金は、所定外給与と夏季賞与の減少を主因に、下落している。先行きの雇用者所得は、当面、企業収益の減少にややラグを伴うかたちで、はっきりとした減少を続けると見込まれる。

企業収益は、内外需要の急減を反映して、大幅に悪化している。業況感は、大幅に悪化したあと、幾分改善している。短観の業況判断DI（全産業全規模）は、6月調査では「悪い」超幅が2009年12月以来の低水準まで落ち込んだが、9月調査では「悪い」超幅が小幅に縮小した。設備投資は、企業収益の悪化や先行き不透明感の高まりを背景に、減少傾向にある。機械投資の一致指標である資本財総供給は、はっきりとした減少が続いている。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）も、オリンピック関連の大型案件の一巡もあって、緩やかな減少傾向が続いている。機械投資の先行指標である機械受注は、輸出・生産の増加を受けて、製造業を中心に下げ止まり

の兆しもみられる。一方、建設投資の先行指標である建築着工は、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の建設減少の影響が大きく、このところ減少傾向が明確となってきた。9月短観の2020年度の設備投資計画は、小幅ながら、9月調査時点としては2009年度以来となる前年比マイナスとなった。この間、ソフトウェア投資は、企業のデジタル関連投資への積極的なスタンスを反映して、しっかりとした増加計画が維持されている。先行きの設備投資は、企業収益の悪化や感染症に関する先行き不透明感の高さを背景に、当面は、対面型サービスの建設投資を中心に減少傾向が続くとみられる。もっとも、大幅な資本ストック調整には至らず、感染症の影響が和らいでいく中で、企業収益の改善に伴い、設備投資は緩やかな増加基調に復していくと考えられる。

物価面について、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、Go Toトラベル事業の影響などを受けて、小幅のマイナスとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比も、当面、マイナスで推移するとみられる。

## （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、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。

予想物価上昇率は、弱含んでいる。

資金需要面では、足もと大企業を中心に一服する動きもみられるが、新型コロナウイルス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を背景に高水準の資金需要が継続している。企業の資金繰りは、悪化には歯止めがかかっているが、感染症の影響を受けた売上げ減少などを背景に厳しさがみられる。もっとも、日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、低水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、6%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。

この間、マネタリーベースは、前年比で14%台前半の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、9%程度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、経済活動の再開が進むもとの、米国を中心とした企業業績の回復期待が高まっていることなどから、ひと頃の緊張は緩和しているとの認識で一致した。もっとも、委員は、内外経済の不透明感が強いもとの、世界的に感染拡大が続いており、引き続き、神経質な状況にあるとの見方を共有した。このうちの何人かの委員は、感染症の影響以外にも、米国大統領選挙や、英国とEUの通商交渉など、国際金融市場に影響を及ぼし得る様々な不確実性があるとの認識を示した。一人の委員は、米国市場において、低格付け社債の動向などに留意する必要があると述べた。別の委員は、市場参加者のリスク認識の偏りを示す指標について、ドル/円のリスクリバーサルでは円高警戒感が高まっていると指摘した。

海外経済について、委員は、大きく落ち込んだ状態から、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緩やかで、かつ不均一であると述べた。このうちの一人の委員は、感染症の動向次第で、国ごとに回復の足取りにばらつきがあることや、業種ごとにも、製造業に比べ非製造業、とりわけ対面型サービス業を中心に持ち直しのペースが緩慢であることを指摘した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、米国経済は財消費を中心に持ち直しつつあり、若年・中年層の成長期待が下振れているようには窺えないことから、先行きも持ち直しが続くとの見方を示した。もっとも、ある委員は、雇用の回復は道半ばであるほか、企業収益の減少を受けて設備投資の動きも鈍いと述べた。

欧州経済について、委員は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しているとの見方を共有した。もっとも、何人かの委員は、感染者数が急増する中で、足もと主要国で公衆衛生上の措置が強化されており、経済が再び停滞するリスクには注意が必要であると述べた。このうち、一人の委員は、感染症の影響が長期化する中で、いわゆる「財政の崖」が生じないように、財政措置による必要な支援が継続するかという点にも注目していると述べた。

中国経済について、委員は、積極的なマクロ経済政策の効果発現やペントアップ需要の顕在化から、回復しているとの認識で一致した。

一人の委員は、世界経済の回復ペースが緩慢である中、米中間の緊張の高まりなどの影響もあって、当面は外需主導での回復は見込み難く、内需を中心とした回復が続くとの認識を示した。

新興国経済について、委員は、落ち込んだ状態が続いているが、一部に持ち直しの動きもみられるとの認識を共有した。ある委員は、感染症の影響が長引いた場合、財政余力が乏しい国での政策対応が難しくなるリスクがあるもとの、債務支払猶予イニシアティブなど、こうしたリスクを軽減させる取り組みは重要であると述べた。

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、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との認識で一致した。一人の委員は、短観の資金繰り判断D Iは、中小企業を中心に引き続き厳しさがみられており、売上の減少や予備的需要などによる資金需要は継続していると述べた。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済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、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、経済活動が徐々に再開するもとの、持ち直しているとの見方で一致した。何人かの委員は、感染症の動向には引き続き注意が必要だが、感染症対策と経済活動の両立が図られる局面になってきているとの見解を示した。輸出や生産について、委員は、海外経済の動きを反映して、増加しているとの認識で一致した。このうち、何人かの委員は、内外の経済活動の再開に伴って、特に自動車関連を中心に復調の動きが明確になっていると述べた。個人消費について、委員は、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との見方を共有した。複数の委員は、G o T oキャンペーンなどの政府の需要喚起策の効果により、サービス消費への需要も足もとの高まってきているとの見方を示した。もっとも、一人の委員は、特別定額給付金による可処分所得の押し上げ効果が徐々に剥落してきていることへの懸念を示した。設備投資について、委員は、企業収益の悪化や先行き不透明感の高まりを背景に、減少傾向にあるとの認識を共有した。一人の委員は、短観の設備投資計画の下方修正や、企業による設備投資の先送りの動きの拡がり指摘した。一方、別の委員は、短観の設備投資計画の修正状況や機械受注の動向をみると、リーマン・ショック時と比べて落ち込み度合いは軽度にとどまっていると述べた。雇用・所得環境に関して、委員は、感染症の影響が続く中で、弱

い動きがみられているとの認識で一致した。そのうえで、複数の委員は、政府・日本銀行の政策の効果もあって、経済情勢の悪化に比べれば雇用の落ち込みは抑制されているとの見方を示した。

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、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おり、予想物価上昇率は弱含んでいるとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、一時的な要因から、物価は当面弱めの動きが続くものの、デフレ期にみられたような、値下げにより需要喚起を図る価格設定行動は広がっていないと述べた。このうちの一人の委員は、需要減少が感染防止のための経済活動抑制による状況では、企業は価格引き下げによる需要喚起が見込めないと考えているのではないかとの見方を示した。また、この委員は、この間の政府の大規模な所得支援策は、支出や物価を下支えする方向に働いていると付け加えた。

## 2. 経済・物価情勢の展望

2020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、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で、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、わが国経済は改善基調を辿るが、感染症への警戒感が残る中で、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。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方で一致した。委員は、先行きはきわめて不確実性が大きいですが、今回の見通しについては、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で、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前提とすることが適当であるとの認識を共有した。

海外経済の先行きについて、委員は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、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、そのペースは緩やかなものにとどまるとの見方で一致した。また、委員は、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、改善が続くとの見解を共有した。何人かの委員は、先行き、

感染症の帰趨に加え、米中間の緊張の高まり、英国とEUの通商交渉、米国大統領選挙などのリスク要因もあり、不確実性が大きいと指摘した。

わが国の輸出について、委員は、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の見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド消費については、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、回復していくとの認識を共有した。

個人消費について、委員は、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の見方で一致した。更に、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の認識を共有した。これに対し、一人の委員は、個人資産で株式よりも大きな割合を占める土地の価格が下落に転じたことが、消費者マインドに及ぼす影響が心配されると述べた。雇用・所得環境について、委員は、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の見方を共有した。一人の委員は、企業収益の減少がラグを伴って雇用者所得に波及してきていることに加え、来年の賃金上昇への期待低下や雇用不安の拡がり懸念されると述べた。もっとも、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の認識で一致した。この間、複数の委員は、賃金・雇用の構造変化に関して意見を述べた。一人の委員は、一律の定期昇給が失われていくことが賃金に及ぼす影響に留意が必要と述べた。別の委員は、企業が雇用維持を優先して付加価値を高める改革を先送りすれば、コスト構造の見直しを余儀なくされ、賃金を抑える可能性があるが、一方で、大手企業では、年功序列や終身雇用からミッションや成果に基づく人事への見直しが拡がっており、こうした改革が雇用の流動化に繋がっていくことが期待されると述べた。

設備投資について、委員は、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との見方で一致した。もっとも、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中で、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の見方を共有した。複数の委員は、中長期的な成長期待が維持されるもとで、成長のための研究開発投資や、省力化投資などが堅調に推移し、設備投資の落ち込み幅は小幅にとどまると考えられるとの見解を示した。また、一人の委員は、投資が所有から利用にシフトし、クラウドやシェアリング化の傾向が拡大するもとで、今後、日本全体では投資の効率が上がり、重複投資が排除されるとみているが、状況の注視が必要との見解を述べた。この間、公共投資について、委員は、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との見解で一致した。

こうした議論を経て、委員は、経済の見通しは、前回と比べると、サービス需要の回復の遅れを主因に2020年度は下振れているが、2021年度は幾分上振れ、2022年度は概ね不変との見方で一致した。一人の委員は、先行き、感染拡大防止と経済活動の両立を図りながら、経済活動の水準を緩やかに戻していくという構図は維持されているとの見方を示した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、生鮮食品を除く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の見方で一致した。委員は、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、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の認識を共有した。委員は、そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率も、引き続き弱含むとの見方で一致した。この間、複数の委員は、G o T o トラベル事業による宿泊料の割引などは、一時的な相対価格の変動であり、一般物価全般の動向を規定するものではないとの見解を示した。そのうえで、このうちの一人の委員は、短期的な見通しという観点からは、相対価格の変動の背景や影響についても認識しておく必要があると述べた。

その後の物価の展望について、委員は、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力が次第に減衰していくことに加え、原油価格下落の影響なども剥落していくことから、消費者物価の前年比はプラスに転じるとの見方で一致した。また、委員は、中長期的な予想物価上昇率も再び高まり、時間はかかるものの、物価は、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の見方を共有した。一人の委員は、値下げで需要喚起を図る動きが広範化していないことや、政府の所得支援策が家計の支出を下支えしていることを指摘し、物価が全般

的かつ持続的に下落していくリスクは大きくないとの見解を示した。別の委員は、物価は、需給ギャップや予想インフレ率の改善が緩慢なことに加えて、過去の物価上昇率が弱いことが事後的に影響し、上昇のペースはきわめて緩やかになるとの見方を示した。この委員は、わが国のバックワードルッキングな物価予想形成と予想インフレ率の粘着性を前提とすると、近い将来に予想インフレ率が上昇する姿を合理的に描くことは難しいと付け加えた。

こうした議論を経て、委員は、物価の見通しは、前回と比べると概ね不変であるとの見方で一致した。

次に、委員は、見通しの背景となる金融環境について議論を行った。

委員は、日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進していることに加え、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こと、また、政府が、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と、更に、民間金融機関も積極的に金融仲介機能を果たしていることを、改めて確認した。そのうえで、委員は、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との見方で一致した。一人の委員は、企業の資金繰りの焦点が年末よりも来年3月末に移行しつつあると述べた。そのうえで、委員は、この先も、日本銀行・政府の措置や、そうしたもと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との認識を共有した。

更に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について、感染症拡大の影響が収束するまでの間、特に注意が必要な点に関し、議論を行った。

まず、経済のリスク要因について、委員は、先行きの見通しは、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との見方で一致した。委員は、感染症が収束するまでの間、人々が自主的に感染予防を図るもとの、内外の家計や企業の行動がどのようなものとなるか不確実であるとの認識を共有した。多くの委員は、欧州を中心に、感染再拡大を受けた行動規制が取られ始めていることには注意が必要との見方を示した。このうちの一人の委員は、欧米では人々の移動や飲食業等の営業に規

制をかける動きもみられており、サービス業については二番底の懸念も否定できなくなってきたと述べた。もう一人の委員は、世界貿易量やわが国の輸出・生産の増加基調が維持されるかは不確実性が高いほか、世界的にサービスセクターの緩慢な回復が見込まれている中、見通し期間後半にかけて、慎重にみていくと述べた。別のある委員は、わが国経済は回復しつつあるが、2018年秋以降の景気後退、消費税率引き上げの影響に加え、感染症の影響が残る中、回復速度は遅く、回復後の水準に不確実性があるとの認識を示した。

また、委員は、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、また、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との見方で一致した。委員は、このうち、金融システムのリスクについて更に議論を行った。委員は、感染症の影響が想定以上に大きくなった場合には、実体経済の悪化が信用リスクの顕在化を通じて金融システムの安定性に影響を及ぼし、それが実体経済へのさらなる下押し圧力として作用するリスクがあるとの認識を共有した。一人の委員は、企業の債務支払能力の実態把握に時間がかかることや見かけよりも実態が悪化している可能性にも注意が必要との見方を示した。ある委員は、先行き企業金融面での課題は、短期的な資金繰りから事業継続に関わるものに移行していくと指摘した。そのうえで、委員は、現時点で、金融面から実体経済が下押しされる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との見解を共有した。

以上に加えて、複数の委員は、海外経済を巡っては、地政学的リスク、政治イベント、各国政府による支援がどこまで延長されるかといった点についての不確実性も大きく、下方にリスクの厚い状況が続くとの見方を示した。

次に、物価のリスク要因について、委員は、経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶとの考えを共有した。また、委員は、物価固有のリスク要因として、感染症の影響が、経済活動の需要・供給両面に及ぶもとで、企業がどのような価格設定行動を取るか、更に、それがマクロ的に物価にどのような影響を及ぼすかについて、不確実性が大きいとの見方で一致した。また、委員は、原油価格をはじめとする国際商品市況の動向や今後の為替相場の変動が物価に与える影響についても、注意してみていく必要があるとの認識を共有した。一人の委員は、今のところ値下げにより需要喚起を図る動きは広範化していないが、今後、家計の雇用・所得環境の厳しさ

が一層強まっていくと、企業の価格決定行動にも影響を与え得るとの見解を示した。複数の委員は、わが国に根強い適切的な期待形成メカニズムのもとで、実際の物価下落が人々の見方に影響を及ぼす可能性があることなどを踏まえ、物価や予想インフレ率の動向を注意深く点検していく必要があると指摘した。ある委員は、雇用・所得の低迷、海外イベントによる金融市場の動揺等による物価と予想インフレ率の下振れリスクを警戒すべきであると述べた。

以上の議論を経て、委員は、リスクバランスについては、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、下振れリスクが大きいとの見方を共有した。

### 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。

当面の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、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などの積極的な買入れ、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。一人の委員は、その理由として、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。別の委員は、失業や倒産の急速な増加は回避されており、企業の資金繰り対応も進んでいるとみられるため、当面は政策効果を見極めていくことが適切であると指摘した。もう一人の委員は、既往の政策対応は効果を発揮しているが、企業の資金繰り確保と雇用の維持は、現在でもなお最優先課題であると述べた。また、ある委員は、ウィズ・コロナの金融政策においては、政府の経済財政政策と連携しつつ、喫緊の課題である国民の雇用と所得の維持を強く意識した運営が望まれるとし、感染症の影響が長期化することも視野に入れて、感染症への対応措置も含め政策の時期尚早な手じまいは避けるべきであると述べた。もう一人の委員も、先行きの不確実性が高いもとで、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。この間、一人の委員は、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述べた。

そのうえで、委員は、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認識で一致した。一人の委員は、金融市場急変の可能性には最大限の警戒をもって臨み、経済・物価への影響を踏まえて必要があれば、機動的な政策対応をすべきであると述べた。別の委員は、経済の回復ペースが遅れば、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。

委員は、金融政策運営に関連する各種の留意点についても議論を行った。ある委員は、足もと、無担保コール翌日物金利の上昇圧力が幾分高まっていることについて、他の中央銀行が緩和姿勢を強める中、本行の緩和姿勢が後退しているといった誤ったメッセージと市場に受け取られないよう、コミュニケーションには十分留意する必要があるとの認識を示した。別の一人の委員は、10年物国債金利はゼロ%程度を維持しつつ、イールドカーブの超長期の部分が緩やかなペースでスティープ化することは、金融機関の運用収益の確保に繋がり、金融緩和の長期化と金融システムの安定の両立の観点からも望ましいと述べた。また、この委員は、ETFやJ-REITについては、当面積極的な買入れを維持する必要があるが、金融緩和の長期化が展望される中、資産価格のプレミアムへの働きかけが真に必要なタイミングでの買入れが困難にならないように、政策の持続力を高める工夫の余地を探るべきと述べた。

その他の留意点として、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。別の委員は、感染症の抑制と経済活動の両立といった、ウィズ・コロナの視点から、2%の「物価安定の目標」の実現に向けた政策対応について議論を整理していく必要があると述べた。また、一人の委員は、今後、仮に感染が再拡大し経済が下押しされると、物価上昇率がマイナス圏で推移する期間が長期化し、デフレが定着する可能性があるため、金融政策運営上、注意を要するとの見方を示した。

更に、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。

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

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の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。」

これに対し、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の意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、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。これに加え、2021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、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、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、3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、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との認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、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。

これに対し、ある委員は、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。

- 令和3年度予算の概算要求が9月末に締め切られ、予算の編成作業がスタートした。新型コロナウイルス感染症への対応により、足もとの財政は悪化しているが、経済再生と財政健全化の両立をしっかりと進めつつ、今般の危機を乗り越え、次の世代に未来を繋いでいくことが我々の責任だと考えている。「新経済・財政再生計画」のもと、これまでの歳出改革の取り組みを続け、質の高い予算を作り上げていく。
- 先般のG20では、感染症による下方リスクに対応しつつ、世界経済の回復を支援し、金融システムの強靱性を強化するため、必要とされる間は、すべての利用可能な政策手段を引き続き用いること等を改めて確認した。
- 政府としては、感染症対応とともに、デフレ脱却と持続的な経済成長を実現すべく、各種政策を推進する。日本銀行には、必要な措置を適切に講じることを期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国景気は持ち直しの動きがみられており、先行きも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らいでいけば、持ち直しを続けると考えられる。もっとも、業種や分野によって回復のペースが異なることや、欧米などの感染症の状況や経済への影響に注視が必要である。
- 緊急経済対策などの政府の取り組みは、これまでに相応の効果を発揮している。政府としては、今後とも雇用の確保、事業の継続に万全を期すとともに、経済財政諮問会議を司令塔として、デジタル化等の改革の基本的方向性と重点課題を議論し、改革を具体化していく。
- 日本銀行においては、事態の推移を注視し、引き続き適切な金融政策運営を行って頂きたい。

## V. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

##### 記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。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。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、  
鈴木委員、安達委員、中村委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、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で、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

## 2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

### 資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

#### 記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、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、2021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。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、  
鈴木委員、片岡委員、安達委員、中村委員

反対：なし

### 3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、新型コロナウイルス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、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

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

## VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、10月30日に公表することとされた。

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2020年9月16、17日開催分）が全員一致で承認され、11月4日に公表することとされた。

以 上

## 当面の金融政策運営について

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

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

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>1</sup>。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、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<sup>2</sup>。

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。これに加え、2021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。

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。

<sup>1</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。

<sup>2</sup> 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。

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<sup>(注2)</sup>。

以 上

---

<sup>(注1)</sup> 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員。反対：片岡委員。片岡委員は、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。

<sup>(注2)</sup> 片岡委員は、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、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。

(2年12月17、18日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年12月17日(14:00～15:59)  
12月18日(9:00～12:06)

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	( 〃 )
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	( 〃 )
	鈴木人司	( 〃 )
	片岡剛士	( 〃 )
	安達誠司	( 〃 )
	中村豊明	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	新川 浩嗣	大臣官房総括審議官
内閣府	田和 宏	内閣府審議官(17日)
	赤澤 亮正	内閣府副大臣(18日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	清水誠一
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	大谷 聡
調査統計局長	亀田制作
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局長	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	中島健至
政策委員会室企画役	本田 尚
企画局審議役	福田英司(18日)
企画局企画調整課長	矢野正康(18日)
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	土川 顕

## 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28、29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<sup>（注）</sup>に従って、国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ％程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

企業等の資金繰り支援のための措置として、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを実施した。また、金融市場の安定を維持する観点から、国債買入れやドルオペなどによる、潤沢かつ弾力的な資金供給を行ったほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを行った。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、 $-0.04\sim-0.02\%$ 程度で推移している。GCレポレート（オーバーナイト物）は、 $-0.10\sim-0.07\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばいとなっている。

株価（日経平均株価）は、米国大統領・議会選挙の通過やワクチン開発の進展等に伴い、市場センチメントが改善したことで、上昇している。長期金利は、長短金利操作のもとで、ゼロ％程度で推移している。国債市場の流動性について、11月の「債券市場サーベイ」をみると、8月調査と比べて、市場の機能度判断DI（「高い」－「低い」）は、概ね横ばいとなっている。為替相場をみると、市場センチメントが改善し、ドル安が進む中で、円の対ドル相場は、小幅の円高方向の動きとなっている一方、円の対ユーロ相場は、ユーロ高方向の動きとなっている。

---

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

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。欧州各国は、感染症の新規感染者数の急増を受けて、外出制限や飲食店・小売店等の営業規制を含む公衆衛生上の措置を再導入した。もっとも、比較的厳しい措置を導入した英仏等でも、春先とは異なり、製造業や建設業等の経済活動は維持されたこと、11月末以降、新規感染者数が減少するもとの、措置が段階的に緩和されていることなどから、欧州での経済活動の落ち込みは、春先と比べ小幅であり、その影響は対面型サービス業に集中したものとなっている。また、同じく新規感染者数が急増してきた米国では、これまでのところ公衆衛生上の措置を強化した州は一部にとどまっており、経済全体の改善基調には大きな変化は窺われない。このように各国が、経済活動にも配慮するかたちで感染症拡大への対応を進めるもとの、グローバルにみて、企業の業況感は、製造業・サービス業ともはっきりとした改善を続けており、製造業の生産水準や貿易量は、感染症拡大前の水準に復しつつある。先行きの海外経済については、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。ただし、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。また、感染症の帰趨や、それが海外経済に与える影響を中心に、引き続き、きわめて不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、持ち直している。個人消費は、新規感染者数の増加が続くもとのサービス消費は引き続き落ち込んだ状態にあるものの、政府による既往の家計所得補填政策やペントアップ需要の顕在化もあって、財消費を中心に持ち直している。住宅投資は、住宅ローン金利が既往最低水準で推移するもとの、はっきりと増加している。企業部門をみると、業況感は改善が続いており、生産も持ち直している。こうしたもとの、設備投資は、建設投資はなお減少を続けているが、機械投資を中心に持ち直しつつある。

欧州経済は、感染症の再拡大を受けて、サービス業を中心に下押しされている。ユーロエリアでは、個人消費のうち、財消費は堅調を維持しているものの、足もとでは、公衆衛生上の措置の強化を受けて、サービス消費が下押しされているとみられる。企業部門をみると、業況感は、感染症の再拡大からサービス業では悪化しているが、製造業では改善が続いており、輸出や生産も持ち直している。こうしたもとの、設備投資は、企業収益の減少などから、全体としてみれば落ち込んだ状態にあるが、一部に持ち直しの動きもみられる。

中国経済は、回復を続けている。輸出は、増加している。個人消費は、一部で感染症の影響が残るものの、雇用・所得環境の改善などを受けて、増加している。固定資産投資は、積極的なマクロ経済政策の効果発現を受けて、公共関連等が増加しているほか、製造業にも政策効果が波及していることなどから、引き続き増加している。こうしたもとで、生産も増加を続けている。

中国以外の新興国経済は、経済活動再開の進展により、落ち込んだ状態から持ち直している。NIEs・ASEAN経済は、感染症の影響から内需が落ち込んだ状態が続いている先もみられるが、輸出を中心に持ち直している。インドやブラジル経済は、新規感染者数はなお高水準で推移しているが、全体としてみれば、経済活動の再開が続くもとで、持ち直しの動きが広がっている。ロシア経済は、感染症の再拡大を受けて、下押しされている。

海外の金融市場をみると、先進国では、米国の政権移行を巡る不透明感の後退や有効性の高いワクチンの早期普及への期待の高まりなどを受けて、株価は米欧で上昇し、長期金利は米国で上昇している。為替市場では、米ドル安が進む中で、新興国の通貨は、全般的に上昇している。原油価格は、ワクチン開発の進展に伴う景気回復期待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、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。先行きについては、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、持ち直しを続けるが、当面は、対面型サービスを中心に感染症による下押し圧力が続く中で、そのペースは緩やかなものにとどまるとみられる。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の持ち直しを背景に、増加を続けている。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、ペントアップ需要に支えられた米欧中の自動車販売の回復を反映して、はっきりとした増加が続いている。情報関連は、データセンター向けやパソコン関連、車載向けの増加が続くもとで、新型スマートフォン向けの需要増も押し上げに作用し、増加が続いている。資本財は、世界的な生産活動や設備投資（機械投資）需要の回復を受けて、持ち直しに転じている。先行きの輸出や生産は、自動車関連のペントアップ需要の一巡から減速するものの、世界的な設備投資需要の回復やデジタル関連需要の堅調さなどに支えられて増加基調を続けるとみられる。

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。財消費については、自動車販売は、6月以降、増加しており、足もとは3月頃の水準を明確に上回っている。家電販売は、在宅時間の長期化により、底堅さを維持しているが、特別定額給付金による押し上げ効果の一巡もあって、増勢が鈍化してきている。食料品や日用品などは、ひと頃に比べて増勢はやや鈍化しているが、巣ごもり消費を背景に底堅さを維持している。サービス消費は、4～5月をボトムに徐々に持ち直しているが、対面型サービスを中心に依然として水準は低い。月々の動きをみると、夏場に感染者数の拡大から足踏みしたあと、9～10月は、感染者数の落ち着きにG o T oキャンペーンの効果も加わり再び持ち直すなど、感染状況に左右されやすい展開が続いている。外食は、夏場以降はG o T oトラベル・イートの需要喚起効果もあって、10月の水準は感染症による落ち込みの8割程度を取り戻している。旅行は、海外旅行が渡航制限の継続によりほぼ皆減の状態が続く一方、国内旅行は、10月にはG o T oトラベルに東京都発着分が追加されたこともあって、比較的はっきりとした持ち直しを示した。しかし、企業からの聞き取り調査などによると、11月中旬以降、感染症の再拡大を受けて、サービス消費は減速感が強まっているとみられる。先行きの個人消費は、基調としては持ち直しが続くとみられる。もっとも、当面は、感染症拡大への警戒感が続く中で、そのペースはかなり緩やかなものとなる可能性が高い。

雇用・所得環境をみると、感染症の影響が続く中で、弱い動きがみられている。雇用面では、労働力調査の就業者数は、対面型サービス業における非正規雇用の減少を主因に、前年比－1%台前半の減少が続いている。一人当たり労働時間は、宿泊・飲食などではなお大きめのマイナスにあるが、全体としては、マイナス幅が縮小傾向にある。労働需給面では、有効求人倍率は、ここ数か月は求人数の持ち直しを主因に、下げ止まっている。短観の雇用人員判断DIは、6月に「不足」超幅が大幅に縮小したあと、12月は、経済活動の持ち直しを反映して、再び「不足」超幅が拡大している。労働力率は、4～6月に非労働力化した人々が再び労働市場に参入する動きが続いており、緩やかに上昇している。完全失業率は、緩やかな上昇傾向にある。名目賃金は、所定外給与の減少を主因に、下落している。先行きの雇用人所得は、当面、既往の企業業績の悪化にややラグを伴うかたちで、はっきりとした減少を続けると見込まれる。

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。

法人企業統計で7～9月の売上高経常利益率をみると、経済活動が再開するもとで持ち直している。12月短観の業況判断D I（全産業全規模）は、2四半期連続で改善しており、水準は、3月をなおはっきりと下回るものの、6月のマイナスの半分程度となっている。設備投資は、減少傾向にある。機械投資の一致指標である資本財総供給は、輸出・生産の増加を受けて持ち直しに転じている一方、建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）は、オリンピック関連の大型案件の一巡もあって、緩やかな減少傾向が続いている。機械投資の先行指標である機械受注は、製造業を中心に持ち直している一方、建設投資の先行指標である建築着工は、感染症の影響も受けた飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の建設減少の影響が大きく、減少傾向が続いている。短観の2020年度の設備投資計画は、小幅ながら12月調査時点としては2009年度以来の減少計画となっている。このうち、ソフトウェア投資は、9月調査時点から下方修正されたが、デジタル関連投資の底堅さを反映して、引き続きプラスを維持している。先行きの設備投資は、サービス業の建設投資の弱さは続く一方、輸出・生産の回復を受けて製造業の機械投資が増加するため、全体では徐々に持ち直していくとみられる。

物価面について、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、Go Toトラベル事業の影響などにより、マイナスとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比も、当面、マイナスで推移するとみられる。

## （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、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。

予想物価上昇率は、弱含んでいる。

資金需要面では、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需要は、大企業を中心に一服しているが、引き続き高水準となっている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、6%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、ひと頃に比べて増勢は鈍化しているが、10%を超える高めのプラスで推移している。このように、日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外

部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。企業倒産も低水準で推移している。もっとも、企業の資金繰りは、緩やかに改善しているものの、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る。景気の改善が緩やかなもとの、先行きも企業金融へのストレスがかかり続けるものと予想される。

この間、マネタリーベースは、前年比で16%台半ばの伸びとなっている。マネーストックの前年比は、9%程度の伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融市場について、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くい要因として、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。何人かの委員は、為替市場では、幅広い通貨に対してドル安が進む中で、緩やかなドル安円高が続いており、為替をはじめとする金融市場の動向には引き続き注意が必要であると述べた。このうち一人の委員は、足もとの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ため、株式市場の動向も注視していると付け加えた。この間、ある委員は、米国のクレジット市場では、リスクテイクが積極化しており、今後の市場の動きには留意が必要であると指摘した。

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。何人かの委員は、ワクチン関連の前向きな動きは朗報であるが、ワクチン接種や治療薬の普及には相応の時間がかかるとの見方を示した。また、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。

地域別にみると、米国経済について、委員は、持ち直しているとの評価を共有した。複数の委員は、新規感染者数が増加する中でも、個人消費は財消費を中心に持ち直しているほか、製造業の生産や業況感は、改善を続けていると指摘した。また、複数の委員は、テレワーク等の普及もあって、住宅関連需要が底堅いと述べた。もっとも、何人かの委員は、感染症が再拡大するもとで、雇用の回復の勢いが鈍化していることが気がかりであると指摘した。

欧州経済について、委員は、感染症の再拡大を受けて、サービス業を中心に下押しされているとの見方を共有した。複数の委員は、経済活動の落ち込みは、春先と比べれば小幅であるものの、公衆衛生上の措置が強化されるもとで、10～12月期の成長率は下押しされるとみられると述べた。また、ある委員は、感染症の影響が長期化する中で、いわゆる「財政の崖」が生じないように、財政措置による必要な支援が継続するかという点にも注目していると付け加えた。

中国経済について、委員は、回復を続けているとの認識で一致した。一人の委員は、中国経済は、主要国の中で最も回復が鮮明であり、回復の動きが企業部門から家計部門へと波及しているとの見方を示した。ある委員は、世界経済の回復ペースが緩慢である中、米中間の緊張関係もあって、当面は内需を中心とした回復が続くとみられるが、先般、署名された東アジアでの包括的経済連携（RCEP）協定は、やや長い目でみて、中国経済にプラスに働くと述べた。この間、一人の委員は、国有企業のデフォルトが発生していることに触れつつ、今後の中国経済の動向は、回復の持続性や政策対応の観点から注目していくべきであると指摘した。

新興国経済について、委員は、経済活動再開の進展により、落ち込んだ状態から持ち直しているとの見解を共有した。ある委員は、新興国では、国によって感染症の拡大ペースや、政策対応余地が異なるもとで、今後の回復ペースも各国間で大きく差が生じることが予想されると述べた。

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、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。もっとも、多くの委員は、感染症の拡大が続く中で、対面型サービス業を中心に不透明感が強まるなど、回復ペースが一段と下押しされるリスクがあるとの警戒感を示した。同時に、何人かの委員は、政府が決定した経済対策は、先行きの経済を下支え、押し上げることが期待されるとの見解を述べた。

輸出や生産の現状について、委員は、海外経済の持ち直しを背景に、増加を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、自動車関連を中心に復調の動きが明確になっていると述べた。ある委員は、輸出の持ち直しの動きは予想を上回るペースであると指摘した。先行きの輸出・生産について、委員は、自動車関連のペントアップ需要の一巡から減速するものの、世界的な設備投資需要の回復やデジタル関連の需要の堅調さなどに支えられて増加基調を続けるとの見解を共有した。

個人消費について、委員は、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との認識で一致した。多くの委員は、感染症の再拡大により、サービス消費は下押しされているとみられると述べた。一方、何人かの委員は、巣ごもり消費などもあって、財消費はしっかりとしている点も指摘した。先行きの個人消費について、委員は、基調としては持ち直しの動きが続くとみられるが、当面は、感染症拡大への警戒感が続く中で、そのペースはかなり緩やかなものとなる可能性が高いとの見解を共有した。多くの委員は、感染症の再拡大により、忘年会や帰省を自粛する動きに加え、Go Toキャンペーンも一時停止となるなど、当面、持ち直しの動きは下押しされるとみられると述べた。このうち一人の委員は、年末年始の書き入れ時を控えている時期であり、影響が特に懸念されると指摘した。何人かの委員は、企業収益の減少がラグを伴って雇用者所得に波及してきており、家計のマインドへの影響を注意し

てみていると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、感染症の影響が続く中で、弱い動きがみられているとの認識で一致した。複数の委員は、政府・日本銀行の政策の効果もあって、雇用の落ち込みは抑制されていると指摘した。ある委員は、感染症の再拡大は、雇用者数の多い対面型サービス業への影響が大きいと、注意して見ていく必要があると述べた。先行きの雇用・所得環境について、委員は、当面、既往の企業収益の悪化にややラグを伴うかたちで、雇用者所得は、はっきりとした減少を続けると見込まれるとの見解を共有した。何人かの委員は、春先に非労働力化した人々が再び労働市場に参入する動きが続いており、完全失業率は、緩やかに上昇する可能性があるとの見方を示した。

設備投資について、委員は、減少傾向にあるとの認識を共有した。複数の委員は、感染症の影響が大きいサービス業は、当面、弱い動きが続くとみられる一方で、製造業の機械投資には、持ち直しの動きがみられており、設備投資にも、セクター間のばらつきが現れ始めていると指摘した。先行きの設備投資について、委員は、サービス業の建設投資の弱さは続く一方、輸出・生産の回復を受けて製造業の機械投資が増加するため、全体では徐々に持ち直していくとみられるとの見解を共有した。何人かの委員は、短観の設備投資計画は、リーマン・ショック時ほどの大幅なマイナスとなっていないが、12月調査でも下方修正されており、同じく下方修正されたソフトウェア投資の動向とともに、今後のスタンスの変化に注意して見ていきたいとの考えを示した。この間、複数の委員は、緩和的な金融環境は、企業の設備投資マインドを下支えしているとみられるとの見方を述べた。

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。複数の委員は、エネルギー価格やG o T o トラベル事業による宿泊料の割引といった一時的な要因を除けば、消費者物価の前年比は小幅のプラスを維持しており、経済の落ち込みに比べると底堅いと述べた。また、多くの委員は、現時点では、デフレ期にみられたような、値下げにより需要喚起を図る価格設定行動は広がっていないとの見方を示した。このうち一人の委員は、物価は、足もと弱めの動きが続いているが、加速度的に下落する状況には至っていないと指摘した。この間、複数の委員は、企業のインフレ予想は踏みとどまっているとの見方を示した。このうち一人の委員は、家計のインフレ予想も低調ながらも腰折れはしていないと述べた。

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。何人かの委員は、感染症による経済の下押しが当面続くことを考えると、2%の「物価安定の目標」の実現には、かなりの時間がかかることを覚悟する必要があると述べた。一人の委員は、企業収益の悪化や所得の減少によって、先行き、企業や家計の物価観が改善していくかどうかは予断を許さないと指摘した。別の一人の委員は、中長期のインフレ予想が弱含んでおり、デフレ再燃のリスクが残っていると述べた。この間、一人の委員は、需給ギャップも悪化しており、消費者物価が、近い将来に2%の目標に向けて上昇する姿を描くことは難しいとの見方を示した。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、感染症の帰趨や、その影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きく、特に、このところの内外における感染症の再拡大の影響に注意が必要であるとの認識で一致した。更に、委員は、感染症の影響が収束するまで、成長期待が大きく低下せず、金融仲介機能が円滑に発揮されるかについても注意が必要であるとの見方を共有した。複数の委員は、ワクチンに関する明るい話題も聞かれるが、有効なワクチンが人々に広く行き渡るまでは、感染症が経済に与える影響を巡る不透明感がきわめて高い状況が続くと述べた。複数の委員は、先行き、設備投資や雇用の調整圧力が残る中、内外の感染症の再拡大が公衆衛生措置の強化や家計マインドの悪化を通じて景気下振れに繋がるリスクがあり、注意を要すると指摘した。また、複数の委員は、感染症による悪影響が長期に及ぶ可能性がある中で、金融機関の信用コストの発生状況には注意が必要であると述べた。このうち一人の委員は、金融機関の劣後ローンの実行が増加し、そのスプレッドが縮小していることが金融仲介機能に与える影響にも留意が必要であると付け加えた。

## 2. 金融面の動向

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。もっとも、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。何人かの委員は、感染症の状況次第では、対面型サービ

ス業を中心に、再び資金繰りの悪化に直面する企業が増加する可能性がある」と指摘した。

### Ⅲ. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

今回、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、当面の対応とやや長い目でみた対応について議論を行った。

まず、当面の対応について、委員は、現在、感染症への対応として行っている、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などの積極的な買入れ、の「3つの柱」に基づく金融緩和措置は、効果を発揮しているとの認識で一致した。もっとも、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で、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、2021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。

そのうえで、委員は、引き続き、「3つの柱」による金融緩和措置により、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重要であるとの認識を共有した。また、委員は、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考えで一致した。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。一人の委員は、今後も、政府と中央銀行、および主要中央銀行間の情報交換および協力を堅持して、金融市場、金融システムの安定性確保に十分留意しつつ、迅速かつ効果的な政策対応を行うことが重要であるとの意見を述べた。この委員は、政府とは、引き続き、それぞれの役割を踏まえてしっかりと連携していくことが必要であるとの考えを示した。

続いて、委員は、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、2016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。一人の委員は、デフレに決して戻さないという決意のもとで、戦略、手段、コミュニケーションについて、海外中央銀行の取り組みや学術研究等も踏まえて、点検すべきであると付け加えた。

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。このうち一人の委員は、いわゆる出口を検討するのは時期尚早であるとの見解を示した。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慮し、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。別のある委員は、現在の資産買入れ方針のもとでも、市場の状況如何ではより柔軟な買入れも可能と考えるが、更なる工夫の余地がないかは検討に値すると指摘した。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。別の一人の委員は、国債増発に伴い需給の緩みが生じ得ることを踏まえる必要がある一方で、イールドカーブの緩やかなペースでのスティープ化は、金融緩和の長期化と金融システムの安定の両立の観点から望ましい面もあり、より丁寧できめ細かなイールドカーブのコントロールが必要となっていくとの考えを示した。

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ダ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、2021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、本日公表することが適当との意見で一致した。

この他、委員は、日本経済や企業の成長力についても議論を行った。

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。また、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、より多くの成長投資資金が企業に流れるよう、厚みのある社債市場をはじめとした直接金融の強化・整備が重要であり、企業の持続的な成長に向けた活動を後押しすべきであると述べた。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節方針と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、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。」

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、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。これに加え、2021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、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、3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、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との認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、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。

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

#### IV. 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。

- 今月8日に閣議決定した総合経済対策は、感染拡大防止に万全を期すとともに、デジタル改革・グリーン社会の実現をはじめとする成長分野への民間投資の呼び込みや防災・減災、国土強靱化を推進していく内容となっている。実質GDPの押し上げ効果は3.6%程度、来年度中の雇用創出効果は60万人程度を見込んでおり、各種施策の速やかな実行により、民需主導の成長を実現していく。
- 今回の特別プログラムの期限延長や運用面の見直しについては、政府の経済対策と連携しつつ、企業の資金繰り支援に万全を期すものであり、時宜を得たものと認識している。
- 日本銀行には、引き続き、政府との緊密な連携をお願いしたい。また、感染症の経済への影響や金融資本市場の動向を注視し、適切な金融政策運営を行うことを期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 特別プログラムの延長等については、感染症の帰趨や政府の経済対策を踏まえて、日本銀行として、企業金融の円滑確保に万全を期すものと受け止めている。また、2%の物価安定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も、適切に進めることを期待する。
- 政府は、総合経済対策を実施するために、今年15日に令和2年度第3次補正予算を概算決定した。また、令和3年度予算についても、最終的な調整を行っている。来年度の税制改正については、ポストコロナの経済再生やデジタル社会、グリーン社会の実現などへの対応を行うこととしており、今年10日に令和3年度税制改正大綱として与党において取りまとめられた。
- 総合経済対策に基づき、引き続き、政府は、日本銀行と強い緊張感を共有し、財政政策と金融政策の適切なポリシーミックスの下で緊密に連携する。日本銀行には、感染症の経済への影響を注視し、適切な金融政策運営を行うことを期待する。

## 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、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、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。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、  
鈴木委員、安達委員、中村委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、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。

## 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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021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。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、  
鈴木委員、片岡委員、安達委員、中村委員

反対：なし

### 3. 「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領」の一部改正等

上記の執行部説明を内容とする「『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』の一部改正等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。

### 4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、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たものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

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

## VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2020年10月28、29日開催分）が全員一致で承認され、12月23日に公表することとされた。

以 上

2020年12月18日  
日本銀行

## 当面の金融政策運営について

1. わが国の景気は持ち直しているが、新型コロナウイルス感染症への警戒感が続くなかで、先行きの改善ペースは緩やかなものにとどまると考えられる（別紙）。そうしたもと、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。こうした情勢を踏まえ、日本銀行は、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、本日の政策委員会・金融政策決定会合で、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。

## (1) CP・社債等の増額買入れ（全員一致）

CP・社債等の増額買入れの期限を半年間延長し、2021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<sup>1</sup>。

## (2) 新型コロナ対応金融支援特別オペ（全員一致）

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、2021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。

2. 金融市場調節方針、ETFおよびJ-REITの買入れ方針については以下のとおりとする。

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

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。

<sup>1</sup> 従来、追加買入枠は、CP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。

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>2</sup>。

## (2) E T FおよびJ-R E I Tの買入れ方針（全員一致）

E T FおよびJ-R E I T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<sup>3</sup>。

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。

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<sup>(注2)</sup>。

4. 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ている。この枠組みのもとで、各種の施策を点検し、来年3月の金融政策決定会合を目的にその結果を公表する。

以 上

<sup>2</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。

<sup>3</sup> E T FおよびJ-R E I T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。

---

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員。反対：片岡委員。片岡委員は、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。

(注2) 片岡委員は、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た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、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。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。そうしたもとの、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。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）の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、G○T○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。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落、G○T○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. リスク要因としては、新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きい。特に、このところの内外における感染症の再拡大による影響に注視が必要である。さらに、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、また、金融システムの安定性が維持されるもとの金融仲介機能が円滑に発揮されるかについても注意が必要である。

以 上

(3年1月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2021年1月20日(14:00～15:27)  
1月21日(9:00～11:31)

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) (注)
	若田部昌澄	( 〃 )
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	( 〃 )
	鈴木人司	( 〃 )
	片岡剛士	( 〃 )
	安達誠司	( 〃 )
	中村豊明	( 〃 )

(注) 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。

4. 政府からの出席者：

財務省	新川 浩嗣	大臣官房総括審議官
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (20日)
	赤澤 亮正	内閣府副大臣 (21日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	清水誠一
企画局審議役	福田英司 (20日 14:38～15:27)
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	大谷 聡
調査統計局長	亀田制作
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局長	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	中島健至
政策委員会室企画役	本田 尚
企画局企画調整課長	矢野正康 (20日 14:38～15:27)
企画局企画役	一瀬善孝
企画局企画役	長江真一郎
企画局企画役	門川洋一

## 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17、18日）で決定された短期政策金利（ $-0.1\%$ ）および長期金利操作目標<sup>（注）</sup>に従って、国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

企業等の資金繰り支援のための措置として、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを実施した。また、金融市場の安定を維持する観点から、国債買入れやドルオペなどによる、潤沢かつ弾力的な資金供給を行ったほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを行った。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.03\sim-0.01\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.10\sim-0.07\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばいとなっている。

株価（日経平均株価）は、米国における追加経済対策への期待や、EU・英国間の通商交渉の合意等に伴い、市場センチメントが改善する中、上昇している。長期金利は、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。国債市場の流動性について、金利の変動が落ち着いている中で、現物の取引高は低めの水準で推移しているが、先物の板の厚さなどは改善傾向を辿っている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国の長期金利上昇等を背景に、幾分ドル高方向の動きとなっている一方、円の対ユーロ相場は、幾分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、一部で新型コロナウイルス感染症の再拡大の影響がみ

---

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

られるが、持ち直している。米国や欧州を中心に、感染症の新規感染者数は増加を続けている。米欧各国で昨年秋に再導入された公衆衛生上の措置は継続されており、一部の国では措置が強化されるもとの、対面型サービス業を中心に、経済は下押しされている。もっとも、これまでのところ、製造業等の対面型サービス業以外の経済活動は維持されているほか、各国で追加的な財政支援策が導入されるなど、企業の資金繰りや家計の雇用所得環境の悪化を介した経済への二次的な波及を抑制する措置も強化されている。こうしたもとの、グローバルにみて、企業の業況感は、製造業を中心にはっきりとした改善を続けており、製造業の生産水準や貿易量は、昨年春頃の感染症拡大前の水準を概ね回復している。先行きの海外経済については、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。ただし、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。また、感染症の帰趨や、それが海外経済に与える影響の大きさについて、きわめて不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、持ち直している。個人消費は、新規感染者数の増加が続くもとのサービス消費が引き続き落ち込んだ状態にあるものの、政府による家計所得補填政策の効果等もあって、財消費を中心に持ち直している。住宅投資は、住宅ローン金利が既往最低水準で推移するもとの、はっきりと増加している。企業部門をみると、業況感は改善が続いており、生産も持ち直している。こうしたもとの、設備投資は、建設投資はなお減少を続けているが、機械投資を中心に持ち直しつつある。

欧州経済は、感染症の再拡大を受けて、サービス業を中心に下押しされている。個人消費のうち、財消費は堅調を維持しているものの、一部の国で厳しい公衆衛生上の措置が講じられるもとの、サービス消費が下押しされているとみられる。企業部門をみると、業況感は、感染の再拡大からサービス業では悪化しているが、製造業では改善が続いており、輸出や生産も持ち直している。こうしたもとの、設備投資は、企業収益の減少などから、全体としてみれば落ち込んだ状態にあるが、一部に持ち直しの動きもみられる。

中国経済は、回復を続けている。輸出は、増加している。個人消費は、一部で感染症の影響が残るものの、雇用・所得環境の改善などを受けて、増加している。固定資産投資は、積極的なマクロ経済政策の効果発現を受けて、公共関連等が増加しているほか、製造業にも政策効果が波及していることなどから、増勢が続いている。こうしたもとの

で、生産も増加を続けている。

中国以外の新興国経済は、落ち込んだ状態から持ち直している。N I E s ・ A S E A N 経済は、感染症の影響から内需が落ち込んだ状態が続いている先もみられるが、輸出を中心に持ち直している。インドやブラジル経済は、持ち直しの動きが広がっている。ロシア経済は、感染症の再拡大を受けて、下押しされている。

海外の金融市場をみると、先進国では、感染症の更なる拡大への警戒感は根強いものの、ワクチン普及への期待が継続するもとで、年初以降、米国の上院選挙の結果を受けた追加経済対策への期待などもあって、株価は米欧で上昇し、長期金利も米国を中心にやや大きめに上昇している。為替市場では、米ドル安が一服する中で、新興国の通貨は、感染症拡大などの懸念から、ラ米を中心に小幅に下落している。原油価格は、サウジアラビアによる自主的な減産強化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、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。先行きについては、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、基調としては持ち直しを続けるが、当面は、感染症再拡大の影響から、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。

輸出や鉱工業生産は、増加を続けている。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、ペントアップ需要に支えられた世界的な自動車販売の回復を反映して、地域的な広がりを伴いながら、はっきりとした増加を続けている。情報関連は、データセンター向けやパソコン関連、車載向けが堅調に推移するもとで、このところスマートフォンの新商品関連のプラス効果も加わり、増加基調が明確となっている。資本財は、世界的な生産活動や機械投資需要の回復を受けて、増加に転じている。先行きの輸出や生産は、当面、ペントアップ需要の一巡から自動車関連を中心に増勢が鈍化するものの、世界的な設備投資需要の回復やデジタル関連需要の堅調さに支えられて、増加を続けるとみられる。

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。機械投資の一致指標である資本財総供給は、輸出・生産の

増加を受けて持ち直している。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）は、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の建設減少の影響も現れてきていることから、緩やかな減少傾向が続いている。機械投資の先行指標である機械受注は、持ち直しが明確となっている。製造業は、輸出・生産の増加を受けて、はっきりと持ち直しているほか、減少基調を続けてきた非製造業でも、デジタル関連投資などを背景に、足もとでは増加している。一方、建設投資の先行指標である建築着工は、Eコマースの拡大を背景に物流施設等は増加を続けているものの、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の建設減少の影響が大きく、全体でも減少傾向が続いている。先行きの設備投資は、当面、対面型サービス業の建設投資の弱さは続くものの、輸出・生産の回復を受けて、製造業の機械投資を中心に、持ち直していくとみられる。

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、感染症の再拡大や緊急事態宣言の影響から飲食・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。財消費については、自動車販売は、増加している。家電販売は、在宅時間の長期化により需要が高まるもとの、底堅さを維持しているが、特別定額給付金による押し上げ効果の一巡もあって、ひと頃に比べて増勢が鈍化してきている。食料品や日用品などは、巣ごもり消費の拡大を背景に底堅さを維持している。サービス消費は、G o T oキャンペーンの後押しもあって、11月までは徐々に持ち直してきた。そのうち、外食は、大幅に減少した昨年春以降は徐々に水準を切り上げてきたが、11月は、感染症の再拡大等の影響から持ち直しが一服した。旅行は、海外旅行が、渡航制限の継続によりほぼ皆減の状態が続く一方、国内旅行は、G o T oトラベルが先行停止された一部地域向けの旅行でキャンセルの動きがみられたものの、全体としてみれば、11月まで持ち直しの動きを続けていた。12月以降の個人消費の動きを、企業からの聞き取り調査や業界統計、人出の動きなどの高頻度データで窺うと、財消費は総じて底堅く推移した一方、対面型サービス消費は大きく落ち込んだ模様である。外食は、営業時間短縮要請や忘年会自粛の動きなどから、12月にはっきりと減少したあと、1月入り後も、緊急事態宣言の再発出に伴い一段と落ち込んでいるとみられる。国内旅行は、G o T oトラベルの一時停止の影響などから、12月以降、明確な減少が続いている模様である。先行きの個人消費は、感染症や緊急事態宣言の再発出の影響などにより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可能性が高い。その後、緊急事態宣言が解除され、感染症の影響が和らいでいけば、政府による需要刺激策にも支えられて再び持ち直

していくとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続く間は、改善ペースはかなり緩やかなものにとどまると見込まれる。

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。雇用面では、労働力調査の就業者数は、対面型サービス業における非正規雇用の減少を主因に、振れを均せば前年比－1%強の減少が続いている。一人当たりの労働時間は、宿泊・飲食などでは大きめの前年比マイナスとなっているが、全体としては、マイナス幅が縮小傾向にある。労働需給面では、有効求人倍率は、経済活動の持ち直しに伴う求人数の増加を主因に下げ止まっている。労働力率は、昨年4～6月に非労働力化した高齢者や女性などが再び労働市場に参入する動きが続くもとで上昇しており、概ね2019年末頃の水準に復している。完全失業率は、このところ3%程度で推移している。名目賃金は、所定外給与の減少を主因に、下落している。特別給与の前年比も、既往の企業業績の悪化を受けて、はっきりとしたマイナスで推移している。先行きの雇用者所得は、当面、企業業績の悪化にややラグを伴うかたちで、はっきりとした減少を続けると見込まれる。

物価面について、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 トラベル事業の影響などにより、マイナスとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比も、当面、マイナスで推移するとみられる。

## (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、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。

予想物価上昇率は、弱含んでいる。

資金需要面では、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ているが、引き続き高水準となっている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P ・社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、6%程度のプラスとなっている。C P ・社債の発行残高の前年比は、ひと頃に比べて増勢は鈍化しているが、10%を超える高めのプラスで推移している。このように、日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。企業倒産も低水準で推移している。もっとも、企業の資金繰りは、緩やかに改善し

ているものの、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る。

この間、マネタリーベースは、前年比で18%台前半の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、9%台前半の伸びとなっている。

## II. 貸出支援基金の今後の取扱い

### 1. 執行部からの説明

貸出支援基金（成長基盤強化支援、貸出増加支援）は、幅広く利用されている。引き続き、金融機関によるわが国経済の成長基盤強化および貸出増加に向けた取り組みを促す観点から、これらの措置を1年間延長することとしたい。については、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

### 2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、その骨子を対外公表文に記載するとともに、その詳細については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

## III. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、ワクチンに関する前向きな動きや米国の追加経済対策への期待などもあって、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、金融市場の不安定化につながりかねない要因として、新型コロナウイルス感染症の状況を含めて、引き続き様々な不確実性が意識されているとの見方を共有した。一人の委員は、地政学的リスクの顕在化等により市場が急変するリスクを警戒すべきである一方、ワクチンの普及等により感染症が早期に収束した場合に市場がどのように反応するか注意を要すると指摘した。別の委員は、米国では機関投資家の現金保有比率が低水準となっているなど、投資スタンスの前傾化を示唆する動きもみられると述べた。

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、持ち直しているとの認識で一致した。何人かの委員は、海外経済の持ち直しは、国・地域や産業により不均一であると指摘した。このうちの一人の委員は、今回の危機は、感染症の帰趨に代表される不

確実性と、地域、支出要素、産業ごとの不均一性という2つの性質を有していると述べた。

地域別にみると、米国経済について、委員は、持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、大規模な財政出動やFRBの金融政策が経済を下支えするもとの、製造業の生産や投資を中心に持ち直しが続いていると指摘した。ある委員は、米国では、若年・中年層の成長期待が衰えていないとの見方を示した。この間、複数の委員は、昨年11月頃から、雇用の改善ペースが鈍化している点には留意が必要であると述べた。

欧州経済について、委員は、感染症の再拡大を受けて、サービス業を中心に下押しされているとの見方を共有した。一人の委員は、EUと英国の通商合意により、不確実性はいったん低下したが、感染力の強い変異種の流行やイタリアの政局不安など経済を下押す可能性のある新たな材料に注意が必要と指摘した。また、別の委員は、感染再拡大により、改善基調の一時的な足踏みは避け難いとの認識を示した。

中国経済について、委員は、回復を続けているとの認識で一致した。複数の委員は、外需だけでなく、内需についても着実に回復していると指摘した。

新興国経済について、委員は、落ち込んだ状態から持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、感染症の状況により濃淡はあるが、中国経済の回復や堅調なIT需要を背景に、持ち直していると述べた。

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、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との認識で一致した。

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、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見方を共有した。一人の委員は、感染再拡大により対面型サービス業は非常に厳しい局面にあるが、輸出・生産は増加しており、個人消費も全体としてみれば徐々に持ち直していると述べた。ある委員は、わが国経済は、輸出・生産や機械投資など、製造業が牽引するかたちで持ち直しが続いていると指摘した。複数の委員は、海外経済と同様、わが国経済の持ち直しにも財産業の堅調さとサービス産業の厳しさとといった不均一性がみられており、こうした特徴がより鮮

明になっていると指摘した。この間、ある委員は、わが国経済は、内外の感染症の再拡大によって、これまでの回復基調にいったん歯止めがかかり、弱含んでいるとの見方を示した。

輸出や生産について、委員は、海外経済の持ち直しを背景に、増加しているとの認識で一致した。ある委員は、輸出や生産は予想以上のペースで回復しているとの見方を示した。設備投資について、委員は、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との認識を共有した。一人の委員は、今次局面では、リーマン・ショック時に比べ、わが国の設備投資は早期に下げ止まっているとみられるが、米中などでデジタル化関連を中心に投資意欲が旺盛であることに比べると、力強さに欠けるとの認識を示した。個人消費について、委員は、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との見方を共有した。ある委員は、位置情報に基づく人出や飲食店の来店状況といったデータからは、対面型サービス消費への下押し圧力が強まっていることが窺えると指摘した。雇用・所得環境に関し、委員は、感染症の影響から、弱い動きが続いているとの認識で一致した。そのうえで、一人の委員は、雇用環境が底打ちから緩やかな回復に向かう動きとして、労働力率が上昇している点を指摘した。

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、Go To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を共有した。もっとも、複数の委員は、値下げにより需要喚起を図る行動は広範化していないとの認識を示した。また、別の複数の委員は、予想物価上昇率は弱含んでいるが、下げ止まる指標もみられるなど、物価の基調は維持されていると指摘した。一人の委員は、需給ギャップの悪化に比べ、消費者物価のマイナス幅は小幅にとどまっていると述べた。この間、一人の委員は、景気感応的な財において値下げの動きがみられている点は気掛かりであると述べた。

## 2. 経済・物価情勢の展望

2021年1月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、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、わが国経済は改善基調を辿るが、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、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の見方を共有した。何人かの委員は、感染再拡大により、わが国経済は、当面、個人消費や雇用に下押し圧力がかかるが、2021年度にかけては、堅調な外需や政府の経済対策が相応に下支えするとの見方を示した。別の委員は、不確実性は高いが、2021年度以降は、ワクチン普及の効果も期待されると指摘した。委員は、先行きはきわめて不確実性が大きいですが、今回の見通しについては、感染対策と経済活動の両立が図られるもとの見方、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感染症の影響が概ね収束していくことを前提とすることが適当であるとの認識を共有した。

海外経済の先行きについて、委員は、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、改善が続けるが、感染症への警戒感が続く中では、そのペースは緩やかなものにとどまるとの見方で一致した。また、委員は、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慢なものとなるとの認識で一致した。もっとも、委員は、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の見方、対面型サービス業などの回復も明確になることから、改善が続くとの見方を共有した。一人の委員は、感染症の再拡大を受けたサービス業の落ち込みは、堅調な製造業や大規模な経済対策の効果によりある程度相殺され、世界経済の失速は回避されるとの認識を示した。また、多くの委員は、海外経済を巡っては、米国の新政権のもとでの米中関係等の影響に注意が必要であると指摘した。このうちの一人の委員は、米国の政権交代に加え、本年はドイツの首相交代も予定されており、こうした海外の政治情勢の変化が、気候変動問題に対する取り組みや新興国経済に与える影響について、注視すべきであると述べた。

わが国の輸出について、委員は、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が、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の見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド消費については、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、回復していくとの認識を共有した。

個人消費について、委員は、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の見方で一致した。一人の委員は、11都府県を対象とした緊急事態宣言の再発出が、宿泊・飲食といった対面型サービスへ及ぼす影響は、同地域の個人消費がわが国の6割弱を占めることもあり、注視すべきであると述べた。委員は、その後、感染症の影響が徐々に和らぐもとで、雇用者所得の改善にも支えられて、個人消費の増加基調は次第に明確になっていくとの見方を共有した。雇用・所得環境について、委員は、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、下押し圧力がかかるとの見方を共有した。一人の委員は、緊急事態宣言の延長などにより、営業時間短縮要請や営業自粛が長引く場合には、雇用環境が悪化し、個人消費にも悪影響が及ぶと指摘した。もっとも、委員は、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の認識で一致した。

設備投資について、委員は、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、持ち直していくとの認識で一致した。また、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、増加していくとの見方を共有した。一人の委員は、政府の総合経済対策により、デジタル化や脱炭素化への取り組みの方向性が示され、企業経営者の予見性が高まったことで、企業が設備投資を行いやすい環境になったとの見方を示した。この間、公共投資について、委員は、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の見解で一致した。また、政府消費について、委員は、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を続けるとの見方を共有した。

こうした議論を経て、委員は、経済の見通しは、前回と比べると、政府の経済対策の効果などを背景に、2021年度を中心に幾分上振れているとの見方で一致した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、生鮮食品を除く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の見方で一致した。委員は、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、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

ギー価格を通じて消費者物価を押し下げるとの認識を共有した。委員は、そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率も、引き続き弱含むとの見方で一致した。一人の委員は、来年度の公的年金支給額が4年振りに引き下げられる見込みであることや今年の春闘の結果などが、人々の物価感に与える影響を注視すべきであると指摘した。

その後の物価の展望について、委員は、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力が次第に減衰していくことに加え、原油価格下落の影響なども剥落していくことから、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の見方で一致した。また、委員は、中長期的な予想物価上昇率も再び高まり、時間はかかるものの、物価は、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の見方を共有した。ある委員は、感染症が収束すれば、経済の改善とともに物価上昇に向けた動きは戻ってくるとみられるが、家計や企業に感染症の経験が残るもとで、中長期の予想物価上昇率の改善は小幅にとどまるとの見方を示した。また、別の委員は、先行きの物価について、負の需給ギャップによる押し下げ効果は次第に減衰し、予想物価上昇率も小幅ながら押し上げに寄与するものの、過去の物価の弱さがバックワードな期待形成を通じて下押しに作用するため、きわめて緩やかなペースでしか上昇しないとの見方を示した。

こうした議論を経て、委員は、物価の見通しは、前回と比べると概ね不変であるとの見方で一致した。

次に、委員は、見通しの背景となる金融環境について議論を行った。委員は、先行き、景気の改善ペースが緩やかなもとで、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の認識を共有した。

更に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について、感染症拡大の影響が収束するまでの間、特に注意が必要な点に関し、議論を行った。

まず、経済のリスク要因について、委員は、先行きの見通しは、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、引き続き、不透明感がきわめて強いとの見方で一致した。一人の委員は、足もとの感染再拡大の収束には相応の時間を要するとみられ、感染症が経済・物価に与える影響の不透明感はきわめて強いと指摘した。この委員は、感染症の影響が長期化する中、飲食・宿泊

業などでは、設備や雇用面で調整圧力が強まっており、感染症が収束したあとの回復力という点でも注意が必要であると述べた。また、委員は、ワクチンの普及によって、感染症の影響が想定以上に早期に収束する可能性はあるが、その普及ペースや効果には不確実性があるとの認識を共有した。複数の委員は、海外経済について、ワクチンの普及の遅れのほか、感染力の強い変異種の流行などのリスクを注視すべきと指摘した。一人の委員は、ワクチンは新たな不確実性の材料ではあるが、感染症の帰趨を見通すこと自体がきわめて困難であった昨年と比べると、状況は改善したと述べた。ある委員は、今後、わが国におけるワクチンの接種開始が、センチメントの変化を通じて経済活動にどのような影響を及ぼすのか注視していると述べた。この間、別の委員は、感染症の帰趨によっては、緊急事態宣言の延長や対象地域の拡大、公衆衛生上の措置の強化などが実施され、家計・企業のマインド面の悪化とも相俟って、対面型サービスを中心に、経済・物価の低迷が深刻化・長期化するリスクがあると述べた。

また、委員は、感染症の影響が収束するまでの間、成長期待が大きく低下せず、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との見方で一致した。成長期待について、一人の委員は、政策対応により維持されている部分が大きく、財務状況の悪化を受けた企業が未来に向けた投資を先送りする動きが広がることのないか注視が必要であると強調した。また、金融システムについて、ある委員は、感染症の拡大・長期化により、倒産や廃業が増加する可能性があり、その場合には、信用コストの上昇を通じ、現時点では回避されている金融と実体経済の負の連鎖が生じるリスクがあるとの認識を示した。

以上に加え、一人の委員は、今回の経済ショックでは、国や産業ごとの格差は勿論のこと、家計部門における所得階層間でのセンチメントに大きな違いが生じており、そうした不均衡は、長期的な成長の阻害要因となる可能性があるとして述べた。また、別の委員は、今般の世界的な感染症の再拡大は、経済全体に対する大きな下押し圧力をもたらすというより、国・地域や産業間の不均一性を強めており、雇用形態や年齢、性別間などでの所得格差の拡大につながるリスクがあると指摘した。

次に、物価のリスク要因について、委員は、経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶとの考えを共有した。委員は、物価固有のリスク要因として、感染症の影響が、経済活動の需要・供給両面に及ぶもとの、企業がどのような価格設定行動を取る

か、更に、それがマクロ的に物価にどのような影響を及ぼすかについて、不確実性が大きいとの見方で一致した。一人の委員は、今のところ、付加価値の減少につながるような値下げの動きが広がっている状況にはないが、感染再拡大により、非製造業を中心に物価の低迷が長引くリスクがあると指摘した。別の委員は、感染症により雇用所得環境が悪化し、デフレ圧力が高まる可能性はある一方で、中長期的にみた場合、感染症対応のコストの転嫁、素原材料価格の上昇などにより、インフレ圧力が高まる可能性もあるため、こうした幅広いリスクに目配りすることが望ましいと述べた。また、委員は、原油価格をはじめとする国際商品市況の動向や今後の為替相場の変動が物価に与える影響についても、注意してみていく必要があるとの認識を共有した。

以上の議論を経て、委員は、リスクバランスについては、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、下振れリスクが大きいとの見方を共有した。

#### IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

当面の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、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等の積極的な買入れ、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重要であるとの認識を共有した。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。また、複数の委員は、緩和的な金融環境が維持されているもとの、企業の倒産や休廃業件数の急増はみられていないと述べた。このうちの一人の委員は、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。この間、別の委員は、物価モメンタムが損なわれた中で、昨秋から感染が再拡大している現状を踏まえると、デフレリスクは一段高まったと考えられ、長短金利操作とコミットメントに関して、より緩和姿勢を強めることが適当と述べた。

そのうえで、委員は、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認

識で一致した。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も含め、十分な留意が必要と指摘した。ある委員は、感染症の経済への後遺症が残らないか、企業と家計の成長期待、貯蓄率、予想物価上昇率の動向、金融市場と金融システムの安定性に注目すべきであると述べたうえで、現在の危機を長引かせないことが肝心であり、人々のマインド面への影響を重視し、政府と連携・協調して、危機にあるわが国経済を政策面で支え切ることが重要であると指摘した。別の委員は、金融緩和の効果を適切に発揮するためには、これまでと同様、政府と中央銀行、および主要中央銀行間での協力関係を維持し、金融市場や金融システムの安定性を確保することが重要であると述べた。

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」についても議論を行った。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、2016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。一人の委員は、金融緩和が金融仲介機能や金融市場の機能度へ与える副作用についても、その累積的な性質を念頭に置きながら、改めて点検すべきであるとの認識を示した。

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。一人の委員は、経済の回復に想定以上に時間を要することを踏まえ、より持続的で効果的な政策対応を行う観点から、政策効果の整理と点検は重要であると述べた。この委員は、その際、金融緩和の効果として、

物価だけでなく、雇用や需給ギャップの改善など経済全体への効果を総合的に評価すべきであると付け加えた。

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E T F等買入れにおいて、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、E T F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。この委員は、企業・家計による資金調達の多くは短期金利に連動しており、長期金利の影響を受けるものの割合は高くないことから、長期金利が変動しやすくなった場合でも、経済活動に与える影響は限定的であると付け加えた。

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。このうちの一人の委員は、2%の「物価安定の目標」の意義を再確認し、緩和的な金融政策のレジームを維持すべきであると強調した。別の委員は、点検と合わせて、2%の「物価安定の目標」の達成に向けた今後の戦略を検討することが必要であると述べた。

以上の点検に関する議論のほか、委員は、金融政策運営に関連する各種の留意点についても意見を述べた。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。そのうえで、この委員は、デフレには絶対に戻さないという断固たる意志を示すとともに、中長期的な成長力を高める政府の取り組みと緊密に連携して、企業経営者の予見性を高め、企業や家計の成長期待を高めていくような政策運営上の工夫を検討することが重要であると指摘した。これに対し、一人の委員は、金融緩和は、成長力や

生産性の上昇をサポートするものだが、金融政策が構造面の課題に直接的に対処することは容易ではないとの見方を示した。この間、ある委員は、日本銀行の金融市場調節の実施回数は高止まりしており、金融機関を含め、実務的な負担が重い状況にあると指摘したうえで、政策の理論的なイノベーションはもとより、政策の実務面でも、デジタル化などによるイノベーションが欠かせないと述べた。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節方針と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、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。」

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、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。これに加え、2021年9月末までの間、CP等、社債等の合計で約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。

先行きの金融政策運営の考え方について、委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上

昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、との考え方を共有した。

また、昨年3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、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および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETF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との認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、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。

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

## V. 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。

- わが国景気は、昨年4～5月を底として、持ち直しの動きが続いている。もっとも、経済は依然として新型コロナウイルス感染症拡大前の水準を下回っており、回復は道半ばである。特に、最近の感染再拡大による下振れリスクには、十分注意が必要である。
- 政府は、1月、11都府県を対象に緊急事態宣言を発出した。今回は、これまでの経験・知見などを踏まえ、感染リスクの高い場面に対策を徹底し、予備費の活用も含めた支援策を重点的・効果的に講じている。また、先般、閣議決定した政府経済見通しでは、来年度の実質GDP成長率は4.0%程度で、来年度中には感染症拡大前の水準を回復することを見込んでおり、その実現に向けて全力を挙げている。
- ワクチンについては、2月末以降には接種を開始できるよう、接種体制の整備を全力で進めて参りたい。

- 日本銀行においては、感染症の経済や金融資本市場への影響を十分注視しつつ、引き続き、政府との緊密な連携をお願いする。  
また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。
- 日本経済は、感染症の影響により依然として厳しい状況にあるが、累次の補正予算の政策効果等により、持ち直しの動きが続いている。先般、緊急事態宣言が発出されたが、今後とも感染状況や経済・国民生活への影響を注意深く見極めつつ、感染症対応に万全を期し、日本経済を成長軌道に戻すことが重要である。
- 政府は、先月、閣議決定した総合経済対策等を実行するため、令和2年度第3次補正予算および令和3年度予算を国会に提出した。感染拡大防止に加え、デジタル社会やグリーン社会の実現など中長期的な課題を見据えて着実に対応を進めるべく、両予算の1日も早い成立に向けて取り組んでいるところである。
- 日本銀行には、政府との連携のもと、感染症への対応をはじめ、必要な措置を適切に講じることを期待する。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の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、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。

## 採決の結果

賛成：黒田委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、  
安達委員、中村委員

反対：片岡委員

欠席：雨宮委員

—— 片岡委員は、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。

## 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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年9月末までの間、C P等、社債等の合計で約15兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、  
片岡委員、安達委員、中村委員

反対：なし

欠席：雨宮委員

### 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、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たものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

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

## VII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、1月22日に公表することとされた。

## VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2020年12月17、18日開催分）が全員一致で承認され、1月26日に公表することとされた。

以 上

## 当面の金融政策運営について

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成7反対1）<sup>(注1)</sup>

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>1</sup>。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、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<sup>2</sup>。

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。これに加え、2021年9月末までの間、CP等、社債等の合計で約15兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

2. 日本銀行は、「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（全員一致）。

<sup>1</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。

<sup>2</sup> 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。

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。

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<sup>(注2)</sup>。

以 上

---

<sup>(注1)</sup> 賛成：黒田委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員。反対：片岡委員。欠席：雨宮委員。片岡委員は、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。

<sup>(注2)</sup> 片岡委員は、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たものに修正することが適当であるとして反対した。

(3年3月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2021年3月18日(14:00～15:46)  
3月19日(9:00～12:32)

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	( 〃 )
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	( 〃 )
	鈴木人司	( 〃 )
	片岡剛士	( 〃 )
	安達誠司	( 〃 )
	中村豊明	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	新川 浩嗣	大臣官房総括審議官(18日)
	中西 健治	財務副大臣(19日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官(18日)
	赤澤 亮正	内閣府副大臣(19日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	山田泰弘(18日15:17～15:43)
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	清水誠一
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融機構局長	正木一博(18日15:17～15:43)
金融市場局長	大谷 聡
調査統計局長	亀田制作
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局長	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	中島健至
政策委員会室企画役	本田 尚
企画局審議役	福田英司(19日)
企画局企画調整課長	矢野正康(19日)
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	土川 顕
企画局企画役	長江真一郎(19日)

## 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（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<sup>（注）</sup>に従って、国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

企業等の資金繰り支援のための措置として、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを実施した。また、金融市場の安定を維持する観点から、国債買入れやドルオペなどによる、潤沢かつ弾力的な資金供給を行ったほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを行った。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.02\sim-0.01\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.09\sim-0.06\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばいとなっている。

株価（日経平均株価）は、米国における追加経済対策やワクチン接種の進展等を受けたグローバルな景気回復期待の高まり等を背景に、上昇している。長期金利は、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。国債市場の流動性について、2月の「債券市場サーベイ」をみると、11月調査と比べて、市場の機能度判断DI（「高い」-「低い」）は、概ね横ばいとなっている。為替相場をみると、日米欧の金利動向等を映じて、円の対ドル相場は、ドル高方向の動きとなり、円の対ユーロ相場は、ユーロ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、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。多くの国で、感染症の新規感染者数は、減少に転じた中、米

---

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

国や一部の新興国では、足もと、公衆衛生上の措置が緩和されたり、人々の移動が幾分活発化したりしている。一方、欧州では、変異株の拡散への警戒感などを背景に、総じて公衆衛生上の措置の緩和には慎重であり、対面型サービス業を中心に、経済活動への強めの下押し圧力が残っている。また、中国でも、昨年末から1月にかけての国内感染発生を受けて春節の移動が制限され、旅行関連などサービス業を下押ししたとみられる。このように、感染症の再拡大による対面型サービス業への影響は、薄れつつも、なお残存している。この間、製造業部門をみると、IT関連の好調持続や、12月に決定された米国の追加経済対策の効果もあって、グローバルに業況感のはっきりとした改善が続いており、生産水準や貿易量は、昨年春頃の感染症拡大前の水準を明確に上回っている。先行きの海外経済については、感染症の影響が次第に薄れていくもとので、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。ただし、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。また、こうした見通しについては、引き続き、かなり不確実性が大きい。特に、感染症の帰趨とその経済への影響、米国等における積極的なマクロ経済政策の経済・物価への影響、これらを受けた国際金融市場の動向などには注意が必要である。

地域別に動きをみると、米国経済は、持ち直している。個人消費は、新規感染者数が減少するもとので、政府による家計所得補填政策の効果等もあって、財消費を中心に持ち直している。住宅投資は、住宅ローン金利が低水準で推移するもとので、はっきりと増加している。企業部門をみると、業況感改善が続いており、生産も着実に増加している。こうしたもとので、設備投資は、機械投資を中心に持ち直している。

欧州経済は、感染症の再拡大の影響が残るもとので、サービス業を中心に下押しされている。個人消費は、新規感染者数はひと頃に比べれば減少しているものの、総じて厳しめの公衆衛生上の措置が継続されるもとので、ドイツの付加価値税減税の終了もあって、下押しされた状態が続いているとみられる。企業部門をみると、業況感改善は、サービス業では悪化しているが、製造業では改善が続いており、輸出や生産も持ち直している。こうしたもとので、設備投資は、落ち込んだ状態から持ち直しつつある。

中国経済は、回復を続けている。輸出は、増加している。個人消費は、一部で感染症の影響が残るものの、雇用・所得環境の改善などを受けて、増加している。固定資産投資は、内外の需要回復や堅調な企業収益を背景に、幅広い業種で増加を続けている。こうしたもとので、

生産も増加を続けている。

中国以外の新興国経済は、持ち直している。N I E s ・ A S E A N 経済は、内需が落ち込んだ状態が続いている先もみられるが、輸出を中心に持ち直している。インドやブラジル、ロシア経済は、持ち直している。

海外の金融市場をみると、先進国では、米国における追加経済対策やワクチン接種の進展等を受けた景気回復期待の高まり等から、長期金利は大幅に上昇し、株価も上昇している。為替市場では、米国金利の上昇を受けて米ドル高が進み、新興国の通貨は、全般的に下落している。原油価格は、グローバルな景気回復期待や産油国による協調減産の継続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、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。先行きについては、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、持ち直しを続けるが、当面は、感染症への警戒感が続く中で、対面型サービス消費を中心に、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみられる。

輸出や鉱工業生産は、増加を続けている。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、ペントアップ需要の一巡と半導体不足の影響などから、足もとでは増勢が一服している。情報関連は、春節の影響による振れはみられるが、スマートフォンやパソコン関連、データセンターや車載向けと幅広い需要が堅調に推移するもとの、はっきりと増加している。資本財は、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を受けた半導体製造装置の堅調さにも支えられて、増加している。先行きの輸出や生産は、当面、ペントアップ需要の一巡や半導体不足の影響から自動車関連を中心に増勢が鈍化するものの、世界的な設備投資需要の回復やデジタル関連需要の堅調さに支えられて、増加を続けるとみられる。

企業収益や業況感は、対面型サービス業など一部に弱さがみられるものの、全体として改善している。法人企業統計の全産業全規模の経常利益（季節調整値）をみると、10～12月は、2四半期連続の改善となり、感染症拡大前の2019年10～12月をやや上回る水準まで回復している。設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直して

いる。機械投資の一致指標である資本財総供給は、企業収益の改善を背景に、デジタル関連財（パソコンや携帯電話基地局・5G関連等）を中心に持ち直している。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）は、オリンピック関連の大型案件が一巡するもとの、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の建設減少の影響も加わり、緩やかな減少傾向が続いている。先行きの設備投資は、当面、対面型サービス業における建設投資の弱さは続くものの、企業収益の改善や緩和的な金融環境に支えられて、次第に増加基調が明確になっていくとみられる。

個人消費は、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、足もとでは、持ち直しが一服している。財消費については、自動車販売は、昨年春以降、増加してきたが、足もとでは、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ている。家電販売は、巣ごもり需要の拡大を背景に、緩やかな増加基調を維持している。食料品や日用品などは、感染状況に応じて多少の振れはあるものの、巣ごもり消費の拡大を背景に底堅く推移している。サービス消費は、緊急事態宣言の再発出に伴う外出自粛や、Go Toトラベルの一時停止の影響により、12月から1月にかけて大きめの減少となっている。外食は、12月に感染再拡大に伴う忘年会自粛の動きなどからはっきりと減少したあと、1月も、緊急事態宣言の再発出を受けた営業時間短縮により、昨年6月を下回る水準まで落ち込んでいる。旅行は、国内旅行が、Go Toトラベルの一時停止や緊急事態宣言再発出に伴う外出自粛の動きから減少しており、1月の宿泊者数は、昨年夏頃の水準まで落ち込んでいる。海外旅行は、渡航制限の継続からほぼ皆減の状態が続いている。2月以降の個人消費の動きを、企業からの聞き取り調査や業界統計、人出の動きなどの高頻度データで窺うと、財消費は総じて底堅い動きが続いている可能性が高い一方、対面型サービス消費は、一部で下押し圧力が和らぐ兆しが窺われるものの、総じて落ち込んだ状態が続いた模様である。先行きの個人消費は、緊急事態宣言が首都圏でも解除され、感染症の影響も和らいでいけば、再び持ち直していくとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続く間は、対面型サービスを中心に改善ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

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。雇用面では、労働力調査の就業者数は、対面型サービス業における非正規雇用者の減少を主因に、前年比-1%程度の減少となっている。一人当たり労働時間は、昨年春頃をボトムに前年比マイナス幅が

縮小していたが、足もとでは、緊急事態宣言の再発出の影響から宿泊・飲食を中心にマイナス幅が再び拡大している。労働需給面では、有効求人倍率は、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ている。労働力率は、昨年4～6月に非労働力化した高齢者や女性などが再び労働市場に参入するもとで上昇しており、足もとでは既往ピークであった2019年末頃の水準を回復している。完全失業率は、このところ3%前後で横ばい圏内の動きが続いている。名目賃金は、特別給与（冬季賞与）と所定外給与の減少を主因に、下落している。先行きの雇用者所得は、経済活動の持ち直しや企業業績の改善を受けて、下げ止まりに向かうとみられる。

物価面について、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の影響などにより、マイナスとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比も、当面、マイナスで推移するとみられる。

## （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、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。

予想物価上昇率は、弱含んでいる。

資金需要面では、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ているが、引き続き高水準となっている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、6%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、高めのプラスで推移しているが、ひと頃に比べて増勢は鈍化している。外部資金の調達環境は、日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、緩和的な状態が維持されている。企業倒産も低水準で推移している。もっとも、企業の資金繰りは、緩やかに改善しているものの、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る。

この間、マネタリーベースは、前年比で2割程度のプラスとなっている。マネーストックの前年比は、9%台半ばの伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融市場について、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。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。一人の委員は、米国の長期金利について、わが国と同様に預貸率と貸出利鞘の低下が進んだ米国の銀行による債券需要が旺盛になることで、今後の上昇幅は限定的となる可能性があるとは指摘した。

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。ある委員は、大きく落ち込む業種は、限定的かつ固定的になっていると付け加えた。一人の委員は、世界生産や世界貿易量は、感染症拡大前の水準を上回るほど、改善が進んでいると指摘した。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。何人かの委員は、先行き、感染症の帰趨に加えて、米国の積極的なマクロ経済政策が及ぼす影響、米中間の緊張関係などのリスク要因があり、不確実性が高いと指摘した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、大規模な財政出動やワクチン接種の拡大などを受けて、持ち直し基調がしっかりしているとの見方を示した。ある委員は、非農業部門雇用者数も、公衆衛生上の措置の緩和に伴う娯楽・宿泊の大幅な増加を背景に、改善ペースを取り戻しているとの意見を述べた。

欧州経済について、委員は、感染症の再拡大の影響が残るもとの、

サービス業を中心に下押しされているとの見解を共有した。複数の委員は、ワクチン接種を巡る不確実性が高まっているほか、一部の国では、公衆衛生上の措置が延長・強化されており、感染症の影響の長期化が懸念されるとの見方を示した。

中国経済について、委員は、回復を続けているとの認識で一致した。複数の委員は、感染症を早期に封じ込めたことで、成長経路への復帰が他国対比で大きく先行しているとの意見を述べた。

新興国経済について、委員は、持ち直しているとの見解を共有した。もっとも、ある委員は、感染再拡大の懸念やワクチン接種の遅れなどから、先行きの不透明感は強いと指摘した。

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、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も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。ある委員は、感染拡大がある程度収束するまでは、改善が続く製造業と停滞が続く対面型サービス業といった二極化が継続するとみられるとの意見を述べた。

輸出や生産の現状について、委員は、増加を続けているとの認識を共有した。一人の委員は、輸出は、感染症拡大前の時期から低下傾向にあったが、ここへきて局面変化を起こしている可能性があるとの考えを述べた。先行きの輸出・生産について、委員は、当面、ペントア

ップ需要の一巡や半導体不足の影響から自動車関連を中心に増勢が鈍化するものの、世界的な設備投資需要の回復やデジタル関連需要の堅調さに支えられて、増加を続けるとの見解を共有した。

設備投資について、委員は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直しているとの認識を共有した。複数の委員は、感染症の影響を強く受けているセクター以外では、企業の設備投資スタンスが戻りつつあるようにみられるとの見方を示した。別のある委員は、企業収益は全体として改善しており、設備投資の持ち直しテンポは予想以上にしっかりしているとの意見を述べた。先行きの設備投資について、委員は、当面、対面型サービス業における建設投資の弱さは続くものの、企業収益の改善や緩和的な金融環境に支えられて、次第に増加基調が明確になっていくとみられるとの見解を共有した。ある委員は、製造業では、環境問題等への対応を含むポストコロナを見据えた投資の動きも窺われるとの意見を述べた。この間、一人の委員は、足もとの企業収益の改善は、経費削減や政府の各種支援策が寄与しているほか、企業間のばらつきも大きく、改善の持続性については慎重な見極めが必要であると指摘した。

個人消費について、委員は、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、足もとでは、持ち直しが一服しているとの認識で一致した。何人かの委員は、感染症の拡大や緊急事態宣言の影響から、対面型サービス関連は厳しい状況が続いているとの見方を示した。もっとも、複数の委員は、個人消費の落ち込みは、去年の緊急事態宣言発出時と比べて、限定的となっているとの意見を述べた。先行きの個人消費について、委員は、感染症の影響が和らいでいけば、政府による需要刺激策にも支えられて再び持ち直していくとみられるが、感染症への警戒感が続く間は、対面型サービスを中心に改善ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの見解を共有した。一人の委員は、当面は、雇用・所得面の弱さが続くことから、対面型サービスを中心として、個人消費には下押し圧力がかかり続けるとの意見を述べた。別のある委員は、一時的に溜め込まれた家計貯蓄が、今後、消費に向かう可能性があるとの指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、感染症の影響から、弱い動きが続いているとの認識で一致した。ある委員は、賃金は弱い動きが続いており、今年の春闘は弱めの動きとなる可能性があるとの意見を述べた。先行きの雇用・所得環境について、委員は、経済活動の持ち直しや企業業績の改善を受けて、雇用者所得は、下げ止まりに向かうとみられるとの見解を共有した。一人の委員は、企業収益は回復しており、

ラグを伴って、賃金も改善に向かうとみられると指摘した。ある委員は、感染症への警戒感が残る間は、対面型サービス業では、非正規雇用を中心に調整圧力が続く可能性がある点は慎重にみていく必要があるとの考えを述べた。

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。もともと、何人かの委員は、エネルギー価格などの一時的な要因を除けば、消費者物価の前年比は小幅のプラスを維持しており、経済の落ち込みに比べると底堅いとの見方を示した。複数の委員は、値下げにより需要喚起を図る行動は広範化していないとの意見を述べた。この間、一人の委員は、消費者物価の基調的な動きを示す指標が一段と低下している点には留意が必要であると指摘した。

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。ある委員は、需給ギャップのマイナス幅は縮小しており、物価への下押し圧力が一段と強くなっている状況にはないとの意見を述べた。何人かの委員は、携帯電話料金の値下げなどは、特定部門における一時的な価格変動ではあるが、予想物価上昇率に与える影響には注意を要すると指摘した。この間、一人の委員は、需給ギャップがプラスに転じるには相応の時間を要することなどを踏まえると、消費者物価が、近い将来に2%の目標に近づいていく状況を見通すことは難しいとの考えを述べた。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、感染症の帰趨や、その影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きいとの認識で一致した。また、委員は、感染症の影響が収束するまでの間、成長期待が大きく低下せず、金融仲介機能が円滑に発揮されるかについても注意が必要であるとの見解を共有した。何人かの委員は、わが国でもワクチン接種が開始されたことは前向きな動きであるが、当面、感染症の動向に注意が必要な状況が続くとの見方を示した。複数の委員は、変異株の感染拡大などを指摘しつつ、感染症の影響については、下振れリスクが大きいとの意見を述べた。一人の委員は、予想物価上昇率は弱含んでいるほか、賃金も上がりにくい状況にあり、わが国ではインフレリスクよりもデフレリスクの方が依然として大きいと指

摘した。この間、ある委員は、感染症によって業況の悪化がみられる業種が広がる兆しはみられておらず、下振れリスクは抑制されていると指摘した。また、この委員は、欧米においてはインフレ率の上昇を警戒する見方があり、わが国においても、アフターコロナの物価動向については、上下両方向のリスクを丁寧に検証する必要があるとの考えを述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰り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。ある委員は、失業や企業倒産は、経済の落ち込みと比べて、抑制されているとの意見を述べた。一人の委員は、年度末の企業の資金繰りについては、引き続き丁寧にみていく必要があると指摘した。

## Ⅲ. 「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」に関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

### 1. 執行部からの報告

まず、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向について、分析を行った。

物価上昇率が高まりにくい状況が続いた要因としては、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根強いことが確認された。また、弾力的な労働供給や企業の労働生産性向上も、結果として、物価上昇を抑制する方向に働いた。足もとでは、感染症の影響により、物価に下押し圧力が加わっている。

こうしたもとで、「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、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、物価上昇率はプラスの状況が定着した。また、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、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。

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の政策効果についての分析からは、この枠組みが、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ことが確認された。その際、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。また、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。超長期金利の過度な低下は、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。この間、追加緩和手段としての短期金利引き下げについての市場参加者の認識は、マイナス金利政策導入直後と比べて低下してきている。

国債市場の機能度への影響については、分析の結果、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ことが示された。

金融仲介機能への影響については、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。金融機関収益の下押し圧力が長期化すると、金融仲介機能が停滞方向に向かうリスクがある一方、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。

補完当座預金制度の運営状況については、実際の政策金利残高は完全裁定後の政策金利残高と乖離しており、このところ乖離幅が大きくなっている。こうした事象に対しては、補完当座預金制度上のマクロ加算残高枠の算出方法の一部を見直すことにより、マクロ加算残高枠の未利用分と政策金利残高の一部をそれぞれ圧縮する方向で技術的な調整を図ることが可能である。

E T F等の買入れについては、分析の結果、買入れがリスク・プレミアムを縮小させる効果を持つこと、また、買入れ1単位当たりの効果は、①株価水準がトレンド対比低いほど、②ボラティリティが高まるほど、③買入れ実施直前の株価の下落率が大きいほど、④買入れの規模が大きいほど、高まる傾向があることが確認された。一方で、E T F買入れについては留意点も指摘されている。その一つに、日経225およびJPX400に連動するE T Fは、TOPIXに連動するE T Fと比べ、買入れにより一部の構成株式の間接保有比率の上昇が進みやすいことがある。

オーバーシュート型コミットメントの有効性については、マクロ経済モデルを用いてシミュレーションを行ったところ、わが国において、「埋め合わせ戦略」、すなわち実績の物価上昇率が目標を下回っている場合には、ある程度の期間の過去の物価上昇率も参照して金融政策運営を行うことが望ましいとの結果となった。

## 2. 委員会の検討

委員は、以上の執行部からの報告を踏まえ、「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」に関する検討を行った。

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。ある委員は、感染症の収束後も金融緩和を粘り強く続け、プラスの需給ギャップを維持し、賃金上昇を促していくことが重要であるとの意見を述べた。一人の委員は、需給ギャップの押し上げには、金融資本市場を通じた経路が相応に寄与していると指摘した。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でも、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。このうち一人の委員は、適合的期待形成が強いということは、実際に物価上昇の経験が続けば、人々の物価観がそれに応じて転換しうることを示すものでもであると指摘した。ある委員は、自身の分析結果によると、物価上昇率が1%を上回ってくると、フィリップス曲線の傾きがスティープ化して、需給ギャップに対する感応度が高まることが想定されるとの考えを示した。

国債市場の機能度への影響について、何人かの委員は、イーロドカーブ・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。複数の委員は、2018年7月に長期金利の変動幅の柔軟化を図ったことで、いったんは金利変動幅が拡大し、国債市場の機能度が改善したが、その後、再び変動幅は狭まっているとの意見を述べた。ある委員は、変動幅については、あくまで実体経済の回復を阻害しない範囲内とすることが重要であると指摘した。

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。ある委員は、「物価安定の目標」を早期に達成することが、金融緩和の副作用を抑える最善の処方箋であるとの意見を述べた。この委員は、追加緩和に際して副作用が懸念されるのであれば、その副作用を緩和する措置を予め示すことも考えられると付け加えた。

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。このうち一人の委員は、デフレのリスクの方を懸念せざるをえない現状では、出口には容易に向かわないという日本銀行の強いスタンスを示す役割を担っていると付け加えた。この間、ある委員は、「埋め合わせ戦略」を掲げていれば「物価安定の目標」が達成されるわけではないと指摘した。

この他、複数の委員は、グローバル・スタンダードである2%の「物価安定の目標」の必要性やその実現に向けたメカニズム、そのもとの各種施策の位置づけについて、国民の理解深耕に繋がる情報発信や広報活動が重要であるとの考えを述べた。

#### IV. 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。一人の委員は、現在の政策の枠組みを一段と安定的に維持できるかたちとしておくことが、将来にわたって金融緩和を約束するうえで重要であるとの意見を述べた。

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。このうち何人かの委員は、こうした仕組みは、利下げの可能性を限定的にみている市場参加者の認識を改めてもらううえでも有効であるとの見方を示した。具体的な対応として、何人かの委員は、本行が行う資金供給の残高に応じて、短期政策金利に連動したインセンティブを金融機関に付与することが考えられるとの意見を述べた。こ

のうち一人の委員は、資金供給の種類によって、インセンティブに差をつけることも考えられると述べた。ある委員は、インセンティブを金融機関の貸出残高の増加分とリンクさせる仕組みとすれば、緩和の相乗効果が期待できる一方、インセンティブの付与の仕方如何では、市場金利の上昇圧力につながり、緩和効果を削いでしまう可能性もあると指摘した。

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。ある委員は、長期金利の変動幅が「±0.25%程度」動きうるフレキシビリティは、収益機会が失われていた債券市場参加者が退出することを防ぎ、市場が有する価格安定化機能を維持する観点からも望ましいと指摘した。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。このうち一人の委員は、必要な場合に金利の上昇を強力に画するため、「指値オペ」を強化する工夫ができないかとの意見を述べた。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。この間、複数の委員は、超長期金利の過度な低下は、長い目でみて、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点を、改めて示すことが適当であると指摘した。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。

E T F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。一人の委員は、そのような買入れを行うために、E T F等買入れの方針を見直し、年間増加ペースの上限は継続し、そのもとで、必要に応じて、買入れを行うようにすることが考えられる

との意見を述べた。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。ある委員は、こうしたETF等買入れの見直しは、より効果的に買入れを実行するためのものであり、金融緩和の後退と誤解されないように注意が必要であると指摘した。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。ある委員は、金融システムの動向への目配りは、金融機関の収益に配慮するためではなく、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ると指摘した。

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、「2021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。一人の委員は、今回の政策対応により機動性と持続性の高まった政策枠組みが、今後数年間、金融緩和政策の基本的な指針となることを期待するとの意見を述べた。

さらに、委員は、感染症の影響への政策対応について議論した。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いるとの見解で一致した。委員は、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重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、当面、感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとの認識で一致した。

この他、委員は、金融政策運営に関する各種の留意点についても意見を述べた。ある委員は、今後も生じうるショックに備える観点から、政府と中央銀行の間や主要中央銀行間で、情報交換や協力を行う体制を堅持するとともに、金融市場や金融システムの安定性確保に十分留意しつつ、必要があれば、迅速かつ効果的な政策対応を行うことが重要であるとの見解を示した。一人の委員は、企業や家計の成長期待、インフレ期待の改善に繋がる企業行動を後押ししていくとともに、それを支える金融機関の取り組みや社債市場の整備といった金融機能の強化を支援すべきであると述べた。また、この委員は、デジタル化に伴う企業行動の変化等により、伝統的な統計では捕捉が難しい領域が拡大しており、こうした変化が金融経済等に及ぼす影響について、分析を深めることが重要であると指摘した。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節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。」

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、2021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、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、昨年3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、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との認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、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。

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

## V. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時33分中断、12時5分再

開)。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 点検の結果やそれを踏まえた政策対応について異論はないので、進めて頂きたい。
- 今後も、日本銀行と政府が一体となって、日本経済、金融市場の安定のために努力してまいりたい。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 10～12月期のGDP 2次速報値の実質成長率は、2四半期連続のプラスとなった。依然、経済はコロナ前の水準を下回っているが、日本経済の潜在的な回復力を感じさせる内容と受け止めている。
- 政府は、3月21日を以って、1都3県を対象とする緊急事態宣言を解除することを決定した。高齢者向けワクチン接種が4月から始まることによる医療への負荷や変異株の動向にも留意しながら、今後とも感染再拡大を抑える対策に万全を期すとともに、経済的に厳しい影響を受ける方々に対して、引き続き重点的・効果的な支援策を実行していく。
- 今般の点検の結果やこれを踏まえた金融緩和を継続するもとの政策運営方法の見直しは、金融緩和政策の持続性や機動性を高めるものと期待しており、対外的な説明を丁寧にして頂くことが重要であると考えている。
- 日本銀行には、日本経済を感染症の影響から早期に回復させるべく、引き続き、政府との緊密な連携をお願いするとともに、米国金利上昇による金融資本市場への影響なども注視しながら、適切な金融政策運営を期待する。

## VI. 採決

### 1. 「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」

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、「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」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。

## 2. 金融市場調節方針

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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、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。

## 3. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

## 資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

### 記

1. E T FおよびJ－R E I Tについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
2. C P等、社債等については、2021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。

### 採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員、安達委員、中村委員

反対：なし

#### 4. 「貸出促進付利制度基本要領」の制定等

上記の執行部説明を内容とする「『貸出促進付利制度基本要領』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。

#### 5. 対外公表文（「より効果的で持続的な金融緩和について」）

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、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たものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「より効果的で持続的な金融緩和について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2021年1月20、21日開催分）が全員一致で承認され、3月24日に公表することとされた。

以 上

2021年3月19日  
日本銀行

## より効果的で持続的な金融緩和について

## 1. 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

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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を行った（別紙1）。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」（別紙2）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。
- ③ETF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。

## 2. 当面の金融政策運営

経済・物価の現状と見通しは、別紙3のとおりである。これらを踏まえ、日本銀行は、当面の金融政策運営について、以下のとおり決定した。

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

## (2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ②CP等、社債等については、2021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。

## 3. 先行きの金融政策運営方針

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。

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<sup>(注2)</sup>。

以 上

---

<sup>(注1)</sup> 賛成：黒田委員、兩宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員。反対：片岡委員。片岡委員は、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。

<sup>(注2)</sup> 片岡委員は、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たものに修正することが適当であるとして反対した。

## 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

## 【基本的見解】

## 1. 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2016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で、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で、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。こうしたもとで、「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で、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、2018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、2016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。

## 2. 政策面での対応

### (1) イールドカーブ・コントロールの運営

#### ① 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（前掲別紙2）。

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。

#### ② 長期金利の変動幅についての明確化

2018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。

### ③ 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。

### ④ 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。もっとも、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

### ① ETFおよびJ-REITの買入れ

ETFおよびJ-REIT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、ETF買入れについては、今後、指数の構成銘柄が最も多いTOPIXに連動するもののみを買入れることとする<sup>1</sup>。

### ② CP等、社債等の買入れ

CP等、社債等の買入れについては、2021年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行うこととする。なお、感染症の影響への対応としてのCP等、社債等の買入れを終了した後も、一定のCP等、社債等の買入れは継続する。

### ③ 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

---

<sup>1</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ETF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。

## 貸出促進付利制度の概要

## 1. 趣旨

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利し、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制度。これにより、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。

## 2. 対象となる資金供給とインセンティブ

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、次のとおり3つのカテゴリーを設ける。その際、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。

## ＜今回の決定内容＞

	付利金利（インセンティブ）	対象となる資金供給
カテゴリーⅠ	0.2%	コロナオペ（プロパー分）
カテゴリーⅡ	0.1%	コロナオペ（プロパー分以外）
カテゴリーⅢ	ゼロ%	貸出支援基金・被災地オペ

（注）このほか、すべてのカテゴリーの資金供給について、残高増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。

（参考：短期政策金利を▲0.2%とした場合【仮設例】）

	付利金利（インセンティブ）	対象となる資金供給
カテゴリーⅠ	0.2%より高い金利	制度の趣旨に沿って決定
カテゴリーⅡ	0.2%	
カテゴリーⅢ	0.2%より低い金利	

以上

経済・物価の現状と見通し

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残るものの、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全体として改善している。設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いている。個人消費は、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、足もとでは、持ち直しが一服している。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。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）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。
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、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で、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）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。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. リスク要因としては、新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きい。さらに、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、また、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かについても注意が必要である。

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」