

2. 金融政策決定会合議事要旨 (令和3年4月26、27日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2021年4月26日(14:00～15:54)
4月27日(9:00～11:53)

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

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 (26日)
	中西 健治	財務副大臣 (27日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (26日)
	赤澤 亮正	内閣府副大臣 (27日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	山田泰弘
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
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	廣島鉄也

(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	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（3月18、19日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、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と金融市場の安定維持の観点から、「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ほか、国債買入れやドルオペなどにより潤沢かつ弾力的な資金供給を行った。また、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のもとで、ETFおよびJ-REITの買入れを運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.04\sim-0.01\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.18\sim-0.06\%$ 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、既往の株価上昇を受けた機関投資家の調整売りがみられているほか、足もとでは、緊急事態宣言の再発出が意識されており、下落している。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、現物の取引高は昨年後半と比べて高めの水準で横ばいとなっている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国の長期金利が幾分低下するもとで、幾分ドル安方向の動きとなっている。円の対ユーロ相場は、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、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。グローバルな企業の業況感是一段と改善している。特に、製造業では、業況感の改善超幅は約10年ぶりの高水準となっており、

（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。」

貿易量や生産水準は、半導体不足の影響等が一部にみられているが、既往ピークを更新して増加を続けている。ただし、引き続き、国・地域ごとの改善ペースのばらつきは大きい。すなわち、米国では、大規模な追加経済対策の実施やワクチン接種の進展を背景に、これまで弱めだった対面型サービス業を含め、加速の兆しが窺われている。一方、欧州に加え、多くの新興国では、製造業の活動は勢いを増しているが、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が高水準で推移するもとの、対面型サービス業の活動は引き続き下押しされている。中でも、インドやブラジル等では、足もと新規感染者数が急増しており、公衆衛生上の措置を再強化する動きもみられている。この間、中国は、春節前後には移動規制の影響等から幾分弱めの指標もみられたが、足もとの経済は回復軌道に復している。先行きの海外経済については、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、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。ただし、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。また、感染症の帰趨や、それが世界経済に与える影響について、引き続き、不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、回復している。個人消費は、ワクチン接種が進展し新規感染者数も減少するもとの、政府による経済対策の効果もあって、これまで抑制されてきたサービス消費も含め、増勢を強めている。住宅投資は、住宅ローン金利が低水準で推移するもとの、はっきりと増加している。企業部門をみると、業況感が一段と改善しており、生産も増加を続けている。こうしたもとの、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、サービス業を中心に下押しされた状態が続いている。個人消費は、新規感染者数が高水準で推移するもとの、一部で公衆衛生上の措置が再強化されたこともあって、下押しされた状態が続いている。企業部門をみると、業況感は、サービス業では悪化した状態が続いているが、製造業では改善超幅が拡大しており、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、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、生産も増加を続けている。

中国以外の新興国経済は、国・地域間でばらつきはみられるが、全体としては持ち直している。N I E s 経済は、輸出が増加するもとの回復している。A S E A N 経済は、感染再拡大等を受けて内需は落ち込んだ状態が続いているものの、輸出の増加に支えられて、総じてみれば緩やかに持ち直している。ロシア経済は、持ち直している。インドやブラジル経済は、感染再拡大の影響等から、内需を中心に持ち直しペースが鈍化している。

海外の金融市場をみると、先進国では、長期金利は、年初以降、景気見通しの改善を主因に急ピッチで上昇してきたが、前回会合以降は、経済指標が概ね市場予想に沿うもとの、米国では幾分低下し、欧州では概ね横ばい圏内での推移となった。米欧の株価は、長期金利の上昇が一服するもとの、良好な企業決算などを背景に上昇した。為替市場では、米ドル高が一服するもとの、多くの新興国の通貨は下げ止まっている。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、基調としては持ち直している。先行きについては、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、回復に向かうと予想される。ただし、当面の経済活動の水準は、感染症への警戒感が続くもとの、対面型サービス部門を中心に、感染拡大前に比べて低めで推移するとみられる。

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、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、半導体不足の影響などから自動車関連を中心に増勢が鈍化するものの、世界的な設備投資の回復やデジタル関連需要の堅調な拡大に支えられて、資本財や情報関連などに牽引された、しっかりとした増加が続くとみられる。

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。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、パソコンや基地局・5G関連などのデジタル関連財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。機械投資の先行指標である機械受注は、振れを均してみれば、持ち直している。業種別にみると、製造業は、輸出・生産の増加を受けて、持ち直しているほか、非製造業でも、基地局・5G関連投資に加え、デジタル関連投資や省力化投資にも支えられて、全体としては持ち直している。また、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減少は続いているものの、Eコマースの拡大を背景とした物流施設等の増加に加え、感染拡大前に決定済みの都市再開発案件の進捗にも支えられて、全体では持ち直している。先行きの設備投資は、企業収益の改善に加え、緩和的な金融環境にも支えられて、増加傾向が明確になっていくと見込まれる。

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、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、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、パソコンやテレビ、白物家電を中心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、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、緊急事態宣言やG o T oトラベルの一時停止の影響から、本年入り後は大きめの減少となっている。外食は、1～2月にかけて、緊急事態宣言の再発出を受けた営業時間短縮により、昨年夏頃を下回る水準まで一段と落ち込んでいる。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いているほか、国内旅行も、G o T oトラベルの一時停止や2度目の緊急事態宣言の影響から減少しており、1～2月は、昨年夏頃の水準まで落ち込んでいる。足もとにかけて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、3月は、緊急事態宣言の解除を受けて、サービス消費が低水準ながらも持ち直したことから、全体では前月から幾分増加したとみられる。もっとも、4月入り後は、感染者数が急なペースで増加するもとの、サービス消費は再び減少しているとみられる。外食は、3月は時短要請の緩和を受けて前月から幾分増加したが、4月入り後は、「まん延防止等重点措置」の実施地域における居酒屋等において、再び下押し圧力が強まっているとの声が聞かれている。国内旅行は、3月は、県民割等の効果もあって近距離旅行を中心に前月から僅かに増加したものの、4月以降は、感染再拡大

に伴う移動自粛から再び旅行需要は弱まっており、大手旅行会社のゴールデンウィークの予約状況も低調となっている模様である。先行きの個人消費は、感染者数の増加とそれに伴う公衆衛生上の措置の影響から、当面は、対面型サービス消費を中心に、低めの水準で足踏みした状態が続くとみられる。その後は、ワクチン接種が進み、感染症の影響も和らいでいくもとので、再び持ち直していくとみられる。

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をみると、前年比のマイナス傾向は続いているが、経済活動の持ち直しを反映して、水準としては下げ止まっている。一人当たりの労働時間は、緊急事態宣言に伴う時短要請の影響から、宿泊・飲食を中心に前年比の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、高齢者や女性などが再び労働市場に参入する中で上昇しており、直近ピークであった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。所定内給与の前年比は、0%台前半から半ばのプラスで底堅く推移している。特別給与の前年比は、企業業績の悪化がラグを伴って冬季賞与や各種手当に波及するもとので、大幅なマイナスとなっている。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、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）の前年比は、当面、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響などから、小幅のマイナスで推移するとみられる。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

（2）金融環境

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。

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・社債計の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移しているが、前年の高い伸びの裏が出ることもあって、ひと頃に比べて増勢は鈍化している。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。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、前年に比べて減少しているものの、感染症の影響を踏まえて修正した年度計画対比では、順調な進捗となっている。信用コストは、前年に比べて大幅に増加しているものの、直近10~12月期中の増加は小幅にとどまった。自己資本比率は、概ね横ばいとなっている。地域銀行の収益も、前年に比べて減少しているものの、感染症の影響を踏まえて修正した年度計画対比では、順調な進捗となっている。信用コストは、前年対比で増加しているものの、修正年度計画の範囲内にとどまっている。自己資本比率は幾分上昇している。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全14指標のうち、経済規模との対比でみたマクロ的な与信量等の4指標について、トレンドから上方に乖離した状態となっている。これらは、主として、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として生じているものであり、金融活動の過熱感を表すものとはみられない。今後、企業収益の回復とともに債務返済が進み、金融機関与信が実体経済活動に見合った水準に復していくか、注視する必要がある。

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、ワクチン接種の進展や一部先進国での追加経済対策などを背景とした世界的な景気回復期待の高まりから、市場センチメントは改善傾向が続いているとの認識で一致した。もっとも、委員は、感染再拡大への懸念もあり、市場では、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。複数の委員は、

感染症の影響が収束していく過程では、市場の一時的な過熱や調整が生じ得るため、注視していく必要があると指摘した。一人の委員は、各国・地域における経済の回復ペースなどの違いが、結果として資金フローの変化を通じて金融市場を不安定化させる可能性がある点には留意すべきであると述べた。もう一人の委員は、米国における特別買収目的会社のリスク顕現化や、ファミリーオフィスと呼ばれる投資主体の破綻について、類似の事例が続くことがないか注意が必要であるとの見方を示した。

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、世界経済は回復基調にあるが、ワクチン接種の進捗度合いや政策対応の相違を映じて、国や地域によってそのペースに違いがあるほか、感染症の影響は、業種や経済主体の属性ごとにも一様ではないとの見方を示した。このうちの一人の委員は、回復には格差や不均一性があり、いわゆる「K字回復」の様相が強いと述べた。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。何人かの委員は、ワクチン接種が進展し、感染症の動向が落ち着き始めたもとの、政府による大規模な経済対策の効果もあって回復していると指摘した。一人の委員は、ワクチンの普及により、抑制されてきたサービス消費が、このところ加速度的に回復していると述べた。

欧州経済について、委員は、サービス業を中心に下押しされた状態が続いているとの見方を共有した。何人かの委員は、感染者数が高止まりもしくは拡大する中で、回復が相対的に遅れていると指摘した。一人の委員は、若年層を中心に高い失業率となっており、こうした状況が続けば「傷跡効果（scarring effect）」が生じるリスクがあ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、外需だけでなく、内需についても着実に回復していると述べた。一人の委員は、中国経済は、裾野を拡げつつ回復を続けており高成長が見込まれるが、中国と米欧との対立は、中国経済にとって下振れリスクであるとの見方を示した。

新興国経済について、委員は、国・地域間でばらつきはみられるが、全体としては持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、幾つかの国が感染症の再拡大に直面しているほか、財政政策の対応余力が低下している国もあり、脆弱性が高まっていると指摘した。

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。

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、わが国経済は、感染症の影響が対面型サービス消費を下押ししているが、製造業を中心に持ち直していると述べた。ある委員は、対面型サービス業は引き続き厳しい状況に直面している一方、製造業やその他非製造業では改善が続いており、経済が二極化しているとの見解を示した。

輸出や生産について、委員は、増加を続けているとの認識で一致した。ある委員は、半導体不足など供給制約の影響が一部にみられるものの、海外経済の回復を背景に、輸出・生産の増加は続いているとの見解を示した。別のある委員は、輸出については、自動車関連はペントアップ需要の一巡や半導体不足の影響を受けているが、世界的な設備投資需要の回復やデジタル関連需要の拡大を背景に、資本財や情報関連が牽引するかたちで引き続き増加していると指摘した。

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。一人の委員は、製造業や対面型サービス以外の非製造業では、情報関連やデジタル化・環境対応関連などの分野を中心に、投資スタンスは前向きになっており、企業収益の改善を背景に、支出の回復が明確化してきているとの見解を示した。

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、持ち直しが一服しているとの見方を共有した。ある委員は、昨年度の白物家電の国内出荷額が過去最高となるなど、財消費はしっかりしている一方、サービス消費は抑制的な状況が続いており、全体としては足踏みしているとの見解を示した。更に、この委員は、選択的サービス支出と相関の高い人出を示す高頻度データをみても、感染症拡大前の水準から大きく落ち込んだ状況が続いており、足もとでも、抑制的な消費行動が継続しているとの認識を述べた。

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。一人の委員は、今春の賃金改定交渉では、現状、定期昇給を加味した賃上げ率は小幅の縮小にとどまっているが、感染症の影響を強く受けている業種が多い中小企業の交渉はこ

れから本格化するため、引き続き注視していきたいと述べた。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、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ものの、予想物価上昇率は横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。何人かの委員は、値下げにより需要喚起を図る動きが広範化している様子は引き続き窺われていないとの認識を示した。そのうちの一人の委員は、経済の落ち込みに比べ、消費者物価のマイナス幅は小幅にとどまっており、予想物価上昇率については、原油価格の上昇や実際の物価の底堅さも背景に、弱含みの局面は脱したとの見解を述べた。

2. 経済・物価情勢の展望

2021年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、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の循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済は更に成長を続けるとの見方を共有した。

何人かの委員は、当面、対面型サービスを中心に感染症に左右される状況は続くものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、わが国経済は回復していくとの見方を示した。このうちの複数の委員は、企業部門において、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に働き始めており、感染症の影響が収束していけば、経済全体での好循環が強まり、わが国経済は更に成長を続けるとみていると述べた。一人の委員は、日本経済を早期に成長軌道に戻すためには、消費者マインドの悪化や金融市場の変調を食い止めつつ、ワクチンの接種を加速していくことが重要であると指摘した。委員は、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で、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、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、成長を続けるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、世界経済を巡るリスクについて指摘した。何人かの委員は、米国の長期金利上昇が加速した場合に、新興国から資本が流出するリスクには警戒が

必要であるとの見解を示した。また、何人かの委員は、米中対立が世界経済や金融市場に与える影響について注視していると述べた。一人の委員は、ワクチン接種が広がっているものの、集団免疫を獲得するまでに要する期間には不確実性があるとの認識を示し、政策の時期尚早な打ち切りや、政治・地政学的なリスクも相応にあるとの見方を述べた。

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、しっかりとした増加を続けるとの見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド消費については、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、回復していくとの認識を共有した。何人かの委員は、海外経済の回復を背景に、わが国経済は、外需中心の回復経路を辿るとの見方を示した。

設備投資について、委員は、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の認識で一致した。一人の委員は、企業収益の改善を背景に、設備投資は機械投資やデジタル関連投資を中心に増加することが見込まれるとの見解を述べた。

個人消費について、委員は、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の見方で一致した。更に、委員は、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の見方を共有した。一人の委員は、ワクチン普及後に感染症がある程度収束すれば、これまで抑制されてきた消費需要の顕在化等が、日本経済の持続的な回復に繋がる可能性があるとの見方を示した。ある委員は、米国などの状況をみると、思ったよりも早いペースで強制貯蓄の取り崩しが進む可能性があるとして述べた。また、別の委員は、家計の現・預金残高は、この1年間で約50兆円増加しており、感染症の影響が収束すれば、サービス消費でも大きなペントアップ需要が生じるとみられるとの見方を示した。この間、一人の委員は、自発的な貯蓄が長期化する可能性には留意が必要であると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、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

との見方を共有した。一人の委員は、就業者数の増加や、正規雇用への転換が賃金や消費にどのように反映されていくか注目されると述べた。一方、別の委員は、今後、企業倒産が増加すれば、雇用や所得環境の悪化に繋がる可能性があることに注意が必要であると指摘した。

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、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、内外需要の強まりを背景に 2022 年度を中心に上振れているとの見方で一致した。

続いて、委員は、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の見方で一致した。もっとも、委員は、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、消費者物価の前年比は、底堅く推移するとの認識で一致した。また、委員は、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の見方を共有した。加えて、委員は、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の認識で一致した。更に、委員は、そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移するとの見方を共有した。複数の委員は、携帯電話通信料の引き下げやG o T oトラベルの影響、消費者物価指数の基準改定の影響など、当面は物価の実力がみえにくい状況が続くため、ミクロ情報などを含めて、丹念に企業の価格設定行動を把握していくことが重要であると述べた。

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。複数の委員は、予想物価

上昇率に関する過去のデフレの経験に基づく根深い適合的期待形成の影響もあって、物価上昇のペースは力強さに欠けるとみられると述べた。ある委員は、早期の物価上昇に向けた種火を残しておくためには、現下のような厳しい経済環境にあっても賃金の安定的な上昇が確保されるとの経験を通じて、賃金上昇期待が維持されることが必要であるとの考えを示した。

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2021年度は携帯電話通信料の引き下げの影響により下振れているものの、2022年度は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、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の認識を共有した。一人の委員は、倒産・廃業動向を含む企業金融の環境は総じて安定しており、感染症の影響を強く受ける業種も限定的になっているとの認識を示した。ある委員は、企業の資金繰りは、業況の改善などから総じてみれば厳しさが和らいでいるものの、対面型サービス業では厳しい状況が続いており、ソルベンシーリスクが増大する可能性を含めて、引き続き状況を注視する必要があると述べた。別の委員は、民間金融機関を通じた実質無利子・無担保融資について、一部で元本返済が始まるもとの、倒産件数が上昇しないか留意が必要であるとの見解を示した。

また、委員は、金融システムの動向について議論を行った。委員は、金融システムは、全体として安定性を維持しているとの見方で一致した。もっとも、委員は、より長めの視点では、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との認識を共有した。そのうえで、委員は、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との見方を共有した。一人の委員は、「物価の安定」の実現には、「金融システムの安定」が前提となるが、金融システムは全体として安定性を維持しており、金融仲介機能は円滑に発揮されているとの見方を示した。また、この委員は、今回から金融機構局の報告を受けることになったことに関して、金融政策決定会合で金融システムの動向を定点観測する意義は大きいと述べた。この間、別の委員は、「金融システムの安定」と「物価の安定」の関係に

については、物価の下落により債務の実質的な負担が増加し、金融システムに悪影響を与えるという方向の関係にも留意すべきであると指摘した。

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によって変わり得るため、不透明感が強いとの見方で一致した。複数の委員は、公衆衛生措置が強化される中で、感染症の帰趨と、経済・物価の下振れリスクには注意する必要があると述べた。別の委員は、感染拡大の波が今後も断続的に到来する場合には、娯楽、外食、旅行等の対面型サービス業の回復が遅れる可能性や、消費マインドの低下に伴い家計貯蓄率が高止まりするリスクなどが懸念されるとの見方を示した。

また、委員は、感染症の影響は、ワクチンの普及などによって収束していくと想定しているが、その普及のペースや効果には不確実性があり、その結果、経済活動への下押し圧力が強まるリスクがあるとの認識を共有した。一人の委員は、今後のワクチン接種の動向が重要であり、接種の進捗に時間がかかると、感染症の影響が長引き、経済・物価への下押し圧力が長期化する惧れがあるとの認識を示した。ある委員は、海外でワクチン接種が進む中、わが国での接種が順調に進まなければ、経済成長の面でも取り残される懸念があると述べた。一方で、委員は、感染症の影響への対応などの観点から実施される、先進国を中心とした経済対策が、内外経済の回復ペースを想定以上に高める可能性もあるとの見方で一致した。加えて、一人の委員は、感染症が収束した後に、消費のペントアップ需要の顕現化などから、経済が大きく押し上げられる可能性もあると述べた。一人の委員は、各国の積極的なマクロ経済政策により世界経済全体が予想以上に上振れる可能性や、消費の反動増が大きくなる可能性を踏まえると、見通し期間の中盤以降は経済のリスクはバランスしていくと考えられると述べた。

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。委員は、このうち、成長期待について更に議論を行った。一人の委員は、3月短観における2021年度の設備投資計画は、リーマン・ショック期との対比で言えば、政府や日本銀行の政策効果もあり、企業の前向きなスタ

ンスや成長期待が維持されている様子がみられるとの認識を示した。別の委員は、アンケート調査における企業の経済成長率見通しは、上場企業では昨年調査から上昇したが、中小企業では僅かに低下しており、格差がみられると指摘した。

以上に加え、一人の委員は、業績回復を受けて企業の成長や変革に向けた取り組みが先送りされると、中長期の経済成長や物価安定の実現に悪影響が生じかねないとの見方を示した。また、ある委員は、漠然とした将来不安や、財政収支の悪化を背景とした増税懸念が、消費マインドの改善を抑制する懸念があると述べた。

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認識を共有した。そのうえで、委員は、物価固有のリスク要因について、議論を行った。委員は、中心的な見通しでは、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考えているが、その点も含め、企業の価格設定行動には不確実性があるとの見方で一致した。一人の委員は、今のところ、付加価値の減少に繋がる値下げの動きが拡がっている状況にはないが、そうした動きが拡がるリスクに注意が必要であるとの見方を示した。ある委員は、コロナ禍での企業や家計の行動変容が、物価観を変える可能性に注目していると指摘し、感染抑制のためのコスト負担、高付加価値サービスの提供のための販売価格引き上げ、サプライチェーンの再構築や気候変動リスクへの対応のためのコスト上昇に着目していると述べた。以上に加えて、委員は、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は、上振れ・下振れ双方の要因であり、注意してみていく必要があるとの見解を共有した。

こうした議論を経て、委員は、リスクバランスについて、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との認識を共有した。また、物価の見通しについては、下振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。

Ⅲ. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

当面の金融政策の基本的な運営スタンスについて、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いるとの見解で一致した。委員は、企業の資金繰りにはなお厳しさがみられており、金融市場では様々な不確実性が意識されているため、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、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。

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、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。別のある委員は、感染症収束まではワクチン接種が鍵となるが、マクロ経済政策の支えも依然として重要であると述べた。

委員は、3月に決定した「より効果的で持続的な金融緩和」に対する市場の受け止め方についても議論を行った。ある委員は、点検を踏まえた政策対応に対する市場の反応は総じて落ち着いたものであったほか、金融機関の受け止め方も概ね想定していた範囲内のものであったとの認識を示した。別の委員は、市場動向をみると、政策の持続性・機動性を高めるという意図は誤解なく浸透したと考えていると述べた。

このほか、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。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。この間、一人の委員は、「物価安定の目標」の達成は容易ではないからこそ、金融政策運営においては、先行きの景気回復という追い風をうまく捉えて、金融緩和を強めることで、目標達成につなげることが必要との認識を示した。そのほか、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。また、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。別の委員は、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即して、必要な対応を検討することが重要であると指摘した。

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。」

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で、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。

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。

- 日本経済は、新型コロナウイルス感染症の影響により依然として厳しい状況にある中、持ち直しの動きが続いているものの、足もとでは、一部に弱さがみえている。
- 政府としては、3月26日に成立した令和3年度予算の着実な執行等により、感染症に引き続き適切に対応するとともに、デジタルやグリーン等の分野で民間投資を大胆に呼び込みながら、経済構造の転換を図り、生産性を向上させ、持続的な賃金上昇を通じて、経済の好循環を実現していく。
- 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。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、依然として厳しい状況にある中、持ち直しの動きが続いているが、下振れリスクに注意が必要である。政府は4都府県に緊急事態宣言を発出し、飲食対策の徹底や人流の抑制により、何としても感染拡大を抑えていく。
- 厳しい影響を受ける方には、大規模施設等への新たな協力金や地方創生臨時交付金の増額を通じた支援など、重点的・効果的な支援策を講じる。
- 今後も感染状況や経済・国民生活への影響を踏まえ、必要に応じ、予備費5兆円の活用を含め、迅速・機動的に対応していく。日本銀行には、政府との間で緊張感を共有して、引き続き緊密な連携をお願いする。

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。

採決の結果

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

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. 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、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、政井委員、鈴木委員、
片岡委員、安達委員、中村委員、野口委員

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、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. 「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、4月28日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3月18、19日開催分）が全員一致で承認され、5月6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）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、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。

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。

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^(注2)。

以上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員、野口委員。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。

(3年6月17、18日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2021年6月17日(14:00~15:38)
6月18日(9:00~12:23)

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

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 (17日)
	中西 健治	財務副大臣 (18日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官

(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	廣島鉄也

(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)
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	門川洋一
金融市場局市場調節課長	矢野正康 (18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（4月26、27日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、国債買入れを行った。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と金融市場の安定維持の観点から、「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ほか、国債買入れやドルオペなどにより潤沢かつ弾力的な資金供給を行った。また、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のもとで、ETFおよびJ-REITの買入れを運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.04\sim-0.01\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.10\sim-0.06\%$ 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（TOPIX）は、米欧の株価に連れて小幅に上昇している。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、5月調査の「債券市場サーベイ」をみると、市場の機能度判断DI（「高い」－「低い」）は、2月調査と比べて小幅に低下している。為替相場をみると、市場センチメントの改善が続くもとで、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場ともに、円安方向に推移している。

3. 海外金融経済情勢

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。先進国では、ワクチン接種が進展するもとで、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は減少を続けた。経済活動の再開が進む中で、米国では3月の追加経済対策の効果も相まって、個人消費

（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。」

は改善傾向を強めているほか、欧州でもこれまで抑制されてきた対面型サービス業での持ち直しの動きが明確化している。この間、米国では、急速に需要が回復するもとの、原材料不足や物流遅延、対面型サービス業での人手不足感の強まりなど、一部で供給面でのボトルネックの兆しが窺われている。もっとも、この点については、現時点では経済活動の再開途上における過渡的な摩擦であるとの見方が多い。中国経済も、消費・投資ともしっかりと増加を続けている。こうした先進国と中国の経済改善の好影響は、貿易チャンネルを介して、広く新興国経済にも波及している。もっとも、新興国の中でも、インドやASEANの一部等では、新規感染者数の急増から、公衆衛生上の措置の強化を余儀なくされ、内需が下押しされている。先行きの海外経済については、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、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。ただし、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。また、感染症の帰趨や、それが世界経済に与える影響について、引き続き、不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、回復している。個人消費は、ワクチン接種が進展し新規感染者数も減少するもとの、政府による経済対策の効果もあって、これまで抑制されてきたサービス消費も含め、増勢を強めている。住宅投資は、一部に資材不足等の影響がみられるものの、住宅ローン金利が低水準で推移するもとの、増加基調にある。企業部門をみると、業況感のはっきりとした改善が続いており、生産も増加を続けている。こうしたもとの、設備投資は、機械投資を中心に増加している。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに、昨年落ち込みによるベース効果に加え、経済活動の急速な再開に伴う一時的な供給面のボトルネックの影響もあって、前年比+2%を大きめに上回って推移している。先行きの米国経済は、経済活動の再開が進展するもとの、高めの成長を続けると考えられる。

欧州経済は、下押しされた状態から持ち直しつつある。個人消費は、ワクチン接種が進展し新規感染者数も減少するもとの、サービス消費も含め、下押しされた状態から持ち直しつつある。企業部門をみると、業況感含め改善しており、輸出や生産も持ち直し基調を辿っている。こうしたもとの、設備投資は持ち直している。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベースでは、昨年の落ち込みによるベース効果などからECBの目標（+2%未満かつ+

2%近傍)近くとなっている一方、コアベースではこれを下回って推移している。先行きの欧州経済は、感染症の抑制が一段と進むもとの、回復していくとみられる。

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、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、生産も増加を続けている。物価面をみると、インフレ率(CPI)は、本年の政府目標(前年比+3%前後)を下回って推移している。先行きの中国経済は、民間部門が主導する安定した成長経路に復していくと考えられる。

中国以外の新興国経済は、一部の国・地域では感染症の再拡大に伴い内需が下押しされているが、全体としては持ち直しの動きを維持している。NIEs経済は、輸出が増加するもとの、回復している。ASEAN経済は、一部の国では感染再拡大等を受けて内需への下押し圧力が強まっているが、輸出の増加に支えられて、総じてみれば緩やかに持ち直している。ロシア経済は、持ち直している。ブラジル経済は、輸出の増加が下支え要因となっているものの、感染再拡大の影響等から、内需を中心に持ち直しペースが鈍化している。インド経済は、春先以降の感染爆発を受けて、大幅に下押しされている。

海外の金融市場をみると、先進国において、長期金利は、米国のCPIの市場予想比上振れに伴い上昇する局面もみられたが、FRB幹部による情報発信から米国の金融緩和の長期化観測が浸透するもとの、期間を通してみれば、米国で幾分低下したほか、欧州では概ね横ばいで推移した。米欧の株価は、長期金利の上昇に伴い下落する場面もみられたが、経済再開を背景とした良好な企業決算を眺めて、期間を通してみれば上昇した。為替市場では、米国での金融緩和の長期化観測のもとで米ドル安が進み、多くの新興国の通貨は上昇した。原油価格も、グローバルな需要見通しの改善もあって、上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、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、回復に向かうと予想される。ただし、当面の経済活動の水準は、感染症への警戒感が続くもとの、対面型サービス部門

を中心に、感染拡大前に比べて低めで推移するとみられる。

輸出は、海外経済の回復を背景に、着実な増加を続けている。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、半導体不足の影響などから、米国向け完成車を中心に、このところ増勢が鈍化している。情報関連は、幅広い需要が堅調に推移するも、はっきりとした増加を続けている。資本財は、世界的な機械投資の増加に加え、半導体製造装置の堅調さに支えられて、しっかりとした増加を続けている。先行きの輸出は、当面、半導体不足の影響による自動車関連への下押し圧力が続くものの、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大や設備投資の回復に支えられて、情報関連や資本財などに牽引された、着実な増加が続くとみられる。

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、1～3月は、3四半期連続の改善となった。そうしたも、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、デジタル関連財を中心とした増加が続いている。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）は、緩やかな減少傾向が続いている。先行きの設備投資は、企業収益の改善に加え、緩和的な金融環境にも支えられて、増加傾向が明確になっていくと見込まれる。

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が強く、足踏み状態となっている。耐久財消費は、巣ごもり需要の拡大に加え、サービスからの需要シフトもあって、増加を続けている。非耐久財消費は、年明け以降、感染再拡大と公衆衛生上の措置に伴う需要減退を主因に再び減少している。サービス消費は、本年入り後、感染再拡大やG o T oトラベル事業の一時停止の影響から大きめの減少となったあと、3月にはいったん持ち直しに向かったが、4月は感染再拡大の影響から再び減速している。足もとにかけて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、5月入り後は、公衆衛生上の措置が継続するも、サービス消費を中心に弱い動きが続いているとみられる。先行きの個人消費は、感染症の影響が続き、それに伴う公衆衛生上の措置が講じられている間は、対面型サービス消費を中心に下押し圧力は残り、低めの水準で足踏みした状態が続くとみられる。その後は、ワクチン接種が進み、感染症の影響も和らいでいくも、再び持ち直していくとみられる。

住宅投資は、下げ止まっている。新設住宅着工戸数をみると、消費税率引き上げの影響に感染症の影響が加わり減少してきたが、足もとでは持ち直している。先行きは、消費税率引き上げや感染症の影響による下押し圧力が剥落するもとの、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しに向かうとみられる。

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をみると、経済活動全体の持ち直し傾向を反映して下げ止まっているが、対面型サービス業の非正規雇用を中心に、依然低めの水準にある。一方、正規雇用は、昨年4月以降の同一労働同一賃金が下支えとなるもとの、人手不足感の強い情報通信や医療・福祉等を中心に緩やかな増加を続けている。労働需給面では、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ている。労働力率は、高齢者や女性などの労働市場への回帰の動きが一巡していることもあって、上昇が一服している。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ている。名目賃金は、前年の落ち込みの反動に加え、一部業種における所定内給与の上昇の影響もあって、前年比プラスに転じている。先行きの雇用人所得は、経済活動の持ち直しや企業業績の改善を受けて、下げ止まりから持ち直しに向かうとみられる。

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、着実な増加を続けている。先行きについては、当面、半導体不足の影響が下押しに作用するものの、デジタル関連需要の堅調さや世界的な設備投資需要の回復などに支えられて、着実な増加を続けるとみられる。

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。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、目先、0%程度で推移すると予想される。その後は、携帯電話通信料の引き下げの影響などを受けつつも、景気の回復やエネルギー価格の上昇などを背景に、上昇率を高めていくとみられる。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

（2）金融環境

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。

資金需要面では、新型コロナウイルス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全体として高水準となっているが、大企業を中心に手許資金を返済する動きもみられている。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。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、C P・社債計の発行残高の前年比は、高めの伸びとなった前年のウラ要因などから伸び率が縮小し、それぞれ2%台前半、7%台前半となっている。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、一頃より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割台前半のプラスとなっている。マネーストックの前年比は、8%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、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。別のある委員は、米国の債券市場において、低格付け商品のスプレッドが歴史的な低水準にあることは気がかりであると述べた。

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。ある委員は、国際機関は世界経済見通しを相次いで上方修正していると指摘した。もっとも、別のある委員は、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、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。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、経済活動の再開が進展するもとの、高めの成長を続けるとの見方を共有した。米国の物価動向について、何人かの委員は、大規模な財政出動やワクチン接種の進展などを受けて、個人消費を中心に急速に需要が回復している一方、一部の財・サービスでは供給が追いついていないため、物価上昇に繋がっているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、労働市場の回復が徐々に進み、供給面の制約が解消されていけば、物価上昇率は2%近傍に落ち着いていくとの見方を示した。もう一人の委員は、中長期のインフレ予想は相対的に安定しており、足もとのような物価上昇は一時的ではないかとの考えを述べた。

欧州経済について、委員は、下押しされた状態から持ち直しつつあるとの見解を共有した。何人かの委員は、足もとではワクチン接種が進展し、経済再開の動きが広がっていると指摘した。先行きについて、委員は、感染症の抑制が一段と進むもとの、回復していくとの認識で一致した。一人の委員は、若年層の失業率が高止まりしている中で、「次世代EU」や各国政府の政策の実効性などには不確実性があり、先行きの回復ペースについては慎重にみていると述べた。

中国経済について、委員は、回復を続けており、先行き、民間部門が主導する安定した成長経路に復していくとの認識を共有した。一人の委員は、消費と投資を含む内需がしっかりと増加を続けているが、米欧との政治的な対立がリスクであると指摘した。

新興国経済について、委員は、一部の国・地域では感染症再拡大に伴い内需が下押しされているが、全体としては持ち直しの動きを維持しているとの見方を共有した。もっとも、複数の委員は、新興国ではワクチン接種の本格化になお時間を要するとみられる中、一部の国・地域では感染者数が増加しており、内需に停滞の動きがみられる点は気がかりであると述べた。

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、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の、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の、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。また、別のある委員は、生産は感染症拡大前の水準を回復した一方で、個人消費は対面型サービスを中心に下押し圧力が続いているなど、引き続き、セクターごとに改善ペースが大きく異なっている点には注意が必要であると述べた。

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の、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の、わが国経済はさらに成長を続けるとの見解を共有した。一人の委員は、足もとワクチン接種が急速に進捗しつつあるもとの、短期的には、飲食・宿泊等の対面型サービス消費のペントアップ需要の拡大等により、相応の回復が期待できるとの見方を示した。別の一人の委員は、公衆衛生上の措置が一部緩和される見込みにあり、今後とも感染が落ち着いた状況が続けば、サービス関連消費も徐々に回復ペースを取り戻していくとみられるほか、ワクチン接種の加速は先行きの経済にとって明るい話題であると述べた。ある委員は、ワクチン接種が進展し、感染症の影響が収束に向かえば、潜在成長率を上回る成長も期待できるとの見解を示した。別のある委員は、ワクチン接種が進展するにつれ景気が急速に回復した欧米の事例を踏まえると、わが国でも同様の回復が起こることが期待されると述べた。

輸出や生産の現状について、委員は、着実な増加を続けているとの認識を共有した。複数の委員は、輸出や生産は、自動車関連が一服しているものの、情報関連や資本財が全体を牽引していると指摘した。先行きの輸出・生産について、委員は、当面、半導体不足の影響による自動車関連への下押し圧力が続くものの、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大や設備投資の回復に支えられて、情報関連や資本財などに牽引された、着実な増加が続くとの見解を共有した。ある委員は、半導体不足の影響が生産を下押しする期間は、当初みていたよりも長引きそうであるとの見方を示した。

一人の委員は、企業が値下げにより需要を喚起する動きは広範化しておらず、経済の落ち込みに比べて物価は底堅いとの認識を示した。複数の委員は、物価の基調を捉える指標はなお弱めの動きが続いており注意が必要であると述べた。

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。このうち一人の委員は、ペントアップ需要が現れ始める本年後半から物価を巡る情勢が改善し、物価上昇率も高まっていくとの見方を示した。もう一人の委員は、国際商品市況の上昇や内需の改善が消費者物価の上昇に寄与するものの、予想インフレ率が上昇していないもとでは企業の価格転嫁の動きは限定的になると考えられ、物価上昇の勢いは力強さに欠けるとの認識を示した。別のある委員は、ワクチン接種の状況次第では物価が上振れる可能性もあるが、根強いデフレインドもあって、物価上昇圧力は一時的なものにとどまるとの見方を示した。この間、一人の委員は、経済の回復が消費者物価の持続的な上昇に繋がるには、財政の支えがある中で緩和的な金融環境が維持され、家計と企業の余剰資金が消費・投資に向かうことが重要であると述べた。

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、その影響といった点について、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。一人の委員は、ワクチン接種の進展により、当初みていたよりも早い時期に感染症の影響の収束が意識されるような景気展開になり得るとしたうえで、ペントアップ需要が顕在化する局面では、特にサービス価格が上振れる可能性があるとの見方を示した。同時に、この委員は、賃金動向の不透明感が高いもとでは、物価が下振れるリスクもあると述べた。別の一人の委員は、経済活動は、ワクチン接種の進展に伴い活発化すると考えられるが、変異株を含む感染症の帰趨と経済・物価の下振れリスクにも引き続き注意が必要であるとの意見を述べた。また、何人かの委員は、ワクチン普及に伴う世界経済の回復とそれに伴う需要拡大を背景に、幅広い品目の価格が上昇しているが、これが長期化し、価格転嫁が十分に進まない場合には、交易条件の悪化を通じて国内経済、更には物価の下押し要因

になり得ると指摘した。ある委員は、わが国の予想インフレ率の形成メカニズムの特徴などを踏まえると、物価については、なお下振れリスクに注意すべき局面にあると指摘した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰り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。この間、ある委員は、21年3月期の決算によれば、国内銀行は、感染症の影響により当初懸念されていた与信費用の急増に伴う大幅な収益悪化を回避できており、金融システムの安定性は維持されているとの見方を示した。

III. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

委員は、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（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いるとの見解を共有した。当面の金融政策の基本的な運営スタンスについて、委員は、引き続き、この「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、感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとの方針が適当との考えを共有した。

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。

更に、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、長い目で見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も多いため、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ったが、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。

このほか、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議論を行った。一人の委員は、国際的に、経済回復に向けた政策支援の継続の必要性に関しては認識が共有されていると指摘し、わが国でも、引き続き、粘り強く金融緩和を継続することが重要であると述べた。ある委員は、先行きの景気回復という追い風を捉えて緩和姿勢を強めることで、2%の「物価安定の目標」の達成に繋げることが重要であるとの見解を示した。また、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。この間、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変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、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。

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整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

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

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、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、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、②C P等、社債等については、2022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、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-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との考えを共有した。

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との認識を共有した。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で一致した。

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時36分中断、11時58分再開）。

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」の延長については、企業金融の円滑確保等に万全を期する姿勢を示すものと受け止めている。また、気候変動問題は、政府にとって重大な関心事であり、日本銀行が対応を検討することについては、前向きな動きと受け止めている。これらについて、適切にご検討頂きたい。
- 本日、「経済財政運営と改革の基本方針2021（骨太方針2021）」

が取り纏められる予定である。政府は、感染症対応に万全を期したうえで、グリーンやデジタル等の成長分野への民間需要の喚起や労働生産性の向上、持続的な所得の増加等に取り組む方針である。また、歳出・歳入両面の改革に確りと取り組んで参りたい。

- 日本銀行には、今後とも、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。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 昨日、9都道府県での緊急事態宣言解除等を決定したが、政府としては、ワクチン接種を迅速に実行するとともに、引き続き、感染拡大の抑制を最優先に対策を徹底したうえで、厳しい影響を受ける方々に対しては重点的・効果的に支援していく。
- 骨太方針2021については、グリーン、デジタル、地方、子ども、の4つの課題に重点的な投資を行い、力強い成長を目指すこととしている。こうした取り組みによって、民間の大胆な投資とイノベーションを促し、経済社会構造の転換を実現してくという方向性を示している。
- 今回の金融政策決定会合における提案については、時宜を得たものと認識している。日本銀行においては、引き続き、政府と緊密に連携し、適切な金融政策運営を期待する。

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。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、
中村委員、野口委員

反対：片岡委員

棄権：政井委員

—— 片岡委員は、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。

—— 政井委員は、民間企業の取締役候補者であることが明らかになっているため、金融政策に関する意思決定の中立性・公正性をより明確にする立場から、自身の意思として議決権を行使しないこととしたい、として棄権した。なお、「2. 資産買入れ方針」、「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」、「4. 対外公表文（当面の金融政策運営について）」についても、同じ理由から棄権した。

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、賛成多数で決定された。

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、2022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。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員

反対：なし

棄権：政井委員

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

新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの期限を延長するための「『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、賛成多数で決定された。

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員

反対：なし

棄権：政井委員

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、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、

賛成多数で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員

反対：なし

棄権：政井委員

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2021年4月26、27日開催分）が全員一致で承認され、
6月23日に公表することとされた。

以 上

2021年6月18日
日本銀行

当面の金融政策運営について

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

(1) 新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長（賛成8棄権1）^(注1)

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。こうした情勢を踏まえ、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2022年3月末まで半年間延長する。

(2) 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棄権1）^(注2)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

(3) 資産買入れ方針（賛成8棄権1）^(注1)

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、2022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。

2. 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）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。

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

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^(注3)。

6. 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 2022 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。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、安達委員、中村委員、野口委員。棄権：政井委員。なお、政井委員は、本公表文の採決についても、棄権した。

^(注2) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、中村委員、野口委員。反対：片岡委員。棄権：政井委員。片岡委員は、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。

^(注3) 片岡委員は、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。

(3年7月15、16日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2021年7月15日(14:00~15:58)
7月16日(9:00~11:49)

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	(")
	鈴木人司	(審議委員)
	片岡剛士	(")
	安達誠司	(")
	中村豊明	(")
	野口 旭	(")
	中川順子	(")

4. 政府からの出席者 :

財務省	小野平八郎	大臣官房総括審議官 (15日)
	中西健治	財務副大臣 (16日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (15日)
	赤澤亮正	内閣府副大臣 (16日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	山田泰弘
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 (16日 10:13~11:49)
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融機構局長	正木一博
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	廣島鉄也

(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	中嶋基晴 (16日 10:13~11:49)
企画局企画役	長江真一郎
企画局企画役	安藤雅俊
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（6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^{（注）}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と金融市場の安定維持の観点から、「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ほか、国債買入れやドルオペなどにより潤沢かつ弾力的な資金供給を行った。また、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のもとで、ETFおよびJ-REITの買入れを運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.05\sim-0.03\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.09\sim-0.07\%$ 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（TOPIX）は、米国株がIT関連銘柄を中心に上昇する中であっても、ワクチンの普及度合いに関する米欧との格差や東京都での緊急事態宣言の再発出が意識され、振れを伴いつつ、概ね横ばい圏内の動きとなっている。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。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に、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、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。グローバルにみた企業の業況感は改善しており、貿易量も、はっきりとした増加を続けている。先進国では、ワクチン接種の進捗や経済対策の効果を背景に、公衆衛生上の措置も段階的に解除されるもとで、景気の改善基調が強まっている。一方、新興国では、感

（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。」

感染症の再拡大による下押しの影響がA S E A Nの一部を中心に続いている。先行きの海外経済については、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。ただし、ワクチンの普及ペースの違いなどを背景に、回復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、感染症の帰趨や、それが世界経済に与える影響について、引き続き不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、経済活動再開の進展と既往の追加経済対策の効果が相まって、回復している。個人消費は、これまで抑制されてきたサービス消費も含め、増勢を強めている。住宅投資は、一部に資材不足等の影響がみられるものの、増加基調にある。企業部門をみると、業況感のはっきりとした改善が続いており、生産も増加を続けている。こうしたもとで、設備投資は、機械投資を中心に増加している。

欧州経済は、公衆衛生上の措置の緩和が進むもとで、下押しされた状態から持ち直している。個人消費は、サービス消費も含め、持ち直している。企業部門をみると、業況感、サービス業を中心に改善しており、輸出や生産も持ち直し基調を辿っている。こうしたもとで、設備投資は持ち直している。

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。こうしたもとで、生産も増加を続けている。

中国以外の新興国経済は、一部の国・地域では感染症の再拡大に伴い内需が下押しされているが、全体としては持ち直しの動きを維持している。N I E s 経済は、一部に感染拡大の影響もみられるものの、輸出が増加するもとで、回復基調が続いている。A S E A N 経済は、輸出は増加を続けているものの、一部の国では感染再拡大等を受けて内需への下押し圧力が強まっており、持ち直しのペースが鈍化している。

海外の金融市場をみると、先進国の長期金利は、F R Bによる早期の資産買入れ縮小や利上げへの警戒感が和らぎ、低下した。株価は、米国では長期金利の低下を受けて、I T 関連銘柄を中心に上昇したほか、欧州でも既往ピークの水準付近で推移した。為替市場では、新興国通貨は、6月F O M C後の米ドル高を受けて下落したが、その後は、

米ドル高の一股に伴い、概ね横ばいで推移した。原油価格は、米国の原油在庫減少等を受けて、上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、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。先行きについては、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、回復していくと予想される。ただし、当面の経済活動の水準は、感染症への警戒感が続くもとで、対面型サービス部門を中心に、感染症拡大前に比べて低めで推移するとみられる。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の回復を背景に、着実な増加を続けている。鉱工業生産を業種別にみると、輸送機械は、年明け以降、半導体不足の影響などから減速し、足もとでは大きめの減少となっている。はん用・生産用・業務用機械は、内外の設備投資需要の回復を背景に、半導体製造装置や建設機械等を中心に、しっかりとした増加を続けている。電子部品・デバイスは、データセンター向けやスマートフォン・パソコン関連、車載向けの需要の堅調さを受けて、幅広い品目ではっきりとした増加が続いている。先行きの輸出や鉱工業生産は、輸送機械における半導体不足の影響が緩和に向かうことに加え、デジタル関連需要の堅調さや世界的な設備投資需要の回復などを背景に、着実な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。6月短観の業況判断D I（全産業全規模）をみると、昨年6月をボトムに、4四半期連続で改善している。業種別にみると、製造業は、半導体不足の影響から自動車が悪化したものの、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大や内外の設備投資の持ち直しなどを背景に、幅広い業種ではっきりとした改善が続いている。非製造業は、感染症や公衆衛生上の措置の影響から宿泊・飲食サービスの停滞が続いたものの、物品賃貸や卸売、運輸・郵便、対個人サービスなどでは、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。機械投資の一致指標である資本財総供給は、企業収益の改善に支えられて、パソコンや基地局・5G関連などのデジタル関連財や建設機械等を中心に、しっかりとした増加が続いている。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）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などから緩やかな減少傾向を続けてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。先行きの設備投資は、企業収益の改善に加え、緩和的な金融環境にも支えられて、増加傾向が明確になっていくと見込まれる。機械投資の先行指標である機械受注は、振れを均してみれば、製造業を中心に持ち直している。建設投資の先行指標である建築着工の工事費予定額は、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の減少は続いているものの、Eコマースの拡大を背景とした物流施設等の増加に加え、都市再開発案件の進捗や医療・福祉施設の建設需要にも支えられて、全体では持ち直している。6月短観の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み土地投資を除くベース、金融機関を含む全産業全規模）をみると、2020年度は前年比▲8.1%と10年振りの減少で着地したが、2021年度は同+9.4%と大幅な増加が計画されている。

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。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、4～5月の1～3月対比は、感染再拡大やそれに伴う公衆衛生上の措置の影響から、マイナスとなっている。耐久財消費は、半導体不足に伴う供給制約による自動車販売の減少などが下押しとなり、足もとでは増勢が鈍化している。非耐久財消費は、食料品や日用品などは巣ごもり需要の拡大に支えられて底堅く推移しているものの、衣料品等の需要減退を主因に減少している。サービス消費は、3月にはいったん持ち直しに向かったが、4～5月は感染再拡大の影響などから再び減少している。足もとにかけての個人消費の動きを、企業からの聞き取り調査や人出の動きなどの高頻度データで窺うと、6月下旬以降は、ワクチン接種の進捗もあってサービス消費の一部には持ち直しの兆しもみられるが、公衆衛生上の措置が続くもとで、全体としては低水準にとどまっている模様である。外食は、酒類の提供が部分的な緩和にとどまり、時短営業要請も続くもとで、客足の回復は鈍い状態が続いている。国内旅行は、ワクチンの接種が進んでいる高齢者も含めて、消費者が遠距離移動に依然慎重であることから、全体として低水準が続いている模様である。足もとの東京都等における緊急事態宣言は、引き続き7～8月にかけて、対面型サービス消費の強い下押し要因として作用するとみられる。先行きの個人消費は、公衆衛生上の措置が継続する間は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、その後はワクチン接種の進捗などから感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、ペントアップ需要もあって、再び持ち直していくとみられる。

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をみると、経済活動全体の持ち直し傾向を反映して下げ止まっているが、対面型サービス業の非正規雇用を中心に、依然低めの水準にある。一方、正規雇用は、昨年4月以降の同一労働同一賃金が下支えとなるもとで、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に緩やかな増加を続けている。名目賃金は、前年の落ち込みの反動に加え、人手不足感の強い一部業種における所定内給与の上昇の影響もあって、前年比プラスとなっている。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、持ち直していくとみられる。

物価面について、商品市況は、海外経済の回復とそれに伴う資源需要の拡大に加え、一部にみられる供給制約の影響もあって、このところ上昇傾向が明確となっている。こうしたもとで、6月短観の仕入価格判断DIは、販売価格判断DIよりも大きく上昇しており、企業の交易条件は悪化しているとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）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。この間、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、目先、0%程度で推移すると予想される。その後は、携帯電話通信料の引き下げの影響を受けつつも、景気の回復やエネルギー価格の上昇などを背景に、上昇率を高めていくとみられる。

（2）金融環境

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。

資金需要面では、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全体として高水準となっているが、大企業を中心に手許資金を返済する動きもみられている。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、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、CP・社債計の発行残高の前年比は、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、それぞれ0%台後半、7%台前半となっている。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。企業倒産は低水準で推移している。一方、企業の資金繰りは、一頃より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、マネタリーベースの前年比は、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、6%程度のプラスとなっている。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、国内貸出残高の増加に伴う資金利益の増加などを背景に、堅調に推移している。2020年度の信用コストは、前年に比べて大幅に増加したが、政府・金融機関が企業等への資金繰り支援を積極的に行うもとで、感染症の影響を踏まえて修正した年度計画の範囲内にとどまった。そうしたもとで、大手行の自己資本比率は、概ね横ばいとなっている。地域銀行と信用金庫の収益も、感染症関連融資の残高増加に支えられ、底堅く推移している。2020年度の信用コストは、年度末にかけて予防的な引当が進められたこともあり、修正年度計画を上回った。地域銀行と信用金庫の自己資本比率は、概ね横ばいとなっている。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全14指標のうち、実体経済活動との対比でみた金融機関の与信量等の5指標について、トレンドから上方に乖離した状態となっている。もっとも、これらは、主として、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として生じているものであり、金融活動の過熱感を表すものではないと考えられる。今後、企業収益の回復とともに債務返済が進み、金融機関与信が実体経済活動に見合った水準に復していくか、注視する必要がある。

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、米国の物価動向やFRBの金融政策運営を巡る思惑などから神経質な動きとなる場面もみられたものの、ワクチン接種の進展に伴う世界経済の回復期待から、市場センチメントは総じて良好な状態を維持しているとの認識で一致した。

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見方で一致した。そのうえで、海外経済を巡る留意点として、何人かの委員は、ワクチン接種の進捗状況の違いを反映した回復ペースの不均一性や、新型コロナウイルスの変異株による感染再拡大を挙げた。このうちの複数の委員は、国・地域ご

との経済・物価動向のばらつきを反映して、各国における政策の方向性の違いも鮮明になりつつあると述べた。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。一人の委員は、歴史的な高水準となっている景況感を裏付けるかたちで、ハードデータでも労働市場を含め米国経済の順調な回復が確認できるとの見方を示した。別の一人の委員は、米国経済が回復する中でも長期金利が殆ど上昇していないのは、FRBによるコミュニケーションの奏功だけでなく、労働市場等に残る需給の緩みが影響しているのではないかと指摘した。米国の物価動向について、何人かの委員は、最近の消費者物価の上昇は、経済活動の急速な再開に伴う供給面のボトルネックの影響が大きく、一過性のものである可能性が高いとの認識を示した。このうちの一人の委員は、足もとの高めの物価上昇率は、需要が急増した一部の財・サービスの価格上昇に牽引されており、先行き、供給面のキャッチアップが進めば、物価上昇は落ち着いていくとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、下押しされた状態から持ち直しているとの見方を共有した。何人かの委員は、米国ほど回復に勢いはないものの、ワクチン接種の加速に伴って公衆衛生上の措置が緩和される中で、個人消費の持ち直しが鮮明になっているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、ユーロ圏においても、米国のように消費者物価が顕著に上昇する可能性が意識され始めていると指摘した。

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。一人の委員は、内外需要はともに着実な増加を続けていると述べた。他方、ある委員は、企業収益が足踏み状態にあると述べた。中国以外の新興国経済について、委員は、一部の国・地域では感染症の再拡大に伴い内需が下押しされているが、全体としては持ち直しの動きを維持しているとの認識を共有した。

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。

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で一致した。複数の委員は、対面型サービス業は引き続き強い下押し圧力に直面している一方、製造業やその他非製造業の活動水準は着実な回復を続けており、経済の二極化が進行しているとの見解を示した。

輸出や生産について、委員は、着実な増加を続けているとの認識で一致した。ある委員は、自動車を中心に半導体不足の影響もみられているが、海外経済の回復が一段と明確になるもとで、世界的なデジタル関連需要の拡大や設備投資需要の回復を背景に、輸出や生産はしっかりとした増加を続けていると述べた。

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。一人の委員は、7月の支店長会議においても、デジタル化や研究開発、気候変動対応などの関連投資が伸びているとの報告が聞かれており、外需の増加を起点とする企業収益から設備投資への前向きの循環は途切れていないと述べた。

個人消費について、委員は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力が強く、足踏み状態となっているとの見方で一致した。一人の委員は、ワクチン接種が進捗しているものの、高齢者の消費が増えている兆候は、これまでのところみられていないと述べた。こうした点を踏まえ、この委員は、外出・移動等の自粛要請が続いている中では、ワクチン接種が進んでも直ぐには経済活動の拡大につながらない可能性があるとして指摘した。

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、ある委員は、6月短観などをみると、製造業を中心に人手不足感が幾分強まっているのは前向きな動きであると述べた。

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見方で一致した。一人の委員は、消費者物価の前年比は、携帯電話通信料の引き下げなどの一時的な影響を除けば上昇傾向にあると述べた。別の一人の委員は、企業が値下げにより需要喚起を図る動きは引き続き広範化していないとの見方を示した。複数の委員は、原材料価格の上昇を受けて国内企業物価ははっきりと上昇しているが、その消費者物価への波及は、現時点では限定的なものにとどまっていると指摘した。予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方を共有した。一人の委員は、資源価格の上昇や先行きの景気回復期待を背景に、予想物価上昇率の上昇を示す指標が増え始めていると述べた。この点に関し、別の一人の委員も、短観の販売価格判断において、「上昇」と回答する企業の割合が高まっている点を指摘した。一方、ある委員は、国際商品市況が上昇する中でも予想物価上昇率に大きな変化はなく、「物価安定の目標」の達成には依然として不十分であると述べた。

2. 経済・物価情勢の展望

2021年7月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、このところ感染が再拡大し、東京都で緊急事態宣言が再発出されているが、今回の見通しにおいても、感染症の影響は、ワクチンの普及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するとの想定は維持できるとの認識を共有した。そうした前提のもとで、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、回復していくとの基本的な見方で一致した。更に、その後の見通しについて、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の循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済は更に成長を続けるとの認識を共有した。ある委員は、ワクチン接種が進捗して国内の感染症が収束していけば、これまでの財政支援策と強制的な支出削減によって積み上げられた民間貯蓄が取り崩され、消費に向かうため、潜在成長率を上回る成長が期待できると述べた。一人の委員は、短期的には、東京都での緊急事態宣言の再発出により個人消費の下押し圧力が強まるとしつつも、やや長い目でみれば、緩和的な金融環境に支えられて設備投資の増加が見込まれることもあり、景気の回復基調は強まっていくことが期待できると述べた。一方、複数の委員は、足もとの感染再拡大の影響により、わが国経済の本格的な回復時期は、前回展望レポート時点よりも幾分後ずれするとの見方を示した。

海外経済の先行きについて、委員は、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、成長を続けるとの見方で一致した。そのうえで、多くの委員は、こうした見通しを巡っては、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動向やワクチンの普及ペースとその効果、各国のマクロ経済政策の影響、米中間の緊張といった地政学的リスクなどを指摘した。一人の委員は、中国において預金準備率が引き下げられた点に着目し、中国経済が先行き減速するリスクも念頭に置くべきであると述べた。別の一人の委員は、米国の長期金利の上昇が加速した場合、新興国から資本が流出するリスクを警戒する必要があると述べた。

わが国の輸出について、委員は、財輸出は、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、しっかりとした増加を続けるとの見方で一致した。一方、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、回復していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、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の認識で一致した。複数の委員は、短観における本年度の設備投資計画について、昨年度の大幅減の反動もあるとはいえ、しっかりとした増加が見込まれている点は前向きな動きであると述べた。

個人消費について、委員は、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の見方で一致した。更に、委員は、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、対面型サービスを含め、個人消費の増加基調が明確になっていくとの見方を共有した。ある委員は、ワクチン接種の加速などにより公衆衛生上の措置が緩和されれば、これまでの長期にわたる自粛の反動もあって、個人消費がいったん大きく増加する可能性は相応にあると述べた。別の一人の委員は、積み上がった現預金の取り崩しによるサービスのペントアップ需要の顕在化は、経済を押し上げると期待されるが、緊急事態宣言が夏季休暇期間に及ぶかたちで発出されたことに伴い、需要が顕在化するタイミングは後ずれする可能性が高まったと述べた。

雇用・所得環境について、委員は、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の見方を共有した。一人の委員は、家計が保有金融資産のうち現預金の一部を株式や投資信託に振り向けていけば、配当収入などを通じて海外経済の成長を取り込むことで可処分所得の増加も期待できると述べた。

こうした議論を経て、委員は、成長率の見通しは、前回と比べると、感染症の影響から 2021 年度は幾分下振れているが、2022 年度は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、目先、0%程度で推移するとの見方で一致した。また、消費者物価の基調について、委員は、携帯電話通信料の引き下げやエネルギー価格の上昇とい

った一時的な要因を除いたベースの前年比は、小幅のプラスで底堅く推移するとの認識でも一致した。そうした見通しの背景について、委員は、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の見方を共有した。物価見通しを巡る留意点として、複数の委員は、今回の見通しには織り込んでいないが、消費者物価指数の2020年基準への切り替えにより、前年比上昇率が下方改定される可能性を指摘した。

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の見方で一致した。中長期的な予想物価上昇率について、委員は、現在横ばい圏内で推移しているが、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の見方を共有した。一人の委員は、ワクチン接種が進展して、ペントアップ需要が顕在化する局面では、消費者物価が大きめに伸びを高める可能性があるが、わが国では、長期にわたるデフレの経験により、適合的期待形成のメカニズムを通じた物価の下押し圧力が根強いことから、こうした動きは一時的なものにとどまるのではないかと述べた。別の一人の委員は、長期にわたるデフレの経験に加えて、感染症等による企業や家計の不安心理の高まりが、インフレ予想への下押しを通じて、物価の上昇ペースを抑制する可能性があるとして述べた。

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、エネルギー価格の上振れなどから2021年度が上振れているとの見方で一致した。

この間、委員は、見通しの背景となる金融環境についても議論を行った。委員は、先行き、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の認識を共有した。一人の委員は、最近の劣後債やエクイティファイナンスなどの資金調達動向をみると、企業の財務戦略の重点が一頃の流動性確保から資本充実へとシフトしており、現在の緩和的な金融環境を長期的に維持することにより、こうした企業金融面の前向きな動きをサポートできると述べた。別の一人の委員は、輸出企業の価格設定行動の変化や現地生産の拡大など、外国為替市場を取り巻く近年の環

境変化が、金利低下の波及経路にどのような影響を及ぼすか注視する必要があると述べた。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について、議論を行った。

まず、経済のリスク要因について、委員は、感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響に関する不確実性が大きいとの見方で一致した。具体的に、委員は、変異株を含む感染症の拡大によってわが国経済への下押し圧力が強まるリスクがある一方で、ワクチンの普及が加速し、サービス消費のペントアップ需要が早めに顕在化することなどにより、経済活動が想定以上に活発化する可能性もあるとの見方を共有した。前者のリスクに関して、一人の委員は、変異株の感染力は高いため、ワクチン接種が相応のペースで進捗しても感染拡大の波が生じ、経済が下振れる可能性があるとして指摘した。別の一人の委員は、感染症の影響が長期化する中、Eコマースの拡大といった個人の消費行動の構造的な変化や、既存事業の規模縮小等による供給制約には注意が必要であるとの見方を示した。別のある委員は、感染症の影響の長期化に伴い、事業継続意欲を喪失した事業者の倒産や休廃業等が増加し、それが雇用環境の悪化に波及するリスクには注意が必要であると述べた。

また、委員は、企業や家計の中長期的な成長期待についても大きな不確実性があるとの見方で一致した。一人の委員は、企業の予想物価上昇率の高まりに伴い実質金利が低下するもとの、デジタル化や気候変動リスクへの対応といった構造的な投資押し上げ要因もあるため、企業の成長期待が上振れし、前向きな資本ストックの積み増し局面に移行する可能性もあるとの見方を示した。一方、ある委員は、本年度の設備投資計画の強さには、昨年度に実行できなかった案件の先送りが大きく影響していると述べたうえで、感染症下での政策支援が長期化し、企業債務も増加する中で、企業の成長投資や構造改革が先送りされるリスクが高まっていることを指摘した。別のある委員は、将来の成長期待を映す株価について、わが国が欧米対比弱めに推移していることは気掛かりであると述べた。この間、一人の委員は、将来、感染症対応の経済対策の財源確保に向けた動きが、企業や家計の成長期待等を通じて経済活動に影響する可能性があり、財政健全化を巡る今後の議論を注視していく必要があるとの考えを示した。

また、委員は、金融システムの動向とリスクについても議論を行った。委員は、金融システムは、全体として安定性を維持しているとの見方で一致した。また、委員は、そうしたもとの、感染症の影響が収

束するまでの間、金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、その点には大きな不確実性があるとの見方を共有した。複数の委員は、感染症の影響が続く中で、企業等の債務は経済活動との対比で大きめに拡大しているが、これは、金融機関が資金需要の高まりに応えた結果であり、金融活動の過熱感を表すものではないとの見方を示した。ある委員は、感染症の影響により預金が貸出を上回るペースで増加し、預貸率が一段と低下しているため、金融機関の収益構造は更に厳しいものとなっていると述べた。そのうえで、委員は、より長めの視点から、金融機関収益の下押しが長期化した場合のリスクとして、金融仲介活動が停滞方向に向かうリスクと、利回り追求行動の過熱化などにより金融システム面の脆弱性が高まるリスクの両面があるとの認識を共有した。委員は、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が、先行きの動向を注視していく必要があるとの見方を共有した。

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見方で一致した。そのうえで、委員は、物価固有のリスク要因についても、議論を行った。委員は、感染症の影響が収束していくもとの、企業の価格設定行動が徐々に積極化していくとの見通しを巡っては、不確実性があるとの見方で一致した。この点に関し、一人の委員は、わが国の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の強さを踏まえる必要があると述べた。こうした価格設定行動を巡る不確実性に加えて、委員は、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も、物価の上振れ・下振れ双方につながるリスク要因であり、コスト上昇の価格転嫁の状況を含め、注視する必要があるとの見解を共有した。最近の国際商品市況の上昇について、一人の委員は、グローバルな需要の増加が主因であり、わが国経済全体としてみればプラス面が大きいと見られるが、交易条件悪化の影響は業種や企業規模によって大きく異なる点には注意が必要であると述べた。

こうした議論を経て、委員は、リスクバランスについて、経済の見通しは、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と見られるが、見通し期間の中盤以降は概ね上下にバランスしているとの認識を共有した。また、物価の見通しについては、下振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。

Ⅲ. 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手段に関する執行部説明

6月17日、18日の金融政策決定会合で導入を決定した、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手段について、検討のポイントを報告する。

対象先とする金融機関については、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と考えられる。

バックファイナンスの対象となる投融資については、対象金融機関が上記取り組みの一環として実施するわが国の気候変動対応に資する投融資とすることが考えられる。気候変動対応はグローバルな課題であるが、各国がそれぞれカーボンニュートラル達成に向けて取り組みを進める中で、日本の中央銀行として、わが国の気候変動対応に資する取り組みを後押しする制度設計を行うことが適当と考えられる。気候変動対応に資する投融資の類型としては、①グリーンローン／ボンド、②サステナビリティ・リンク・ローン／ボンド（気候変動対応に紐づく評価指標が設定されているもの）、③トランジション・ファイナンスにかかる投融資が考えられる。

貸付条件については、資金供給の方式は共通担保を担保とする円貨の貸付とすることが適当と考えられる。貸付利率はゼロ%とし、補完当座預金制度においてはマクロ加算残高への「2倍加算」を適用し、貸出促進付利制度においてはカテゴリーⅢ（付利金利ゼロ%）の対象とすることが適当と考えられる。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と考えられる。これにより、金融機関は、実質的に、長期にわたるバックファイナンスを受けることが可能となる。

開始時期および実施期限については、年内を目途に開始したうえで、気候変動対応には息の長い取り組みが求められることを踏まえ、原則として、金融調節上の支障がない限り、2030年度まで実施することが適当と考えられる。

以上を踏まえ、新たな資金供給手段にかかる骨子素案の案を取りまとめた。今後、骨子素案に基づいて金融機関との意見交換や実務面での検討を更に進めたうえで、基本要領の案を金融政策決定会合で諮ることとしたい。

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と気候変動対応を支援するための資金供給に関する執行部説明を踏まえ、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、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見解で一致した。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にはないと述べた。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。

更に、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。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。また、ある委員は、デフレマインドが根強いわが国において、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。この間、別のある委員は、需給ギャップと予想インフレ率を高めるべく緩和姿勢を強めることで、経済の回復と物価目標達成を早期に実現する必要があるとの見解を示した。

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」についても議論を行った。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、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、補完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ー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2030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。

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。」

これに対し、ある委員は、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、2022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、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円貨・外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETF・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考えを共有した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、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、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を述べた。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 先般のG20では、気候変動問題も議論され、国際協調の動きが進んでいる。気候変動対応に関する新たな資金供給制度も、この動きに沿ったものとする。
- 令和4年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針は、7月7日に閣議了解された。グリーンを含め新たな成長の原動力となる分野に予算を重点化していく。歳出改革努力を継続しつつ、経済再生と財政健全化を進めていく。
- 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。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 7月6日に公表した内閣府年央試算では、実質GDPは本年中にコロナ前の水準へ回復し、来年度には過去最高になると見込んでい

る。

- 今回の感染症の脅威は、病床の逼迫につながっていることにある。先行き、感染拡大の波は、ワクチン接種が進捗しても何度も到来する可能性はあるが、ワクチンが広く行き渡り、病床の逼迫が起きない状態にすることが重要であり、その後は、経済を最大限に回していくことを基本に考えている。
- 引き続きワクチン接種の迅速な実行とともに、「経済財政運営と改革の基本方針 2021（骨太方針 2021）」を踏まえ、民需主導の力強い成長の実現、賃上げできる環境の整備に努めていく。
- 気候変動対応を支援するための資金供給は、グリーン社会の実現に向けた政府の取り組みに呼応した時宜を得たものである。政府としては、今後も予備費や前年度からの繰り越し予算を臨機応変に活用し、持続的な経済成長に向けて、躊躇なく機動的なマクロ経済政策運営を行っていく。日本銀行には、引き続き政府との緊密な連携をお願いする。

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。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、
中村委員、野口委員、中川委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、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。

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ－R E I Tについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
2. C P等、社債等については、2022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。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員、中川委員

反対：なし

3. 気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案

議長から、「気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案」を別紙の（別紙）のとおりとする旨の議案が提出され、採決に付された。
採決の結果、全員一致で決定された。

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、「気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案」を含めた対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、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、7月19日に公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2021年6月17、18日開催分）が全員一致で承認され、7月21日に公表することとされた。

IX. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2022年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、公表することとされた。

以 上

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）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、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。

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、2022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。

2. また、前回の金融政策決定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、制度の骨子素案を別紙のとおり決定した（全員一致）。

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、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 -

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^(注2)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員。反対：片岡委員。片岡委員は、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。

(注2) 片岡委員は、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。

気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案

1. 対象先

- 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。

2. バックファイナンスの対象となる投融資

- 対象金融機関が上記取り組みの一環として実施するわが国の気候変動対応に資する投融資とする。

—— ①グリーンローン／ボンド、②サステナビリティ・リンク・ローン／ボンド（気候変動対応に紐づく評価指標が設定されているもの）、③トランジション・ファイナンスにかかる投融資が考えられる。

3. 資金供給の方式

- 共通担保を担保とする円貨の貸付とする。

4. 貸付利率、貸出促進付利制度における取り扱い等

- 貸付利率はゼロ%とする。
- マクロ加算残高への「2倍加算」を適用する。
- 貸出促進付利制度においてはカテゴリⅢ（付利金利ゼロ%）の対象とする。

5. 貸付期間

- 原則1年とする。
- 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。

—— 実質的に、長期にわたるバックファイナンスを受けることが可能。

6. 開始時期、実施期限

- 年内を目途に開始する。
- 原則として（金融調節上の支障がない限り）2030年度まで実施する。

以 上

(3年9月21、22日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2021年9月21日(14:00~15:43)
9月22日(9:00~11:40)

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	(〃)
	鈴木人司	(審議委員)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)

4. 政府からの出席者 :

財務省	小野平八郎	大臣官房総括審議官 (21日)
	中西健治	財務副大臣 (22日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (21日)
	赤澤亮正	内閣府副大臣 (22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 (22日 10:05~11:40)
企画局政策企画課長	川本卓司
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	長野哲平
国際局長	廣島鉄也

(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	中嶋基晴 (22日 10:05~11:40)
企画局企画役	東 将人
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（7月15、16日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、国債買入れを行った。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と金融市場の安定維持の観点から、「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ほか、国債買入れやドルオペなどにより潤沢かつ弾力的な資金供給を行った。また、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のもとで、ETFおよびJ-REITの買入れを運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは、 $-0.04\sim-0.01\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.13\sim-0.06\%$ 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。なお、9月積み期より、「地域金融強化のための特別当座預金制度」による特別付利の適用が開始されたが、短期金利は、これまでのところ、8月積み期前半と概ね同水準で推移している。

株価（TOPIX）は、国内の感染者数が減少する中で、米欧対比でみた本邦株価の割安感の修正等を背景に、大きめに上昇した。もともと、足もとでは、中国不動産大手の債務問題に対する懸念などから、やや大きめに下落している。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。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に、概ね横ばい圏内で推移している。

3. 海外金融経済情勢

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。グローバルにみた企業の業況感は改善しており、製造業

（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。」

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大きく上回って推移している。一部の新興国では、変異株の感染拡大もあって経済への下押し圧力は残るものの、先進国や中国が海外経済の回復を牽引している。先行きの海外経済については、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。ただし、ワクチンの普及ペースの違いなどを背景に、回復の足取りは各国間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について、引き続き、不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、回復している。個人消費は、変異株の感染拡大に伴いサービス消費の改善ペースに鈍化がみられるものの、経済対策の効果などから増加している。雇用者数は増加しているが、経済活動の再開ペースとの対比では、回復度合いは依然として緩やかになっている。企業部門をみると、業況感の改善が続くもとので、設備投資は、機械投資を中心に増加している。

欧州経済は、持ち直している。個人消費は、経済活動の再開が継続するもとので、サービス消費も含め、はっきりと回復している。企業部門をみると、業況感、サービス業を中心に改善しており、輸出や生産も持ち直し基調を辿っている。こうしたもとので、設備投資は持ち直している。

中国経済は、回復を続けている。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、製造業を中心として増加を続けている。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、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るものの、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維持している。N I E s 経済は、一部に感染拡大の影響が引き続きみられるものの、輸出が増加するもとので、回復基調が続いている。A S E A N 経済は、感染再拡大の影響が続く中、内需への下押し圧力が残るほか、輸出の増勢も弱まっており、持ち直しのペースが鈍化している。

海外の金融市場をみると、先進国の株価は良好な企業決算を受けて上昇していたが、足もとので、中国不動産セクターの債務問題への懸念などから、神経質な動きもみられている。長期金利は、緩和的な金融政策の継続期待などから、概ね横ばいで推移している。為替市場を

みると、総じて良好な市場センチメントが維持されるもとで、新興国通貨は概ね横ばいで推移している。原油価格は、米国南部へのハリケーン上陸に伴う供給懸念もあり、高水準で推移している。

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、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、回復していくと予想される。ただし、当面の経済活動の水準は、感染症への警戒感が続くもとで、対面型サービス部門を中心に、感染症拡大前に比べて低めで推移するとみられる。

公共投資は、緩やかな増加傾向を続けている。4～6月のGDPの実質公的固定資本形成は、デフレーターの短期的な振れもあって2四半期連続で小幅の前期比マイナスとなったが、実勢としては緩やかな増加を続けているとみられる。先行きの公共投資は、国土強靱化関連工事の進捗を反映して、着実な増加を続けると考えられる。

輸出や鉱工業生産は、一部に供給制約の影響を受けつつも、海外経済の回復を背景に、増加を続けている。実質輸出は、世界的なデジタル関連需要の拡大等を背景に資本財や情報関連を牽引役として増加を続けているが、8月は、ASEAN地域の感染拡大に起因する部品調達難等の影響から、自動車関連を中心に、前月比で大きめのマイナスとなっている。先行きの輸出や鉱工業生産は、目先、供給制約の影響から自動車関連中心に大幅に下押しされるものの、基調としては、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、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、全体として改善を続けている。法人企業統計の経常利益をみると、4～6月は4四半期連続の改善となり、2019年10～12月の感染症拡大前の水準をはっきりと上回った。経常利益が高水準となった背景には、海外事業の好調等に伴う子会社からの配当金の増加や感染症下での広告費や出張費といった販売管理費の削減に加えて、各種の財政支援策による下支えが影響している。ただし、非製造業の中堅中小企業の経常利益は、公衆衛生上の措置が継続するもとで水準を切り下げているなど、業種別・規模別にみればつきは大きい。

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。4～6月のGDPの実質設備投資は、はっきりと増加している。機械投資の一致指標である資本財総供給は、企業収益の改善が続くもとで、パソコンや基地局・5G関連などのデジタル関連財や建設機械等を中心に、しっかりとした増加が続いている。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）は、緩やかな減少傾向を続けてきたが、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の増加などを受けて、下げ止まっている。先行きの設備投資は、企業収益の改善に加え、緩和的な金融環境にも支えられて、増加傾向が明確になっていくと見込まれる。機械投資の先行指標である機械受注は、振れを均してみれば、製造業の増加を主因に持ち直している。建設投資の先行指標である建築着工の工事費予定額は、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設に弱さが残るものの、物流施設等の増加に加え、都市再開発案件の進捗や医療・福祉施設の建設需要にも支えられて、全体では持ち直している。

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依然として強く、引き続き足踏み状態となっている。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）は、7月までは旅行や外食などサービス消費を中心に持ち直しがみられていたが、8月は、デルタ株の流行が全国に広がり、緊急事態宣言の対象地域も拡大する中で、消費者の警戒感が高まったほか、天候不順の影響もあって、減少に転じたとみられる。耐久財消費は、在宅需要の一巡や半導体不足による供給制約などから、自動車や家電を中心に、このところ減少している。非耐久財消費は、食料品や日用品などは巣ごもり需要の拡大に支えられて底堅く推移しているものの、外出機会の減少を受けた衣料品等の低迷が下押しとなり、低めの水準で横ばいで推移している。サービス消費は、3回目の緊急事態宣言の影響から5月に大きめの減少となったあと、6月には一部を除く同宣言の解除もあって増加に転じ、7月も増加を続けた。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、8月の個人消費動向を窺うと、耐久財消費は、減少を続けたほか、非耐久財消費やサービス消費も、デルタ株の流行に伴う4回目の緊急事態宣言の対象地域の拡大や外出抑制の動きを受けて再び減少し、全体としても減少に転じた模様である。とくに、外食や国内旅行は、概ね3回目の緊急事態宣言下の5月並みの低い水準まで減少した模様である。先行きの個人消費は、当面、感染症やそれに伴う公衆衛生上の措置の影響が継続するもとで、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可能性が高い。その後は、ワクチン接種の進捗などから感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、ペントアップ需要もあって、再び

持ち直していくとみられる。

住宅投資は、持ち直している。新設住宅着工戸数は、郊外地域の戸建ての需要好調やペントアップ需要などから、昨年 10～12 月をボトムに持ち直している。先行きも、感染症の影響による下押し圧力が剥落するもとの、緩和的な金融環境やペントアップ需要等にも支えられて、持ち直しを続けると見込まれる。

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をみると、経済活動全体の持ち直しを反映して下げ止まっているが、対面型サービス業の非正規雇用を中心に、依然低めの水準にある。名目賃金は、前年の落ち込みの反動に加え、人手不足感の強い一部業種における所定内給与の上昇の影響もあって、前年比プラスとなっている。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、持ち直していくとみられる。

物価面について、商品市況は、感染症拡大への懸念が下押しに作用しているものの、海外経済の回復や一部にみられる供給制約を背景に、高水準で推移している。消費者物価（除く生鮮食品）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。消費者物価指数の 2015 年基準から 2020 年基準への切り替えに伴い、4～6 月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響拡大を主因に、-0.7%ポイントの大幅な下方改定となった。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）について、携帯電話通信料等の影響を除いたベースの前年比は、新基準でも小幅のプラスとなっている。この間、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）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予想される。その後は、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、徐々に上昇率を高めていくとみられる。

（2）金融環境

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。

資金需要面では、一部で企業買収関連などの資金ニーズもみられているが、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が総じて落ち着いていることから、全体としては横ばい圏内で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、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、C P・社債計の発行残高の前年比は、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、それぞれ0%台前半、5%程度となっているが、これらの残高は引き続き高水準となっている。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。企業倒産は低水準で推移している。一方、企業の資金繰りは、ひと頃より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1割台半ばのプラスとなっている。マネーストックの前年比は、4%台後半のプラスとなっている。

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、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。一人の委員は、先進国では、公衆衛生上の措置の緩和により対面型サービス部門を含めて改善傾向にある一方、一部新興国では、ワクチン接種の遅れや感染再拡大、財政支援策の縮小などにより内需が下押しされていると指摘した。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。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動向や、ワクチンの普及ペースとその効果、半導体不足や部品調達難といった供給制約の影響、不動産セクターを中心とする中国経済の動向、商品市況の変動、地政学的リスクなどを指摘した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。何人かの委員は、公衆衛生上の措置の緩和や大規模な財政支援策が回復を支えているとの見解を示した。一方、多くの委員は、デルタ株の流行や供給制約の影響から、足もとではサービス消費を中心に回復ペースが鈍化しているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、8月の雇用統計が市場予想を大きめに下回ったことに言及し、今後の労働市場の動向を注視する姿勢を示した。米国の物価動向について、一人の委員は、直近のデータではインフレ圧力のピークアウトが明確になってきていると指摘したうえで、先行きは、供給制約の緩和に伴い、インフレ圧力も徐々に和らいでいくのではないかと述べた。これに対し、別の一人の委員は、供給制約の長期化により、インフレ率の上振れが長引く可能性があるとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、持ち直しているとの認識で一致した。多くの委員は、ワクチン接種率の上昇に伴い、重症化が抑制されるもとの、経済活動の再開が継続しており、対面型サービスを含め個人消費ははっきりと回復していると指摘した。

中国経済について、委員は、回復を続けているとの見方を共有した。一人の委員は、民間部門主導で回復が続いていると指摘した。一方、何人かの委員は、感染再拡大に伴う公衆衛生上の措置の強化などから、このところ回復ペースに減速感がみられるとの見方を示した。多くの委員は、不動産セクターの債務問題に関して、当局の対応に加え、中国経済や中国金融システムへの影響、ひいては世界経済への影響を注視する必要があると指摘した。このうちの複数の委員は、不動産市場や教育、ITなど幅広い分野における統制強化や所得格差の是正に向けた動きが、中国経済の中長期的な潜在成長力の低下に繋がらないか、情勢を注視したいと述べた。

新興国経済について、委員は、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るものの、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維持しているとの認識を共有した。何人かの委員は、わが国経済との結び付きが強い東南アジアの国々では、感染症が再拡大しており、工場閉鎖などによってグ

グローバルなサプライチェーンに悪影響が及んでいると指摘した。このうちの一人の委員は、これらの国々では、ワクチン接種率がなお低い先も多く、工場の安定的な操業再開を実現できるか、状況を注視したいと述べた。一方、ある委員は、東南アジアの感染状況は最悪期を脱しつつあり、先行き、生産活動も再開していくのではないかと述べた。

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、企業部門の前向きな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。一方、ある委員は、公衆衛生上の措置が継続する中、内需はサービス分野を中心に低迷を続けており、引き続き、感染症の帰趨と内需の回復ペースを注視する必要があると述べた。

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、わが国経済は更に成長を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、8月の感染急拡大を受けた対面型サービスの回復の遅れや、各種供給制約による自動車関連の生産調整が、目先の景気の下押し要因となるが、気候変動対応やデジタル化関連の投資といった前向きな動きに支えられて、経済全体の回復基調は続いているため、従来の回復シナリオを変更する必要はないと指摘した。ある委員は、足もとで感染者数が減少に転じていることは明るい材料ではあるが、諸外国の動向を踏まえると、わが国でワクチン接種が一段と進捗しても、感染拡大の波は生じるとみられ、経済活動との両立を考慮した行動制限のあり方について、検討が進むことを期待したいと述べた。

輸出や生産について、委員は、一部に供給制約の影響を受けつつも、

海外経済の回復を背景に、増加を続けているとの認識を共有した。先行きの輸出・生産について、委員は、目先、東南アジアの感染拡大に起因する部品調達難等から自動車関連を中心に下押しされるものの、基調としては、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、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。一人の委員は、世界的なデジタル関連需要の拡大を背景に、情報関連や資本財関連の企業収益は改善しており、これが同分野における設備投資の堅調さに波及しているとの見方を示した。先行きの設備投資について、委員は、企業収益の改善に加え、緩和的な金融環境にも支えられて、増加傾向が明確になっていくとの見解を共有した。ある委員は、わが国企業のデジタル化の遅れを取り戻すには、来年度以降もソフトウェア投資の高い伸びが必要であり、短観などを注視していきたいと述べた。この委員は、こうした企業の構造改革に関しては、取引先金融機関の役割も重要であると付け加えた。

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が依然として強く、引き続き足踏み状態となっているとの認識で一致した。先行きの個人消費について、委員は、当面、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可能性が高いが、その後は、ワクチン接種の進捗などから感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、ペントアップ需要もあって、再び持ち直していくとの見解を共有した。多くの委員は、わが国のワクチン接種率は欧米並みの水準にまで高まったが、デルタ株の感染拡大などにより、ペントアップ需要は未だ顕在化していないと指摘した。これに関し、何人かの委員は、ワクチン接種が幅広い年齢層で進捗し、重症化リスクが低下するもとで、今後、公衆衛生上の措置が緩和されていけば、ペントアップ需要は顕在化していくとの見方を示した。一人の委員は、ワクチン接種証明書の活用なども進めば、対面型サービスでも、感染抑制と消費活動の両立がより容易になると期待されると指摘した。そのうえで、この委員は、この先も一定程度の感染発生は避けられないとみられることや、わが国消費者のリスク回避姿勢の強さを考えると、先行きの消費の回復タイミングやペースについては留意が必要であると付け加えた。ある委員は、公衆衛生上の措置が緩和されれば、消費はいったん持ち直す可能性は相応にあるが、夏季賞与の弱さなどを踏まえると、その持続力には不確実性が高く、今後、雇用者所得の動向が家計のマインドに及ぼす影響等を注視していきたいと述べた。

雇用・所得環境について、一人の委員は、労働需給は緩やかに改善しているほか、一般労働者の所定内給与の前年比は+1%前後と、2015～2019年頃の平均的な伸びに回復していると指摘した。別の一人の委員は、雇用や賃金は回復基調にあるが、感染症拡大前の状況に戻るには時間を要するとの見解を示した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動の持ち直しや企業業績の改善を受けて、持ち直していくとの見方を共有した。

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み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。一人の委員は、基準改定による消費者物価の下振れが、予想インフレ率の形成に及ぼす影響を注視する必要があると指摘した。この点に関し、別の一人の委員は、短期の予想インフレ率指標の一部には、基準改定の影響がみられるが、予想インフレ率全体としてみれば、横ばい圏内で推移していると指摘した。もっとも、この委員は、わが国の物価上昇率が欧米をはっきりと下回っている背景について、わが国では需要の回復が欧米ほど強くはない点に加え、適合的期待形成の強さから、企業がコストの上昇を販売価格に転嫁し難い点を指摘した。

物価の先行きについて、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。一人の委員は、今後予想される需要の回復に伴って、企業の価格設定スタンスや家計の値上げ許容度が、どのように変化していくかに注目していると述べた。この間、別の一人の委員は、消費者物価の前年比は、一時的な要因もありプラスに転じる公算が大きいのが、需給ギャップや予想インフレ率の動向を踏まえると、「物価安定の目標」の達成は難しいと述べた。

物価の先行きに関連し、委員は、最近の商品市況の上昇の転嫁やその実体経済との関連について議論した。ある委員は、現時点では、原

材料コスト上昇の消費者物価への波及は限定的であるが、経済正常化の進展に伴い、需給ギャップの改善が実現すれば、そうした動きは強まっていくのではないかと述べた。別のある委員は、エネルギー価格の上昇や、原材料コスト上昇に伴う食料工業製品の値上げといった身近な財・サービスの価格上昇は、総合的な物価指標の動きと乖離し得るため、その消費行動に与える影響について注意してみていく必要があると述べた。一人の委員は、企業が資源価格上昇によるコスト増加を製品価格に転嫁できなければ、設備投資や人件費の抑制に繋がり、ひいては所得の増えない家計が消費を抑制することになるため、持続的な物価上昇を実現するためには、そうした悪循環を変化させていく必要があると指摘した。別の一人の委員は、国内ではコスト上昇の価格転嫁が難しい状況が続いているとの認識を示したうえで、そうした状況に変化が生じるかを見極めるにあたっては、成長分野への労働力移動や企業の新陳代謝の促進、イノベーション力や収益力の強化に関する進捗を注視すべきであると述べた。

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、それが内外経済に与える影響といった点について、不確実性が大きい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との見解を共有した。一人の委員は、今後、感染症が完全には収束しないとの認識が拡がると、家計や企業が予備的動機に基づく貯蓄を増加させ、ペントアップ需要が想定ほどには強まらないリスクがあると指摘した。東南アジアの感染拡大に伴う供給制約の問題について、ある委員は、生産設備が物理的に毀損した訳ではなく、やや長い目でみれば挽回生産も期待できるため、基本的には一過性の問題であるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、供給制約は、当初の企業の予想よりも解消に時間を要しているように窺われるほか、わが国では、自動車産業の裾野が広いため、悪影響が想定以上に拡大するリスクもあると述べた。また、複数の委員は、半導体不足や東南アジアの部品工場の操業停止により、自動車関連では大幅な生産調整を余儀なくされていると述べたうえで、その影響が拡大・長期化するリスクや、これが設備投資の先送りや資金繰りの悪化に繋がるリスクには注意が必要であると指摘した。物価面のリスクについて、一人の委員は、値下げにより需要を喚起する企業行動は引き続き抑制されているほか、最低賃金の引き上げも実施されることなどを踏まえると、先行き物価上昇が失速するリスクは低いのではないかと指摘した。別の一人の委員も、刈込平均などの基調的なイ

インフレ率を捕捉するための指標や、各種の予想インフレ指標は、底堅く推移しているため、再びデフレに陥るリスクは後退しているとの認識を示した。一方、ある委員は、ペントアップ需要が顕在化する局面では、財からサービスへの需要のシフトが生じるが、サービス価格は需要への感応度が相対的に低いため、個人消費の回復ほどには物価上昇率が高まらない可能性がある」と指摘した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰り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。ある委員は、今後、感染症下で積み上がった企業債務の返済が、金融機関の想定通りに進むかについて注視する必要があると述べた。

III. 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）に関する執行部説明

執行部は、7月15、16日の金融政策決定会合において決定された骨子素案を踏まえた、気候変動対応オペの具体的な制度設計案について、以下のとおり説明を行った。

対象先とする金融機関について、骨子素案では、「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」とした。「一定の開示」の内容については、希望先が気候変動対応に資する取り組みに組織としてコミットしていることを求める観点から、「TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）が提言している4項目」と、「投融资の目標および実績」の開示を求めることが考えられる。

対象投融资の範囲について、骨子素案では、「わが国の気候変動対応に資する投融资」とし、「①グリーンローン／ボンド、②サステナビリティ・リンク・ローン／ボンド、③トランジション・ファイナンスにかかる投融资が考えられる」とした。（1）「投融资の類型」について、骨子素案で示した3類型としては、国際原則や政府の指針に適合しているものを対象とすることが考えられる。また、これらに加えて、「金

融機関がこれら3類型に準じると判断する投融資」についても、金融機関における具体的な基準や判断プロセスの開示を条件に、対象とすることが考えられる。(2)「わが国の」の要件については、①わが国の温室効果ガス排出量を削減するものその他の国内を実施場所とするもの、②サプライチェーンを通じて①に貢献するもの、③研究・開発向け投融資であってその成果が①に貢献するもの、④海外を実施場所とするもののうち、二国間クレジット制度を通じてわが国の温室効果ガス排出削減目標の達成に貢献するもの、のいずれかに該当するものを対象とすることが考えられる。

本オペでは、対象投融資の判断を金融機関に委ねることを踏まえ、利用にかかる対外開示を通じて規律付けを図る観点から、①本行への報告において気候変動対応に資すると判断する際の基準、および、②①の基準への適合性にかかる判断プロセス、の開示を求めることが考えられる。

貸付条件等については、骨子素案に示したとおり、貸付利率はゼロ%、補完当座預金制度上はマクロ加算2倍措置の適用対象、貸出促進付利制度上はカテゴリⅢ（付利金利ゼロ%）の適用対象とする。

以上の制度設計を踏まえた基本要領の制定等について、決定された場合には、対象先選定に関する事項ならびにわが国の気候変動対応に資する投融資の基準および開示に関する事項についての細目を作成し、決定事項とともに公表したい。そのうえで、初回貸付を12月下旬に実施できるよう、準備を進めることとしたい。

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と気候変動対応オペの制度設計案に関する執行部説明を踏まえ、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、委員は、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（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見解で一致した。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を共有した。特別プログラムについて、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月まで延長した同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。この間、ある委員は、金融市場は総じて安定しているが、中国の不動産セクターの動向が国際金融市場に与える影響を含め、油断することなく経済・金融動向を注視し、必要であれば迅速に対応すべきであると指摘した。

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意見を述べた。一人の委員は、海外では、インフレ率の高まり等を受けて資産買入れの縮小に向けた動きを開始した中央銀行もあるが、わが国では、「物価安定の目標」の実現には時間がかかると予想されることから、3月の「点検」により持続性と機動性を増した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続ける必要があると述べた。別の一人の委員は、ワクチン接種が先行する国々では、経済が正常化し、ペントアップ需要が高まる中で、コロナ禍に対応するための経済政策を徐々に手仕舞う動きがみられているが、わが国では、経済正常化以降に予想されるペントアップ需要の強まりを、2%の「物価安定の目標」の達成に繋げていくことが重要であると指摘した。この委員は、そうした海外情勢のもとで、イールドカーブ・コントロールの枠組みにより金利上昇を抑えることは、わが国の相対的な金融緩和度合いを高め得ると付け加えた。この間、ある委員は、需給ギャップと予想インフレ率を高めるべく緩和姿勢を強めることで、経済の回復と「物価安定の目標」の達成を早期に実現する必要があるとの認識を示した。政府との連携に関して、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。そのほか、一人の委員は、9月積み期から特別付利の適用が始まった「地域金融強化のための特別当座預金制度」について、金融調節に支障がないか注視していきたいと述べた。また、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。

続いて、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ので、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当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。

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。」

これに対し、ある委員は、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、2022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、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考えを共有した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、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で一致した。

これに対し、ある委員は、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の意見を述べた。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 気候変動問題に関して、政府は、2050年のカーボンニュートラルの実現に向けて取り組んでおり、気候変動対応オペは、日本銀行として気候変動問題に前向きに取り組む姿勢を示すものと受け止めている。年内の資金供給の開始に向けて、適切にご対応頂きたい。
- 8月末に概算要求が締め切られ、来年度予算の編成作業が始まっている。新経済・財政再生計画のもとで、目安に沿った予算編成や、グリーンやデジタルといった新たな成長の原動力となる分野への予算の重点化等、歳出改革に取り組んでいく。
- 日本銀行には、政府との連携のもと、感染症対応を含め、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。

- わが国の景気は、先行き、持ち直しが期待されるが、内外の感染症の動向、サプライチェーンを通じた影響による下振れリスクの高まりに注意が必要である。
- 当面は、感染拡大の抑制を最優先に対策を進めるとともに、ワクチン接種状況を踏まえ、国民的議論を進め、感染対策と日常生活の回復に向けた取り組みの両立を進める。
- 政府としては、躊躇なく機動的なマクロ経済政策運営を行なう。

気候変動対応オペについては、政府が気候変動問題に力を入れて取り組んでいるところ、これと足並みを揃えた重要な取り組みであり、息長く継続して頂くことを期待する。日本銀行には、引き続き、緊密な連携をお願いする。

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。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、
中村委員、野口委員、中川委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、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。

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ－R E I Tについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
2. C P等、社債等については、2022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。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員、中川委員

反対：なし

3. 「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

前記執行部説明を内容とする「『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』の制定等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、片岡委員、
安達委員、中村委員、野口委員、中川委員

反対：なし

4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、気候変動対応オペの詳細決定を踏まえた対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、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. 議事要旨の承認

議事要旨（2021年7月15、16日開催分）が全員一致で承認され、9月28日に公表することとされた。

以 上

2021年9月22日
日本銀行

当面の金融政策運営について

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

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、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、2022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。

2. また、前回の金融政策決定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（全員一致）。

3. 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、一部に供給制約の影響を受けつつも、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を続けている。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依然

として強く、引き続き足踏み状態となっている。住宅投資は持ち直している。公共投資は緩やかな増加傾向を続けている。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）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。また、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

4. 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、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。消費者物価（除く生鮮食品）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。

5. 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といった点について、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。

6. 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^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、鈴木委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員。反対：片岡委員。片岡委員は、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。

^(注2) 片岡委員は、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。

「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「都道府県地価調査」
- (図表 17) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 18) ブルームバーグ社
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) 日本銀行、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」