

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和3年12月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

令和 3 年 12 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	1
(2) 物価	12
(3) 海外経済	15
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	20
(3) 債券市場	22
(4) 株式市場	24
(5) 外国為替市場	25
(6) 企業金融	27
(7) 量的金融指標	31
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績	33
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	34
(2) 「経済・物価情勢の展望」	41
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 3年6月の会合	51
ロ. 9月の会合	53
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 感染症の影響への対応	56
ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続	57

ハ. 気候変動対応を支援するための資金供給	59
ニ. 金融政策運営上の留意点	64
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	67
3. 金融市場調節の実施状況	68
4. 日本銀行のバランスシートの動き	73
Ⅲ. 金融政策決定会合における決定の内容	
1. 金融政策運営に関する決定事項等	75
2. 金融政策決定会合議事要旨	133
参考計表・資料一覧	228

通貨及び金融の調節に関する報告書

— 要 旨 —

(経済の情勢)

1. わが国経済は、令和3年度上期中、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から厳しい状態にあったが、基調としては持ち直しを続けた。

輸出や鉱工業生産は、上期後半には一部における供給制約の影響から弱い動きとなったが、基調としては増加を続けた。企業収益や業況感は、全体として改善を続けた。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた。雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いた。個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力が依然として強く、足踏み状態が続いた。住宅投資は、持ち直しに転じた。この間、公共投資は横ばい圏内の動きとなった。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、感染症の影響がみられるなかで、4月に携帯電話通信料の引き下げの影響からマイナス幅が大きめに拡大したあと、エネルギー価格の上昇などを受けてマイナス幅の縮小を続け、上期末には0%程度となった。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移したあと、持ち直しに転じた。

(金融市場・金融環境の動向)

3. 国際金融市場をみると、先進国では、経済活動の再開の進展を受けて、リスク性資産の価格が総じて上昇傾向を辿った。一方、新興国では、夏場以降、中国における規制強化の動向や不動産大手企業の債務返済を巡る懸念などを受けて、株価は下落した。米欧の長期金利は、上期前半までは低下傾向を辿ったものの、その後は上昇に転じた。
4. 国内の金融市場についてみると、短期金融市場では、全般的に、金利は低水準で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。CP・社債の発行金利は、きわめて低い水準で推移した。

株価は、8月下旬までは軟調に推移したが、その後は、新規感染者数が減少に転じる中で、米欧対比でみた本邦株価の割安感の修正等を背景に上昇し、9月末には29千円台半ばとなった。

為替市場では、円対ドル相場は、横ばい圏内で推移し、9月末には111円台となった。円対ユーロ相場は、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。

5. 企業金融について、資金需要面をみると、大企業では手元資金を返済する動きがみられるなど、感染症の影響を受けた予備的な需要などによる資金ニーズは総じて落ち着いてきた。こうしたもと、企業の資金繰りは、経済の持ち直しなどに伴い全体として改善しているが、感染症の影響により売上の低迷が続く業種や中小企業を中心になお厳しさが残った。この間、資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態が続いた。

6. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は、高めの伸びとなった前年との比較でみて減速し、9月には1割台前半のプラスとなった。マネーストック（M2）の前年比も、高めの伸びとなった前年との比較でみて減速し、9月には4%台前半のプラスとなった。

（金融政策決定会合における検討・決定）

7. 3年度上期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、すべての会合において、「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」と判断した。

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

（長短金利操作＜イールドカーブ・コントロール＞）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

資産買入れ方針については、4月の会合では、以下の方針を継続することとした。

（資産買入れ方針）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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

6月の会合では、後述する新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長を行い、以下の資産買入れ方針を決定した。

（資産買入れ方針）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② CP等、社債等については、4年3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。

その後の各会合では、上記の資産買入れ方針を継続した。

6月の会合では、企業等の資金繰りは、一頃より改善しているが、新型コロナウイルス感染症の影響からストレスのかかる状況が続くとみられることを踏

まえ、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムについて、期限を4年3月末まで半年間延長することを決定した。

先行きの金融政策運営について、すべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。

この間、6月の会合では、気候変動対応について、以下の内容を公表した。

気候変動問題は、中長期的に、経済・物価・金融情勢にきわめて大きな影響を及ぼしうる。日本銀行としては、中央銀行の立場から民間における気候変動への対応を支援していくことは、長い目でみたマクロ経済の安定に資するものと考えている。その際、金融政策面での対応に当たっては、市場中立性に配慮しながら行うことが重要である。こうした観点から、日本銀行は、気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取り組みを支援するため、金融機関が自らの判断に基づき取り組む気候変動対応投融資をバックファイナンスする新たな資金供給の仕組みを導入することが適当と判断した。この新たな仕組みは、成長基盤強化支援資金供給制度の後継と位置付けるが（同制度の新規貸付は現在の期限である4年6月をもって終了）、同制度の終了を待たずに、年内を目途に実施する。なお、その骨子素案を、7月の金融政策決定会合で公表する予定である。

7月の会合では、6月の会合において導入することとした、気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取り組みを支援するための新たな資金供給の仕組みについて、制度の骨子素案を決定した。9月の会合では、7月の会合において骨子素案を公表した、気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション（気候変動対応オペ）について、その詳細を決定した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

9. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、724.1兆円（前年比+4.9%）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

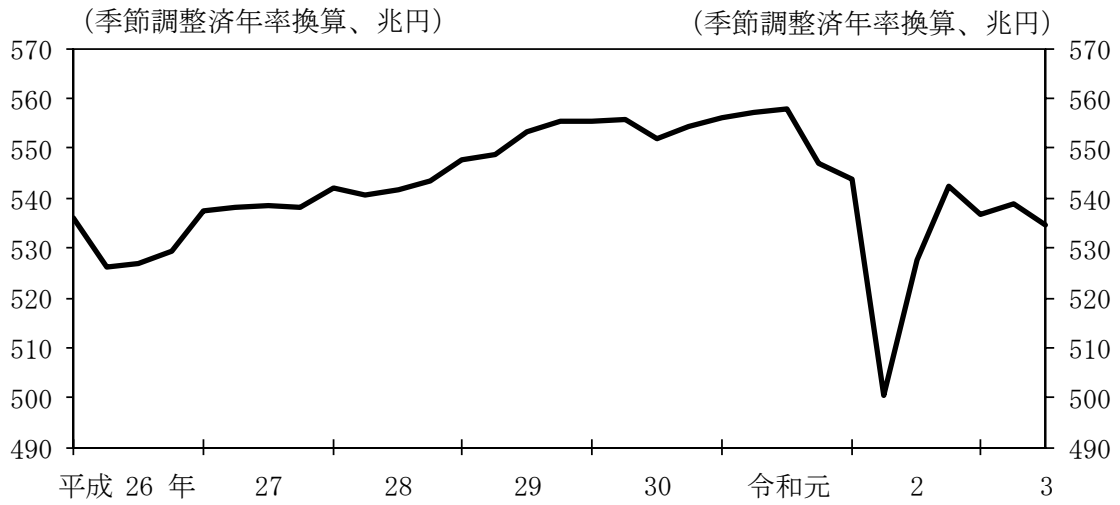
わが国経済は、令和3年度上期中、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から厳しい状態にあったが、基調としては持ち直しを続けた。

輸出や鉱工業生産は、上期後半には一部における供給制約の影響から弱い動きとなったが、基調としては増加を続けた。企業収益や業況感は、全体として改善を続けた。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた。雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いた。個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力が依然として強く、足踏み状態が続いた。住宅投資は、持ち直しに転じた。この間、公共投資は横ばい圏内の動きとなった。

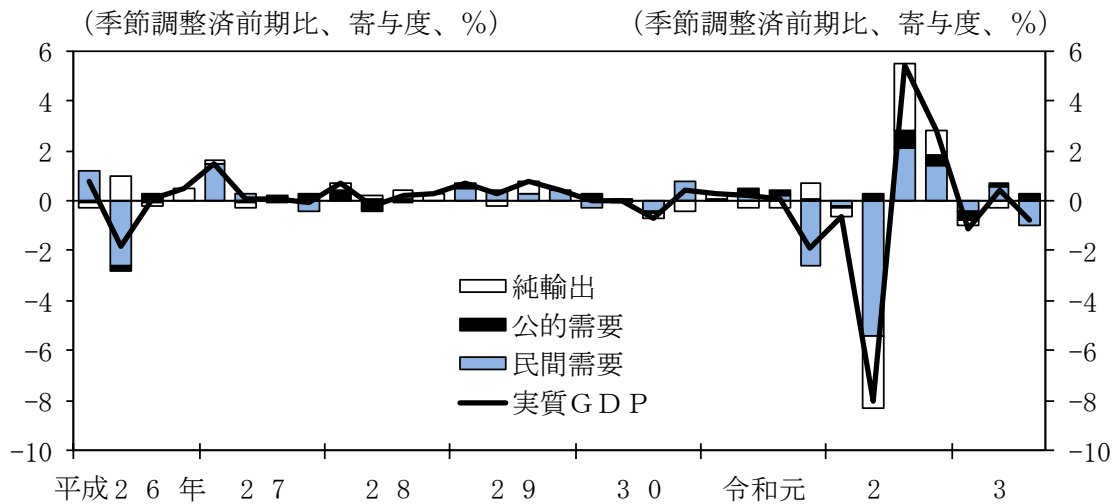
以上の経済情勢のもとで、実質GDPは、横ばい圏内で推移した（図表1）。

(図表1) 実質GDPの推移

(1) レベル



(2) 前期比



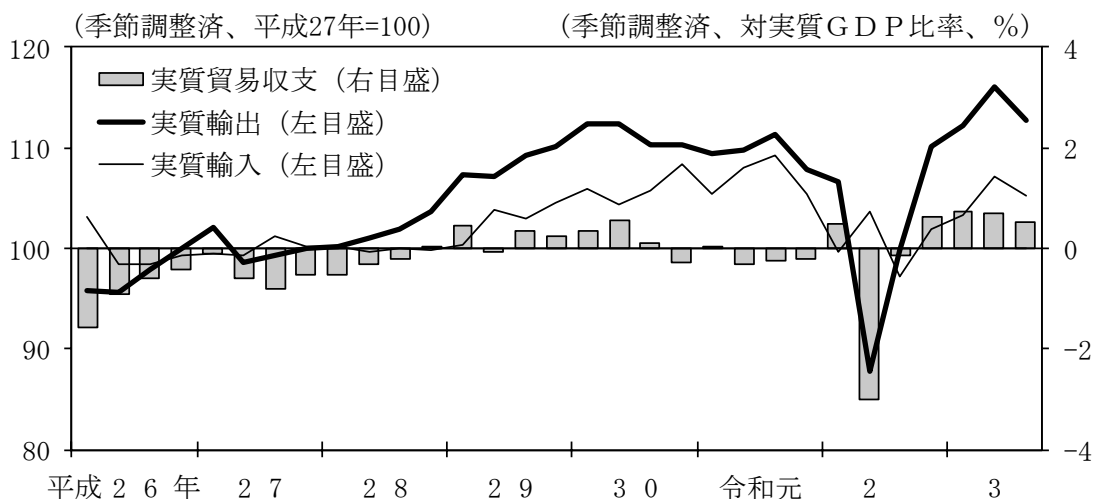
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

（輸出は、上期後半には一部における供給制約の影響から弱い動きとなったが、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けた）

実質輸出は¹、上期後半にはASEAN地域での感染症拡大に起因した自動車関連の部品供給制約を主因に一時的に弱い動きとなったが、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大や設備投資需要の回復を背景に、情報関連や資本財を中心に基調としては増加を続けた（図表2）。仔細にみると、先進国向けは、現地経済の回復を背景に資本財を中心に増加してきたが、上期後半には、自動車関連の供給制約を反映して減少した。新興国向けは、世界的なデジタル関連需要の拡大を背景に、NIEs・ASEAN等向けが、堅調な増加を続けた。この間、中国向けは、情報関連等が増加基調を辿ったが、上期後半には、自動車関連を中心とする供給制約の影響から減少した。

実質輸入は、上期後半に自動車の供給制約の影響等から消費財を中心に減少したが、国内需要の持ち直しやワクチン購入の動きを反映した増加基調は続いた（図表2）。

（図表2）実質輸出入と実質貿易収支



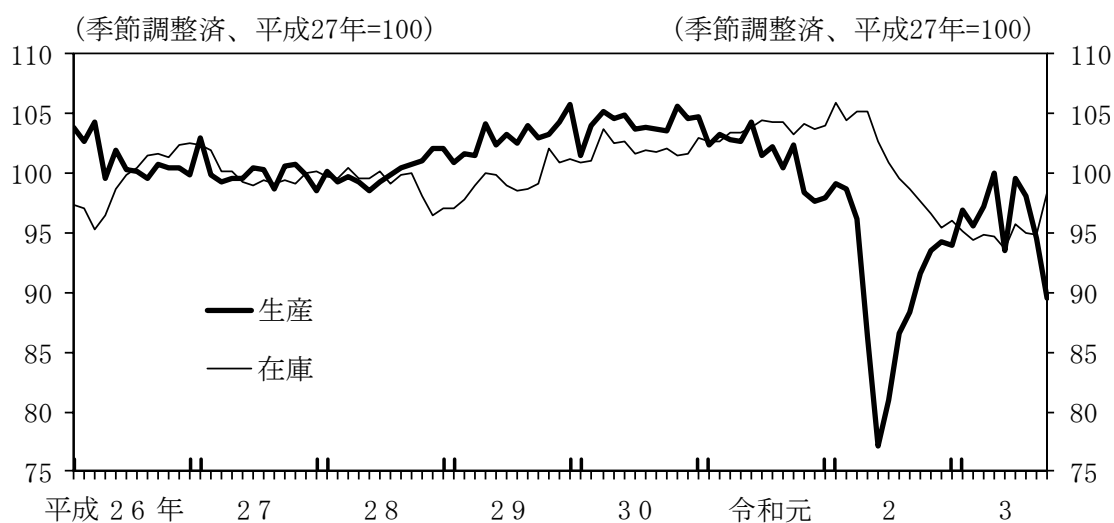
¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。

（鉱工業生産は、上期後半には一部における供給制約の影響から弱い動きとなったが、内外需要の増加を背景に、基調としては増加を続けた）

鉱工業生産は、上期後半にはASEAN地域での感染症拡大に起因した自動車関連の部品供給制約を主因に一時的に弱い動きとなったが、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大や内外設備投資需要の回復を背景に、基調としては増加を続けた（図表3）。業種別にみると、輸送機械は、既往の半導体不足の影響などから減速したあと、上期末にはASEAN地域での感染症拡大に起因した部品供給制約を背景に、はっきりと減少した。はん用・生産用・業務用機械は、内外の設備投資（機械投資）需要の回復を背景に、増加を続けた。電子部品・デバイスも、上期末に車載向けの一部で供給制約の影響がみられたものの、全体としては、データセンター向けやスマートフォン関連需要等の堅調さを受けて、増加を続けた。

この間、在庫は、在庫調整が進捗するもとの2年度下期にかけて減少したあと、横ばい圏内で推移した。

（図表3） 鉱工業生産

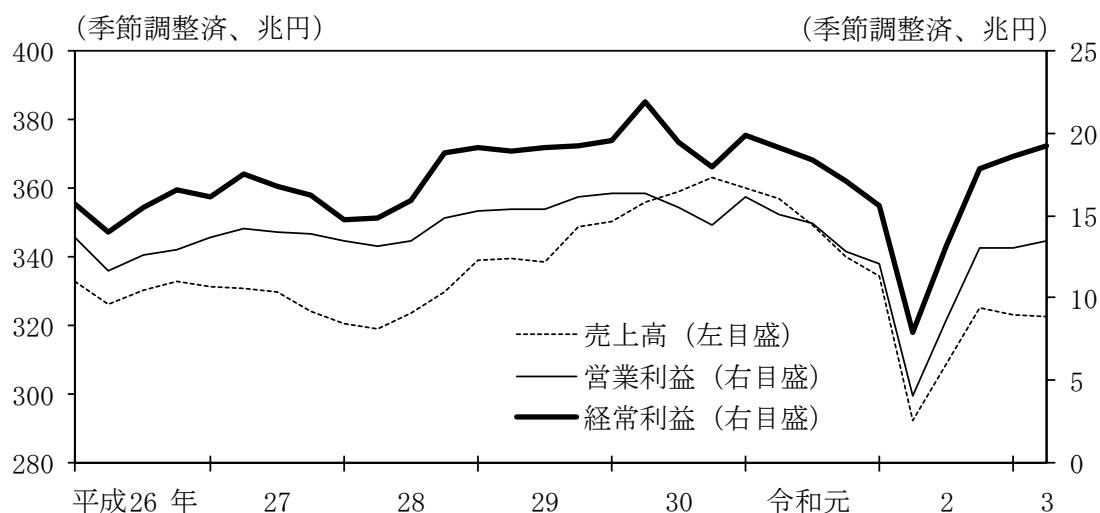


(企業収益や業況感は、全体として改善を続けた。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた)

企業収益について、法人企業統計の経常利益をみると(図表4)、対面型サービス業など一部に弱さがみられたものの、全体として改善を続けた。経常利益の改善には、感染症の影響が続くもとでの販売管理費の削減に加えて、雇用調整助成金などの各種の企業支援策による下支えや、海外子会社からの配当金の増加が複合的に作用した。

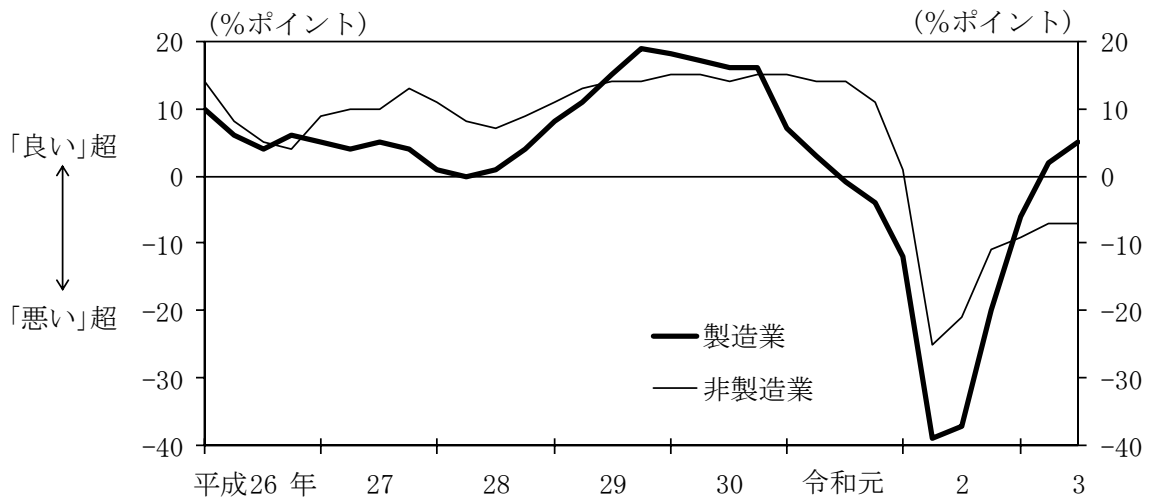
短観でみた企業の業況感も、自動車関連や対面型サービス業など一部に弱さがみられたものの、全体として改善を続けた(図表5)。製造業は、一部でASEAN地域での感染症拡大に起因した部品の供給制約の影響がみられたが、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大などを背景に、改善を続けた。非製造業は、上期前半にかけて小幅の改善を続けたあと、後半は横ばいとなった。対面型サービス業が、上期後半に感染症が再拡大するもとで悪化に転じた一方、製造業を中心とした経済活動の持ち直しやそれに伴う物流の増加などを受けて卸売や運輸・郵便、対事業所サービスなどが改善を続けた。

(図表4) 企業収益



(注) 金融業、保険業および純粹持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

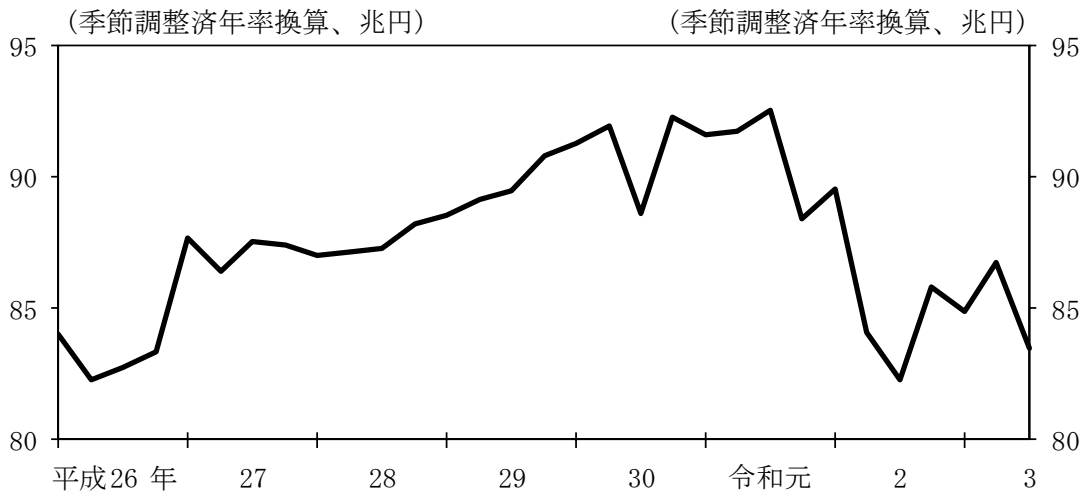
(図表5) 企業の業況判断D I (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた(図表6)。

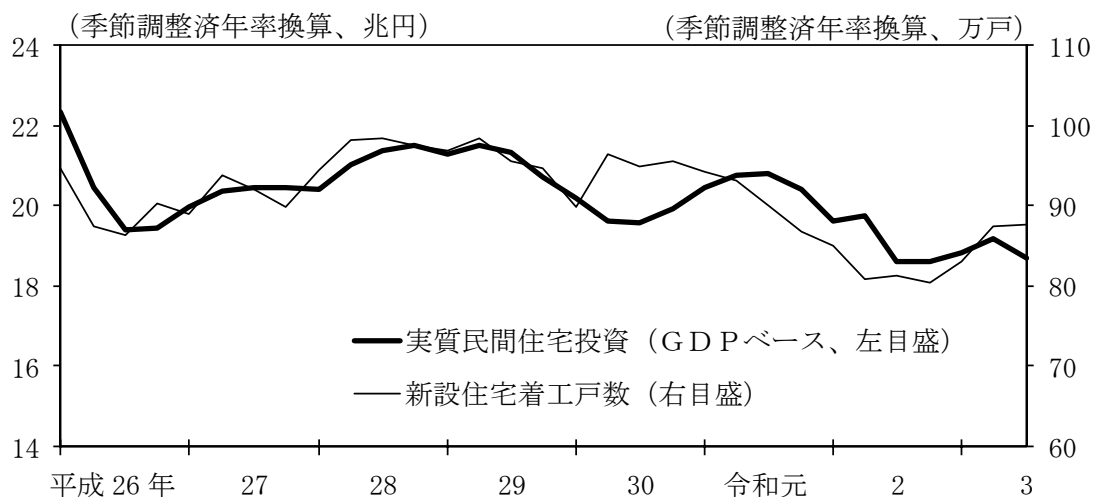
(図表6) 設備投資 (実質、GDPベース)



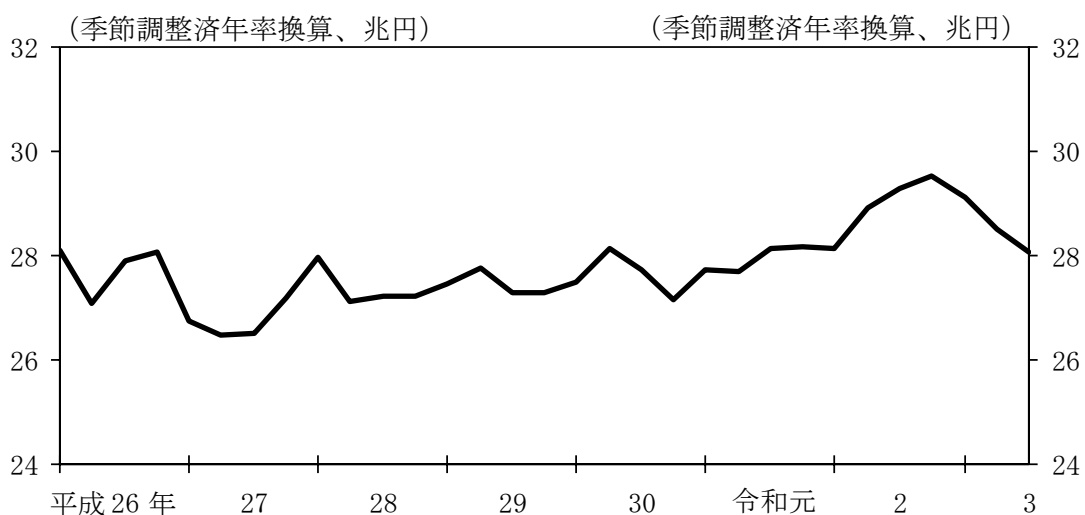
(住宅投資は、持ち直しに転じた。公共投資は、横ばい圏内の動きとなった)

住宅投資は、ペントアップ需要の顕在化や郊外の戸建て需要の高まりなどから、持ち直しに転じた(図表7)。公共投資は、横ばい圏内の動きとなった(図表8)。

(図表7) 住宅投資



(図表8) 公共投資 (実質、GDPベース)

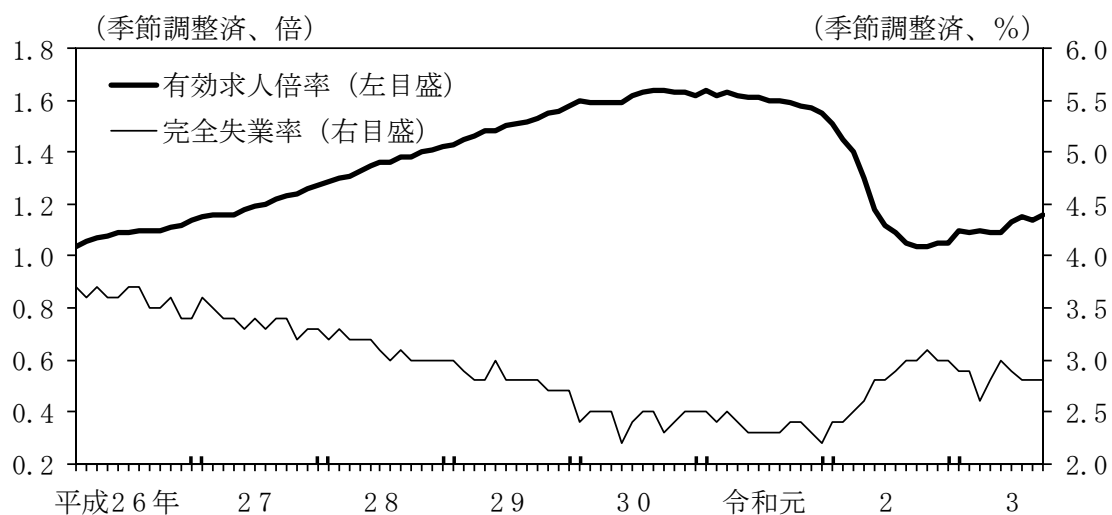


（雇用・所得環境は、感染症の影響から、弱い動きが続いた）

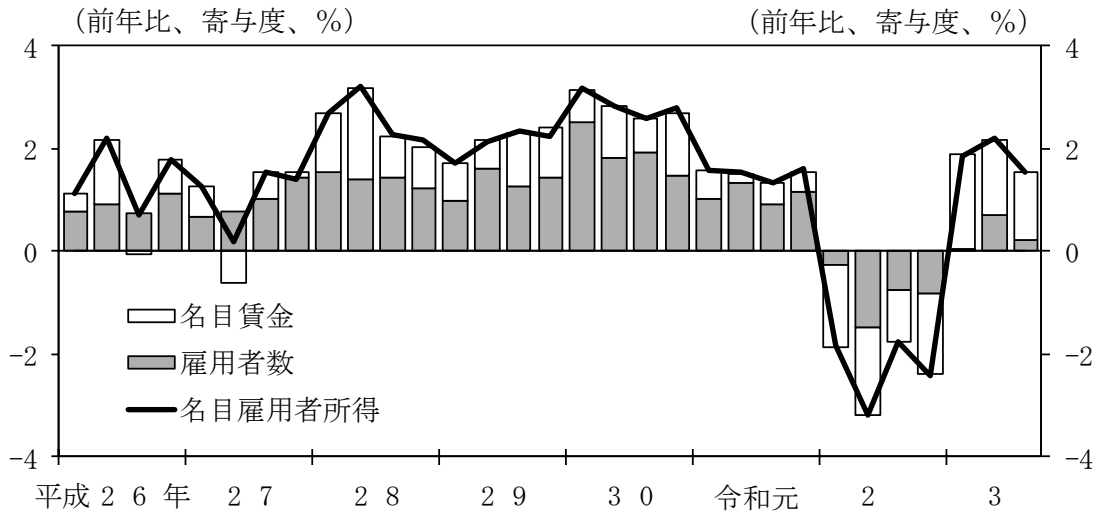
労働需給についてみると（図表9）、有効求人倍率は、1倍をやや上回る水準で横ばい圏内の動きが続いた。完全失業率は、振れを伴いつつも、3%前後で横ばい圏内の動きが続いた。

雇用者所得は、緩やかな改善傾向を辿ったものの、なお低めの水準で推移した（図表10）。内訳をみると、名目賃金は、所定外給与や特別給与（夏季賞与）が、大きく落ち込んだ前年との対比で見れば増加したことに加え、一部の業種を中心に所定内給与が上昇したことから、前年比で見れば増加した。一方、雇用者数は、経済活動の持ち直しを反映して下げ止まったが、対面型サービス業の非正規雇用を中心に、依然低めの水準で推移した。

（図表9）労働需給



(図表 10) 雇用者所得



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

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

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

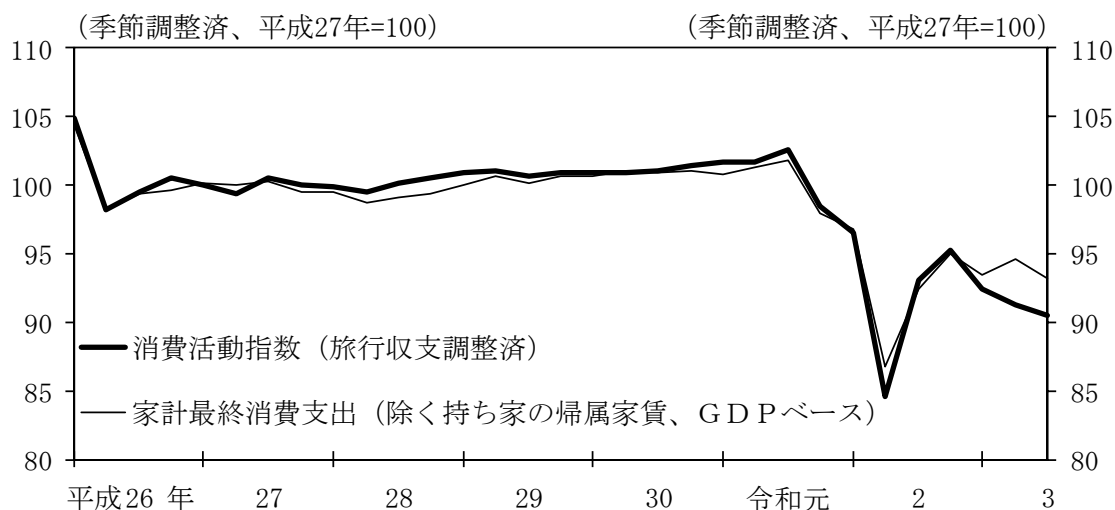
(個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力が依然として強く、足踏み状態が続いた)

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が依然として強く、足踏み状態が続いた(図表 11(1))。耐久財の消費動向をみると(図表 11(2))、乗用車販売は、既往の半導体不足や夏場以降の新たな供給制約の影響から減少し、とりわけ上期末にかけて大幅に落ち込んだ。家電販売は、上期後半にかけて、パソコンなどの在宅需要の衣服に加え、半導体不足による品不足の影響もあって、減少に転じた。サービス消費の動向をみると(図表 11(3))、外食は、多くの地域で緊急事態宣言を含む公衆衛生上の措置が講じられるも、感染状況等を反映した振れを伴いつつも、低めの水準で横ばい圏内の動きとなった。国内宿泊者数も、感染状況や自治体独自の観光支援策の動向等を映じた振れを伴いつつも、低水準で推移した。

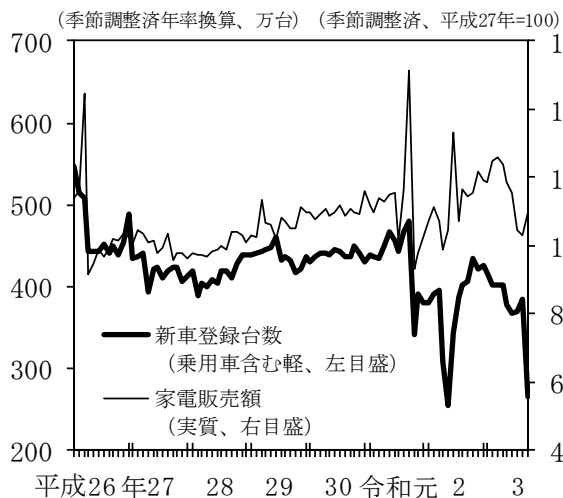
この間、個人消費関連のマインド指標は、感染状況や公衆衛生上の措置の動向などを受けて、振れ幅の大きい状況が続いた(図表 12)。

(図表 11) 個人消費

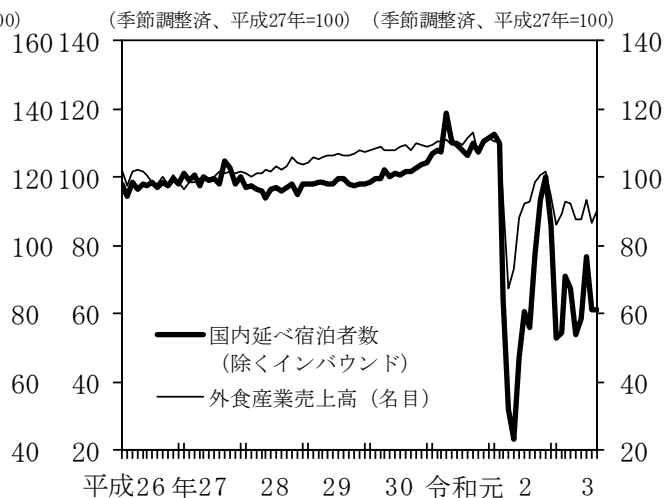
(1) 個人消費 (実質)



(2) 耐久財消費



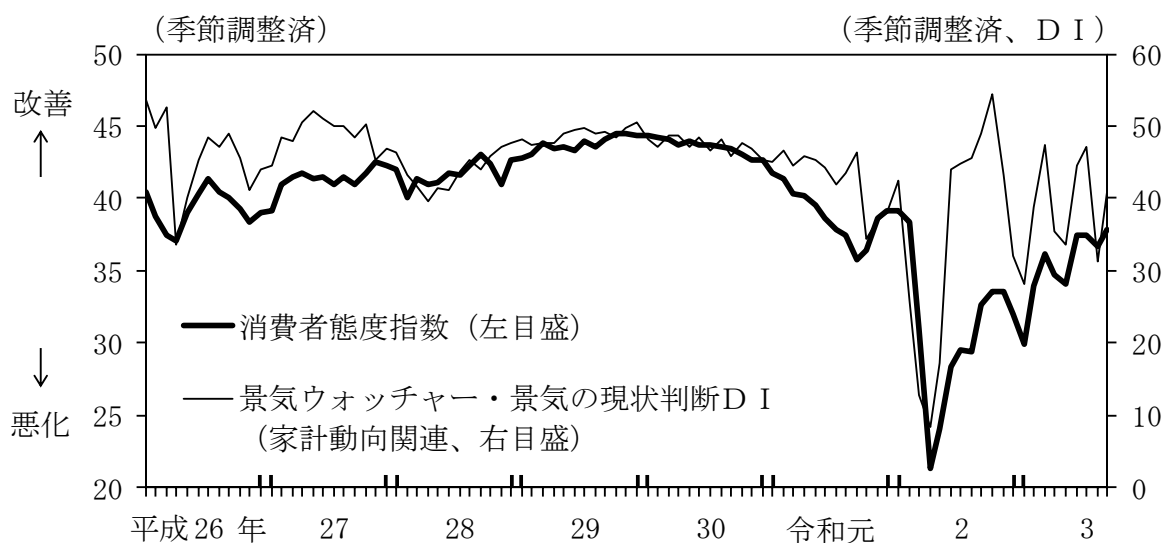
(3) サービス消費



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

(注2) 外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(図表 12) 個人消費関連のマインド指標



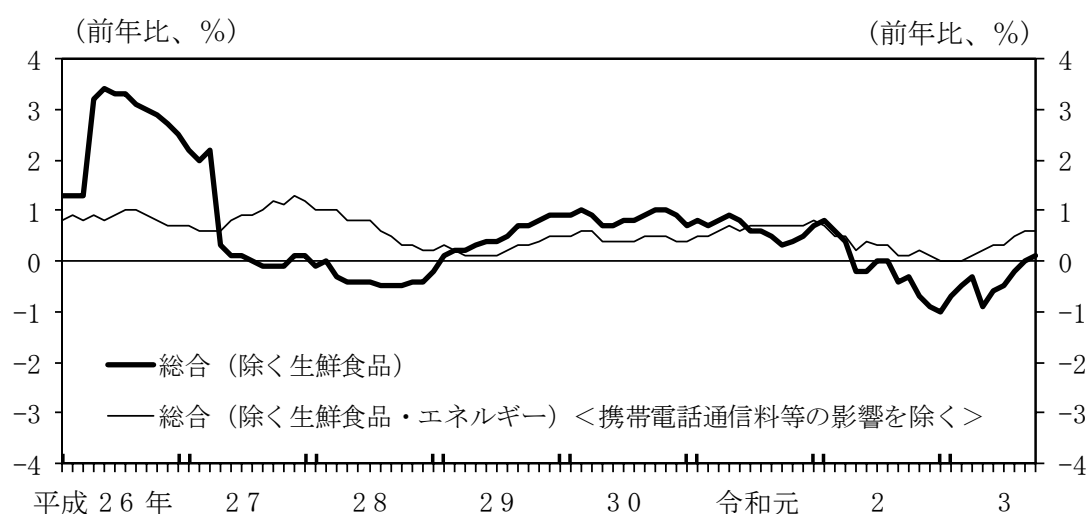
(注) 消費者態度指数(調査客体：全国・二人以上の世帯 約5,700世帯)は、消費者意識を尋ねたアンケート調査。景気ウォッチャー調査(同<家計動向関連>：全国約1,400人)は、家計動向を敏感に反映する現象を観察できる職種の人々に尋ねたアンケート調査。

(2) 物価

物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、感染症の影響がみられるなかで、4月に携帯電話通信料の引き下げの影響からマイナス幅が大きめに拡大したあと、エネルギー価格の上昇などを受けてマイナス幅の縮小を続け、上期末には0%程度となった（図表13）²。内訳をみると（図表14）、財は、巣ごもり需要や原材料コストの上昇を背景に食料工業製品や日用品の上昇が続くなか、石油製品の上昇を主因に、前年比プラス幅が拡大した。一般サービスを見ると、宿泊料の持ち直しなどがみられたものの、携帯電話通信料の下落を主因に、前年比でみて大きめのマイナスとなった。この間、公共料金をみると、既往の原油価格の動きを反映した電気代・都市ガス代を主因に、前年比プラスに転じ、上期末にかけては、プラス幅が拡大した。

予想物価上昇率は（図表15）、横ばい圏内で推移したあと、持ち直しに転じた。

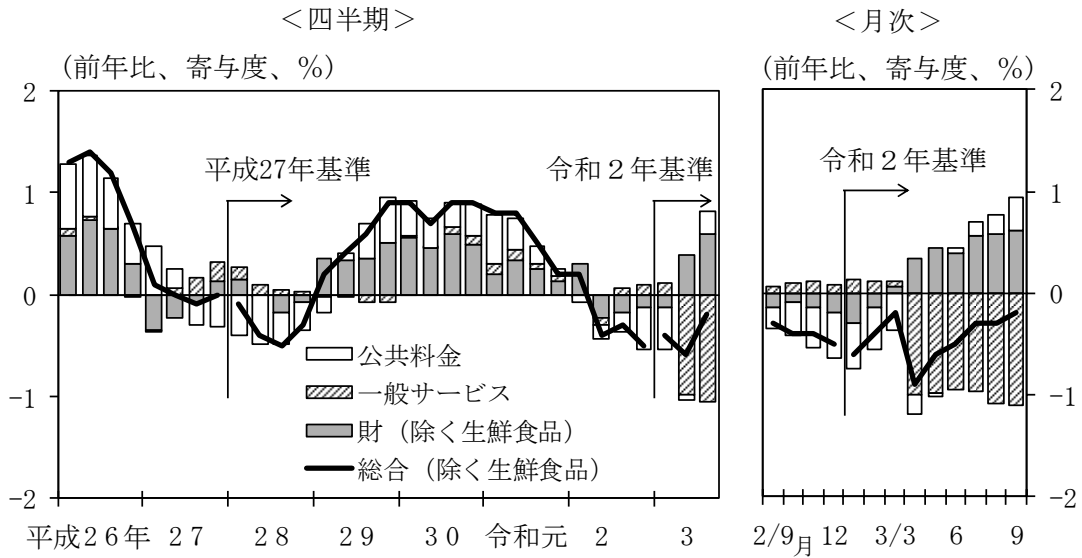
（図表13）消費者物価



（注）総合（除く生鮮食品・エネルギー）＜携帯電話通信料等の影響を除く＞は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go Toトラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

² 消費者物価指数については、3年8月に、平成27年基準から令和2年基準へと切り替えられたことに伴い、3年1月以降の前年比が遡及改定された。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の改定幅をみると、1～3月が-0.1%ポイントにとどまった一方、4～6月は、携帯電話通信料の引き下げの影響が拡大したことから、-0.7%ポイントの大幅下方改定となった。

(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳

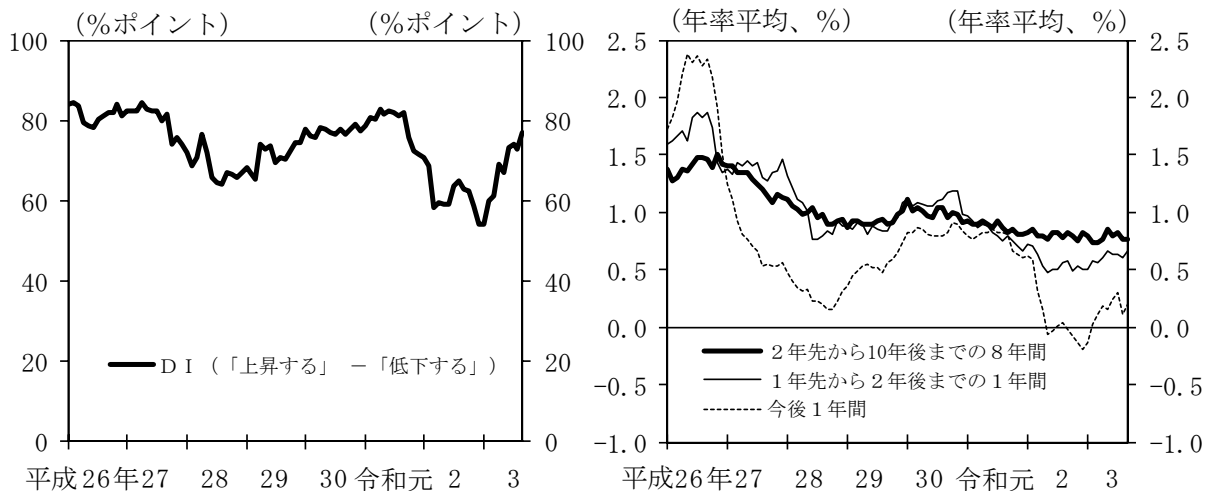


(注 1) 分類は組み替えて定義（「」内は総務省公表ベース）。財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」。

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

(図表 15) 予想物価上昇率

- (1) 家計の予想物価上昇率 (消費動向調査<総世帯>) (2) 市場参加者の予想物価上昇率 (QUICK調査)



(注 1) 消費動向調査では、各世帯が 1 年後の物価見通しを回答。

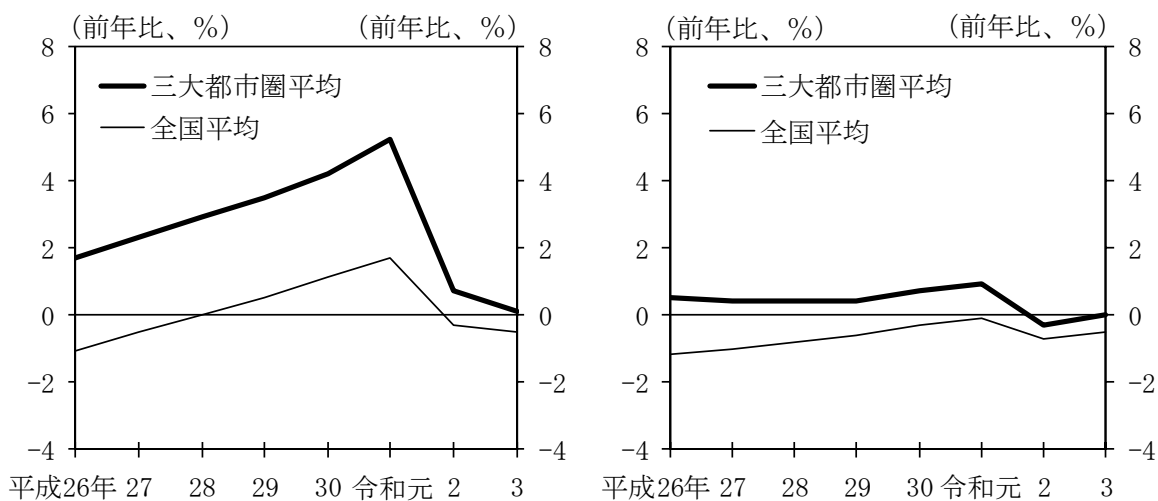
(注 2) QUICK調査は、消費税率引き上げの影響を含むベース。

地価を都道府県地価（7月時点）の前年比で見ると（図表16）、商業地の全国平均は、感染症の影響が相対的に強い三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）の減速を主因に、下落幅が拡大した。住宅地では、全国平均と三大都市圏ともに、下落幅が縮小した。

（図表16）都道府県地価

（1）商業地

（2）住宅地



（注）都道府県地価は、7月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

3年度上期の海外経済は、感染症の状況に応じて、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復を続けた（図表17）。

(図表17) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		元年	2年	2年 第2四半期	3	4	3年 1	2	3
米 国		2.3	-3.4	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.0
ユーロエリア		1.6	-6.4	-39.2	60.7	-1.5	-1.2	8.7	9.3
新興 国・ 地域	中 国	6.0	2.3	3.2	4.9	6.5	18.3	7.9	4.9
	イ ン ド	4.8	-7.0	-24.4	-7.4	0.5	1.6	20.1	-
	N I E s および A S E A N 4	3.5	-2.9	-7.4	-3.1	-2.0	1.0	8.5	3.1
	ブラジル	1.4	-4.1	-10.9	-3.9	-1.1	1.0	12.4	-
	ロ シ ア	2.0	-3.0	-7.8	-3.5	-1.8	-0.7	10.5	4.3

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

米国経済は、経済活動の再開が進展するもとの、積極的なマクロ経済政策の効果発現等を受けて、回復を続けた。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、前年の落ち込みや経済活動の急速な再開に伴う一時的な供給制約の影響もあって、4%台前半から上昇し、5%台前半で推移した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、3%近傍から上昇し、4%台前半で推移した。

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

担保証券：少なくとも月 400 億ドルペース）を維持した。この間、給与保護プログラム（PPP）のもとで実行された貸出を担保とした資金供給は、7月末まで延長されたあと、終了した。また、流通市場向け社債買入れファシリティ（SMCCF）のもとで保有するETFや社債の売却を開始し、8月末までに完了した。

ユーロエリア経済は、春頃にかけて厳しい公衆衛生上の措置が維持されるなかで下押しされた状態が続いたあと、経済活動の再開が進展するもとの、持ち直しに転じた。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、1%台後半から2%台前半で推移したあと、前年の落ち込みやエネルギー価格の上昇などにより、夏場にかけて3%台前半へと上昇した。エネルギー・食料・アルコール・たばこを除くコアベースの消費者物価の前年比は、ゼロ%台後半から1%近傍で推移したあと、夏場にかけて1%台後半へと上昇した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、期中を通じて、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を0.00%に、限界貸出金利を0.25%に、中銀預け金金利を▲0.50%に、それぞれ据え置いた。また、7月上旬の会合では、金融政策の戦略レビューの結果を踏まえ、インフレ目標を「2%未満かつ2%近傍」から「2%」に修正することや、気候変動への配慮を金融政策の枠組みに盛り込むための行動計画等を決定した。7月下旬の会合では、新たなインフレ目標のもと、先行きの政策金利についてのガイダンスを、「見通し期間の終わりよりも十分に早い時期にインフレ率が2%に達し、残りの見通し期間も2%のインフレ率が持続すると予想され、かつ、基調的なインフレ率の実績値が中期的に2%で安定することと整合的な形で十分に上昇していると判断されるまで、主要政策金利を現行またはより低い水準に維持する」と変更した。9月会合では、パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）の買入れペースについて、「金融環境とインフレ見通しを合わせた評価を踏まえ、直近の2四半期よりも幾分減速したペースで買入れを実施する」ことを示した。

新興国・地域をみると、中国経済は、雇用・所得環境の改善を受けて、回復を続けた。もっとも、夏場以降は、感染症拡大や電力供給面の問題などから、景気の改善ペースが鈍化した。この間、不動産セクターにおける債務問題に伴い、不動産投資は減速した。物価面では、消費者物価の前年比は、引き続き政府目標（3%前後）を下回って推移した。財政政策面では、前年の積極的なスタンスから「急な方向転換は行わず」、「連続性、安定性、持続可能性を維持」する方針のもと、均してみれば、昨年と同程度の水準の財政支出が続いた。金融政策面では、中国人民銀行は、企業の資金調達コストの緩やかな低下を促進し、実体経済の発展をサポート

するため、7月に預金準備率を0.5%ポイント引き下げた。こうしたなか、7月の共産党中央政治局会議では、「国内経済の回復は依然として不安定かつ不均衡」との現状認識のもと、「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」を維持する方針が示された。

中国以外の新興国・地域の経済は、一部の国・地域では感染症の再拡大による内需の下押しや生産面での影響がみられたものの、堅調な外需に支えられて、全体としては持ち直しの動きを続けた。物価面では、インフレ率は、前年のエネルギー価格の低下や既往の通貨安の影響などを背景に、多くの国・地域で伸び率が高まり、一部の国では、インフレ目標を上回って推移した。金融政策面では、ブラジルやハンガリー、ロシアなどを中心に、インフレ率上昇等を受けて、政策金利が引き上げられた。

2. 金融面の動向

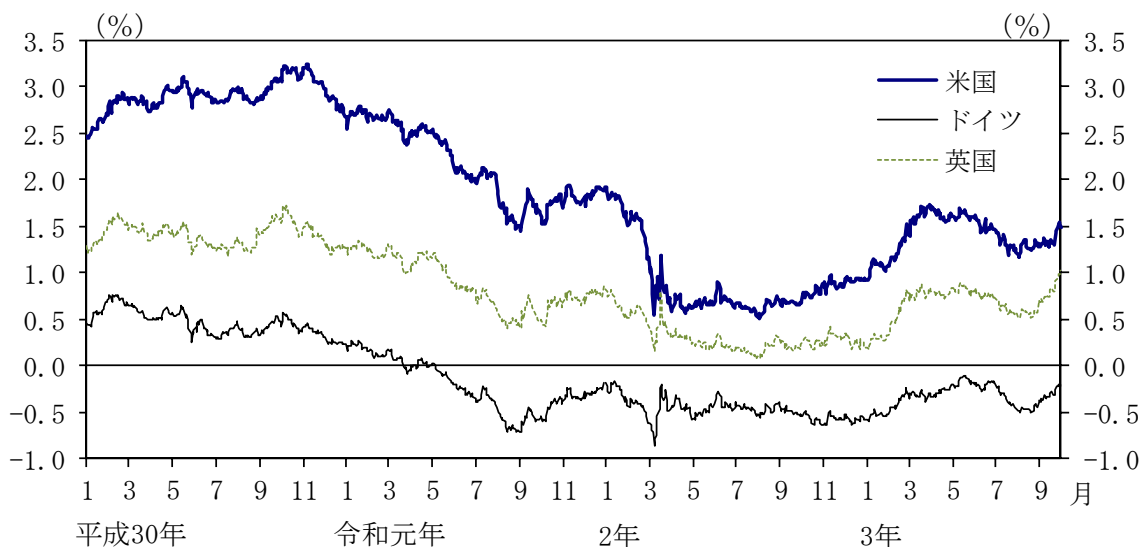
(1) 国際金融市場

令和3年度上期の国際金融市場をみると、先進国では、経済活動の再開の進展を受けて、リスク性資産の価格が総じて上昇傾向を辿った。一方、新興国では、夏場以降、中国における規制強化の動向や不動産大手企業の債務返済を巡る懸念などを受けて、株価は下落した。米欧の長期金利は、上期前半までは低下傾向を辿ったものの、その後は上昇に転じた。

主要国の短期金融市場においては、米国のフェデラル・ファンド・レートは、米国連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。また、ターム物金利も³、安定的に推移した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、中銀預け金金利付近で概ね横ばいの動きとなった。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）は、主要中央銀行が緩和的な金融政策を継続するもとの、7月頃までは米欧ともに低下傾向を辿ったものの、その後は金融緩和策の早期縮小への警戒感から上昇に転じた（図表18）。

(図表18) 米欧の長期金利（国債10年物利回り）



³ ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

主要国の株価動向をみると、米国株（S & P 500）は、経済活動の再開の進展や堅調な企業決算等を受けて、期間を通じてみれば上昇した（図表 19）。欧州株価（EURO STOXX）や英国株価（FTSE100）も、米国株に連れて、期間を通じてみれば上昇した。

（図表19）米欧の株価



新興国・地域の金融市場においては、米欧株価が上昇するなかで総じて良好なセンチメントが維持されたものの、夏場以降、中国における規制強化の動向や不動産大手企業の債務返済を巡る懸念などを受けて、株価は下落に転じた。この間、通貨は、概ね横ばい圏内で推移した。

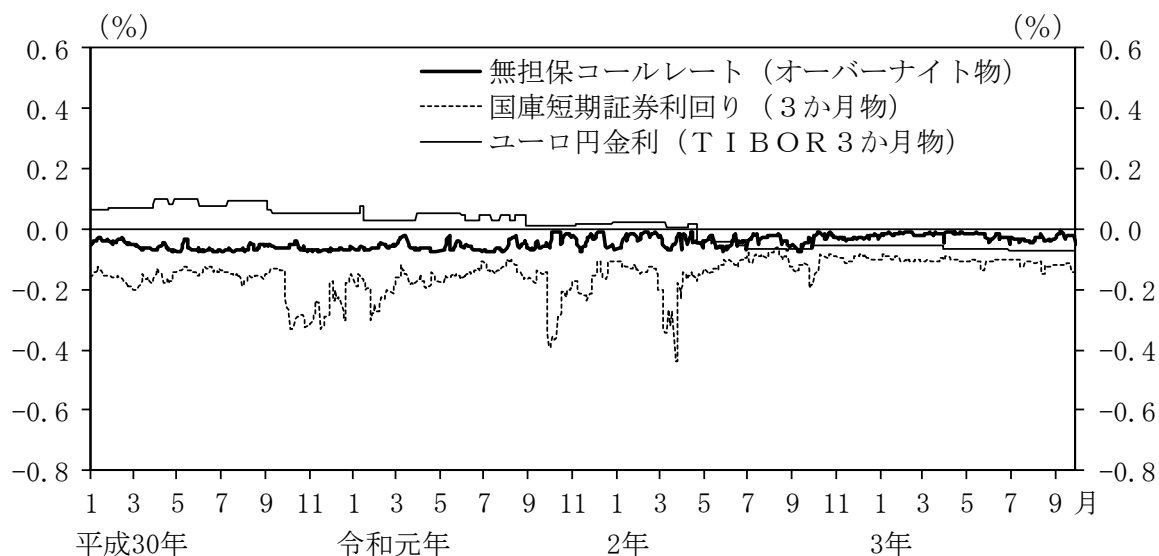
国際商品市場では、原油（WT I）価格は、グローバルな需要見通しの改善や、産油国による協調減産の継続もあって、大幅に上昇した。銅価格は、経済活動の再開に伴うグローバルな景気回復期待などから上昇する局面もみられたが、その後下落に転じ、期間を通じてみれば横ばいとなった。農産物価格は、天候不順に伴う供給制約が意識されるもとので、上昇した。金価格は、春先にかけて米ドル安に伴って上昇する局面もみられたが、その後下落に転じ、期間を通じてみれば横ばいとなった。

(2) 短期金融市場

3年度上期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般的に、金利は低水準で推移した。

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表 20）⁴、小幅のマイナスで安定的に推移した。タム物金利をみると、国庫短期証券利回り（3か月物）は、概ね▲0.1%前後で推移した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、概ね横ばいで推移した。

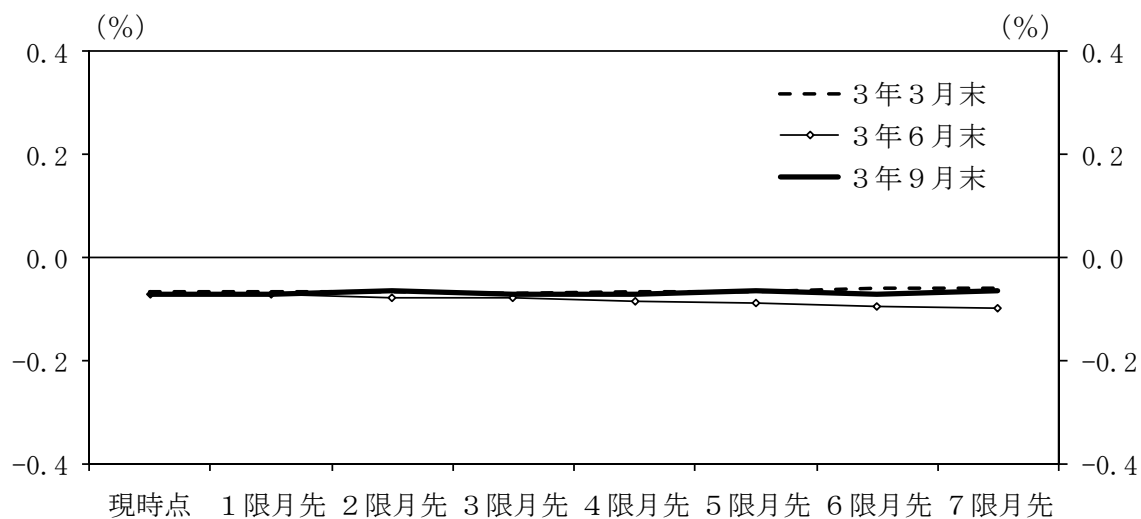
（図表 20） 短期金融市場金利



⁴ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

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

（図表 21）ユーロ円金利先物レート



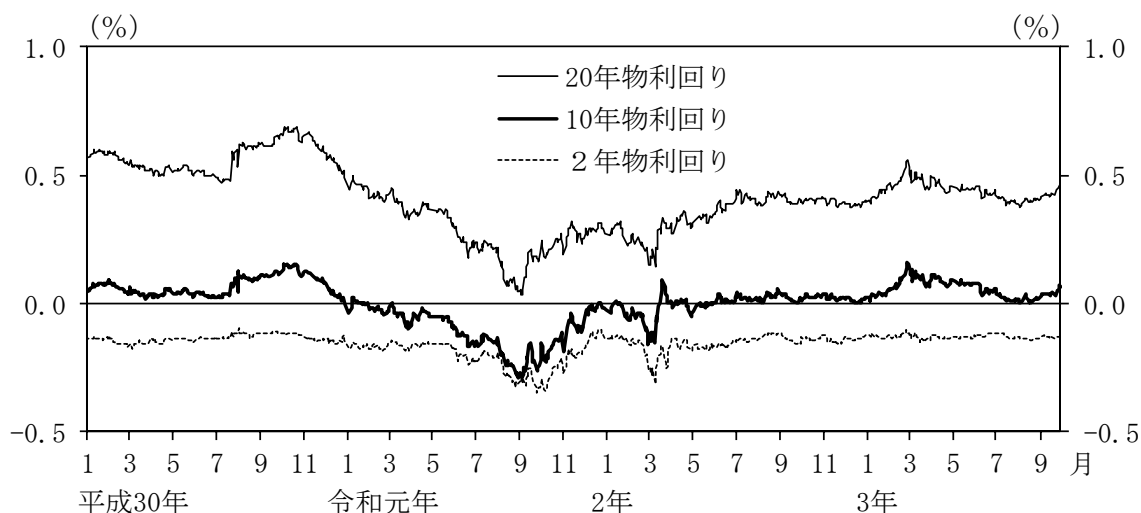
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、3年9月末時点（太い実線）の1限月先は3年12月央、2限月先は4年3月央、3限月先は4年6月央におけるユーロ円金利の市場予想値を表している。

(3) 債券市場

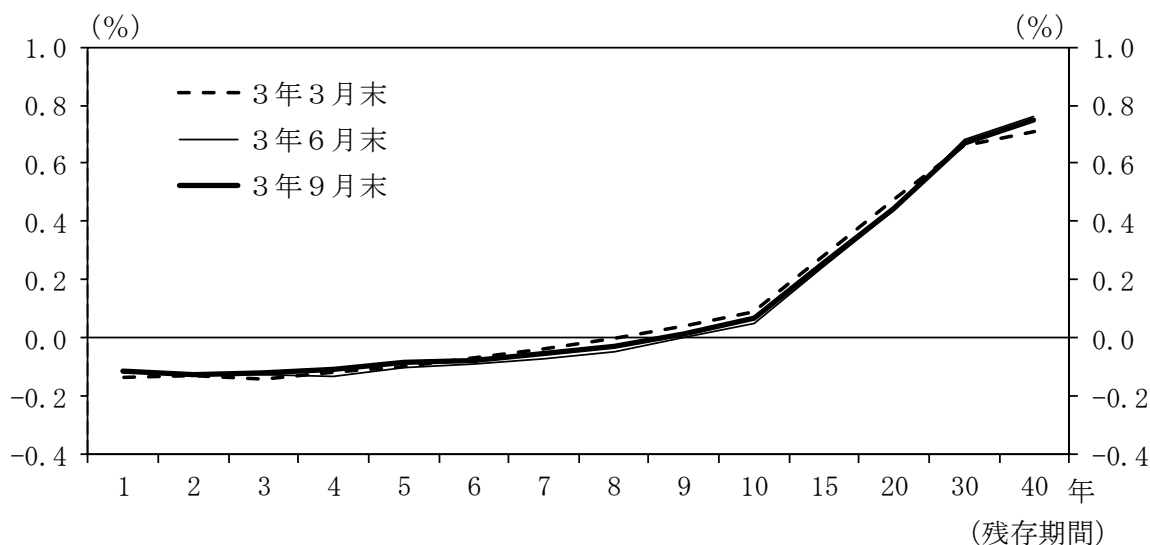
3年度上期の債券市場の動向をみると（図表 22、23）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。

また、短中期国債（2年債）の流通利回りが概ね横ばいで推移したほか、超長期国債（20年債）の流通利回りも期間を通じてみれば概ね横ばいとなるもとで、わが国のイールドカーブは概ね不変となった。

(図表 22) 国債流通利回り

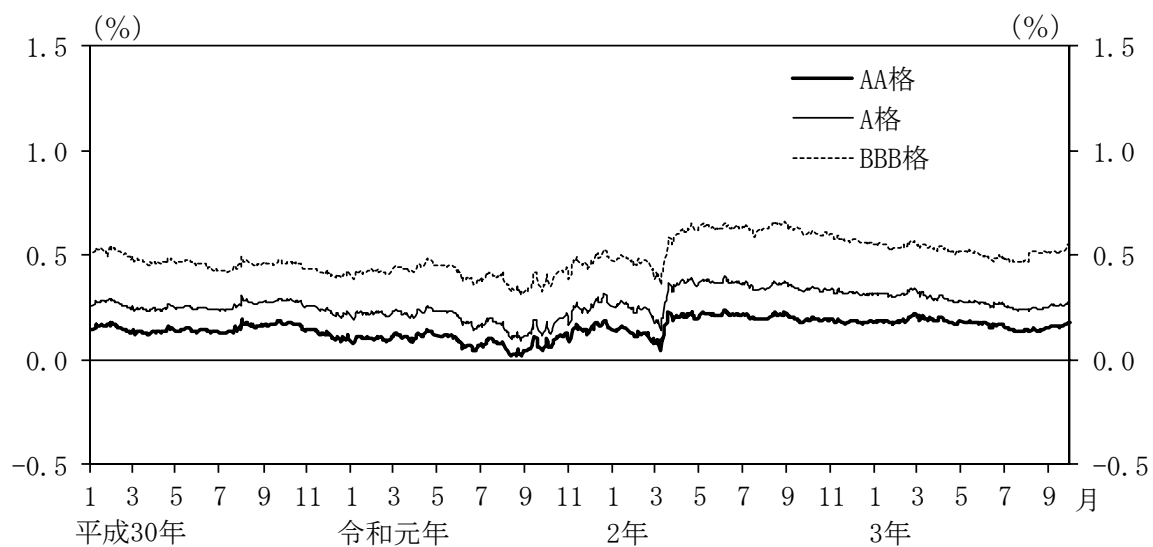


(図表 23) 国債の利回り曲線（イールドカーブ）



社債流通利回りは（図表 24）、横ばい圏内で推移した。

（図表 24）社債の流通利回り

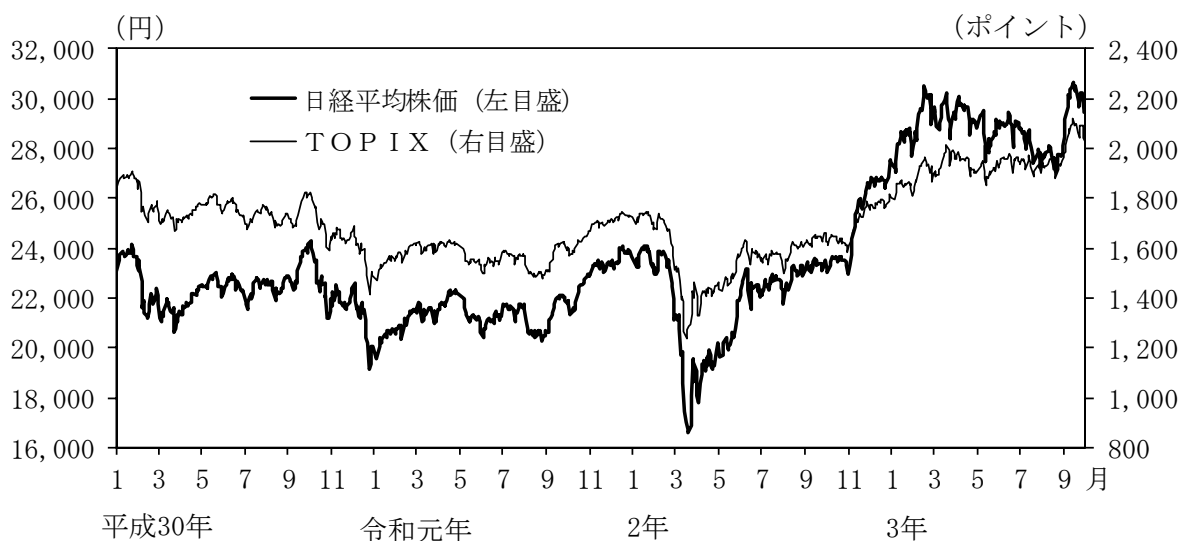


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

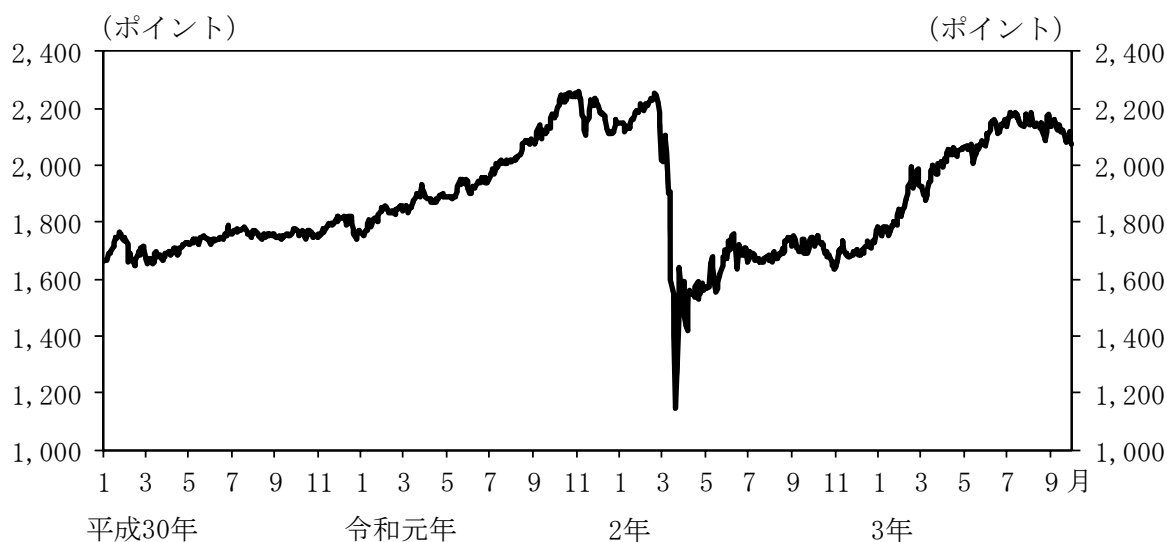
3年度上期の株式市場の動向をみると（図表 25）、日経平均株価は、8月下旬までは軟調に推移したが、その後は、新規感染者数が減少に転じるなかで、米欧対比でみた本邦株価の割安感の修正等を背景に上昇し、9月末には 29 千円台半ばとなった。

(図表 25) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 26）、安定した利回りを求める海外投資家の買い越しが続くもとで、上昇した。

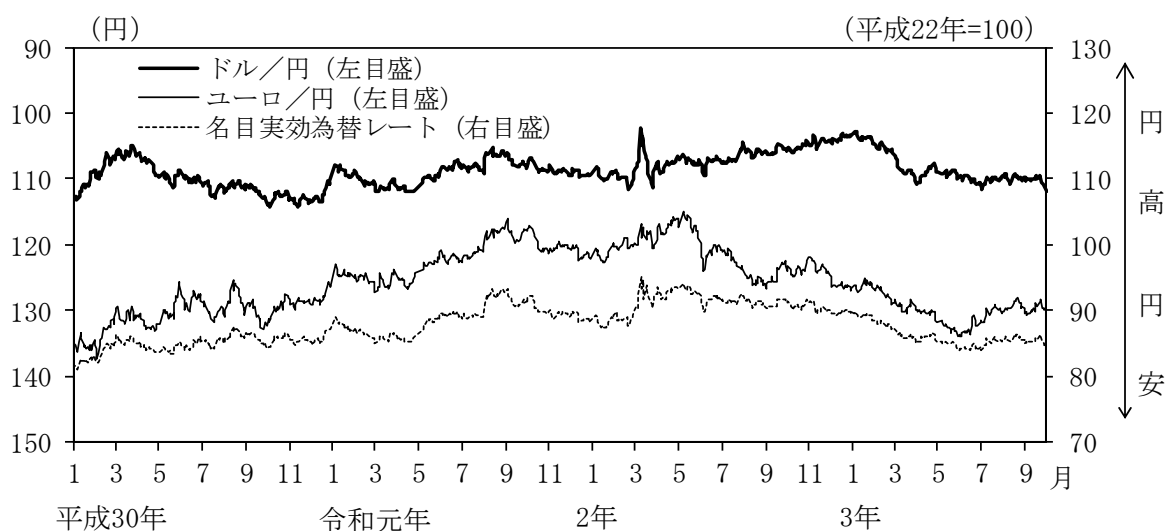
(図表 26) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

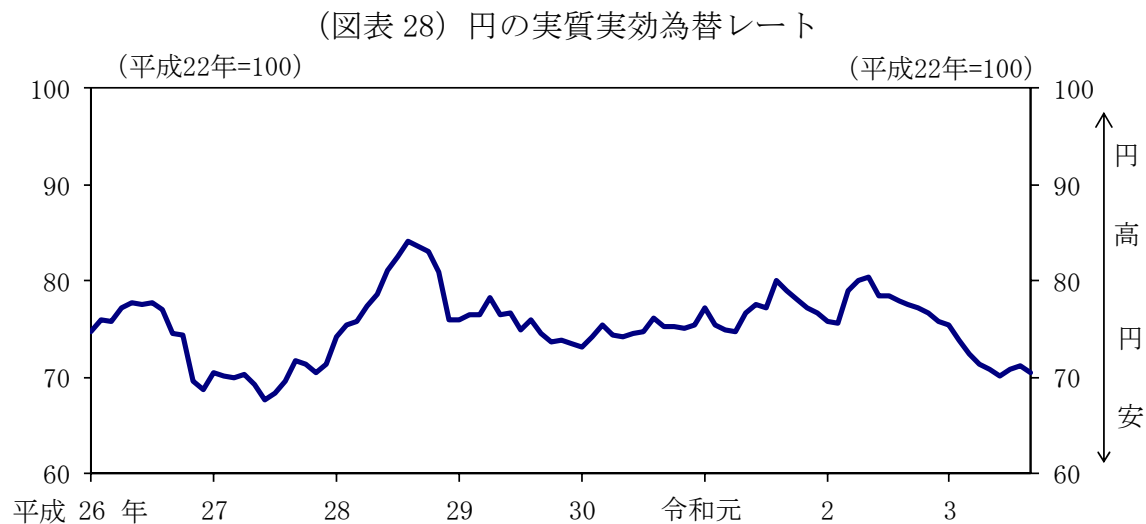
3年度上期の外国為替市場の動向をみると（図表 27）、円の対ドル相場は、横ばい圏内で推移し、9月末には 111 円台となった。円の対ユーロ相場は、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。この間、円の名目実効為替レートは⁵、横ばい圏内で推移した。

(図表 27) 円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



⁵ 円の名目実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

こうした為替相場動向のなか、円の実質実効為替レートも（図表 28）⁶、概ね横ばい圏内の動きとなった。

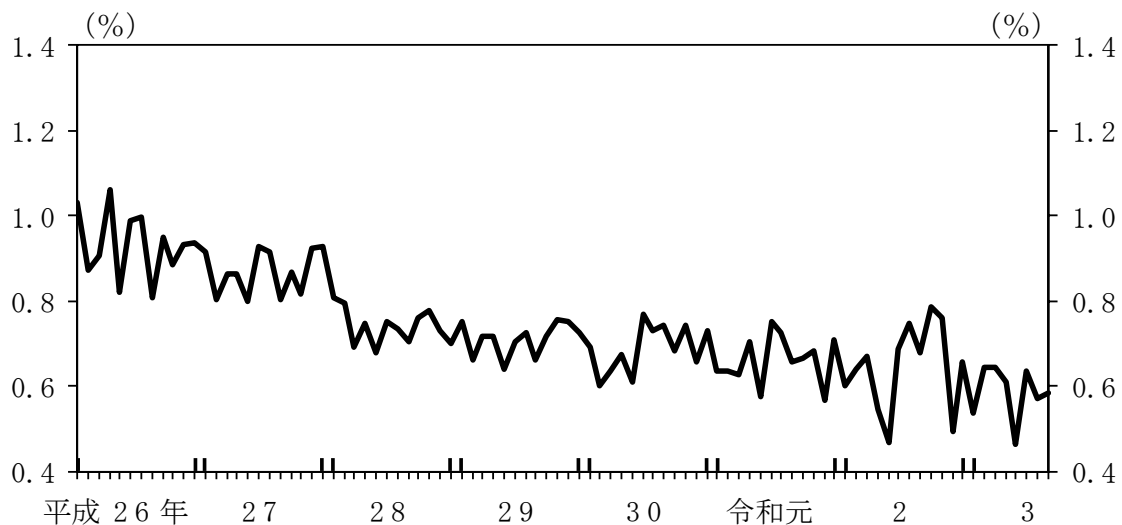


⁶ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものの。

(6) 企業金融

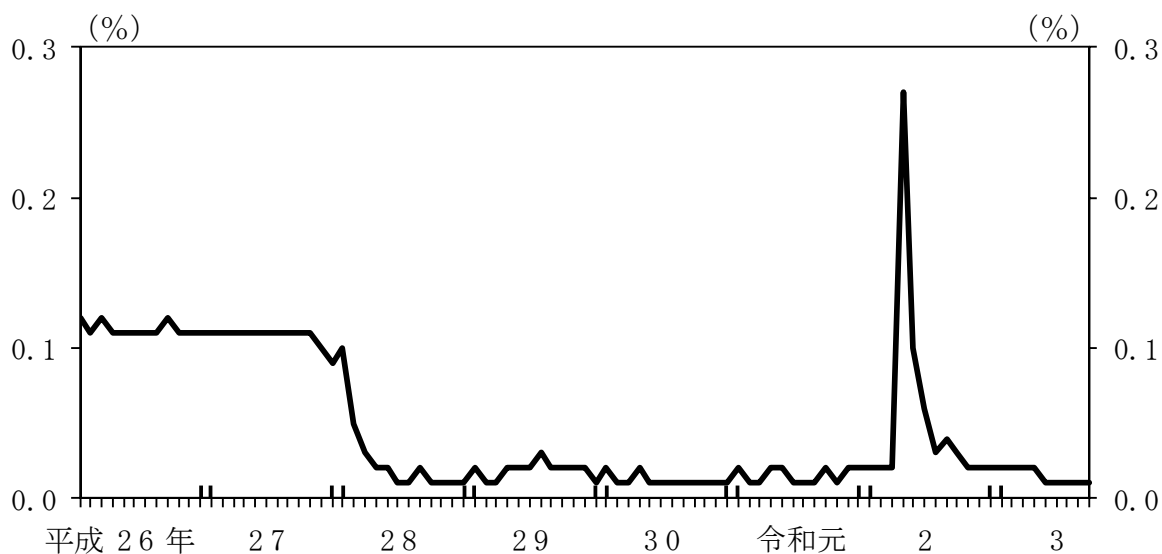
3年度上期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表 29）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、振れを伴いつつも、既往ボトム圏の水準で推移した。

(図表 29) 貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CP・社債の発行金利は（図表 30）、きわめて低い水準で推移した。

(図表 30) CP発行金利（3か月物）

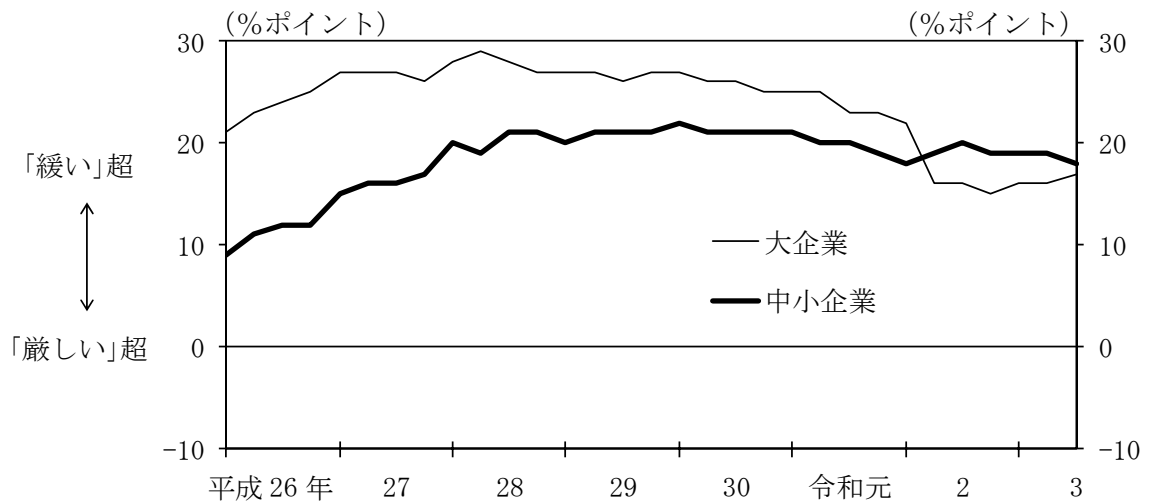


(注) 新発利回り。a-1格相当の格付け取得先についての短期社債（電子CP）の平均。

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

資金需要面をみると、大企業では手元資金を返済する動きがみられるなど、感染症の影響を受けた予備的な需要などによる資金ニーズは総じて落ち着いてきた。

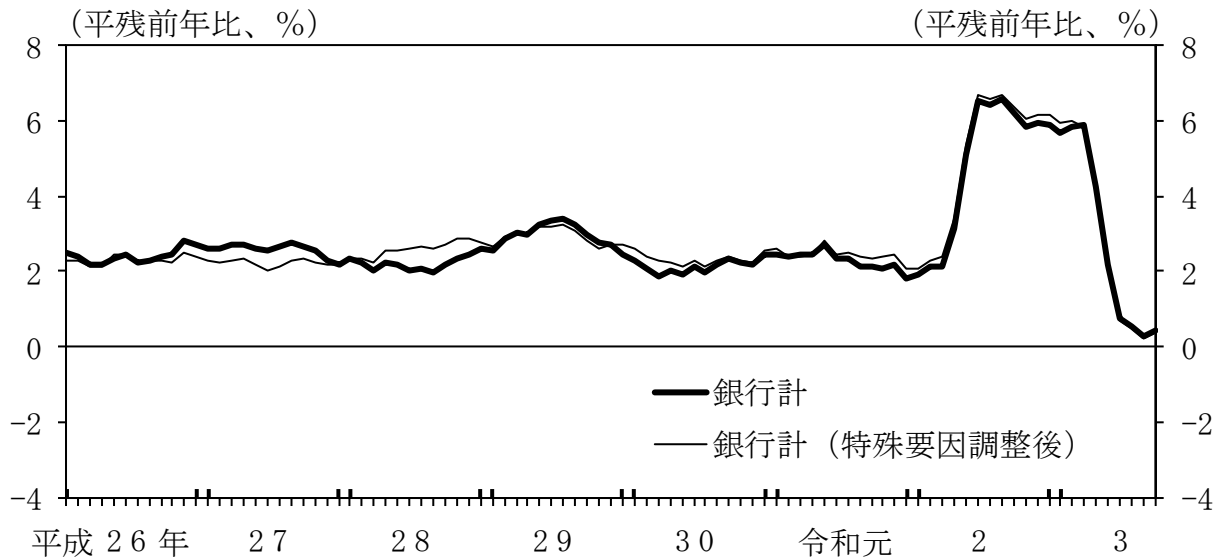
（図表 31）金融機関の貸出態度判断D I（短観）



（注）全産業ベース（図表 34 も同様）。

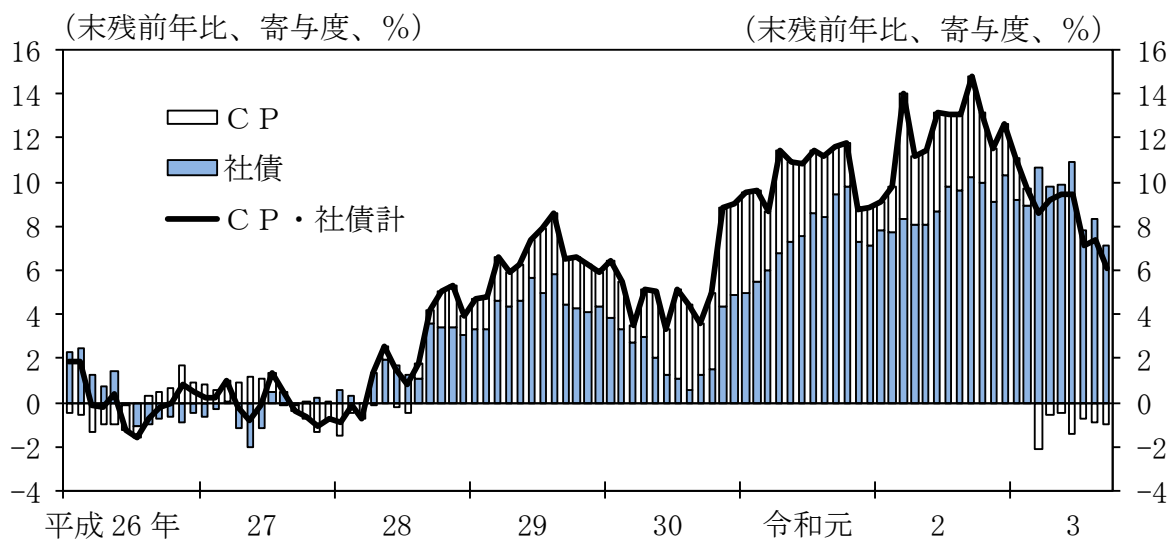
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比（図表 32）⁷、C P・社債計の発行残高の前年比は（図表 33）、高めの伸びとなった前年との比較でみて伸び率が縮小し、9月はそれぞれ0%台半ば、4%程度となった。

（図表 32）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

（図表 33）C P・社債発行残高

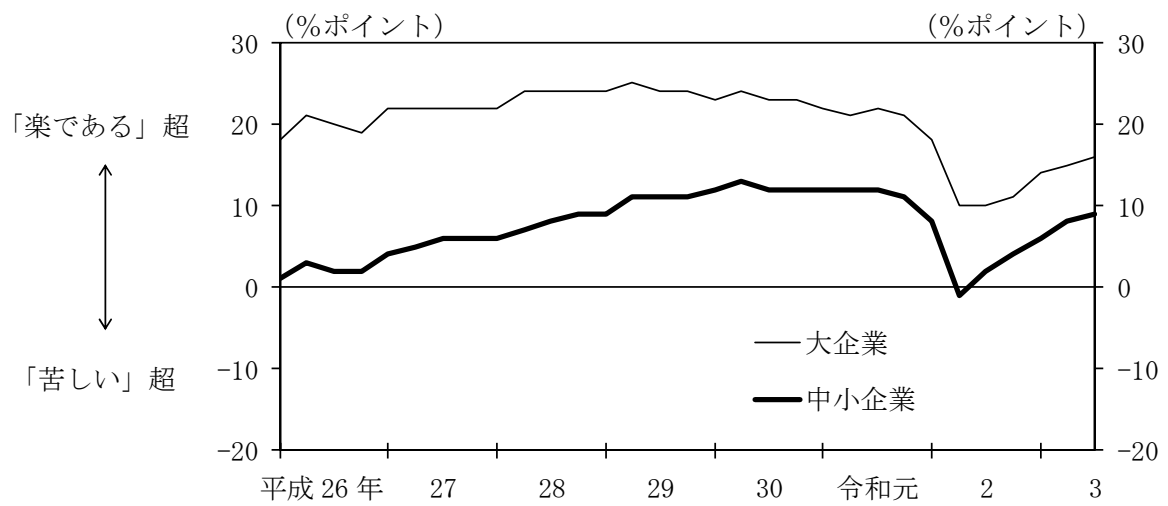


（注）C P発行残高は、短期社債（電子C P）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C Pは含む）。

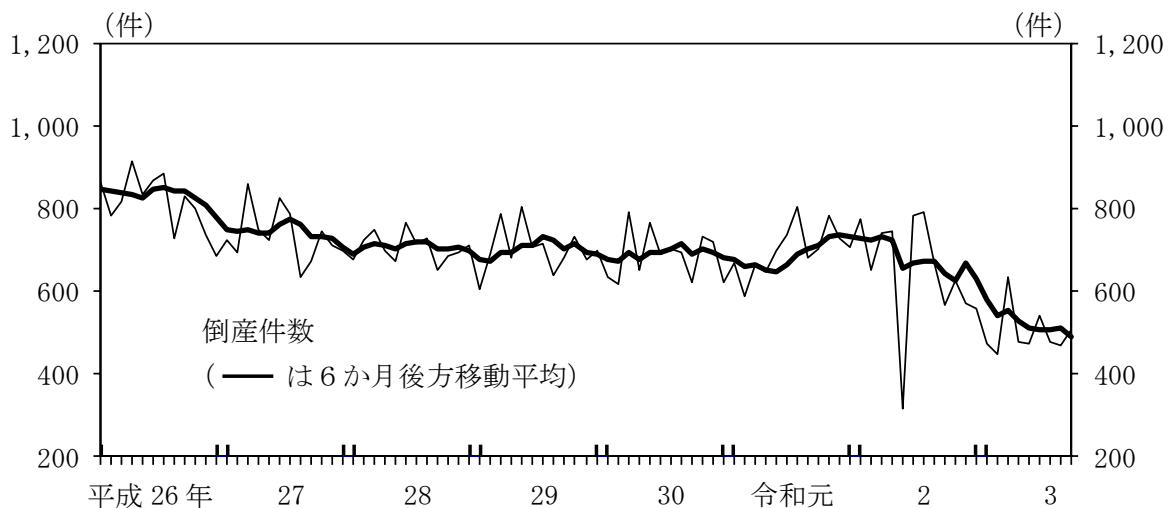
⁷ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

企業の資金繰りは（図表 34）、経済の持ち直しなどに伴い全体として改善しているが、感染症の影響により売上の低迷が続く業種や中小企業を中心になお厳しさが残った。企業倒産件数は（図表 35）、引き続き低水準で推移した。この間、感染症に関連する倒産は、昨年度末にかけて増加したが、3年度上期は横ばい圏内で推移した。

（図表 34）企業の資金繰り判断D I（短観）



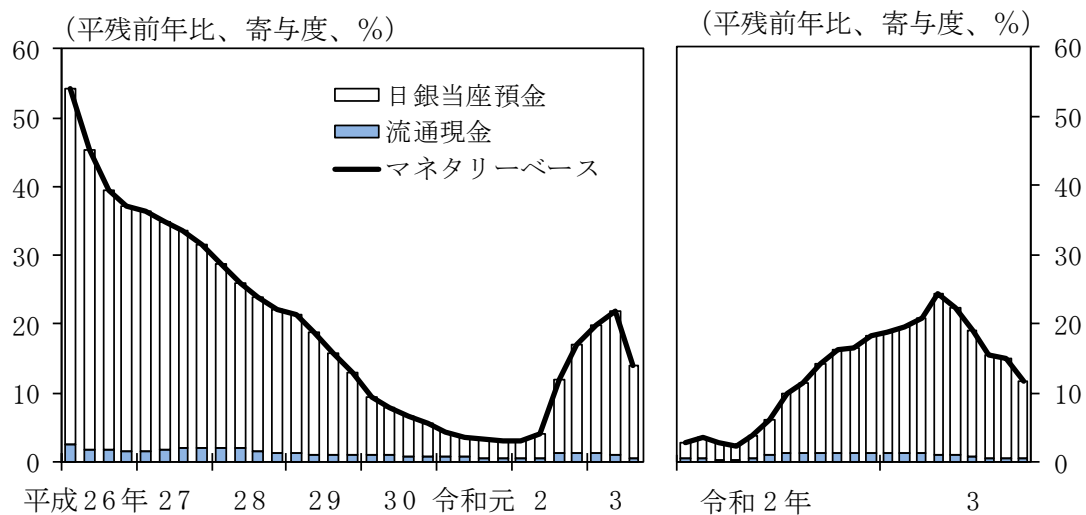
（図表 35）企業倒産



(7) 量的金融指標

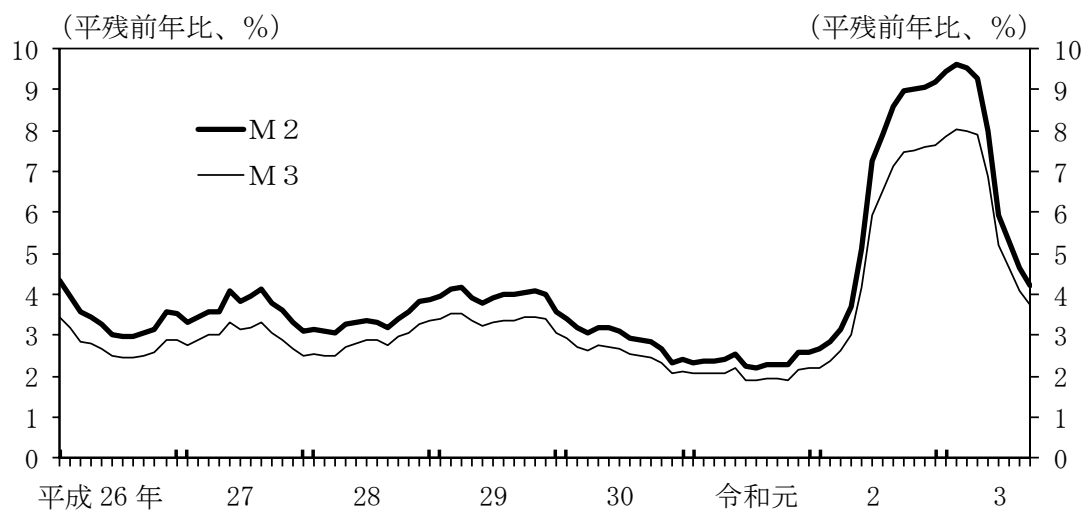
3年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は(図表 36)、高めの伸びとなった前年との比較でみて減速し、9月には1割台前半のプラスとなった。

(図表 36) マネタリーベース



マネーストック（M2）の前年比も（図表 37）、高めの伸びとなった前年との比較でみて減速し、9月には4%台前半のプラスとなった。

（図表 37） マネーストック



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

II. 金融政策運営及び金融政策手段

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、令和3年4月から3年9月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	黒田東彦	（総裁）
	雨宮正佳	（副総裁）
	若田部昌澄	（副総裁）
	政井貴子	（審議委員、6月17、18日会合まで出席）
	鈴木人司	（審議委員）
	片岡剛士	（審議委員）
	安達誠司	（審議委員）
	中村豊明	（審議委員）
	野口 旭	（審議委員）
	中川順子	（審議委員、7月15、16日会合より出席）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

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

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、令和3年度上期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状については、すべての会合において、「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」と判断した(図表38)。先行きについては、4月と6月の会合では、「当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくことで、外需の増加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、回復していくとみられる。その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まることで、わが国経済はさらに成長を続けると予想される」、7月と9月の会合では、「当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、ワクチン接種の進捗などに伴い感染症の影響が徐々に和らいでいくことで、外需の増加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、回復していくとみられる。その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まることで、わが国経済はさらに成長を続けると予想される」との見方をそれぞれ示した。

物価の現状については、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比でみて、4月の会合では、「感染症や既往の原油価格下落の影響などにより、小幅のマイナスとなっている」、6月と7月の会合では、「感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格は上昇しており、足もとでは0%程度となっている」、9月の会合では、「感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格などは上昇しており、0%程度となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、4月の会合では、「当面、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響などを受けて、小幅のマイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善が続くことや、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落すること

などから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくと考えられる」、6月の会合では、「目先、0%程度で推移すると予想される。その後、経済の改善が続くことや、エネルギー価格の上昇、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、徐々に上昇率を高めていくと考えられる」、7月の会合では、「目先、0%程度で推移すると予想される。その後、経済の改善が続くもとで、当面のエネルギー価格上昇の影響に加え、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などもあって、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、徐々に上昇率を高めていくと考えられる」、9月の会合では、「エネルギー価格などの上昇を反映して小幅のプラスに転じていくと予想される。その後、経済の改善が続くもとで、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落もあって、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、徐々に上昇率を高めていくと考えられる」との見方を示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合において、「横ばい圏内で推移している」と判断した。

(図表 38) 政策委員会の経済情勢についての判断

3年4月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。
6月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。
7月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。
9月	わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、3年度上期のすべての会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を継続することとした(図表 39)。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

資産買入れ方針については、4月の会合では、以下の方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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

6月の会合では、後述する新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長を行い、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② CP等、社債等については、4年3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。

その後の各会合では、上記の資産買入れ方針を継続した。

6月の会合では、企業等の資金繰りは、一頃より改善しているが、新型コロナウイルス感染症の影響からストレスのかかる状況が続くとみられることを踏まえ、

引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムについて、期限を4年3月末まで半年間延長することを決定した。

先行きの金融政策運営について、すべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。

この間、6月の会合では、気候変動対応について、以下の内容を公表した。

気候変動問題は、中長期的に、経済・物価・金融情勢にきわめて大きな影響を及ぼしうる。日本銀行としては、中央銀行の立場から民間における気候変動への対応を支援していくことは、長い目で見たマクロ経済の安定に資するものと考えている。その際、金融政策面での対応に当たっては、市場中立性に配慮しながら行うことが重要である。こうした観点から、日本銀行は、気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取り組みを支援するため、金融機関が自らの判断に基づき取り組む気候変動対応投融资をバックファイナンスする新たな資金供給の仕組みを導入することが適当と判断した。この新たな仕組みは、成長基盤強化支援資金供給制度の後継と位置付けるが（同制度の新規貸付は現在の期限である4年6月をもって終了）、同制度の終了を待たずに、年内を目途に実施する。なお、その骨子素案を、7月の金融政策決定会合で公表する予定である。

7月の会合では、6月の会合において導入することとした、気候変動関連分野

での民間金融機関の多様な取り組みを支援するための新たな資金供給の仕組みについて、制度の骨子素案を決定した。9月の会合では、7月の会合において骨子素案を公表した、気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション（気候変動対応オペ）について、その詳細を決定した。

(図表39) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
＜「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」＞	
3年4月27日	<p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した^(注1)。</p> <p>(長短金利操作＜イールドカーブ・コントロール＞)</p> <p>次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。</p> <p>② CP等、社債等については、3年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行う。</p> <p>また、先行きの金融政策運営に関して以下の考え方を示した。</p> <p>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。</p>
6月18日	<p>上記の金融市場調節方針および先行きの金融政策運営に関する考え方を維持し、以下の資産買入れ方針を決定した^(注2)。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。</p> <p>② CP等、社債等については、4年3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。</p> <p>企業等の資金繰りは、一頃より改善しているが、新型コロナウイルス感染症の影響からストレスのかかる状況が続くとみられることを踏まえ、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムについて、期限を4年3月末まで半年間延長することを決定した^(注3)。</p>

7月16日	上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した ^(注4) 。
9月22日	上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した ^(注5) 。
<その他>	
3年6月18日	<p>新型コロナウイルス感染症への対応として、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領」の一部改正等を決定した^(注6)。</p> <p>また、気候変動対応について、以下の内容を公表した。</p> <p>気候変動問題は、中長期的に、経済・物価・金融情勢にきわめて大きな影響を及ぼしうる。日本銀行としては、中央銀行の立場から民間における気候変動への対応を支援していくことは、長い目でみたマクロ経済の安定に資するものと考えている。その際、金融政策面での対応に当たっては、市場中立性に配慮しながら行うことが重要である。こうした観点から、日本銀行は、気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取り組みを支援するため、金融機関が自らの判断に基づき取り組む気候変動対応投融资をバックファイナンスする新たな資金供給の仕組みを導入することが適当と判断した。この新たな仕組みは、成長基盤強化支援資金供給制度の後継と位置付けるが（同制度の新規貸付は現在の期限である4年6月をもって終了）、同制度の終了を待たずに、年内を目途に実施する。なお、その骨子素案を、7月の金融政策決定会合で公表する予定である。</p>
7月16日	「気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案」を決定した ^(注7) 。
9月22日	「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等を決定した ^(注8) 。

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

(注2) 金融市場調節方針は賛成7反対1棄権1、資産買入れ方針は賛成8棄権1で決定された。

(注3) 賛成8棄権1で決定された。

(注4) 金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注5) 金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注6) 賛成8棄権1で決定された。

(注7) 全員一致で決定された。

(注8) 全員一致で決定された。

(2) 「経済・物価情勢の展望」

(「経済・物価情勢の展望(令和3年4月)」)

4月の会合では、3年度から5年度を対象とする「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)に関する議論を行った。

まず、5年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している。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、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、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品、以下同じ)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、小幅のマイナスとなっている。また、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。
- ② 先行きのわが国経済を展望すると、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、回復していくとみられる。すなわち、感染症の影響が徐々に和らぎ、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果が経済を支えるなかで、所得から支出への前向きな循環メカニズムも働いていくと考えられる。その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済はさらに成長を続けると予想される。この中心的な見通しでは、感染対策と経済活動の両立が図られるもとで、感染症の影響は、ワクチン接種の進捗などにより、先行き徐々に和らぎ、

見通し期間の中盤に概ね収束していくことを想定している。さらに、わが国において、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮される、と考えている。こうしたもとでの見通しを、やや詳しくみると、まず、海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつも、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、成長を続けると思われる。こうしたもとで、わが国の輸出は、財については、当面、自動車関連を中心に増勢は鈍化するものの、世界的な設備投資の回復やデジタル関連需要の拡大に支えられて、しっかりと増加を続けると思われる。サービス輸出であるインバウンド消費については、入国・渡航制限が続く間は、落ち込んだ状態が続くものの、その後は、回復していくと予想される。設備投資は、対面型サービス部門の建設投資の弱さは続くものの、企業収益が改善するもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、機械投資やデジタル関連投資を中心に、増加傾向が明確になっていくと考えられる。個人消費は、当面、感染症の影響から、対面型サービスを中心に低めの水準で足踏みした状態が続くが、その後は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、政府の経済対策などにも支えられて、再び持ち直していくとみられる。その先、感染症の影響が収束していけば、雇用者所得が改善するもとで、対面型サービス消費を含め、個人消費の増加基調が明確になっていくと考えられる。雇用者所得については、企業収益の改善を受けて下げ止まったあと、内外需要の回復にラグを伴って、緩やかに増加していくと考えられる。この間、公共投資は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事などの進捗を反映して着実に増加したあと、高めの水準で推移すると見込まれる。政府消費は、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、本年度にはっきりと増加するが、その後は、水準を切り下げると予想される。

- ③ 消費者物価の前年比は、当面、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響などを受けて、小幅のマイナスで推移するとみられる⁸。もっとも、携帯電話通信料の引き下げは一時的な下押し要因であり、これを除けば、消費者物価

⁸ 今回の消費者物価の見通しは、現行の平成27年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について本年8月に令和2年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を3年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、携帯電話通信料の引き下げの影響が、同品目のウエイトの上昇などを反映して、より大きく現れることから、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

の前年比は、底堅く推移すると考えられる。感染症のもとでの需要の弱さが影響するものの、需要減少の一因が感染症への警戒感であることや、感染対策に伴う供給制約やコスト増などから、企業が値下げにより需要喚起を図る行動は、今後も広範化しないと予想される。また、昨年秋以降の原油価格の持ち直しを背景に、エネルギー価格の前年比はプラスに転じるとみられる。そうしたもとの、中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移すると考えられる。その後、経済の改善が続くことや、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落することなどから、消費者物価の前年比は、プラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくと予想される。中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。

- ④ 日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進している。加えて、昨年3月以降は、感染症の影響への対応として、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⁹。政府も企業等の資金繰りを支援するための各種の施策を講じている。民間金融機関は積極的に金融仲介機能を果たしている。そうしたもとの、企業の資金繰りには厳しさがみられるが、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている。先行きも、日本銀行による強力な金融緩和の継続や政府の措置、民間金融機関の取り組みから、緩和的な金融環境が維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることは回避されると考えている¹⁰。
- ⑤ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因として、感染症の影響が収束するまでの間は、特に以下のような点に注意が必要である。経済情勢については、新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響、企業や家計の中長期的な成長期待、金融システムの状況といった要因がある。物価情勢については、以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響

⁹ 「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」（2年3月16日）、「金融緩和の強化について」（2年4月27日）、「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」（2年5月22日）、「当面の金融政策運営について」（2年12月18日、新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラムの延長等を決定）、「より効果的で持続的な金融緩和について」（3年3月19日）。

¹⁰ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

が及ぶと考えられる。このほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、感染症の影響を受けるもとの、企業の価格設定行動の不確実性、今後の為替相場、国際商品市況、輸入物価の動向およびその国内価格への影響がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹¹。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、先行き、「物価安定の目標」に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。当面は、感染症のもとの需要の弱さが影響するほか、中長期的な予想物価上昇率は横ばい圏内で推移すると考えられる。その後、経済の改善が続くもとの、物価上昇圧力は次第に高まってきたり、物価は徐々に上昇していくとみられる。また、中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。先行きの経済・物価の見通しは、感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響によって変わり得るため、不透明感が強い。また、今回の見通しでは、感染症の影響は、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の中盤に概ね収束していくと想定していることに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとの金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、これらの点には大きな不確実性がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、感染症の影響を中心に、当面は下振れリスクの方が大きいが見通し期間の中盤以降は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、下振れリスクの方が大きい。金融面の不均衡について、現状をみると、経済規模との対比でみたマクロ的な与信量が過去のトレンドを大きく上回って拡大している。ただし、これは、感染症の影響による企業等の運転資金需要の高まりに金融機関が応えた結果であり、金融活動の過熱感を表すものではない。

¹¹ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

いと考えられる。そのうえで、より長期的な視点から点検すると、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった従来からの環境に加え、今般の感染症の影響もあって、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。
- ④ 引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、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。
- ⑤ 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、4月27日に公表した（背景説明を含む全文は4月28日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（3年7月）」）

7月の会合では、3年度から5年度を対象とする「展望レポート」に関する議論を行った。

まず、5年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を

示した。

- ① わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は着実な増加を続けている。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が強く、足踏み状態となっている。住宅投資は下げ止まっている。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、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格は上昇しており、足もとでは0%程度となっている。また、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。
- ② 先行きのわが国経済を展望すると、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、回復していくとみられる。すなわち、ワクチン接種の進捗などに伴い感染症の影響が徐々に和らぎ、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果が経済を支えるなかで、所得から支出への前向きの循環メカニズムも働いていくと考えられる。その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きの循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済はさらに成長を続けると予想される。この中心的な見通しでは、感染対策と経済活動の両立が図られるもとで、感染症の影響は、ワクチン接種の進捗などにより、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の中盤に概ね収束していくことを想定している。さらに、わが国において、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮される、と考えている。こうしたもとの見通しを、やや詳しくみると、まず、海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつも、ワクチン接種の進捗により感染症の影響が和らいでいくもとで、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、成長を続けるとみられる。こうしたもて、わが国の輸出は、財については、世界的なデジタル関連需要の拡大や設備投資の回復に支えられて、しっかりと増加を続けるとみられる。サービス輸出であるインバウンド消費については、入国・渡航制限が続く間は、落ち込んだ状態が続くものの、その後は、回復していくと予想される。企業収益は、足もとの国際商品市況の上昇を受けた交易条件の悪化が下押しに作用するものの、内外需要の回復を背景に改善が続くとみられる。そうしたもて、設備投資は、対面型サービス部門の建設投資の弱さは当面続くものの、企業収益の改善や緩和的な金融環境、政府の経済対策にも支えられて、機械投資やデジタル関連投資を中心に、増加傾向が明確になっていくと考えられる。個人消費は、当面、対面型サービスを中心に低めの水準で推移するものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくもて、政府の経済対策などにも支えられて、再び持ち直していくとみられる。その後、感染症の影響が収束していけば、雇用者所得の改善にも支えられて、対面型サービス消費を含め、個人消費の増加基調が明確になっていくと考えられる。雇用者所得については、内外需要の回復にラグを伴って持ち直しに転じ、緩やかに増加していくと考えられる。この間、公共投資は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事などの進捗を反映して着実に増加したあと、高めの水準で推移すると見込まれる。政府消費は、医療費の持ち直しのほか、検査・ワクチン接種体制や医療提供体制の整備などを反映して、本年度にはっきりと増加するが、その後は、水準を切り下げると予想される。

- ③ 消費者物価の前年比は、目先、0%程度で推移すると予想される¹²。携帯電話通信料の引き下げが下押し要因として、また、エネルギー価格の上昇が押し上げ要因として作用すると見込まれるが、これらの一時的な要因を除いたベースの消費者物価の前年比は、小幅のプラスで底堅く推移すると考えられる。感染症のもてでの需要の弱さが影響するものの、需要減少の一因が感染症への警戒感であることや、感染対策に伴うコスト増などから、企業が値下げにより需要喚起を図る行動は、今後も広範化しないと予想される。その

¹² 今回の消費者物価の見通しは、現行の平成27年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について本年8月に令和2年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を3年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、携帯電話通信料の引き下げの影響が、同品目のウエイトの上昇などを反映して、より大きく現れることから、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

後、経済の改善が続くもとで、当面のエネルギー価格上昇の影響に加えて、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などもあって、消費者物価の前年比は、徐々に上昇率を高めていくと予想される。現在横ばい圏内で推移している中長期的な予想物価上昇率も、感染症の影響が収束に向かい、企業の価格設定スタンスが徐々に積極化していくもとで、再び高まっていくと考えられる。

- ④ 日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進している。加えて、昨年3月以降は、感染症の影響への対応として、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。政府も企業等の資金繰りを支援するための各種の施策を講じている。民間金融機関は積極的に金融仲介機能を果たしている。そうしたもとで、企業の資金繰りには厳しさがみられるが、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている。先行きも、日本銀行による強力な金融緩和の継続や政府の措置、民間金融機関の取り組みから、緩和的な金融環境が維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることは回避されると考えている¹³。
- ⑤ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因として、感染症の影響が収束するまでの間は、特に以下のような点に注意が必要である。経済情勢については、新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響、企業や家計の中長期的な成長期待、金融システムの状況といった要因がある。物価情勢については、以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶと考えられる。このほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、感染症の影響を含めた、企業の価格設定行動の不確実性、今後の為替相場、国際商品市況、輸入物価の動向およびその国内価格への影響がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹⁴。

¹³ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

¹⁴ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、先行き、「物価安定の目標」に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。すなわち、経済の改善が続くもとで、物価上昇圧力は次第に高まっていき、また、中長期的な予想物価上昇率も再び高まっていくと考えられることから、物価は徐々に上昇していくとみられる。

- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。先行きの経済・物価の見通しは、感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響によって変わり得るため、不透明感が強い。また、今回の見通しでは、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、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、これらの点には大きな不確実性がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、感染症の影響を中心に、当面は下振れリスクの方が大きいが見通し期間の中盤以降は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、下振れリスクの方が大きい。金融面の不均衡について、現状をみると、経済規模との対比でみたマクロ的な与信量が過去のトレンドを大きく上回って拡大している。ただし、これは、感染症の影響による企業等の運転資金需要の高まりに金融機関が応えた結果であり、金融活動の過熱感を表すものではないと考えられる。そのうえで、より長期的な視点から点検すると、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった従来からの環境に加え、今般の感染症の影響もあって、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

- ④ 引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、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 E T F および J - R E I T 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。
- ⑤ 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、7月16日に公表した（背景説明を含む全文は7月19日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した3年4月および7月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 3年6月の会合

(国際金融市場では、ワクチン接種の進展に伴う世界経済の回復期待から、総じてみれば市場センチメントは改善傾向が続いている)

国際金融市場について、委員は、ワクチン接種の進展に伴う世界経済の回復期待から、総じてみれば市場センチメントは改善傾向が続いているとの見方を共有した。そうした中で、一人の委員は、感染症の影響が早期に収束した場合の市場の過熱リスクや、マクロ的に脆弱な一部新興国からの資本流出リスクなどには警戒が必要であると指摘した。

(海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している)

海外経済について、委員は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつも、総じてみれば回復しているとの認識で一致した。一人の委員は、不確実性、不均一性は残るものの、ワクチン接種の進展で世界経済の回復は一層明瞭になったとの見方を示した。もともと、ある委員は、国・地域によって、ワクチン接種の状況に差異がある点には留意が必要と述べた。

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、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、総じてみれば回復を続けるとみられるが、ワクチンの普及ペースの違いなどを背景に、その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。そのうえで、多くの委員は、こうした見通しについては、様々なリスク要因があり、不確実性が高いとの見方を示した。具体的なリスク要因として、委員は、変異株を含む感染症の帰趨やワクチンの普及ペース、各国の積極的なマクロ経済政策の影響、米中関係を始めとする地政学的リスクなどを指摘した。

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

景気の現状について、委員は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直しているとの認識で一致した。一人の委員は、公衆衛生上の措置が続くもとで、対面型サービスでは下押し圧力が強いが、海外経済の回復などを背景に、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見方を示した。別の一人の委員は、ワクチンの接種ペースが加速するもとで、わが国経済は、前向きな循環メカニズムが働き始めていると指摘した。もっとも、ある委員は、わが国の景気の改善は、欧米に比べ、特に個人消費や設備投資で力強さに欠けると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の増加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、回復していくとみられるとの認識を共有した。また、委員は、その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済はさらに成長を続けるとの見解を共有した。

(消費者物価の前年比は、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格は上昇しており、足もとでは0%程度となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している)

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格は上昇しており、足もとでは0%程度となっているとの認識で一致した。また、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しているとの見方を共有した。

先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、目先、0%程度で推移すると予想されるが、その後は、経済の改善が続くことや、エネルギー価格の上昇、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などから、徐々に上昇率を高めていくとの認識を共有した。多くの委員は、国際商品市況の上昇を映じて国内企業物価も上

昇しており、こうした動きが消費者物価の上押し要因になり得るとの見方を示した。

（金融環境は、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。企業等の資金繰りについて、委員は、一頃より改善しているものの、感染症の影響によりなお厳しさがみられるとの見方を共有した。

ロ. 9月の会合

（国際金融市場では、デルタ株の感染拡大の悪影響や中国不動産セクターの債務問題への警戒感などから、株式市場を中心に神経質な動きがみられるものの、ワクチン接種の進捗に伴う世界経済の回復を背景に、市場センチメントは総じて良好な水準を維持している）

国際金融市場について、委員は、デルタ株の感染拡大の悪影響や中国不動産セクターの債務問題への警戒感などから、株式市場を中心に神経質な動きがみられるものの、ワクチン接種の進捗に伴う世界経済の回復を背景に、市場センチメントは総じて良好な水準を維持しているとの見方を共有した。一人の委員は、ハイイールド債の利回りが過去最低水準で推移するなど、海外クレジット市場の一部ではリスクテイクの強まりが窺われることから、低金利環境が反転した場合の影響を注視する必要があると述べた。

（海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している）

海外経済について、委員は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復しているとの認識で一致した。何人かの委員は、半導体不足や、最近の東南アジアの感染拡大に伴うサプライチェーン障害といった供給面の制約が、世界的な生産・貿易活動の下押し要因になっているとの認識を示した。

海外経済の先行きについて、委員は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、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、総じてみれば回復を続けるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、回復の足取りは、ワクチンの普及ペースの違いなどを反映して、各国間で不均一なものとなる可能性が高いうえ、先行きの見通しを巡る不確実性も大きいとの認識を示した。

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

景気の現状について、委員は、内外における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、夏場の感染再拡大や供給制約などの影響から景気の足取りは鈍化しているが、輸出や生産の増加トレンドが続くもとで、企業収益の改善は設備投資の持ち直しに繋がっており、企業部門の前向きの循環は途切れていないとの見方を示した。企業部門について、一人の委員は、半導体不足やサプライチェーン寸断は、輸出・生産面に相応の影響を与えているが、設備投資は底堅く推移しており、供給制約の影響も限定的であると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、ワクチン接種の進捗などに伴い感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の増加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、回復していくとの見方を共有した。また、その後の景気展開について、委員は、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済はさらに成長を続けるとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格などは上昇しており、0%程度となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している）

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格などは上昇しており、0%程度となっているとの認識で一致した。また、委員は、予想物価上昇率は、横ばい圏

内で推移しているとの見方を共有した。消費者物価指数の基準改定の影響について、何人かの委員は、携帯電話通信料の下落寄与拡大を主因に、前年比は大幅に下方改定されたが、新基準でも携帯電話通信料などの一時的な要因を除くベースで見れば小幅の前年比プラスを維持しており、経済活動の落ち込みの大きさに比べると物価の基調は底堅いとの評価は変わらないとの認識を示した。

先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、エネルギー価格などの上昇を反映して小幅のプラスに転じていくとの見方で一致した。その後についても、経済の改善が続くもとの、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落もあって、消費者物価の前年比は、徐々に上昇率を高めていくとの認識を共有した。

（金融環境は、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。一人の委員は、企業等の資金繰りは、対面型サービスなど一部セクターにおいて厳しい状態にあるが、好調な企業業績を受けてひと頃に比べ改善傾向にあるほか、感染症流行直後に急拡大した予備的な資金需要は落ち着いているように窺われると述べた。別の一人の委員は、企業の資金繰りは総じて落ち着いており、倒産件数も低水準で推移していると指摘した。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 感染症の影響への対応

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

4月の会合において、ある委員は、3回目の緊急事態宣言が発出されるもとの、対面型サービスセクターを中心に改めて下押し圧力がかかっており、当面の金融政策運営については、こうした情勢を総合的に勘案し、しっかりと感染症の影響への対応に集中することが適当であるとの認識を示した。もう一人の委員は、当面は、感染症の収束、更には経済の正常化に向けて、金融・財政政策の両面から、粘り強く支援を継続する必要があるとの見方を示した。別の委員は、感染症の影響が収束するまでは業種などによってばらつきのある回復が続くとみられるが、異なる部門間の資源の移動を支えるためにも、経済全体に働きかけるマクロ経済政策は重要であると述べた。一人の委員は、本年9月末に期限を迎える「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の延長については、企業金融の環境変化などを踏まえつつ、議論を進めていく必要があるとの考えを示した。

6月の会合において、委員は、本年9月末が期限となっている特別プログラムの延長について議論した。複数の委員は、銀行貸出残高の動向や各種のアンケート調査の結果などをみると、なお資金需要が根強いセクターが存在するように窺われると指摘した。一人の委員は、外部資金の調達環境は良好な状態を維持しているが、企業等の資金繰りは、対面型サービス業を中心になお厳しさが残っているとの認識を示した。委員は、感染症の影響の収束には暫く時間がかかると予想されるため、企業等の資金繰りには今後もストレスのかかる状況が続くとの認識を共有した。そうしたもとの、一人の委員は、感染症の影響の収束が確実になるまでは、現在の政策対応を着実に続けることが重要であるとの見解を示した。ある委員は、当面は、資金繰り懸念が生じるリスクが残るため、倒産件数の抑制に寄与してきた特別プログラムを延長することが適当であると述べた。別のある委

員は、特別プログラムの延長を今回決定すれば、金融機関に早めに方針を示すことができ、融資を受ける企業等にも安心感を与えることができるとの考えを示した。こうした議論を経たうえで、委員は、今回の会合で特別プログラムの期限を来年3月末まで半年間延長し、引き続き、企業等の資金繰りを支援していくことが適当であるとの判断で一致した。

7月の会合において、一人の委員は、対面型サービス部門を中心に厳しい資金繰りが続いていることなどを踏まえると、現在の金融緩和措置を変更する情勢はないと述べた。

9月の会合において、一人の委員は、企業金融全体をみれば、落ち着きを示す動きも徐々に広がっているが、デルタ株の流行もあって、なお不透明感の強い状況が続いているため、当面は、来年3月まで延長した特別プログラムのもとで、企業等の資金繰りを支えていくことが重要であると述べた。別の一人の委員は、企業等の資金繰りは総じて落ち着いているが、緩和的な金融環境が経済活動を下支えしている状況は大きく変化していないことから、特別プログラムを含む現行の政策を継続していくことが適当であると指摘した。また、この委員は、先行きについては、借入企業の業種などによる違いを肌理細かくみながら、金融環境を評価していく必要があると述べた。別の一人の委員は、感染症の経済への影響が和らいでいけば特別プログラムは縮小させるべきだが、十分に慎重な判断が必要であると指摘した。

ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続

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

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

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

一方、4月の会合において、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して反対した。また、6月から9月の会合において、この委員は、コロナ後を見据えた企業の前向きな設備投資を後押しする観点から、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

長期国債以外の資産の買入れについて、4月の会合において、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、3年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行うこと、が適当であるとの認識を共有した。また、6月から9月の会合において、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、4年3月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行うこと、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、すべての会合において、委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、との考え方を共有した。

また、すべての会合において、委員は、引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②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の買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくとの認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、すべての会合において、委員は、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じることで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

一方、4月の会合において、一人の委員は、デフレへの後戻りを回避するためにも、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付け、具体的な条件下で行動することが約束されている内容に修正することが適当であるとして反対した。また、6月から9月の会合において、この委員は、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と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。

ハ. 気候変動対応を支援するための資金供給

(導入の経緯)

4月の会合において、ある委員は、気候変動は、経済や金融システムにも影響する重要な要素であり、引き続き行内連携を強化し、中央銀行のマンデートに則して、必要な対応を検討することが重要であると指摘した。

6月の会合において、委員は、気候変動問題に関する金融政策面での対応について議論を行った。何人かの委員は、気候変動問題は、中長期的に、経済・物価・金融情勢にきわめて大きな影響を及ぼし得るため、中央銀行の使命にも関係するとの認識を示した。また、何人かの委員は、各国の中央銀行は、各々の使命のもとで、気候変動問題への対応を検討していると指摘した。多くの委員は、そうしたもとで、日本銀行としても、金融政策面からどのような貢献ができるか検討し、方向性を示す局面に来ているとの意見を述べた。

続いて、委員は、気候変動問題に関する金融政策面での対応を検討する際に考慮すべきポイントについて議論した。何人かの委員は、①日本銀行の使命に則したものであること、また、②市場中立性に配慮し、ミクロの資源配分への具体的な介入はできるだけ避けることが重要であるとの認識を示した。また、複数の委員は、③気候変動問題を巡る外部環境は流動的であり、そうしたもとでは柔軟な対応が可能な仕組みとするべきであるとの考えを示した。

日本銀行の使命との関係について、複数の委員は、中央銀行の立場から、民間における気候変動への対応を金融面から支援することは、長い目でみたマクロ経

済の安定、ひいては物価の安定に資するものであり、「物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資する」という金融政策の理念と整合的であるとの見方を示した。また、一人の委員は、民間部門による気候変動問題への対応は、新たなイノベーションの機会を通じて、潜在成長率の引き上げに寄与する可能性があり、そうした動きを日本銀行が支援することは適切であると述べた。この間、ある委員は、気候変動問題に対する民間部門の取り組みや経済・物価への影響については、議論が尽くされていない点多いため、政策を具体化する際には慎重に行う必要があるとの見解を示した。別のある委員は、気候変動問題に金融政策で対応する場合、それが物価などにどのように影響し得るのかについても、十分に検討していくべきであると述べた。

市場中立性への配慮について、何人かの委員は、日本銀行自身が個別の企業や事業がグリーンかどうかを判断することは、ミクロの資源配分に直接的に関与することになるため、できるだけ回避すべきであるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、ミクロの資源配分にまで踏み込んで気候関連政策を行うことは、基本的には政府・国会の役割であると指摘した。もう一人の委員は、気候変動問題は「市場の失敗」の性質を持つことから、政府や中央銀行が対応する余地があるが、その際には、政府と中央銀行の間で適切な分業を模索することが望ましいと述べた。

外部環境の変化への柔軟な対応という点について、何人かの委員は、タクソノミーなど気候変動を巡る国際的な議論は現在も続いており、また、今後、情勢が大きく変わる可能性もあると指摘した。一人の委員は、気候変動問題の経済・物価・金融などへの影響は中長期的に明らかになっていくものであることを踏まえると、この問題が影響を及ぼすメカニズムやタクソノミーなどに関する議論が収斂するまで待つのではなく、柔軟な対応が可能な仕組みとしたうえで、早めに対応することが望ましいとの認識を示した。

そのうえで、委員は、具体的な対応策について検討を行った。ある委員は、現行の成長基盤強化支援資金供給の考え方を援用し、金融機関自らが判断する多様な気候変動対応投融資に対して、日本銀行がバックファイナンスする仕組みであれば、ミクロの資源配分への直接的な関与を避けつつ、タクソノミーの変遷といった情勢変化に柔軟に対応できるとの考えを示した。複数の委員は、そのような

仕組みとする場合、規律付けの観点から、金融機関に対して、気候変動対応投融資の状況等につき、対外的な情報開示を求めていくことが考えられるとの意見を述べた。こうした議論を経て、委員は、気候変動問題に関する金融政策面での対応として、金融機関の気候変動対応投融資をバックファイナンスする新たな仕組みを導入することが適当との判断で一致した。また、委員は、この新たな仕組みを、成長基盤強化支援資金供給の後継と位置付け、同資金供給の新規貸付は、来年6月の期限をもって予定通り終了することが適当であるとの見解を共有した。ある委員は、成長基盤強化支援資金供給の主な狙いは、成長力の強化に向けた取り組みの重要性を訴えることにあつたが、導入から10年以上経過した現在、金融機関による取り組みは進展し、成長力強化が重要との認識も浸透したと述べた。

複数の委員は、民間金融機関の気候変動対応を支援する新たな資金供給の仕組みの詳細については、金融機関等の関係者との意見交換を踏まえて検討する必要があると述べた。そこで、委員は、新たな仕組みの導入について、今回の対外公表文で示したうえで、関係者との意見交換を踏まえ、7月の会合で、その骨子素案を公表することが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、準備が整えば、年内に資金供給を開始することがひとつの目途になるとの認識を示した。

（骨子素案の検討）

7月の会合において、委員は、「気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案」について議論を行った。対象先とする金融機関について、委員は、具体的な投融資の判断を金融機関に委ねつつ、本制度の利用にかかる規律付けを行う観点から、共通担保オペ（全店貸付）の対象先のうち、気候変動対応に資するための取り組みについて一定の開示を行っている先で、希望する先とすることが適当であるとの見方で一致した。一人の委員は、わが国では間接金融が大きな役割を担うとしたうえで、中央銀行が直接介入して気候変動対応を進めていくと、金融システムに様々な歪みが生じる可能性があるが、今回の仕組みは、金融機関が自らの判断で行う気候変動対応投融資を支援するかたちとしており、そうした影響を回避できるのではないかと述べた。別の一人の委員は、金融機関自身の判断が緩に流れると、本制度への信認を落としかねないため、一定の開示を求めることで規律を働かせる仕組みとすることは重要であると述べた。開示について、この委員を含む複数の委員は、政策の説明責任等の観点から、事前の開示とともに、

利用状況を含めた事後開示についても検討すべきであるとの見解を示した。バックファイナンスの対象となる投融資について、委員は、対象金融機関がわが国の気候変動対応に資するための取り組みの一環として実施する投融資とすることが適当であるとの認識で一致した。ある委員は、気候変動問題はグローバルな課題ではあるが、各国の対応状況等を踏まえると、わが国の気候変動対応に資する取り組みを後押しすることが適当であると述べた。何人かの委員は、移行リスクがわが国経済に及ぼす影響の大きさ等に鑑みると、トランジション・ファイナンスは対象とすべきであるとの見解を示した。別のある委員は、気候変動を巡る外部環境が流動的なもと、中央銀行の責務との関係に十分に留意しつつ、対象範囲を慎重に選ぶことが重要であると述べた。貸付条件について、委員は、資金供給の方式は共通担保を担保とする円貨の貸付とし、貸付利率はゼロ%とすること、補充当座預金制度におけるマクロ加算残高への「2倍加算」を適用するとともに、貸出促進付利制度においてカテゴリⅢ（付利金利ゼロ%）の対象とすることが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、貸付期間は原則1年とし、制度の実施期限までの間、対象投融資の残高の範囲内で、回数に制限を設けず、借り換えを可能とすることが適当であるとの認識を共有した。一人の委員は、わが国の気候変動対応に資する投融資は円建てが中心と考えられること等を踏まえ、今回の資金供給を円建てとすることは適当であると述べた。また、この委員は、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペについては、企業等の資金繰りを早急に支援するため、貸出促進付利制度上、プラスの付利金利を適用し、強いインセンティブを与えているが、今回の資金供給は、息の長い取り組みであるため、同制度上の付利金利をゼロ%とすることは適当であると述べた。開始時期および実施期限について、委員は、年内を目途に開始したうえで、原則として12年度まで実施することが適当であるとの認識を共有した。

以上の議論を経て、委員は、執行部から報告のあった骨子素案の内容は適当であるとの認識を共有した。一人の委員は、市場中立性への配慮と政策の柔軟性を併せ持つ今回の仕組みは適切であると述べた。別の一人の委員は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資するというわが国中央銀行としての使命と、ミクロの資源配分には極力関与しないという中央銀行としての立場の両方を考慮した内容となっており、全体として適切であると述べた。

このほか、委員は、気候変動対応関連で今後留意すべき事項についても議論し

た。一人の委員は、気候変動問題に対する日本銀行の立場や取り組み方針を分かりやすく説明し、内外の市場関係者はもとより、広く国民に正しく理解してもらうことがきわめて重要であると述べた。何人かの委員は、気候変動問題が経済・物価に与える影響について、予断を持たず、調査・研究を深めていくことが重要であるとの考えを強調した。このうちの一人の委員は、政策効果を検証していくことが望ましいと述べた。もう一人の委員は、今回の取り組みを契機に、気候変動問題が持つマクロ経済的な含意に関する研究が各界で深められ、その研究成果を日本銀行においても活用できる可能性があるとして述べた。また、ある委員は、気候変動対応に向けた経済・社会の変革には巨額の投資が持続的に行われるエコシステムの構築が重要であり、税制や市場インフラ整備などの情勢変化を適切に把握しつつ、情報発信などを通じて変革に貢献すべきであると述べた。

（基本要領の決定）

9月の会合において、委員は、気候変動対応オペの制度設計について議論を行った。ある委員は、対象となる投融資について、大まかな類型を示しつつも、具体的な判断は金融機関に委ねる仕組みとなっており、本行のミクロの資源配分への関与を極力避けることが可能であると指摘した。この委員は、金融機関に求める情報開示についても、TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）の提言に沿った開示ルールなどを踏まえた内容となっており、市場からの規律付けも期待できると述べた。別のある委員は、本オペは、市場中立性に配慮しつつ、制度利用の規律付けも行いながら、民間部門の気候変動対応に関する幅広い取り組みを加速させ得る設計となっていると述べた。一人の委員は、本オペは、タクソノミーなど気候変動を巡る外部環境が流動的なもとで、その変化に柔軟に対応できる仕組みになっていると述べた。別の一人の委員は、世界的に気候変動対応に向けた動きが本格化しつつあり、この時期に気候変動対応オペの仕組みを整えることは、わが国の中長期的な成長力を支える観点からも適切であるとの見解を示した。ある委員は、今回、基本要領を決定できれば、年内に資金供給を開始することは実務的にも可能であると指摘した。以上の議論を経て、委員は、執行部から説明のあった気候変動対応オペは、全体として妥当な制度設計になっているとの見解で一致した。

更に、委員は、気候変動対応オペの運用にあたって留意すべき事項についても

議論を行った。何人かの委員は、気候変動問題を巡る内外の情勢は流動的であり、気候変動対応オペが民間部門の取り組みを継続的にサポートできるよう、タクソノミーなどの議論や金融機関の開示等の対応状況をしっかりとフォローし、必要に応じて制度の調整も検討していくべきであると指摘した。一人の委員は、脱炭素化に向けた企業や金融機関の取り組みは緒に就いたばかりであり、当初は資金供給額が大きくなる可能性もあるが、気候変動対応オペが「呼び水」となり、民間部門の取り組みが進めば、資金供給額も増えていくと見込まれると述べた。ある委員は、グリーントランスフォーメーションの遅れにより、わが国の産業の空洞化が加速することがないように、政府の一層の取り組みを期待するとともに、本行としても、気候変動対応オペをしっかりと実施していく必要があると述べた。別のある委員は、気候変動対応は、日本の国際競争力に直結し得るものであり、本行の使命である物価の安定や金融システムの安定にも重要な影響があることを分かりやすく情報発信すべきであると指摘した。何人かの委員は、本行の説明責任の観点から、気候変動対応オペの政策効果を検証していくとともに、気候変動が物価面などマクロ経済に与える影響など、関連分野の調査・研究を深めていく必要があると指摘した。

二. 金融政策運営上の留意点

この間、委員は、金融政策運営上の留意点として、経済の構造変化とそれへの対応、対外コミュニケーション、政府との連携について議論を行った。

経済の構造変化とそれへの対応については、4月の会合において、ある委員は、感染症を契機に経済のデジタル化が更に加速し、企業の保有資産について、有形資産から無形資産へのシフトが進むことで、金融経済や金融政策の効果にどのような影響がもたらされるか、更に理解を深めていく必要があると述べた。6月の会合において、一人の委員は、感染症の影響により遅れることとなった経済構造の变革を進めていくことが重要であり、日本銀行としても、ポストコロナ時代に向けた世界的な経済社会構造の変化を踏まえたうえで、わが国経済の健全な発展に資する政策対応について、様々な工夫を検討していく必要があると指摘した。

対外コミュニケーションについては、4月の会合において、複数の委員は、国民各層に金融政策への理解を促進する効果的なコミュニケーションがきわめて重

要であると述べた。6月の会合において、一人の委員は、日本銀行の使命である2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、対外コミュニケーションを充実すべきであると述べた。別のある委員は、SNSなど国民に直接情報を伝えるツールが整ってきているもとでは、情報の受け手の置かれた多様な状況なども意識したうえで、丁寧に情報を発信していくことが一層重要になっているとの認識を示した。7月の会合において、一人の委員は、資源価格の上昇で生鮮食品を除く消費者物価の前年比も上昇するとみられるが、オーバーシュート型コミットメントを採用しているもと、2%の「物価安定の目標」の安定的な達成にはまだ距離があるため、時期尚早に金融引き締めを行わないことが重要であり、こうした金融政策スタンスについて丁寧な情報発信を行う必要があると述べた。9月の会合において、ある委員は、余資を現預金で保蔵する家計が投資信託などに積極的に投資するようになれば、配当収入を通じた可処分所得の増加が期待されると述べたうえで、金融政策の効果波及を高める観点からも、金融資産投資についての理解浸透を図るべきであるとの認識を示した。

政府との連携については、4月の会合において、一人の委員は、感染症収束後に向けて、「物価安定の目標」に向けた道筋について引き続きしっかりと考えなければならないと述べるとともに、現在の政策フレームワークのもとでは、財政政策と金融政策の緊密な連携・協調が、物価目標の実現に寄与するとの見方を示した。もう一人の委員は、現在、各国の大規模な財政対応が、マクロ経済に大きな影響を与えつつあり、中長期的には、安定的な成長の実現に向けて金融・財政政策をどのように調整していくか、政府とより緊密に連携しつつ考えていく必要があるとの見解を示した。7月の会合において、ある委員は、デフレマインドが根深いわが国において、政府と連携しつつ、粘り強く金融緩和を継続することで、2%の「物価安定の目標」を目指していくことが重要であると述べた。9月の会合において、一人の委員は、コロナ禍において効果を発揮してきた財政政策と金融政策のポリシーミックスは、経済が正常化していく脱コロナ禍局面においても重要であると述べた。別の一人の委員は、ポストコロナの経済社会と政策について、政府とビジョンを共有すべきであり、具体的には、財政政策と金融政策の連携はもとより、気候変動対応や成長促進、経済構造の転換などにおいても方向性を共有することが望ましいと指摘した。ある委員は、感染症への対応に加え、デジタル化や脱炭素化という重要な課題にわが国が取り組んでいくうえで、政府と本行が、同じような長い時間軸も意識しつつ、それぞれの役割を果たしていく必

要があるとの見解を示した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

3年度上期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、①新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラムの延長、②気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションの導入である。

イ. 新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラムの延長

6月の会合において、新型コロナウイルス感染症への対応として、引き続き、企業等の資金繰りを支援していく観点から、新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラムについて、期限を4年3月末まで半年間延長することとし、これに基づき、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領」の一部改正等を決定した。

ロ. 気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションの導入

6月の会合において、気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取り組みを支援するため、金融機関が自らの判断に基づき取り組む気候変動対応投融資をバックファイナンスする新たな資金供給の仕組みを導入することが適切と判断した。これに基づき、7月の会合において、制度の骨子素案を決定し、9月の会合において、「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和3年度上期を通じ、以下の金融市場調節方針のもとで、金融市場調節を行った。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

上記方針のもとで金融市場調節を行った結果、10年物国債金利は、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。この間、長期国債の保有残高は増加を続け、9月末時点では、503.5兆円となった(図表40)。

また、4月の会合では、以下の資産買入れ方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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

6月の会合では、特別プログラムの延長を行い、以下の資産買入れ方針を決定し、7月と9月の会合では、この方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買

入れを行う。

- ② CP等、社債等については、4年3月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行う。

上記方針に基づき買入れを行ったETF、J-REIT、CP等および社債等の9月末時点の残高は、それぞれ36.2兆円、6,642億円、3.1兆円、7.9兆円となった（図表40）。

「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の9月末時点の残高は、78.0兆円となった。貸出支援基金の運営状況について、「貸出増加支援資金供給」をみると、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高は、54.0兆円となった。また、「成長基盤強化支援資金供給」をみると、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高は、本則分については5.5兆円、米ドル特則分については211億米ドルとなった。「被災地金融機関支援資金供給オペ」の9月末時点の残高は、5,324億円となった。「国庫短期証券買入オペ」の9月末時点の残高は、22.3兆円となった（図表40）。

(図表 40) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資金供給

(億円)

	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	国庫短期 証券買入 オペ	共通担保 資金供給 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
元年									
10月末	4,746,987	21,814	32,381	279,170	5,317	85,506	7,516	0	0
11月末	4,785,169	21,689	32,775	279,428	5,387	76,846	6,216	0	0
12月末	4,719,439	21,982	31,908	282,509	5,529	71,986	5,997	0	0
2年									
1月末	4,753,521	22,073	32,577	285,114	5,552	86,242	6,998	0	0
2月末	4,797,640	21,819	32,940	288,719	5,575	104,031	7,021	0	0
3月末	4,735,414	25,519	32,208	297,189	5,753	101,854	12,270	0	0
4月末	4,789,601	32,606	33,939	312,103	5,935	115,533	13,371	0	0
5月末	4,828,271	40,666	38,303	322,512	6,032	151,473	3,961	0	0
6月末	4,788,539	44,376	41,008	327,585	6,151	259,263	1,900	0	0
7月末	4,844,737	46,684	45,138	335,191	6,241	377,957	3,061	0	0
8月末	4,902,832	48,735	49,831	339,936	6,293	410,328	2,802	0	0
9月末	4,853,804	42,568	53,483	341,862	6,421	401,953	3,801	0	0
10月末	4,913,667	44,851	57,409	347,718	6,376	403,607	2,801	0	0
11月末	4,976,643	41,800	61,929	351,389	6,469	371,350	1,404	0	0
12月末	4,943,141	43,702	64,646	353,005	6,505	389,963	4,651	0	0
3年									
1月末	4,990,495	45,338	69,029	355,722	6,535	353,985	3,951	0	0
2月末	5,047,843	42,720	73,360	357,058	6,554	328,524	3,951	0	0
3月末	4,957,770	28,765	74,985	358,796	6,669	342,109	4,851	0	0
4月末	5,007,069	28,962	75,814	360,649	6,575	332,115	3,431	0	0
5月末	5,051,194	27,858	77,595	361,350	6,572	312,489	3,351	0	0
6月末	4,992,995	27,733	77,784	361,350	6,572	296,165	3,751	0	0
7月末	5,039,561	29,748	77,880	362,051	6,572	294,075	3,951	0	0
8月末	5,087,869	31,778	79,429	362,051	6,548	263,335	3,352	0	0
9月末	5,035,029	30,565	79,392	362,051	6,642	223,408	3,951	0	0

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

(億円<成長基盤強化支援資金供給(米ドル特則)

・米ドル資金供給オペは100万米ドル>)

	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	東日本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	熊本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	新型コロナ 対応金融支援 特別オペ	成長基盤強化 支援資金供給 (円貨)	成長基盤強化 支援資金供給 (米ドル特則)	貸出増加 支援資金 供給	米ドル 資金供給 オペ	補完貸付
元年									
10月末	-	4,066	1,379	-	59,885	23,846	407,360	0	0
11月末	-	4,066	1,379	-	59,885	23,846	407,360	0	0
12月末	-	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,369	0	0
2年									
1月末	-	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,369	0	0
2月末	-	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,341	1	0
3月末	-	4,066	1,379	33,968	63,465	24,000	428,138	174,707	0
4月末	-	4,066	1,379	39,774	63,465	24,000	428,138	220,334	0
5月末	-	4,126	1,379	143,905	63,465	24,000	428,138	223,298	0
6月末	-	4,126	1,052	208,352	60,944	24,000	442,229	156,239	0
7月末	61	3,010	1,052	271,352	60,944	24,000	442,229	83,206	0
8月末	2,043	2,582	552	350,169	60,944	24,000	442,163	72,756	0
9月末	2,826	1,775	552	450,038	59,787	23,981	530,177	18,536	0
10月末	2,916	1,693	544	477,580	59,787	23,981	530,177	1,846	0
11月末	2,916	1,693	544	514,961	59,787	23,981	530,177	750	0
12月末	2,957	1,622	544	516,246	54,775	23,440	535,855	0	0
3年									
1月末	3,160	1,622	542	565,628	54,775	23,440	535,855	0	0
2月末	3,160	1,622	542	561,440	54,775	23,440	535,855	2	0
3月末	3,160	1,622	542	648,264	57,421	21,821	542,543	0	0
4月末	4,428	554	342	667,897	57,421	21,821	542,543	0	0
5月末	4,728	494	42	685,999	57,421	21,821	542,543	0	0
6月末	5,324	0	0	693,890	52,896	21,093	544,915	0	0
7月末	5,324	-	-	707,936	52,896	21,093	544,915	0	0
8月末	5,324	-	-	725,021	52,896	21,093	544,915	2	0
9月末	5,324	-	-	780,146	54,755	21,063	540,003	0	0

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

(2) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補完 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	
元年						
10月末	0	0	0	37	0	5,229,820
11月末	0	0	0	540	0	5,172,843
12月末	0	0	0	906	0	5,182,425
2年						
1月末	0	0	0	189	0	5,172,075
2月末	0	0	0	233	0	5,158,833
3月末	0	40,107	0	8,609	192,447	5,098,069
4月末	0	0	0	1,957	188,541	5,291,539
5月末	0	0	0	63	184,951	5,434,307
6月末	0	0	0	2,445	105,566	5,652,339
7月末	0	0	0	31	35,387	5,763,027
8月末	0	0	0	156	30,915	5,828,590
9月末	0	0	0	2,418	3,797	6,060,310
10月末	0	0	0	7	0	6,082,671
11月末	0	0	0	135	0	6,059,127
12月末	0	0	0	3,241	0	6,176,083
3年						
1月末	0	0	0	133	0	6,165,255
2月末	0	0	0	282	2	6,147,126
3月末	0	0	0	5,948	0	6,436,096
4月末	0	0	0	414	0	6,554,570
5月末	0	0	0	23	0	6,509,651
6月末	0	0	0	1,084	0	6,595,339
7月末	0	0	0	25	0	6,608,720
8月末	0	0	0	22	0	6,613,402
9月末	0	0	0	1,273	0	6,634,869

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

4. 日本銀行のバランスシートの動き

令和3年9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、724.1兆円（前年比+4.9%）となった（図表41）。

資産をみると、資産買入れを進めるなか、長期国債は503.5兆円（前年比+3.7%）となったほか、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）の残高も増加した。貸付金は、新型コロナ対応金融支援特別オペ等の増加により、138.4兆円（前年比+32.0%）となった。一方、負債をみると、当座預金は541.7兆円（前年比+11.1%）となった。発行銀行券、政府預金は、それぞれ116.8兆円（前年比+2.8%）、26.1兆円（前年比-44.7%）となった。売現先勘定は、米ドル資金供給用担保国債供給等の減少により、0.1兆円（前年比-79.5%）となった。

（図表41）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

—— 兆円、かっこ内は前年比%

	2年9月末	3年3月末	3年9月末
(資産)			
国債	530.0 (10.5)	532.2 (9.5)	528.0 (-0.4)
[うち長期国債]	485.4 (3.4)	495.8 (4.7)	503.5 (3.7)
[うち短期国債]	44.6 (4.3倍)	36.4 (2.9倍)	24.5 (-45.0)
コマーシャル・ペーパー等	4.3 (94.2)	2.9 (12.7)	3.1 (-28.2)
社債	5.3 (70.2)	7.5 (2.3倍)	7.9 (48.4)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	0.7 (-20.9)	0.6 (-20.2)	0.5 (-20.7)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	34.2 (24.5)	35.9 (20.7)	36.2 (5.9)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.6 (19.9)	0.7 (15.9)	0.7 (3.5)
貸付金 ^(注4)	104.9 (2.2倍)	125.8 (2.3倍)	138.4 (32.0)
外国為替	8.7 (30.1)	7.7 (-70.4)	7.7 (-10.9)
資産計	690.0 (21.1)	714.6 (18.2)	724.1 (4.9)
(負債・純資産)			
発行銀行券	113.6 (6.0)	116.0 (5.8)	116.8 (2.8)
当座預金	487.5 (19.4)	522.6 (32.2)	541.7 (11.1)
政府預金	47.2 (3.0倍)	36.9 (2.9倍)	26.1 (-44.7)
売現先勘定	0.6 (5.8倍)	0.6 (-97.5)	0.1 (-79.5)
負債・純資産計	690.0 (21.1)	714.6 (18.2)	724.1 (4.9)

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

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

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

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

また、資産のうち、貸出支援基金は61.8兆円となった(図表42)。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は7.8兆円、貸出増加を支援するための資金供給は54.0兆円となった。

(図表42) 貸出支援基金の残高

— 億円

	2年9月末	3年3月末	3年9月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	85,079	81,580	78,195
貸出増加を支援するための資金供給	530,177	542,543	540,003
合計	615,256	624,123	618,198

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

3年度上期中に償還期限が到来した長期国債のうち2.2兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。2年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB(1年物)については、現金償還を受けた。

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