

3. 金融政策決定会合議事要旨 (令和3年10月27、28日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2021年10月27日(14:00～16:21)
10月28日(9:00～11:38)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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(27日)
	大家敏志	財務副大臣(28日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官

(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(27日15:06～16:21)
企画局政策企画課長	川本卓司
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	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(27日15:06～16:21)
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	安藤雅俊

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月21、22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～-0.01%程度で推移しているほか、GCレポレートは、-0.13～-0.08%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、グローバルに神経質な地合いとなるもと、10月初にかけて大きめに下落したものの、その後は米欧株価に連れて幾分上昇した。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、米欧金利の上昇などを受けて、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場ともに、大きめの円安方向の動きとなった。

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。中国や一部の新興国で経済への下押し圧力はみられるものの、先進国が海外経済の回復を引き続き牽引している。先行

（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。」

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、感染症および供給制約の動向や、それら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、夏場の変異株の感染拡大によりサービス消費の改善ペースが鈍化しているほか、半導体不足に伴い自動車販売が減少しているものの、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で、設備投資は、機械投資を中心に増加している。この間、物価動向をみると、PCEデフレーターの前年比は、昨年の落ち込みによるベース効果に加え、経済活動の再開に伴う供給制約の影響もあって、高めの伸びとなっている。

欧州経済は、回復している。個人消費は、経済活動の再開が継続するもとで、サービス消費を中心に、回復を続けている。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、輸出は輸送機械を中心に減少している。生産は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。物価面では、HICPの前年比は、昨年の落ち込みによるベース効果や足もとのエネルギー価格の上昇などから、前年比+2%を上回って推移している。

中国経済は、改善ペースが鈍化しているものの、基調として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ほか、半導体不足の影響から自動車販売が減速しているものの、雇用・所得環境の改善等を背景に、基調としては増加している。固定資産投資は、企業の債務問題等に伴って不動産投資が減速していることなどから、概ね横ばい圏内で推移している。こうしたもとで、生産は、電力供給問題のほか、半導体不足による供給制約の影響もあって、減速している。

中国以外の新興国経済は、一部の国・地域でみられた夏場の感染症拡大による下押し圧力が和らぎつつある中で、堅調な外需に支えられて、全体としては持ち直している。NIEs経済は、一部に感染症拡大の影響が引き続きみられるものの、輸出の増加が牽引するカタチで、回復基調にある。ASEAN経済は、新規感染者数が減少するもとで、内需への下押し圧力が和らいでいるほか、輸出が増勢に転じる兆しもみられており、持ち直している。

海外の金融市場をみると、先進国の株価は、良好な企業決算等を背景に、期間を通してみれば上昇した。長期金利は、足もとのインフレ率の高止まりや国際商品市況の上昇等を受けて、F R BやB O Eによる金融緩和の早期縮小観測が台頭したことから、はっきりと上昇した。為替市場をみると、米金利の上昇等を受けて、新興国通貨は小幅に下落した。この間、原油価格は、O P E Cプラスによる協調減産の継続等に伴う需給逼迫懸念の高まりを受けて、大きく上昇した。

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、当面は、感染症によるサービス消費への下押しの影響が残るほか、輸出・生産が供給制約により一時的に減速すると見込まれる。もっとも、その後は、ワクチンの普及などに伴い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。

公共投資は、治山・治水等の工事が増加傾向にある一方、災害復旧関連工事が減少しており、横ばい圏内の動きとなっている。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、着実に増加すると考えられる。

輸出や鉱工業生産は、足もとでは一部における供給制約の影響から弱い動きとなっているが、海外経済の回復を背景に、基調として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、A S E A N地域の感染症拡大に伴うサプライチェーン障害を背景とした各社の減産を受けて、大きく落ち込んでいる。一方、資本財や情報関連は、車載電池など一部を除けば、グローバルなデジタル関連需要の拡大を反映して、増加基調が続いている。先行きの輸出や鉱工業生産は、当面は、供給制約の影響から一時的に減速するが、その後は、供給制約の影響が次第に薄れるもとの、デジタル関連を中心としたグローバル需要の堅調な拡大を背景に、再びしっかりと増加していくとみられる。

企業収益は、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。業況感も、自動車や対面型サービス業に弱さがみられるものの、全体として改善を続けている。9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、5四半期連続で改善している。業種別にみると、製造業は、部品調達難に伴う減産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ほか、小売や対個人サービスが悪化したものの、卸売や運輸・郵便、対事業所サービスなどでは、製造業の活動回復などを受けて改善しており、全体では横ばいとなっている。

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。先行きの設備投資は、企業収益の改善や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。9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、2021年度は、一時的に控えられていた投資の再開に加え、企業収益の改善見通しもあって、前年比＋9.3%と、前回6月調査時点と同程度の大幅な増加が計画されている。

個人消費は、感染症への警戒感などからサービス消費を中心に下押し圧力が依然として強いが、足もとでは持ち直しの兆しが窺われる。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、6月にしっかりと増加したあと、7月は横ばいとなったが、8月は感染症の急速な拡大とそれに伴う緊急事態宣言の対象地域の拡大等を受けて、大きく減少した。耐久財消費は、在宅関連需要の一巡や一部の供給制約を受けて、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となっている。サービス消費は、6～7月に持ち直しの動きとなったが、8月には感染が再拡大するもとで外食や国内旅行を中心に減少した。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、足もとにかけての個人消費動向を窺うと、耐久財の一部で供給制約に伴う下押し圧力が続いている一方、サービス消費については、新規感染者数が減少するもとで、とくに緊急事態宣言・まん延防止等重点措置が全国的に解除された10月以降は、持ち直しの兆しがみられる。外食では、10月は酒類提供再開に伴い、夜間も含めて客足が戻ってきているとの声が聞かれるほか、国内旅行でも、10月入り後は近距離旅行を中心に年末に向けた予約が持ち直しつつあるとの見方が多い。先行きの個人消費は、当面、感染症への警戒感がサービス消費の重石となるほか、自動車などの供給制約も耐久財消費の下押しに働くものの、ワクチンの普及などにより感染抑制と消費活動の両立が進み、供給制約も和らぐもとで、サービスや耐久財のペントアップ需要の顕在化もあって、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、前年の大幅な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、前年比でみれば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に伴って緩やかな改善を続け、水準も明確に切り上がっていくとみられる。

物価面について、商品市況は、世界経済の回復や一部にみられる供給制約を背景に、上昇している。こうした中、国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、上昇を続けている。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。この間、予想物価上昇率は、持ち直している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、エネルギー価格の上昇を反映してプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。その後は、一時的な要因による振れを伴いつつも、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調としては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、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、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。CP・社債市場では、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%台半ば、4%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。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げの低迷が続く業種や中小企業を中心に、な

お厳しさが残っている。

この間、マネタリーベースの前年比は、1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、4%台前半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、高水準の貸出残高や、手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、幾分上昇している。地域銀行の収益も、高水準の新型コロナ関連融資残高などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、低水準となっている。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4指標について、過熱方向にトレンドから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おり、金融活動の過熱感を表すものとはみられない。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、引き続き注視する必要がある。

II. 成長基盤強化支援資金供給・米ドル特則の貸付利率見直し

1. 執行部からの説明

現行の成長基盤強化支援資金供給・米ドル特則では、貸付利率について、「米ドルの6か月物LIBOR」と規定している。米ドルLIBORの公表停止に備え、米国監督当局が2022年1月以降の新規取引について、米ドルLIBORを参照しないよう求めていること等を踏まえ、米ドル特則の貸付利率についても所要の見直しを行うことが適当である。具体的には、2022年1月以降に実施する米ドル特則の貸付利率については、米国における代替金利指標に関する検討体（ARRC: Alternative Reference Rates Committee)の推奨内容等も踏まえ、代表的なリスクフリーレートである「ターム物SOFR (Secured Overnight Financing Rate)」の6か月物にスプレッド調整値として年0.42826%を上乗せした金利とすることが考えられる。

2. 委員会の検討・採決

上記の執行部説明を内容とする「『貸出支援基金の運営として行う成長基盤強化を支援するための資金供給における米ドル資金供給に関する特則』の一部改正に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表することとされた。

III. 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・物価情勢の現状

国際金融市場について、委員は、世界経済の回復を受けて、株価は米欧を中心に高値圏で推移しているが、中国不動産セクターの債務問題に加え、インフレ率の高まりに伴う米欧の金融緩和縮小に向けた動きも意識される中で、神経質な動きもみられるとの見方を共有した。この点に関し、一人の委員は、国際金融市場では、米欧におけるインフレ率上昇の長期化懸念やそれに伴う長期金利の動向、中国経済の減速など様々なリスクが意識されるもとの、神経質な地合いが続いており、各国の金融政策の舵取りやその市場の反応等を注視していきたいと述べた。

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見方で一致した。そのうえで、多くの委員は、先進国を中心とした経済活動の再開に伴う需要の急速な増加に、供給が十分に追いついていない中で、半導体不足や海上輸送などの物流の停滞、サプライチェーン障害による部品調達難などの供給制約がグローバルにみられており、海外経済の回復を抑制していると指摘した。

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。一人の委員は、米国経済は、デルタ株の流行や供給制約が逆風となっているものの、行動制限の緩和による需要拡大や経済支援策に支えられて、回復を続けていると述べた。別の委員は、製造業、非製造業ともに景況感は回復を続けているが、人・モノ・輸送の各分野での供給制約により、物価上昇圧力が高まっていると指摘した。ある委員は、労働需要の拡大に供給が追いつかないミスマッチが様々な業種で発生しており、それが賃金や財・サービス価格の上昇に繋がっているとの見方を示した。この委員は、こうしたミスマッチ現象は、予想以上に長引いているものの、基本的には経済活動の再開に伴う過渡的な現象であり、時間の経過とともに徐々に解消されるとの見解を示した。

欧州経済について、委員は、回復しているとの見方を共有した。一人の委員は、欧州経済は、ワクチン接種の進展等により、飲食・宿泊といった対面型サービス分野を中心に改善していると述べた。別の委員は、IMFが10月に公表した世界経済見通しをみると、先進国の中で欧州のみが上方修正されていると指摘した。一方、一人の委員は、欧州のPMIは3か月連続で下落しており、多少の減速感が窺われるとの見方を示した。別の委員は、欧州の一部の国々において、足もとで感染拡大の兆しがみられる点が気掛かりであると述べた。

中国経済について、委員は、改善ペースが鈍化しているものの、基調としては回復を続けているとの認識で一致した。何人かの委員は、不動産セクターにおける調整圧力に加え、電力の供給制約の影響から、中国経済は減速しているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、中国経済全体に占める不動産セクターの割合は国際的にみて高いため、同セクターの債務問題の影響には注意する必要があると指摘した。別の委員は、不動産価格の調整は、資産効果を通じて個人消費の下押し要因となるほか、金融仲介機能を通じて企業の資金調達環境にも影響を及ぼし得るとの見方を示した。また、この委員は、中国経済は、急速な高齢化が進んでいるため、日本のバブル崩壊後のように、時間をかけて低成長体質に陥っていくリスクが相応にあると続けた。

中国以外の新興国経済について、委員は、一部の国・地域でみられた夏場の感染症拡大による下押し圧力が和らぎつつある中で、堅調な外需に支えられて、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、ASEANなどの新興国では、労働力の確保や原材料・部品の調達といった供給面の課題が顕在化しており、これが、サプライチェーンを通じて、内外経済に及ぼす影響を注視する必要があると指摘した。

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。複数の委員は、企業金融関連の指標は、夏場のデルタ株の流行にもかかわらず、改善傾向を維持していると述べた。このうちの一人の委員は、9月短観やその他のサーベイ調査をみると、企業の資金繰りは、対面型サービスなど一部の中小企業において、なお厳しさが残っているが、それ以外のセクターや大企業では総じて改善傾向にあると指摘した。

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・物価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ものの、企業部門における前向きな循環メカニズムに支えられて、景気は基調としては持ち直していると述べた。

輸出や生産について、委員は、足もとでは一部における供給制約の影響から弱い動きとなっているが、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けているとの認識で一致した。一人の委員は、サプライチェーン障害による輸出や生産への下押し圧力が続いているが、需要自体は堅調なこともあって、企業マインドの改善傾向は続いていると指摘した。ある委員は、半導体を中心とする供給制約の影響が、自動車はもとより、関連産業や他の製品にも拡がりつつあると述べた。一方で、この委員は、グローバルなデジタル関連需要や設備投資需要に支えられて、輸出や生産には底堅さも窺われるとの見方を示した。

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。ある委員は、海外からのデジタル関連需要は引き続き堅調であり、外需の増加を起点とした企業収益から設備投資への好循環は途切れていないとの見方を示した。この点に関し、何人かの委員は、9月短観では、夏場のデルタ株の流行にもかかわらず、しっかりとした収益・設備投資計画が維持されており、企業部門において前向きの循環メカニズムは働き続けていることを確認できたと述べた。そのうえで、このうちの一人の委員は、9月短観の調査時点では、供給制約の影響が十分に織り込まれていない可能性がある点は割り引いてみておく必要があると指摘した。複数の委員は、10月の支店長会議においても、研究開発やデジタル化対応、環境対応など、前向きな設備投資スタンスに関するミクロ情報が多く聞かれたと指摘した。

個人消費について、委員は、感染症への警戒感などからサービス消費を中心に下押し圧力が依然として強いが、足もとでは持ち直しの兆しが窺われるとの見方で一致した。複数の委員は、高頻度データや企業の聞き取り調査からは、感染者数の急減と行動制限の緩和を受けて、飲食など、足もとの個人消費には前向きな動きがみられると指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、感染症や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見方で一致した。複数の委員は、携帯電話通信料やエネルギー価格を除いた、実力ベースでみた消費者物価の前年比は、小幅のプラスとなっていると指摘した。このう

ちの一人の委員は、短観の各種指標にみられるように予想インフレ率が持ち直しているとの評価を述べたうえで、経済再開に伴う需給ギャップの改善等も踏まえれば、基調的な物価上昇圧力は、わが国でも徐々にではあるが、高まってきているとの見方を示した。別の一人の委員は、消費者物価指数を構成する品目のうち、感染症の影響から価格が下落していたとみられる品目が、このところ上昇に転じていることに注目していると述べた。

2. 経済・物価情勢の展望

2021年10月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、当面は、感染症によるサービス消費への下押しの影響が残るほか、輸出・生産が供給制約により一時的に減速するとの見方で一致した。その後の見通しについて、委員は、ワクチンの普及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、回復していくとの認識を共有した。更に、見通し期間の中盤以降について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが家計部門を含め経済全体で強まる中で、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続け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国内の感染症の影響が収束していけば、対面型サービスも含めた経済活動の更なる正常化の進展が期待できると指摘した。別の一人の委員は、感染症への警戒感と供給制約の影響が和らぐ来年前半には、景気の改善が明確となるとの見解を示した。何人かの委員は、足もとの供給制約や夏場のデルタ株流行の影響により、わが国経済の回復時期は、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。この間、ある委員は、やや長い目で持続的な経済成長を実現する観点からは、企業部門におけるデジタル化と気候変動対応の加速に加え、国内従業員の7割が働く中小企業の生産性向上と賃金上昇が重要であるとの認識を示した。

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、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、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、不確実性が高いとの見方を示した。そのうち、供給制約の影響に関し、一人の委員は、中国における電力不足問題が長期化することで、同国経済や世界のサプライチェーンへの影響が拡大することがないか、注視する必要があると述べた。別の委員は、足もとの減速感が強

まっている中国経済について、今後、成長率の下方屈曲が起きないかに注目していると述べた。

わが国の輸出について、委員は、当面は、自動車関連を中心に供給制約の影響から一時的に減速するものの、基調としては、デジタル関連を中心としたグローバル需要の堅調な拡大を背景に、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、委員は、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。一人の委員は、企業の予想インフレ率の改善による実質金利の低下や、期待成長率の上方修正、デジタル・トランスフォーメーションや気候変動リスクへの対応から、新たな設備投資需要が顕在化してくる可能性が高いと指摘した。一方、ある委員は、供給制約の長期化に、中国経済の見通し悪化が加わると、設備投資の先送りなどに繋がる恐れもあり、注意が必要との見方を示した。この委員はまた、デジタル化の遅れを取り戻すためには、持続的なソフトウェア投資の増加が必要であると述べた。

個人消費について、委員は、当面、感染症への警戒感などが重石となるものの、ワクチンの普及などにより感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、サービス等のペントアップ需要の顕在化もあって、再び持ち直していくとの見方で一致した。その後の個人消費について、委員は、感染症の影響が徐々に収束していくもとで、雇用者所得の改善にも支えられて、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、ワクチン接種証明の活用など、経済活動と感染抑制の両立のための新たな施策も始まりつつあることから、サービス消費は持ち直していくとの見通しを述べた。また、この委員は、今後、旅行、飲食、娯楽などのサービスに対するペントアップ需要が強まっていくと予想され、これまでに蓄積した家計貯蓄が、そうした需要を更に押し上げることが期待されると述べた。一方で、この委員は、やや長い目でみると、わが国の個人消費は弱めに推移してきたと指摘したうえで、その背景としては、人々が将来の生活に不安を抱いていることの影響が大きいとの見方を示した。別の委員は、原油をはじめとするコスト上昇に伴い、10月から公共料金や食料工業製品等の値上げが実施されているが、これによりペントアップ需要の発現時期や強さが影響を受ける可能性がある点には留意が必要であると述べた。

雇用者所得について、委員は、内外需要の回復に伴う雇用者数の増加や、人手不足感の強い業種における賃金上昇を反映して、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、家計の消費意欲が高まっていくためには、社会保障制度に対する安心感に加え、企業収益の増加が賃上げに繋がるなど所得から支出への前向きの循環メカニズムが強まることが重要と述べた。ある委員は、家計や企業に積み上がった貯蓄や待機資金が支出に向かうのを後押しする観点からも、所得と賃金の引き上げを目指すことが望ましいと指摘した。また、この委員は、日米インフレ率の差は、主としてサービス価格で生じており、その大部分は賃金動向に規定されるとの見方を示したうえで、賃金引き上げには、労働需給の更なる引き締まりが必要であると述べた。別の委員は、NISAや中小企業による確定拠出年金の利用促進等により、家計の金融資産を幅広い層の所得向上に向けて有効活用していくことが重要であるとの見方を示した。

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、2021年度は輸出や個人消費を中心に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、消費者物価の前年比は、当面、エネルギー価格の上昇を反映してプラス幅を緩やかに拡大していくとの見方で一致した。その後の消費者物価の展望について、委員は、一時的な要因による振れを伴いつつも、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調としては徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。

こうした物価見通しの背景について、委員は、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、足もとではマイナス圏で推移しているが、先行きは、潜在成長率を上回る成長経路に復していくもとでプラスに転じ、見通し期間の中盤以降はプラス幅の緩やかな拡大が続くとの見方を共有した。また、委員は、家計の値上げ許容度は賃金上昇率の高まりなどを反映して緩やかに改善するほか、企業の価格設定スタンスも徐々に積極化することから、コスト転嫁と価格引き上げの動きが広がっていくとの認識で一致した。そのうえで、委員は、現実の物価上昇率の高まりは、適合的期待形成を通じて、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇に繋がり、更なる物価上昇を後押ししていくとの見方を共有した。一人の委員は、世界的に気候変動問題への意識が高まり、石油・石炭が再生エネルギー等に代替される動きが続くもとで、エネルギー価格の上昇は長期間持続し、物価上昇圧力

となる可能性がある」と指摘した。ある委員は、経済正常化の進展に伴う需給ギャップの改善を背景に、既に大きく上昇している企業物価の消費者物価への転嫁が強まっていく可能性があるとの見方を示した。一方で、この委員は、日本では、コロナ禍でも企業が雇用をある程度維持してきたことから、米国のような人手不足による賃金・物価の急上昇が生じる可能性はそれほど高くないと付け加えた。別の委員は、輸入原材料の価格上昇を転嫁する動きが消費者物価を押し上げているが、わが国における賃金上昇や供給制約に起因する物価上昇圧力は弱いと指摘した。一人の委員は、消費者物価の前年比はプラスに転じたが、需給ギャップや予想インフレ率の動向を踏まえると、予期できる将来において「物価安定の目標」の達成は難しいと述べた。

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、消費者物価指数の基準改定の影響を主因に 2021 年度が下振れているとの見方で一致した。

この間、委員は、経済・物価見通しの背景にある金融環境についても議論を行った。委員は、先行きも、金融システムの安定性が維持されるもとで、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続き、民間需要の増加を後押ししていくとの認識を共有した。一人の委員は、感染症が企業の債務返済能力に与える影響は不確実性が大きく、感染症の影響を強く受けている業種では、緩和的な金融環境のもとでも事業の継続が困難な企業が相応に出てくるリスクも念頭に置いておく必要があると指摘した。

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、感染症の動向やその経済への影響、とくに人々の感染症への警戒感とそのもとの消費行動については、不確実性が大きいとの見方で一致した。具体的に、委員は、感染力の強い変異株の流行などによって、人々の感染症への警戒感が根強く残る場合、経済が下振れるリスクがあるとの認識を共有した。一方で、委員は、ワクチンや治療薬の普及により、感染が抑制されるとともに、感染症への警戒感も大きく後退すれば、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。前者の下振れ方向のリスクについて、一人の委員は、ワクチンの接種率が7割まで達するなど、消費回復に向けた基盤は整いつつあるが、感染第5波がなぜ収束したのかあまり判然としない中で、第6波到来への警戒感

は根強く、消費回復の持続力には注意が必要であると指摘した。一方、後者の上振れ方向のリスクに関して、ある委員は、最近の人出と感染症の実効再生産数の関係を踏まえると、冬場にかけて人出が増える中でも感染拡大は抑制され、経済の回復ペースが想定以上に強まる可能性がある」と指摘した。

また、委員は、供給制約の影響についても留意が必要であるとの見方で一致した。具体的に、委員は、感染症の影響が和らぐにつれて、需要の偏りや生産・流通面でのボトルネックも解消に向かうとみられるが、供給制約の影響が想定以上に長引いたり拡大したりする場合には、見通し期間の前半を中心に経済が一段と下振れるリスクがあるとの見方で一致した。この点に関し、一人の委員は、足もとのサプライチェーン障害の直接の原因となっていた東南アジアの感染状況は落ち着き始めており、生産再開の動きも進んでいることから、輸出・生産面への下押し圧力は、早晚緩和されるとの見方を示した。一方で、この委員は、半導体を中心に、需要の急激な拡大に供給能力が十分に追い付いていない、という根本的な問題は残っているとの認識を示したうえで、この問題の解決には、設備投資によって供給能力を高める必要があるため、ある程度時間がかかる可能性がある」と述べた。

そのほか、委員は、リスク要因として海外経済の動向を取り上げたうえで、具体的に、感染症の動向とその影響、ワクチンの普及ペースとその効果、供給制約や資源価格上昇の影響、先進国の金融緩和縮小に向けた動きとその国際金融市場への影響、一部新興国・業種における企業の債務問題の帰趨などを指摘した。また、委員は、やや長い目でみたリスク要因として、企業や家計の中長期的な成長期待について、上下双方向に不確実性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、上記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の見方で一致した。更に、委員は、物価固有のリスク要因についても、議論を行った。まず、委員は、企業の価格設定行動には不確実性があり、とくに、マクロ的な需給ギャップの改善が続くもとで、企業の価格設定行動が想定どおり徐々に積極化していくかを注視する必要があるとの見方で一致した。この点に関連して、一人の委員は、感染症の影響で負債を抱えた企業が、収益力の向上に向けて、どの程度販売価格を引き上げていくか注目していると述べた。加えて、委員は、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及も、物価の上振れ・下振れ双方に繋がるリスク要因として、注視する必要があるとの見解を共有した。この点に関し、一人の委員は、今

次局面での国際商品市況の上昇は、基本的には世界的に需要が拡大する中で生じており、わが国全体でみれば、これまでのところ、輸出の増加や海外収益の拡大といったプラス効果が、原材料コスト上昇によるマイナスの影響を上回るとの見方を示した。

こうした議論を経て、委員は、リスクバランスについて、経済の見通しは、感染症の影響を中心に、当面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。物価の見通しについては、委員は、当面は、国際商品市況の上昇の影響などから上振れリスクもあるが見通し期間全体としてみれば、下振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。

また、委員は、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、わが国の金融システムの動向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。そのうえで、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あるが、現時点では、これらのリスクは大きくないとの見方を共有した。一人の委員は、感染症の影響を受けた中小企業の資金需要に応じて民間金融機関が行ってきた貸出の多くは、信用リスクが公的部門に移転される実質無利子・無担保融資であったことから、信用コストの上昇が抑制されている面があると指摘した。別の一人の委員は、地域金融機関について、中小企業の新たな資金需要の掘り起こしと持続的な地域創生への貢献に向けた取り組みの進捗状況を注視すべきであると述べた。

IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

当面の金融政策の基本的な運営スタンスについて、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で一致した。特別プロ

グラムを受けた金融環境の評価について、一人の委員は、昨年大きく増加した予備的な資金需要は落ち着いてきており、大企業では借入金を返済する動きが続いていると述べ、感染症の資金繰りへの影響は、売上げの低迷が続く業種や中小企業に限定されつつあるとの見方を示した。この委員を含む何人かの委員は、緊急事態宣言の解除を受けた対面型サービスの持ち直しに伴い、今後、企業金融の改善の裾野が広がっていくか、12月短観等の関連データを点検したいと述べた。別の委員は、特別プログラムについて、感染リスクが残る場合には何らかのかたちで継続することが適切と考えるが、仮に終了する場合でも、マクロ経済の回復という観点から、マイナスのショックを生じさせないよう慎重に行う必要があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、感染症の影響に関する不確実性が大きいもとでは、柔軟な対応を行う必要があると付け加えた。ある委員は、政策支援の継続を考える際には、低収益性企業の市場からの退出が抑制され、低賃金・低価格構造が温存されるデメリットについても注意が必要であると指摘した。この間、一人の委員は、特別プログラムの社債等の買入れについて、大企業の資金繰りが改善を続ける中で、価格形成メカニズム等の市場機能や年金・生保等の運用に与える影響にも、一層配慮する必要があるとの見方を示した。

委員は、金融政策運営の観点から、国際商品市況の上昇の影響について議論した。何人かの委員は、米欧を念頭に、インフレ率上昇の直接の原因が、供給要因による国際商品市況の上昇にある場合には、金融政策によって対応する必要がない一方、それがインフレ予想や賃金交渉などに2次的な影響を及ぼす場合には、金融政策面での対応が必要になる局面もあり得ると指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、①需要ショックと供給ショックのリアルタイムでの識別が難しいことや、②金融政策の効果波及にはラグがあることも考慮して、政策運営を行う必要があると述べた。こうした中、複数の委員は、わが国においては、交易条件の悪化への対応として、金融緩和の継続により需給ギャップを改善させ、価格転嫁が進み易くなる環境を醸成することが重要と指摘した。

更に、委員は、為替円安の影響についても議論した。何人かの委員は、為替円安の影響について、輸出を押し上げる効果は従来よりも低下しているが、海外収益の増加や株高を通じて日本経済全体に対してはプラスに作用しているとの見解を示した。一人の委員は、金融政策運営の観点から、為替円安の影響を考えるうえでは、経済全体へのマクロ的なインパクトの見極めが重要であるとの認識を示すとともに、

同時に、業種や規模、個々の経済主体によって、その影響が不均一であることも念頭に置く必要があると指摘した。別の委員は、このところ円安等に起因する物価上昇がみられるが、現状ではインフレ圧力の強まりが日本全体の経済厚生を低下させる可能性は低く、強力な金融緩和を維持すべきであると述べた。ある委員は、足もとの為替円安は、各国の物価上昇率や金融政策スタンスの違いを反映していると述べ、為替円安の影響を議論する際には、実体経済や金融市場を通じた様々な波及経路を総合的に考慮する必要があるとの見方を示した。複数の委員は、為替相場や資産価格は金融政策の重要な波及経路ではあるが、それ自体が目標ではないことにも留意すべきであると述べた。

委員は、以上の議論も踏まえ、先行きの金融政策運営の基本的な考え方についても意見を述べた。何人かの委員は、インフレ率が物価目標を下回るわが国では、きわめて緩和的な金融政策を粘り強く続けていくことが重要との見方を示した。ある委員は、わが国における金融政策の正常化とは、他国の政策動向にかかわらず、2%の「物価安定の目標」を安定的に達成することであり、目標に達していないもとでは金融緩和を修正する理由は全くないと述べ、対外的にも、この点は丁寧に説明すべきであるとの認識を示した。一人の委員は、家計の消費意欲や値上げ許容度が高まっていくためには、賃金上昇期待の高まり等を通じて将来不安を解消することが必要であるとし、企業収益の増加が賃上げに繋がるなど所得から支出への前向きの循環メカニズムが強まるよう、現在の金融緩和を粘り強く続け、経済を下支えしていく必要があると述べた。これに対して、別の一人の委員は、予期できる将来において「物価安定の目標」を達成することが難しいと見込まれる中では、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。

- 新内閣では、最大の目標であるデフレ脱却に向けて取り組む。また、総理指示を踏まえ、新型コロナウイルス対応に万全を期すとともに、成長と分配の好循環による「新しい資本主義」を起動させるため、総合的かつ大胆な経済対策を策定し、質の高い予算をつくり上げる。

- G20では、世界経済は、変異株の拡大などの下方リスクに晒されており、必要とされる間は、全ての利用可能な政策手段を用いるとの決意が再確認されるとともに、中央銀行が、物価安定を含む自らのマンデートを果たすために、必要に応じて行動することとされた。
- 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。

- わが国景気の現状は、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が、そのテンポが弱まっている。先行きについては、景気が持ち直していくことが期待されるが、サプライチェーンを通じた影響による下振れリスクに十分注意する必要がある。
- 新型コロナ対策の全体像については、予防、発見から早期治療までの流れを更に強化するとともに、最悪の事態を想定して、次の感染拡大に備えることを基本的な考え方とし、11月の早期に取りまとめられるよう具体化を早急に進めている。
- 引き続き、デフレからの脱却に努める。また、新型コロナ対応に万全を期すとともに、成長と分配の好循環による「新しい資本主義」を起動させるため、新たな経済対策を策定することとしており、総選挙後、速やかに決定できるよう、政府としてしっかり検討していく。
- 日本銀行においては、感染症の経済への影響等を十分注視しつつ、引き続き、適切な金融政策運営をお願いする。

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. 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、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、10月29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9月21、22日開催分）が全員一致で承認され、11月2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、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. 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、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。

(3年12月16、17日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2021年12月16日(14:00~15:50)
12月17日(9:00~11:50)

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 (16日)
	大家敏志	財務副大臣 (17日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (16日)
	黄川田仁志	内閣府副大臣 (17日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	清水誠一
企画局政策企画課長	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
企画局審議役	福田英司 (17日 10:13~11:50)
企画局企画調整課長	中嶋基晴 (17日 10:13~11:50)
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	門川洋一

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月27、28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（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（コロナオペ）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とGCレポレートは、11月積み期終盤にかけて幾分上昇したが、国債買現先オペを実施したこともあって低下し、それぞれ、 $-0.05\sim-0.01\%$ 程度、 $-0.10\sim-0.05\%$ 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、好調な企業決算等を背景に上昇したあと、オミクロン株の発生に伴いグローバルに市場センチメントが悪化した局面では下落するなど、振れの大きな展開となっている。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、円の対ドル相場は、市場センチメントや米国金利の動きに連れた振れを伴いつつ、横ばい圏内の動きとなっている。円の対ユーロ相場は、円高方向の動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、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。」

の生産水準は、2020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。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、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、感染症および供給制約の動向や、それら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、政府による経済対策の効果もあって、財消費を中心に増加している。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、設備投資は、機械投資を中心に増加している。物価動向をみると、PCEデフレーターの前年比は、去年の落ち込みによるベース効果に加え、経済活動の再開に伴う供給制約の影響もあって、高い伸びとなっている。

欧州経済は、回復している。個人消費は、経済活動の再開が継続するもとの、サービス消費を中心に、回復を続けている。企業部門をみると、業況感はサービス業を中心に改善を続けているものの、設備投資は、輸送機械を中心に弱含んでいる。物価面では、HICPの前年比は、去年の落ち込みによるベース効果や足もとのエネルギー価格の上昇などから、前年比+2%を大きく上回って推移している。

中国経済は、改善ペースが鈍化しているものの、基調として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ほか、半導体不足の影響から自動車販売が減速しているものの、雇用・所得環境の改善等を背景に、基調としては増加している。固定資産投資は、企業の債務問題等に伴う不動産投資の減速などから、横ばい圏内で推移している。こうしたもとの、生産は、電力供給問題のほか、供給制約の影響もあって、減速している。

中国以外の新興国経済は、感染者数が概ね抑制されるもとの内需・生産が改善しているほか、輸出の増加もあって、持ち直している。NIEs経済は、輸出の増加に内需の持ち直しも加わり、回復している。ASEAN経済は、感染症の影響を一部に残しつつも、内外需要の増加に支えられて持ち直している。

海外の金融市場をみると、先進国の株価は、オミクロン株への懸念から大幅に下落する局面もみられたが、足もとでは良好な企業決算もあって、米国を中心に上昇している。長期金利は、安全資産需要の高

まりから低下している。原油価格は、オミクロン株の発生に伴う需要減退懸念などから下落している。為替市場をみると、資源価格の下落等を受けて、新興国通貨が下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、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、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が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。

公共投資は、高水準ながら弱めの動きとなっている。7～9月のGDPの実質公的固定資本形成は、災害復旧関連工事の減少を主因に3四半期連続の前期比マイナスとなった。先行きの公共投資は、国土強靱化関連工事の進捗に支えられて、高水準で推移すると考えられる。

輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響による弱い動きが残っているものの、海外経済の回復を背景に、基調として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、ASEAN地域の感染症拡大に伴うサプライチェーン障害を背景に大きく落ち込んだあと、足もとでは増加に転じている。資本財や情報関連は、グローバルなデジタル関連需要の拡大を反映して、増加基調を続けている。先行きの輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響の緩和やデジタル関連を中心としたグローバル需要の堅調な拡大を背景に、再びしっかりと増加していくとみられる。

企業収益は、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は、4四半期連続で改善したあと、7～9月も2019年10～12月の感染症拡大前の水準をはっきりと上回る高水準を維持した。企業の業況感は、原材料コスト上昇や供給制約の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、対面型サービス業を含む幅広い業種で改善している。12月短観の業況判断DI（全産業全規模）は、2020年6月をボトムに6四半期連続で改善し、「良い」超に転じた。業種別にみると、製造業は改善が続き、感染症拡大前の水準を引き続き上回っている。非製造業は、感染状況の落ち着きや公衆衛生上の措置の全国的な解除を受けて、対面型サービスがはっきりと持ち直し、全体でも大きめの改善となった。

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。

7～9月のGDPの実質設備投資は、機械投資の一部に供給制約の影響がみられたこともあって、前期比マイナスとなった。先行きの設備投資は、企業収益の改善や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。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築着工（民間非居住用）の工事費予定額は、持ち直している。12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、2021年度は、一時的に控えられていた投資の再開に加え、企業収益の改善見通しもあって、前年比+8.4%と大幅な増加が計画されている。

個人消費は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が幾分和らぐもとで、徐々に持ち直している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、8月はデルタ株流行などからはっきりと減少したが、その後は、感染状況が改善に向かうもとで9月には増加に転じ、10月は、公衆衛生上の措置の全国的な解除を受けて大幅な増加となった。耐久財消費は、夏場にかけて、在宅関連需要の一巡や自動車等の供給制約から減少してきたが、足もとでは供給制約の緩和などから持ち直している。非耐久財消費は、外出意欲の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加している。サービス消費は、外食や国内旅行を中心に、9月に概ね下げ止まったあと、10月にははっきりと増加した。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、足もとにかけての個人消費動向を窺うと、食料品等の巣ごもり消費は外出機会の増加に伴って幾分減少しているが、耐久財は自動車が低水準ながらも増加しているほか、外食や国内旅行等のサービス消費についても、感染の抑制傾向が続くもとで、持ち直しを続けているとみられる。先行きの個人消費は、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らいでいくもとで、経済対策の効果やペントアップ需要の顕在化もあって、回復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。労働力調査の就業者数は、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。一人当たり名目賃金は、緩やかに増加しているが、感染症拡大前の水準を依然下回っている。先行きの雇用者所得は、緩やかな改善を続け、水準も明確に切り上がっていくとみられる。

物価面について、商品市況は、オミクロン株への懸念などを反映して一時的に下落する局面もみられたが、世界経済の回復や一部の供給制約を背景に、引き続き高水準で推移している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとし

た上昇を続けている。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（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースで見ると、+0.5%程度となっている。この間、予想物価上昇率は、持ち直している。家計、企業、エコノミスト、市場参加者のインフレ予想は、短期を中心に、商品市況の動きなどを反映して、感染症拡大直前の水準を上回って上昇している。一方、長期のインフレ予想は、短観における企業の物価見通しなど緩やかに上昇する指標もみられるが、幅広い上昇には至っていない。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、目先、エネルギー価格の上昇を反映してプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。その後は、一時的な要因による振れを伴いつつも、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調としては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、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

資金需要面では、商品市況高を受けた運転資金需要が一部で見られているが、感染症の影響を受けた予備的な需要など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。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。CP・社債の発行スプレッドは、日本銀行の買入れ増額の効果もあって、感染症拡大前の水準を下回って推移している。また、短観のCP発行環境判断DIは、改善傾向にあり、「厳しい」との回答割合も僅少となっている。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、それぞれ0%台半ば、1割程度となっており、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。企業の資金繰りは、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業を中心になお厳しさが残っているが、経済の持ち直しに伴い全体としては改善が続いている。短観の資金繰り判断DIをみると、全体として改善が続いているが、中小企業の水準は、大企業との対比で低位にとどまっている。同DIを業種別にみると、宿泊・飲食サービスや対個人サービスなどの弱さが目立つ一方、その

他の業種は感染症拡大前の水準を概ね回復している。この間、住宅ローン市場における家計の資金調達環境は、緩和的な状態が維持されている。

マネタリーベースの前年比は、9%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、4%程度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、①好調な企業決算や、②オミクロン株に関する不確実性、③米欧の金融緩和縮小の動きといった強弱双方の要因が意識され、振れの大きい展開となっているとの見方を共有した。一人の委員は、国際金融市場は、短期間のうちにセンチメントが変わりやすい神経質な地合いにあると述べた。別の一人の委員は、米国FRBによる資産買入れペースの減速や将来予想される利上げが、株安やそれに伴う為替相場の円高方向の動きを含め、内外金融市場に大きな影響を及ぼすリスクに注意が必要であると述べた。また、ある委員は、国際金融市場に関するリスク要因として、米国を始めとする各国の住宅価格の上昇や、ヘッジファンド等による暗号資産へのエクスポージャーの拡大を挙げた。

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。一人の委員は、現時点では、オミクロン株により需要が大幅に落ち込む兆候はみられないとの見方を示した。別の一人の委員は、先進国では、感染抑制と経済活動の両立を図る政策が選択されているが、感染リスクが残る中での経済正常化は、供給制約の速やかな解消を困難にし、物価や賃金の上昇に繋がっている面があると指摘した。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ほか、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、オミクロン株を含む変異株の拡大などの感染動向、供給制約の影響、資源価格の動向、米国でのインフレ動向と政策対応の影響、民間債務問題が懸念される中国の成長鈍化、地政学的リスクなどを指摘した。一人の委員は、オミクロン株に起因する人流の抑制は世界経済の回復の重石となって

いるが、仮に弱毒性が判明し、感染収束の兆しもみえてくる場合には、世界経済の回復ペースは加速するとともに、供給制約が深刻化する可能性がある」と述べた。この間、ある委員は、人々が安心して経済活動を再開し、世界経済が安定的な成長軌道に復するためには、世界に広くワクチンが行き渡り、新たな変異株の出現リスクについては感染・重症化を抑制していくことがきわめて重要であると述べた。

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、ISM指数は製造業・非製造業ともに高水準で推移するなど、米国経済の堅調な回復が続いているが、需要回復と供給制約による物価上昇圧力は一段と高まっていると述べた。別の一人の委員は、感染リスクを背景とした労働供給不足による賃金の上昇が、より高い賃金を求めた自発的離職の増加と更なる人手不足に繋がっていると指摘した。ある委員は、歴史的な物価上昇により実質賃金は前年比マイナスとなっており、物価上昇の更なる長期化や予想物価上昇率の上振れリスクを注視したいと述べた。別のある委員は、今後、米国FRBによる金融緩和の縮小が、インフレ率や成長にどのように影響するか注目していると述べた。

欧州経済について、委員は、回復しているとの認識で一致した。複数の委員は、ワクチン接種証明書の活用など、感染抑制と経済活動の両立を意識した施策が講じられるもとの、回復基調は維持されているとの見解を示した。そのうえで、このうちの一人の委員は、足もとでは、感染再拡大を受けて行動制限の内容が徐々に強化されており、それが先行きの経済に及ぼす影響に注意が必要であると述べた。

中国経済について、委員は、改善ペースが鈍化しているものの、基調としては回復を続けているとの見方を共有した。複数の委員は、不動産セクターの減速が、個人消費も含め経済全体に波及しつつある中、政府は、景気下支えに配慮しつつも、不動産セクターのデレバレッジを進める姿勢をなお維持しているとの認識を示した。別の複数の委員は、石炭供給の増加もあって、電力供給問題はひと頃より緩和されているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、世界的な脱炭素化の流れの中で、大規模な石炭火力発電所の新設は難しく、電力供給問題は、高齢化や各種の統制強化の動きとともに、中長期的な成長力の下押し要因となり得ると指摘した。

新興国経済について、委員は、持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、東南アジアについて、感染状況が落ち着くもとの、

サプライチェーンは正常化に向かっているとの認識を示した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、内外における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、7～9月のGDP成長率は、供給制約による下押しの影響が、輸出や生産だけでなく、個人消費や設備投資にも幅広く波及するもとの、大きめのマイナスになったとの認識を示した。別の一人の委員は、7～9月に経済を下押しした感染拡大や自動車等の減産に繋がった供給制約といった要因は、足もとでは改善に向かっていると述べた。複数の委員は、12月短観で企業の業況感は6四半期連続で改善するなど、供給制約の影響は一時的であり、企業部門の前向きの循環は途切れていないとの見解を示した。ある委員は、供給制約は未だに根強く残っているほか、変異株に関する不確実性はあるとしつつも、公衆衛生上の措置が段階的に解除される中で、消費者マインドは改善しており、わが国経済の持ち直し基調は強まっているとの考えを示した。

景気の先行きについて、委員は、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が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、回復していくとの見解で一致した。また、その後の景気展開について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが家計部門を含め経済全体で強まる中で、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、政府において賃上げ促進に向けた検討がなされている中、感染症への警戒が継続するもともども企業活動が活発化し、賃金と物価が大きなタイムラグを伴うことなくそれぞれ安定的に上昇することで、前向きな消費活動に結び付く好循環に繋がることが期待されると述べた。

輸出や生産について、委員は、供給制約の影響による弱い動きが残っているものの、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けているとの認識を共有した。一人の委員は、東南アジアでの感染拡大に起因する部品不足が緩和するもとの、自動車は増産に転じており、輸出や生産は一時的な減速局面を脱しつつあるとの見方を示した。先行きの輸出や生産について、委員は、供給制約の影響の緩和やデジタル関連を中心としたグローバル需要の堅調な拡大を背景に、再びしっかりと増加していくとの見方を共有した。

企業収益について、委員は、全体として改善を続けているとの見解で一致した。一人の委員は、上場企業の7～9月期の経常利益は、既往最高となった前期ほどではないにせよ、高水準を維持したと指摘した。原材料コスト上昇の影響について、ある委員は、交易条件の悪化に歯止めがかかっていないと指摘した。この点に関し、別のある委員は、規模・業種別にばらつきはあるが、交易条件が悪化した過去の局面では、売上数量の増加がこれを相殺して、企業収益は改善基調を維持したケースが多いとの認識を示した。そのうえで、この委員は、今次局面では、売上数量の増加に加え、輸出を中心とする価格転嫁による販売価格上昇も、収益改善に寄与していると指摘した。また、一人の委員は、最近の交易条件の悪化は、ドル建て原油価格の上昇など商品市況高の影響が大きく、為替円安の影響は大きくないとの認識を示した。この間、別の一人の委員は、わが国の企業が海外での地産地消を進めてきた結果、円安が企業業績や株価にもたらすプラスの効果は、かつてより小さくなってきているとの見解を示した。

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。先行きの設備投資について、委員は、企業収益の改善や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。何人かの委員は、12月短観の設備投資計画について、小幅な下方修正にとどまっており、高い伸びの増加計画が維持されているとの認識を示した。そのうえで、このうちの一人の委員は、イノベーションに繋がるソフトウェア投資や研究開発投資などの成長投資や、多くの国内従業者が働く非製造業・中小企業による設備投資の計画に、力強さがみられず、むしろ預金保蔵マインドの根強さが窺われると指摘した。

個人消費について、委員は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が幾分和らぐもとの、徐々に持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、公衆衛生上の措置の解除後も感染者数が抑制されているもとの、外食や国内旅行への需要が回復していると指摘した。この点に関し、一人の委員は、12月短観では、対面型サービス業の業況感が、なお低水準とはいえ大幅に改善していると述べた。オミクロン株の影響について、ある委員は、高頻度データや企業からの聞き取り調査を踏まえると、現時点では、消費者の行動が顕著に変化している様子は窺われないと指摘した。これに関し、別のある委員は、国民の感染症への適応が進む中で、現時点では冷静な受け止めが多いのではないかとの見方を示した。先行きの個人消費について、委員は、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和ら

いでいくもとで、経済対策の効果やペントアップ需要の顕在化もあって、回復していくとの見方を共有した。複数の委員は、高齢者を中心に感染症への警戒感根強く、大人数での飲食店の利用がなお低調となるなど行動様式が容易には元に戻らないとみられるもとで、先行きのサービス消費の回復ペースは緩やかなものになるとの見解を示した。

物価面について、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。複数の委員は、携帯電話通信料などの一時的な要因を除けば、消費者物価の前年比は、小幅なプラスとなっており、上昇圧力がみられるとの見解を示した。ある委員は、原材料価格の上昇等を背景に国内企業物価が歴史的な伸びを続ける中、消費者物価についても、基調的な上昇圧力が徐々に高まってきているように窺われると述べた。別のある委員は、足もとでは、食品やエネルギー関連だけでなく、幅広い品目で値上げが行われていると指摘した。一人の委員は、消費者物価の基調的な変動を捉える加重中央値や最頻値も、少しずつ上昇していると指摘した。

予想物価上昇率について、委員は、持ち直しているとの見方で一致した。ある委員は、12月短観では、仕入価格判断と販売価格判断のギャップが拡大しているが、企業の物価見通しが上方修正されるなど、これまで値上げによる売上減少への根強い警戒が指摘されてきた企業の価格設定行動に、変化の兆しが窺われると指摘した。

物価の先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、目先、エネルギー価格の上昇を反映してプラス幅を緩やかに拡大していくとの見方で一致した。その後については、一時的な要因による振れを伴いつつも、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調として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、12月短観では、雇用の不足感が強まり、設備の過剰感も解消するなど需給ギャップは改善傾向にあることが確認されたほか、このところの予想物価上昇率の高まりや国内企業物価の上昇も踏まえると、物価の基調的な上昇圧力は次第に強まる筋合いにあると述べた。別の一人の委員は、予想物価上昇率は中長期を含めて上昇しており、物価上昇圧力は、先行き高まっていくとの見方を示した。また、この委員は、政府が賃上げの推進を行う中、2022年以降の賃金上昇率が注目されると続けた。この間、ある委員は、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、2023年度末に「物価安定の目標」を達成するのは難しいが、企業の価格設定行動や予想

インフレ率の変化には注目していると述べた。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、オミクロン株の発生などに伴う感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に、引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。また、委員は、供給制約の影響が拡大・長期化するリスクにも留意が必要であるとの見方を共有した。一人の委員は、当面、感染症の動向や供給制約の影響など下振れリスクに注意が必要であるが、2022年度までを展望すると、政府の経済対策の効果や挽回生産の動きなど、上方修正要因も増えてきているとの認識を示した。複数の委員は、仮にオミクロン株の弱毒性が判明し、ブースター接種や経口薬の普及などにより人々の安心感が広がれば、ペントアップ需要の顕在化が明確となり、成長率が上振れるリスクもあると指摘した。一方、ある委員は、交易条件の悪化に加え、物流の混乱や供給制約の長期化も企業収益を押し下げる可能性があり、そうしたもとの、価格転嫁が十分に進まない場合には、利益から資本や労働への分配が滞るリスクが高まると指摘した。別のある委員は、海外経済の減速が国内経済の回復鈍化に繋がるリスクを指摘した。物価面のリスクについて、一人の委員は、わが国では感染症下においても雇用を維持してきたことから、先行き、米国のような賃金の急激な上昇が生じるとは考えにくいと、実体経済とともに物価も上振れるリスクが相応にあるとの認識を示した。別の一人の委員は、これまで、値上げ許容度の低さや賃金の上がりにくさといったわが国固有の事情を念頭に、物価は下振れリスクが大きいと判断してきたが、次回展望レポートでは、最近の予想物価上昇率や原材料コストの上昇などを踏まえ、こうした従来のリスク評価が妥当か、改めて点検する必要があると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。大企業について、委員は、CP・社債市場は良好な発行環境となっているほか、貸出市場でも予備的な流動性需要に落ち着きが見られるとの見方を共有した。また、中小企業の資金繰りについて、委員は、総じてみれば改善傾向にあるが、対面型サービス業など一部には、なお厳しさが残っているとの認識を共有した。金融機関の貸出運営スタンスに関して、一人の委員は、緩和的な状況が続いているとの認識を示した。何人かの委員は、貸出動向について、大企業では、一部の業種を除き、予防的に調達した借入金を返済する動きがみられると指摘した。ある委員は、感染症の影響を強く受ける一部業種や中小

企業では、企業の資金繰り上の困難は、流動性の問題から資本の問題に移っていると指摘した。この点に関して、別のある委員は、資本金の調達を行う先や、各種助成金などの国のサポートを受けている先も依然として少なくないと述べた。この間、委員は、住宅ローン市場でも、家計の資金調達環境は緩和的な状態が維持されているとの見解で一致した。

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。

当面の金融政策運営スタンスについて、委員は、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、2022年3月末に期限を迎える特別プログラムの4月以降の取扱いについて議論した。委員は、金融環境は、2020年春の感染症拡大直後には緩和度合いがいったん低下したが、特別プログラムの導入以降は、全体として改善しているとの評価を共有した。一人の委員は、今次局面では、日本銀行・政府の措置や、金融機関の積極的な対応もあって、企業の資金調達環境は、業況感の大幅な悪化に連動することなく、総じて緩和的な状態が維持されたと指摘した。そのうえで、この委員を含む多くの委員は、こうした政策対応は、その後の経済の回復や物価の下支えに、大きな効果を発揮してきたとの認識を示した。複数の委員は、特別プログラムの下支え効果として、企業倒産が歴史的な低水準に抑制されてきたことを挙げた。別の複数の委員は、感染症拡大直後から足もとまでの金融環境の改善状況を踏まえると、感染症という非常事態への対応として導入した特別プログラムの一部については、所期の役割をおおよそ終えており、終了に向かうべきであるとの認識を示した。

こうした議論を経て、委員は、大企業では、CP・社債市場が良好な発行環境となっており、貸出市場でも予備的な流動性需要に落ち着きが見られることなどを踏まえると、コロナオペのうち大企業向けや住宅ローンが中心となっている民間債務担保分に加え、CP・社債等の買入れ増額措置については、期限どおり終了することが適当であるとの見解で一致した。CP・社債等の買入れ増額措置に関して、複数

の委員は、C P・社債の信用スプレッドがきわめて低水準となるもとで、企業の信用力に応じた金利形成が難しくなっているという副作用にも配慮すべきであると指摘した。また、一人の委員は、こうした市場機能への影響に加えて、年金・生保等の運用に与える影響にも配慮し、C P・社債等の買入れは平常化することが適当であると述べた。

一方で、委員は、対面型サービス業などの中小企業の一部には、資金繰りになお厳しさが残っている点を踏まえ、コロナオペのうち中小企業等向けに相当する部分は半年間延長し、中小企業等の資金繰り支援に万全を期すことが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、対面型サービス業などの中小企業は、感染が再拡大した場合、資金繰り悪化などの悪影響を受けやすいことに留意する必要があると述べた。コロナオペの制度融資分について、何人かの委員は、民間金融機関が行う実質無利子・無担保融資が大部分を占めている中、同融資は政府が信用リスクをカバーしているほか、新規申込みが既に終了している点を踏まえ、延長の際には、付利等のインセンティブを見直してはどうかと述べた。加えて、このうちの一人の委員は、コロナオペの制度融資分は、バックファイナンス措置であることを明確にすべきであるとの見解を示した。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、4月以降の特別プログラムの具体的な取扱いについて、どのような対応が考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、次のとおり説明を行った。

- コロナオペについては、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 中小企業等向けのプロパー融資分は、現行の取扱いのまま、期限を2022年9月末まで半年間延長する。
 - ・ 中小企業等向けの制度融資分は、以下のとおりインセンティブを見直したうえで、バックファイナンス措置として、期限を2022年9月末まで半年間延長する。
 - ①貸出促進付利制度上の付利金利を+0.1%（カテゴリーⅡ）から0%（カテゴリーⅢ）へと引き下げる。
 - ②マクロ加算残高への算入額を、利用残高の2倍から利用残高相当額へと引き下げる。
 - ・ 大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分は、期限どおり、2022年3月末をもって終了する。
- C P・社債等の買入れについては、以下の取扱いとすることが考

えられる。

- ・ CP・社債等の買入れ増額措置は、期限どおり、2022年3月末をもって終了する。
- ・ 2022年4月以降は、感染症拡大前と同程度の買入れペースに戻し、残高水準を感染症拡大前（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に引き下げていく。なお、一定の前提を置いて試算すると、感染症拡大前の水準まで残高が減少するのに、CP等は半年程度、社債等は5年程度を要するとみられる。
- ・ 買入れ条件は、以下のとおり、感染症拡大前に戻す。
 - ①一発行体当たりの買入れ残高の上限を、CP等については5,000億円から1,000億円に、社債等については3,000億円から1,000億円に、それぞれ引き下げる。
 - ②一発行体の総発行残高に占める日本銀行の保有割合の上限を、CP等については50%から25%に、社債等については30%から25%に、それぞれ引き下げる。
 - ③買入れ対象とする社債等の残存期間を、1年以上5年以下から、1年以上3年以下に短縮する。

執行部の説明を踏まえ、委員は、特別プログラムの一部について、所要の見直しを行ったうえで、期限を半年間延長することが適切であるとの見解で一致した。一人の委員は、緊急措置である特別プログラムについて、資金繰りに不安を抱える中小企業向け支援に集中させる方向での見直しは適切であり、翌年の事業計画の検討を始める年内に延長を決定すべきであると指摘した。別の一人の委員は、オミクロン株の発生など感染動向を巡る不確実性は引き続き高いため、今回合合で特別プログラムの一部延長を決定し、早めに来年度以降の方針を明らかにすることで、中小企業やそれを支える金融機関に安心感を与えることが望ましいとの考えを示した。

また、委員は、今回の特別プログラムの見直しがマネタリーベース等に及ぼす影響についても議論した。ある委員は、今回の特別プログラムの見直しに際しては、経済や物価に悪影響がないことや、マネタリーベースの拡大方針との整合性を説明する必要があると指摘した。この点に関し、一人の委員は、2020年春以降のマネタリーベースの増加は、感染症拡大による企業等の予備的な流動性需要の高まりに対し、日本銀行が潤沢な資金供給によって応えてきた結果であり、感染症の影響が和らげば、流動性需要の後退に伴い、マネタリーベースも減少

する筋合いにあるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、このようなマネタリーベースの変動は短期的なものであり、そうした変動を均した長期的なトレンドで見れば、マネタリーベースの増加基調は維持されるため、オーバーシュート型コミットメントとは矛盾しないと述べた。別の一人の委員は、イールドカーブ・コントロールのもとでは、マネタリーベースは長期金利の目標水準への誘導のための資産購入によって事後的に決まる側面が強いことから、マネタリーベースの一時的な減少自体には大きな意味はないとの見解を示した。そのうえで、この委員は、特別プログラムは緊急時の流動性対策であり、通常のマクロ経済政策とは異なることを丁寧に説明すべきであると述べた。

更に、委員は、先行きの金融政策運営の基本的な考え方についても意見を述べた。委員は、今回の特別プログラムの一部延長後も、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。一人の委員は、感染症によって状況が大きく変わる場合には、企業の資金繰り対策を超える政策対応が必要になるかもしれないと述べたうえで、その場合には、政府と協調して躊躇なく政策を打ち出す旨をしっかりと対外的に説明すべきであるとの考えを示した。別の一人の委員は、特別プログラムは、感染症対応の政策であり、基本的には感染症の影響が収束すれば手仕舞いさせるべきものであるとの認識を示したうえで、将来、特別プログラムを全て手仕舞いすることになったとしても、それは感染症対応の終了であり、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとの金融緩和の縮小を意味するものではないと述べた。ある委員は、わが国の物価上昇は原油・資源価格上昇を受けた部分が相応にあり、中長期の予想物価上昇率は2%の「物価安定の目標」にアンカーされていないとの認識を示した。そのうえで、この委員は、現段階での金融緩和政策の修正は、感染症からの回復に水を差し、景気後退と物価下落をもたらしかねず、時期尚早であると指摘した。別のある委員も、わが国の物価を巡る動向は、米国とは大きく異なっており、現行の金融緩和スタンスを粘り強く継続することが重要であると述べた。この間、一人の委員は、需給ギャップと予想インフレ率を高めるべく金融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考えを示した。別の一人の委員は、持続的な成長と物価安定目標の実現には、企業から新たな投資資金需要が生まれ、資金循環が大きくなる構造が必要であり、その実現に向けた各経済主体の取り組みを丹念にみていくことが重要である旨を述べた。

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、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、2020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。

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。

- 特別プログラムの延長は、日本銀行が今後も企業金融の円滑確保に万全を期す姿勢を示すものと受け止めている。政府としても、日本政策金融公庫等による金利を引き下げた無担保の融資を継続するなど、資金繰り支援に取り組んでいる。
- 11月に、政府は、感染症対応に万全を期すとともに、「新しい資本主義」を起動させ、成長と分配の好循環を実現するために必要な施策を盛り込んだ「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を策定した。現在、これを実行するための補正予算が国会審議中である。また、来年度予算の作業を進めている。更に、12月10日に取りまとめられた与党税制改正大綱では、賃上げにかかる税制について、企業の税額控除率を大幅に引き上げることなどを盛り込んでおり、政府としても適切に対応していく。
- 今後とも、日本銀行には、政府と連携し、経済・物価・金融情勢を踏まえ、適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、景気の下支えや下振れリスクへの対応に万全を期し、「新しい資本主義」を起動させるため、経済対策を閣議決定した。具体的には、感染症対策に加え、経済社会活動の再開に向けた需要喚起策、成長と分配の好循環を起動させるための成長分野への投資や「人」への投資の抜本的強化などに取り組む。
- 本対策の規模は、予備費を含め、財政支出で56兆円程度、事業規模で79兆円程度となっている。実質GDPの下支え・押し上げ効果は5.6%程度であり、スピード感をもって実施し、日本経済を一日も早く成長軌道に乗せて参る。
- 今回の特別プログラムに関する決定は、政府の経済対策に呼応し、中小企業等の資金繰り支援に万全を期すものである。日本銀行におかれては、政府の経済対策を踏まえた適切なポリシーミックスのもと、引き続き、緊密な連携と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、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. 「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一部を見直したうえで、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、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、特別プログラムの一部延長などを内容とする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。

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2021年10月27、28日開催分）が全員一致で承認され、

12月22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. 新型コロナウイルス感染症は、引き続き内外経済に大きな影響を及ぼしているが、わが国の金融環境は、全体として改善している。大企業についてみると、CP・社債市場は良好な発行環境となっているほか、貸出市場でも予備的な流動性需要に落ち着きがみられる。中小企業の資金繰りについては、総じてみれば改善傾向にあるが、対面型サービス業など一部には、なお厳しさが残っている。こうした情勢を踏まえ、日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、中小企業等の資金繰りを引き続き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の一部について、以下のとおり、期限を2022年9月末まで半年間延長することを決定した。

(1) 新型コロナ対応金融支援特別オペ（全員一致）

- ①感染症対応にかかる中小企業等向けのプロパー融資分は、現行の取扱いのまま、期限を半年間延長する。
- ②感染症対応にかかる中小企業等向けの制度融資分は、2022年4月以降、貸出促進付利制度上の付利金利を0%（カテゴリーⅢ）、マクロ加算残高への算入は利用残高相当額としたうえで、バックファイナンス措置として期限を半年間延長する。
- ③大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分は、期限どおり、2022年3月末をもって終了する。

(2) CP・社債等の買入れ

CP・社債等の買入れ増額措置は、期限どおり、2022年3月末をもって終了する。2022年4月以降は、感染症拡大前と同程度の買入れペースに戻し、CP・社債等の買入れ残高を、感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に引き下げていく。

2. 金融市場調節方針、長期国債以外の資産の買入れ方針については以下のとおりとする。

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

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、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）

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。

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。そうしたもとの、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響による弱い動きが残っているものの、基調として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、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が幾分和らぐもとの、徐々に持ち直している。住宅投資は持ち直している。公共投資は高水準ながら弱めの動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、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、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、持ち直している。

4. 先行きのわが国経済を展望すると、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が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。その後は、所得から支出

への前向きの循環メカニズムが家計部門を含め経済全体で強まるなかで、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る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、エネルギー価格の上昇を反映してプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。その後は、一時的な要因による振れを伴いつつも、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調として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、引き続き感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。とくに、感染抑制と経済活動の両立が円滑に進むかどうか不確実性が高いほか、一部で見られる供給制約の影響が拡大・長期化するリスクにも留意が必要である。

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、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。

(4 年 1 月 17、18 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2022 年 1 月 17 日 (14:00~15:55)
1 月 18 日 (9:00~11:39)

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 (17 日)
	大家敏志	財務副大臣 (18 日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (17 日)
	黄川田仁志	内閣府副大臣 (18 日)

(執行部からの報告者)

理事	内田真一
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 (17 日 14:51~15:55)
企画局政策企画課長	川本卓司
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	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
政策委員会室企画役補佐	大庭英正
企画局企画調整課長	中嶋基晴 (17 日 14:51~15:55)
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	安藤雅俊

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（12月16、17日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（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（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（コロナオペ）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。

民間における気候変動対応を支援するため、気候変動対応オペの初回オファーを行い、2.0兆円の貸し付けを実行した。

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、 $-0.03\sim-0.01\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.09\sim-0.06\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばいとなっている。

株価（TOPIX）は、本年初まで、オミクロン株に対する警戒感の後退を背景に上昇したが、その後は、米欧長期金利の上昇に伴う米欧株価の軟調を受けて下落し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなっている。長期金利は、米国長期金利に連れて強含んでいるが、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、円の対ドル相場は、米国長期金利の上昇もあって、円安方向の動きとなったが、足もとでは、若干の巻き戻しの動きもみられる。円の対ユーロ相場は、欧州長期金利の上昇もあって、円安方向の動きとなっている。

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

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。オミクロン株の流行に伴い、新規感染者数は、既往ピークを上回り急速に増加しているが、多くの国・地域では、公衆衛生上の措置の対象を絞りつつ、経済活動の再開が継続している。こうしたもとで、グローバルにみた企業の業況感は改善しており、製造業の生産水準や貿易量も増加している。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、感染症および供給制約の動向や、それら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。

地域別にみると、米国経済は、回復している。個人消費は、政府による経済対策の効果もあって、財消費を中心に増加が続いている。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で、設備投資は増加を続けている。物価動向をみると、PCEデフレーターの前年比は、供給制約の影響などもあって、高い伸びとなっている。

欧州経済は、回復している。個人消費は、経済活動の再開が継続するもとで、サービス消費を中心に、回復を続けている。企業部門をみると、業況感は改善を続けているものの、設備投資は弱めとなっている。物価面では、HICPの前年比は、足もとのエネルギー価格の上昇などから、2%を大きく上回って推移している。

中国経済は、基調としては回復しているものの、改善ペースが鈍化した状態が続いている。個人消費は、一部で感染症の影響が残るほか、半導体不足の影響から自動車販売が減速しているものの、雇用・所得環境の改善等を背景に、基調としては増加している。固定資産投資は、企業の債務問題等に伴って不動産投資が減速していることなどから、概ね横ばい圏内で推移している。こうしたもとで、生産は、電力供給問題のほか、供給制約の影響もあって、減速した状態が続いている。

中国以外の新興国経済は、内外需要の改善により、持ち直している。NIEs経済は、輸出の増加が続くもとで、感染症の影響緩和に伴い内需も持ち直しており、回復している。ASEAN経済は、感染症の影響を一部に残しつつも、内外需要の増加に支えられて、持ち直して

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の金融緩和の早期縮小観測が台頭したことから、はっきりと上昇している。先進国の株価は、長期金利上昇による下押しの影響を受けつつも、オミクロン株による景気悪化懸念が後退するもとの、期間を通じてみれば小幅に上昇している。為替市場をみると、リスクセンチメントの改善を主因に、新興国通貨は小幅に上昇している。この間、原油価格は、感染拡大に伴う需要減退懸念が緩和する中で、上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、内外における感染症の影響が徐々に和らぐもとの、持ち直しが明確化している。先行きについては、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らぐもとの、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。

輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けている。業種別の生産をみると、輸送機械は、A S E A N地域における感染拡大に起因した部品調達難の影響から大幅に減少したあと、増加しているが、なお供給制約の影響がみられる。はん用・生産用・業務用機械は、内外の堅調な設備投資需要を背景に、増加基調を続けている。電子部品・デバイスは、スマートフォン向けに弱めの動きがみられるが、データセンター向けの半導体等が堅調に推移するもとの、全体では高水準で推移している。先行きの輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響が緩和するもとの、増加していくと考えられる。

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。機械投資の一致指標である資本財総供給は、携帯電話基地局など一部に部品不足の影響は引き続きみられるが、自動車関連における供給制約の緩和などから、増加に転じている。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、供給制約の影響が緩和していくもとの、企業収益の改善や緩和的な金融環境に支えられて、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、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、物流施設等が増加傾向にあることに加え、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。

個人消費は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとで、持ち直しが明確化している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、緊急事態宣言等の全国的な解除以降、昨年10月、11月とはっきりとした増加を続け、感染症拡大以降のピークとなる2020年11月の水準にほぼ並んだ。耐久財消費は、昨年夏場にかけて、在宅関連需要の一巡や自動車等の供給制約から減少してきたが、その後は持ち直している。非耐久財消費は、飲食料品や日用品が堅調に推移する中、外出意欲の持ち直しなどによる衣料品等の増加も加わり、増加している。サービス消費は、外食や国内旅行を中心に、10月、11月ははっきりと増加している。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、昨年12月から本年1月初にかけての個人消費動向を窺うと、耐久財では自動車が供給制約の緩和に伴い増加を続けたほか、サービス消費についても、オミクロン株を巡る不透明感が意識されつつも、年始までの感染状況が総じて抑制されていたこともあり、少人数利用での外食や国内旅行を中心に持ち直し基調を続けているとみられる。ただし、1月入り後は、新規感染者数が増加し、一部地域でまん延防止等重点措置が適用されたため、対面型サービス消費を中心に、目先の不透明感が高まっているとの声が聞かれている。先行きの個人消費は、当面、感染症への警戒感などが重石となるものの、ワクチンの普及などにより感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、ペントアップ需要の顕在化や政府の経済対策による後押しもあって、回復していくと予想される。

雇用・所得環境をみると、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。労働力調査の就業者数は、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。ただし、正規雇用は、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。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が、有効求人倍率の先行指標である新規求人倍率は、足もとでは宿泊・飲食の求人増加を背景に上昇している。一人当たり名目賃金は、緩やかに増加しているが、感染症拡大前の水準を依然下回っている。先行きの雇用者所得は、景気の改善に伴い緩やかな増加を続け、水準も明確に切り上がっていくと予想される。

物価面について、商品市況は、オミクロン株拡大に伴う不確実性がある中でも、世界経済の回復継続を背景に、引き続き高水準で推移している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとした上昇を続けている。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がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、小幅のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースでみると、0%台半ばのプラスとなっている。この間、予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。最近公表された家計、企業、エコノミスト、市場参加者のインフレ予想指標をみると、短期を中心に、商品市況の動きなどを反映して、感染症拡大直前の水準を上回って上昇しているものが多い。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、エネルギー価格が上昇し、原材料コスト上昇の価格転嫁も緩やかに進むもとの、携帯電話通信料下落の影響も剥落していくことから、振れを伴いつつも、プラス幅を拡大していくと予想される。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

資金需要面では、一部では原材料コストの上昇を受けた運転資金需要がCP市場を中心にみられているが、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要など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。CP・社債市場では、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、それぞれ0%台半ば、9%程度となっており、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。企業の資金繰りは、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業を中心に、なお厳しさが残っているが、経済の持ち直しに伴い全体としては改善が続いている。

この間、マネタリーベースは、ひと頃に比べ減速しつつも、足もとではなお前年比8%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、3%台後半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、高水準の貸出残高や、手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、幾分上昇している。地域銀行と信用金庫の収益も、高水準の新型コロナ関連融資残高などを背景に、堅調に推移している。信用コストは、低水準となっている。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 4 指標について、過熱方向にトレンドから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おり、金融活動の過熱感を表すものとはみられない。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、引き続き注視する必要がある。

II. 貸出増加支援資金供給の今後の取扱い

1. 執行部からの説明

貸出増加支援資金供給の利用残高をみると、伸びは一服しているが、高水準で推移しており、本資金供給は、引き続き、きわめて緩和的な金融環境の形成に貢献している。引き続き、金融機関による貸出増加に向けた取り組みを促す観点から、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を行い、本資金供給を 1 年間延長することが考えられる。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表することとされた。

III. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢の現状

国際金融市場について、委員は、オミクロン株の帰趨とその経済への影響に関する不確実性や、米国等の金融緩和の縮小の動きへの警戒感などから、振れの大きい展開となっているとの見方を共有した。

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。何人かの委員は、海外経済は、オミクロン株の感染拡大や供給制約の影響を受けつつも、欧米を中心にウィズコロナを前提とした経済活動が定着するもとの、回復傾向を維持しているとの見解を示した。一人の委員は、オミクロン株は、その感染力の高さから、幅広い経済活動を停滞させ、実体経済を下押しするリスクがあるが、これまでのところ、グローバルな経済活動全体に大きな支障を来す事態とはなっていないと述べた。

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。一人の委員は、米国経済は、オミクロン株の感染拡大や供給制約が逆風となっているものの、個人消費を中心に回復を続けていると述べた。複数の委員は、米国では、景気拡大と労働需給の引き締め、供給制約の長期化、原材料価格の高止まりを背景に、賃金の上昇と高い伸びのインフレが続いているとの見方を示した。この間、ある委員は、米国において、高いインフレ率が続き、利上げ開始も予想されているにもかかわらず、イールドカーブの水準や傾きがなお低位にとどまっている事実は、同国において、長期的には低成長・低インフレ・低金利が定着していく可能性を示唆していると述べた。

欧州経済について、委員は、回復しているとの見方を共有した。一人の委員は、欧州経済は、感染者数の増加から、一部地域で公衆衛生上の措置を再強化する動きもみられるが、全体としては回復を続けていると述べた。別の一人の委員は、欧州のPMIは、感染拡大や供給制約の影響などから低下しているが、それでもなお節目の50をはっきりと上回っており、景気の回復基調は維持されていると述べた。ある委員は、ユーロ圏でもECBの予想を上回る物価の上昇が長期化しつつあるが、米国や英国とは異なり、賃金の明確な上振れは顕在化していないと述べた。

中国経済について、委員は、基調としては回復しているものの、改善ペースが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、不動産セクターにおける調整に加え、ゼロコロナ政策に伴う厳しい行動制限もあって、中国経済は改善ペースが鈍化しているとの見方を示した。

中国以外の新興国経済について、委員は、持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、ASEANなどの新興国では、オミクロン株の感染拡大に対する警戒感が強まっているものの、ワクチン接種率の着実な高まりに支えられて、景気は持ち直していると述べた。

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、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、長引く感染症や供給制約の影響、原材料コスト上昇の経済活動への影響には注意する必要があるが、金融システムが全体として安定性を維持するもとの、金融環境も緩和した状態にあると述べた。別の一人の委員は、前回会合で決定した特別プログラムの一部延長は、市場や金融機関に冷静に受け止められているとの認識を示したうえで、最近の感染拡大を受けても、CP・社債市場に特段の変調の兆しは窺われず、企業の資金調達環境はきわめて緩和的な状態が維持されていると述べた。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・物価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が徐々に和らぐもとの、持ち直しが明確化しているとの見方で一致した。ある委員は、企業部門と家計部門が足並みを揃えて改善していることを踏まえると、景気判断を前進させることが適当であると述べた。

輸出や生産について、委員は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けているとの認識で一致した。何人かの委員は、東南アジアの感染拡大に起因する部品の供給制約が緩和するもとの、11月の輸出・生産は、自動車関連が大幅な増加となったほか、デジタル関連や設備投資関連も堅調だったとの見方を示した。

企業部門について、委員は、企業収益や業況感は全体として改善を続けており、そのもとの、設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直しているとの認識を共有した。一人の委員は、企業収益は、資源価格上昇による下押しの影響を受けつつも、売上数量の増加に支えられて増加基調を続けており、そうしたもとの、設備投資も成長分野を中心に活発になってきていると述べた。ある委員は、日本企業が先送りしてきたデジタル化や気候変動対応は、事業の成長にとって喫緊の課題となったとの認識を示したうえで、昨年12月の気候変動対応オペの結果は、中小企業を含め、気候変動対応が大きく進展する可能性を示しており、今後、企業の取り組み状況や関連する投資計画をしっかりと把握・分析していく必要があると述べた。また、為替レートと企業活動の関係について、一人の委員は、本邦企業は、生産、販売、投資、資金管理の各方面で、海外での活動を拡大・高度化させており、為替変動の影響は、以前と比べて一段と複雑化していると述べた。

個人消費について、委員は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとで、持ち直しが明確化しているとの見方で一致した。何人かの委員は、感染の落ち着きと行動制限の緩和を受けて、個人消費は、対面型サービスを含め、年末年始頃にかけて明確に持ち直したとの見解を示した。このうちの一人の委員は、年末年始には、帰省ラッシュや初詣・初売りなどの賑わいが戻り、経済社会活動が正常な姿を取り戻しつつあるようにも窺われたと述べた。また、為替変動が消費関連マインドに及ぼす影響について、ある委員は、景気ウォッチャー調査には、足もとで「円安」に言及するコメントは殆どなく、マインド面への悪影響は確認されていないと指摘した。

物価面について、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の影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、小幅のプラスとなっているとの見方で一致した。一人の委員は、携帯電話通信料などの一時的要因やエネルギー価格を除いた、実力ベースでみた消費者物価の前年比は、0%台半ばのプラスとなっていると述べた。また、別の一人の委員は、消費者物価の基調的変動を示す刈込平均値、加重中央値、最頻値、上昇・下落品目比率は、財を中心とした価格上昇の拡がりを反映して、緩やかに上昇していると指摘した。複数の委員は、国内企業物価が40年振りの高い上昇率となったことが示すように、企業は企業間取引を中心に価格転嫁の動きを積極化させているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、1月の支店長会議でも、企業の価格設定スタンスについて、前向きな声が多かったとの認識を示した。この間、一人の委員は、足もとのGDPデフレーターは、輸入物価の上昇を国内の販売価格に十分に転嫁できていないことを示していると述べたうえで、物価動向の判断にあたっては、消費者物価の基調的な変化に加え、GDPデフレーターや雇用・所得動向など幅広い指標をみていく必要があるとの見解を示した。別の一人の委員は、欧米対比でわが国の物価が弱い背景や、物価の基調を見極めるうえでの各種コア指標の有用性、物価指数の人々の体感や実際の生活コストとの関係など、物価に関する分析を外部の知見も借りながら深めていく必要があると述べた。ある委員は、生活に身近な幅広い財の価格が上昇し、統計上のインフレ数値と生活上のインフレ実感の乖離が拡がる可能性があり、注意する必要があると述べた。

予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの見方で一致した。一人の委員は、インフレ予想は、短期が中心ではあるが、家計、企業、専門家ともに緩やかに上昇しているとの評価を述べた。

2. 経済・物価情勢の展望

2022年1月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らぐもとで、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、わが国経済は回復していくとの見方で一致した。その後の見通しについても、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが家計部門を含め経済全体で強まる中で、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、オミクロン株の弱毒性が判明し、3回目のワクチン接種や経口薬の認可が進む中で、人々の間に安心感が広がっていけば、ペントアップ需要を伴う力強い回復が期待できると述べた。別の一人の委員も、オミクロン株の影響を克服することができれば、わが国経済の回復基調は徐々に強まっていくと述べた。一方、ある委員は、供給制約が自動車関連の生産や設備投資に及ぼすマイナスの影響は、前回展望レポート時点よりも大きくなっているとの見方を示した。別の委員は、まん延防止等重点措置の適用地域が増える見込みの中、自主的な行動制限の動きがある程度広がることは避け難く、実質GDPが感染症拡大前の水準に復する時期は、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、国・地域ごとにばらつきを伴いつつも、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、成長を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、オミクロン株の感染拡大が海外経済の回復の重石となっているものの、収束の兆しがみえてくれば、回復ペースは加速していくとの見通しを示した。

わが国の財の輸出について、委員は、当面は、部品の供給制約の緩和から自動車関連を中心にはっきりと増加するとの見方で一致した。その後についても、委員は、デジタル関連を含むグローバル需要の堅調な拡大を背景に、輸出増加を続けるとの見方で一致した。委員は、生産についても、供給制約の影響が和らぐもとで、堅調な海外需要に支えられて、しっかりと増加していくとの見通しを共有した。

設備投資について、委員は、対面型サービス部門の弱さは当面残るものの、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、脱炭素化関連の研究開発投資などを中心に、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、世界的な需要の拡大が続く半導体などの生産能力の増

強、気候変動対応、都市開発、物流施設の拡充など、設備投資需要は、持続性を伴って拡大することが期待できると述べた。別の一人の委員は、設備投資の2021年度の着地と2022年度の計画が増加モメンタムを維持できるかどうか注目していると述べたうえで、有形資産の設備投資だけでなく、人的資本投資や研究開発投資、ソフトウェア投資などの無形資産投資の動向も合わせて分析していくことが重要であるとの見解を示した。

個人消費について、委員は、当面、感染症への警戒感などが重石となるものの、ワクチンの普及などにより感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、サービス等のペントアップ需要の顕在化や政府の経済対策による後押しもあって、回復していくとの見方で一致した。その後の個人消費についても、委員は、ペースを鈍化させつつも、雇用者所得の改善に支えられて、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、2022年1～3月期については、オミクロン株の感染拡大が、対面型サービスを中心に、ペントアップ需要を抑制し、個人消費を再度下押しすると見込まれるが、その後は、3回目のワクチン接種の進捗により感染拡大が抑制される中、消費活動が段階的に活発化していくと述べた。

雇用者所得について、委員は、内外需要の回復に伴う雇用者数の増加や、人手不足感の強い業種における賃金上昇を反映して、緩やかに増加していくとの見方を共有した。賃金の先行きに関連して、一人の委員は、政府による賃上げ促進に向けた取り組みの効果や、そのもとでの今年の春季労使交渉の帰趨に注目していると述べた。別の一人の委員は、わが国の正規雇用の賃金には、制度的に下方硬直性があり、その結果として、企業が引き上げを避けようとする上方硬直性も存在すると指摘した。そのうえで、この委員は、わが国では、欧米に比べて賃金上昇のハードルは高いが、労働需給の逼迫が臨界点に達した場合、賃上げが急速に拡がる可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、現状、労働供給の減少と賃金の上昇は局所的な動きにとどまっていると指摘したうえで、先行きの賃金・所得動向は、政府の経済対策や強制貯蓄の取り崩しにより、需要がどの程度盛り上がるかに依存するとの見方を示した。この間、ある委員は、「団塊の世代」が70歳台半ばを迎える中で、労働参加率の更なる上昇は難しくなるとみられるため、生産性の向上が重要であると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、前回と比べると、2021年度は供給制約の影響から下振れている一方、2022年度は政府の経済対策の効果や挽回生産などを背景に上振れていると

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、消費者物価の前年比は、当面、エネルギー価格が上昇し、原材料コスト上昇の価格転嫁も緩やかに進むもとで、携帯電話通信料下落の影響も剥落していくことから、振れを伴いつつも、プラス幅を拡大していくとの見方で一致した。その後についても、委員は、エネルギー価格上昇による押し上げ寄与は減衰していくものの、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどによる基調的な物価上昇圧力を背景に、見通し期間終盤にかけて1%程度の上昇率が続くとの見方を共有した。

こうした物価見通しの背景について、委員は、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、足もとではマイナス圏で推移しているが、先行きは、潜在成長率を上回る成長経路に復していくもとで来年度前半頃にはプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続くとの見方を共有した。また、委員は、家計の値上げ許容度は賃金上昇率の高まりなどを反映して緩やかに改善するほか、企業の価格設定スタンスも徐々に積極化することから、コスト転嫁と価格引き上げの動きが広がっていくとの認識で一致した。そのうえで、委員は、現実の物価上昇率の高まりは、適合的期待形成を通じて、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇に繋がり、更なる物価上昇を後押ししていくとの見方を共有した。一人の委員は、本年4月以降、携帯電話通信料の引き下げ要因が剥落し、それに諸要素が重なれば、消費者物価の前年比は瞬間風速的に2%に近い水準まで上昇する可能性があるとして指摘したうえで、その後については、物価上昇の背後にある要因や、それが持続する力が備わっているかが重要であると述べた。別の一人の委員は、消費者物価は、2022年前半に一時的に1%台半ばに到達する可能性はあるが、その後もモメンタムが維持されて2%の「物価安定の目標」に近づき安定的に推移するかは、賃金上昇率と中長期インフレ予想の動向、更には、これらを規定する需要の強さに依存すると述べた。ある委員は、コロナ禍を契機に、多くの企業がデフレ期において有効だった薄利多売型のビジネスモデルの限界を認識し、価格設定行動を変化させることで、物価上昇圧力が強まっていくとの見方を示した。別のある委員は、最近、値上げを表明した企業の株価が上昇する傾向がみられると指摘したうえで、市場が値上げ力に注目している現状では、値上げの動きが今後更に広がり、中長期の予想インフレ率の上昇に繋がる可能性があるとして述べた。この間、一人の委員は、企業の価格設定行動や予想インフレ率に変化がみられるもの

の、需給ギャップや予想インフレ率の動向を踏まえると、2023年度末に「物価安定の目標」を達成するのは難しいと述べた。

多くの委員は、先行き、原材料コスト上昇の価格転嫁が進むと予想されるもとで、消費者物価の基調を見極めることの重要性が高まっており、そうした観点からは、サービス価格のコストの大半を規定し、かつ家計の値上げ許容度にも影響を与える賃金の動向に注目しているとの認識を示した。一人の委員は、2022年度以降の物価上昇が、硬直的とされるサービス価格にも広がっていくのか、更には、賃金や所得の上昇を伴った持続的なものとなっていくのか、といった観点から、物価の基調をしっかりと見極めていくことが重要であると述べた。別の一人の委員も、消費者物価が基調的に上昇していくためには、賃金の上昇を伴ってサービス価格が上昇していくことが必要であるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、欧米と比べて賃金が上がりにくいわが国でも、需給ギャップが改善し、価格転嫁が可能な状況となれば、政府が賃上げを推進するもとで、賃金上昇率が高まっていくと述べた。ある委員は、高い伸びが続く国内企業物価上昇の一定程度は消費者物価に転嫁されていくと考えられる中、賃上げに向けた政府の諸施策も踏まえ、適合的期待形成を通じて人々の中長期的な予想インフレ率の上昇や値上げ許容度の改善が実現していくか、注目していると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な物価の見通しは、前回と比べると、資源価格の上昇やその価格転嫁などを反映して、2022年度が幾分上振れているとの見方で一致した。

この間、委員は、経済・物価見通しの背景にある金融環境についても議論を行った。委員は、先行きも、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくとの認識を共有した。一人の委員は、オミクロン株の感染拡大が、今後、対面型サービス業をはじめとする中小企業等の資金繰りに、どのような影響を及ぼすのか、注意深くみていく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、経済のリスク要因として、委員は、感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響に注意が必要であるとの見方で一致した。具体的に、委員は、感染力の強い変異株の流行などによって、人々の感染症への警戒感が根強く残る場合、個人消費が下振れるリスクが

あるとの認識を共有した。一人の委員は、年明け以降、オミクロン株の影響により、旅行のキャンセルや飲食店の客数減少がみられ始めていることに言及したうえで、日本人のリスク回避姿勢の強さを踏まえると、目先は経済への下押し圧力が強まる可能性を意識しておく必要があると述べた。別の一人の委員は、オミクロン株による感染が拡がる中、感染症対策と経済活動の両立の維持が今後どのように図られ、そのもとで消費者心理がどのように変化していくか、注視する必要があると述べた。ある委員は、感染症の長期化に伴い、消費・投資意欲の更なる減退や、人的資本の毀損といった「爪痕効果」が生じないか、注意が必要であると述べた。また、委員は、グローバルに半導体等のデジタル関連財の需給逼迫が続くもとで、わが国経済と繋がり深いアジア地域等で感染が拡大した場合、サプライチェーン障害を通じて、わが国企業の輸出・生産活動が下押しされる可能性があるとの認識を共有した。この点に関連し、一人の委員は、1月の支店長会議では、部品調達が依然として綱渡りの状態であるとの声が比較的多く聞かれたと述べた。そのうえで、この委員を含む複数の委員は、アジア地域、特に中国において、感染拡大がゼロコロナ政策と相俟って工場停止などに繋がり、供給制約を悪化させるリスクには注意が必要であるとの見解を示した。一方、委員は、ワクチンや治療薬の普及により、感染症への警戒感が大きく後退すれば、サービス消費のペントアップ需要の増加が想定以上に大きくなることなどにより、経済活動が上振れる可能性もあるとの見方を共有した。ある委員は、公衆衛生上の措置が解除された昨年10月以降の状況は、コロナ禍さえ収まればわが国経済も十分な回復能力を持っていることを示していたと言及したうえで、足もとの変異株の悪影響が払拭されれば、経済の回復ペースが想定以上に強まる可能性もあると指摘した。

また、経済のリスク要因として、委員は、海外経済の動向に注意が必要であるとの認識を共有した。具体的な海外経済の下振れリスクとして、委員は、①米国等の先進国において、物流の停滞や労働力不足などに起因する供給制約が長期化・拡大するリスク、②中長期的な成長力の低下が進む中国経済において、不動産セクターの調整の影響などにより、減速感が一段と強まるリスク、③国際金融市場において、先進国の金融緩和縮小に向けた動きが意識されるもとで、グローバルな金融環境が想定以上に引き締まるリスクなどがあるとの見方で一致した。何人かの委員は、米国の金融緩和縮小により、資産価格が調整するリスクに警戒感を示した。このうちの一人の委員は、新興国において、米国の利上げが資本流出とその防衛のための利上げに繋がり、景気回復に悪影響を及ぼす可能性があるとして述べた。一方で、委員は、

各国で大幅に積み上がった貯蓄の取り崩しが急速に進むことなどを通じて、海外経済が消費活動を中心に上振れるリスクもあるとの見方を共有した。

他のリスク要因として、委員は、資源価格の動向についても留意が必要であるとの見方で一致した。具体的に、委員は、資源価格の上昇が長期化したり、その販売価格への転嫁が円滑に進まなかったりする場合、企業収益の悪化などを通じて、わが国経済の回復基調に悪影響が及ぶ可能性があるとの見方を共有した。また、委員は、やや長い目で見たリスク要因として、企業や家計の中長期的な成長期待には上下双方向に不確実性があるとの見方で一致した。

次に、物価のリスク要因について、委員は、上記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の見方で一致した。更に、委員は、物価固有のリスク要因についても、議論を行った。まず、委員は、企業の価格設定行動を巡っては上下双方向に不確実性が高いとの見方で一致した。具体的に、委員は、原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、中心的な見通しで緩やかに進むと考えているコスト上昇の販売価格への転嫁が、想定以上に加速し、物価が上振れる可能性があるとの見方で一致した。一人の委員は、個人消費の回復が値上げに対しても頑健とみられる場合には、企業が過去のコスト上昇分も含めて販売価格への転嫁を加速させる可能性があるとして述べた。一方、委員は、わが国では、物価は上がりにくいことを前提とした企業慣行や考え方が根強く残っている点を踏まえると、最終需要に近い川下・消費段階を中心に、コスト上昇の販売価格への転嫁が進まず、物価が下振れる可能性もあるとの見方を共有した。一人の委員は、賃金の上昇ペースが大きく高まらない場合には、値上げによる売上減少への懸念から、企業がコストの上昇をマージンで吸収する可能性があるとして述べた。

物価固有の追加的なリスク要因として、委員は、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及にも、注視する必要があるとの見解を共有した。複数の委員は、世界的な環境規制強化に伴う化石燃料の開発投資の抑制や、一部資源国における地政学的リスクの高まりなどから、エネルギー価格が高止まりしたり、一段と上昇したりするリスクがあると述べた。

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ですが、その後は概ね上下にバランスしているとの認識を共有した。物価の見通しについて、委員は、概ね上下にバランスしているとの見方で一致

した。

また、委員は、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、わが国の金融システムの動向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。そのうえで、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あるが、現時点では、これらのリスクは大きくないとの認識を共有した。一人の委員は、コロナ禍で膨らんだ企業債務が、景気後退に伴って不良債権化するリスクに注意すべきであると述べた。別の一人の委員は、金融機関の収益環境は、低金利環境の長期化に伴う預貸利鞘の縮小等により累積的に悪化しているとの認識を示したうえで、振込手数料などの為替手数料収入が今後減少した場合には、金融機関収益に対し更なる下押し圧力となり得るとの見解を示した。

IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

当面の感染症への対応について、委員は、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で一致した。一人の委員は、オミクロン株による感染の急拡大により経済・物価の先行き不透明感が高まっている中、当面は企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に引き続き万全を期していく必要がある、現在の金融緩和を継続していくことが妥当であると述べた。別の一人の委員は、未だ経済活動の一部で感染症の影響が続いていること等を踏まえると、前回会合で決定した特別プログラムの一部延長の影響について確認していくべきであると述べた。

更に、委員は、先行きの金融政策運営の基本的な考え方について議論した。ある委員は、わが国でも春頃には物価上昇が明確となることが予想されるが、安定的な2%の実現にはなお時間がかかる状況であるため、現行の強力な金融緩和の継続が適当との基本的な考え方に変わりはない点を強調した。一人の委員は、2%の「物価安定の目標」

の達成には、企業や家計の物価観の変容が必要であり、そのために、現行の金融政策を粘り強く継続していくことが重要であるとの見方を示した。別の一人の委員は、欧米では、最近の物価上昇が賃金や予想物価上昇率に波及する二次的効果が懸念され、金融緩和縮小に向けた動きもみられるが、わが国では、そもそも中長期のインフレ予想がアンカーされておらず、賃金の上昇を期待している局面にあるため、必要なのは金融緩和であると述べた。更に、この委員は、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて中長期のインフレ予想をアンカーするには、消費者物価前年比の実績値でみて2%の上昇率の定着が確認されるまで緩和を行うことが最も確実であろうと述べた。ある委員は、先進諸国の多くでは、基本的に物価上昇率を上回る名目賃金の上昇が実現してきたことを指摘したうえで、わが国が2%の「物価安定の目標」を安定的に実現していくためには、2%を上回る名目賃金の上昇が不可欠であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、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指摘した。別の一人の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現には、企業による有形・無形資産投資の持続的な増加や新製品・新事業の創出、賃金の上昇を通じた、資金循環の拡大を伴う持続的な経済成長が必要であり、そのためには労働力や企業のダイナミズムと人的投資が活発化する必要があるとの見方を示した。

次に、多くの委員は、強力な金融緩和を継続することに関する対外的な説明の重要性について意見を述べた。まず、前回会合で決定した特別プログラムの一部延長との関連で、複数の委員は、本年3月末のコロナオペの一部終了に伴い、マネタリーベースが減少に転じれば、金融緩和の縮小と誤解される恐れがあると指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでは、量が市場動向などによって短期的には変動し得ること、オーバーシュート型コミットメントは量の長期的な拡大方針を示していること、を改めてしっかりと説明する必要があると述べた。もう一人の委員は、感染症対応策からの出口と金融緩和政策の出口を明確に分けるような対外コミュニケーションが重要であると述べた。また、何人かの委員は、消費者物価が2%の「物価安定の目標」を安定的に持続するまで金融緩和を続けるとの方針を、誤解がないようしっかりと情報発信していくことが重要であるとの考えを述べた。このうちの一人の委員は、日本銀行が考える望ましい物価上昇のあり方と合わせて説明する必要があると付け加えた。別の一人の委員は、今後、物価上昇が家計の実質所得等に与える負の影響に注目する議論が増

えてくる可能性があるが、金融緩和政策を継続する意図が、物価上昇だけではなく、賃金上昇を伴った成長経路への復帰にあることを、丁寧に説明する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、2020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。

- 政府は、1月17日に令和4年度予算を国会に提出した。令和3年度補正予算と一体で編成する、いわゆる16か月予算の考え方のもと、感染症対策に万全を期しつつ、「成長と分配の好循環」による「新しい資本主義」の実現を図るとともに、「経済財政運営と改革の基本方針2021（骨太方針2021）」における予算編成の考え方に基づき、メリハリのついた予算としている。
- 感染症の拡大防止や経済・財政運営に万全を期すべく、一日も早い予算成立に向けて取り組む。
- 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。

- わが国経済は、感染症の影響による厳しい状況が徐々に緩和されており、このところ、持ち直しの動きがみられる。ただし、足もとでオミクロン株の感染拡大が進む中、感染症による内外経済への影響、供給面での制約、原材料価格の動向に伴う景気の下振れリスク、金融資本市場の変動等の影響には十分注意する必要がある。
- 感染症に対しては、予防、検査、早期治療の枠組みを一層強化し、ワクチンの3回目接種を前倒しするなど、経済社会活動を極力継続できる環境を作り、安全・安心を確保する。
- 経済対策の迅速かつ着実な実行により、経済の底割れを防ぎ、「成長と分配の好循環」を実現し、経済を自律的な成長軌道に乗せていく。
- 日本銀行においては、感染症の経済への影響等を十分注視しつつ、引き続き、適切な金融政策運営をお願いする。

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. 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、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、1 月 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 12 月 16、17 日開催分）が全員一致で承認され、1 月 21 日に公表することとされた。

以 上

2022年1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) 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. 日本銀行は、「貸出増加を支援するための資金供給」について、貸付実行期限を1年間延長することを決定した（全員一致）。

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。

(4 年 3 月 17、18 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時 : 2022 年 3 月 17 日 (14:00~15:52)
3 月 18 日 (9:00~11:44)

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 (17 日)
	岡本三成	財務副大臣 (18 日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (17 日)
	黄川田仁志	内閣府副大臣 (18 日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	清水誠一
企画局政策企画課長	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	木下尊生
政策委員会室企画役補佐	大庭英正
企画局企画役	安藤雅俊
企画局企画役	門川洋一

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（1月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。この間、2月中旬には、米国金利の動き等を受けて、10年物国債金利の上昇圧力が高まった局面で、10年物国債を対象とする固定利回り方式による国債買入れ（指値オペ）を実施した。

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（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、 $-0.03\sim-0.01\%$ 程度で推移しているほか、GCレポレートは、 $-0.09\sim-0.08\%$ 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。

米欧株価が長期金利の上昇やウクライナ情勢の悪化を受けて大きく下落するもとで、わが国の株価（TOPIX）も大幅に下落している。長期金利は、米国長期金利の動き等を受けて上昇圧力が高まる場面もみられたが、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、円の対ドル相場は、米国金利の上昇や、資源価格の上昇などを受けた本邦輸入企業のドル買いの動きなどから、円安方向の動きとなっている。円の対ユーロ相場は、ウクライナ情勢の悪化を受けていったん円高方向の動きとなったが、その後は、欧州金利の上昇を受けて円安方向へと反転している。この間、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアム（3か月物）は、ウクライナ情勢の悪化

（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。」

に伴う不確実性の高まりから幾分拡大したが、なお低水準で推移している。

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。米欧等の先進国によるロシアへの経済制裁を受けて、同国からの企業の撤退・事業縮小などの動きや、戦闘地域周辺における物流の停滞・遅延など、経済活動への影響がみられ始めているが、これまでのところ、グローバルにみた企業の業況感は改善を続けており、製造業の生産や貿易量も供給制約の影響の緩和もあって増加している。先行きの海外経済は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、総じてみれば回復を続けるとみられる。ただし、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクは高まっており、それが世界経済や国際金融資本市場に与える影響を中心に、当面、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、増加が続いている。雇用者数の増加は続いているが、労働参加率の回復が遅れるもとの、離職率の上昇もあって、労働市場の逼迫感は強まっている。企業部門をみると、業況感の改善と設備投資の増加が続いている。物価動向をみると、PCEデフレーターの前年比は、財市場での需給逼迫の影響などから、6%程度の高い上昇率となっている。

欧州経済は、回復している。個人消費は、エネルギー価格の高止まりの影響がみられるものの、サービス消費を中心に、基調としては回復を続けている。企業部門をみると、業況感の改善が続くもとの、設備投資も改善している。物価面では、HICPの前年比は、エネルギー価格を中心にプラス幅をはっきりと拡大し、5%台半ばとなっている。

中国経済は、基調としては回復しているものの、改善ペースが鈍化した状態が続いている。個人消費は、一部で感染症の影響に伴う下押し圧力が強まっているものの、雇用・所得環境の改善傾向が維持されるもとの、基調としては増加している。固定資産投資は、企業の債務問題等に伴って不動産投資が減速していることなどから、概ね横ばい圏内で推移している。生産は、電力供給問題や供給制約の影響が和らぐもとの、持ち直しつつある。

中国以外の新興国経済は、総じてみれば持ち直している。NIEs・ASEAN経済は、感染症の影響が和らぐもとの、回復している。

海外の金融市場をみると、先進国の長期金利は、地政学的リスクの

高まりを受けて低下する局面もみられたが、金融政策正常化の前倒しが強く意識されるもとで、期間を通じてみれば、上昇している。株価は、地政学的リスクの高まりを受けて、欧州を中心に大幅に下落している。原油価格は、先進国によるロシアへの経済制裁などを受けて需給逼迫懸念が高まり、急激に上昇している。為替市場について、新興国通貨をみると、ラ米等の資源国通貨は総じて上昇しているものの、ロシア・ルーブルが急落しているほか、東欧通貨も下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、感染症の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。先行きについては、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らぐもとで、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、資源価格上昇の影響を受けつつも回復していくとみられる。

輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調として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、世界的な半導体需給の逼迫が続くもとで、1月は感染クラスターの発生に伴う一部の部品工場の稼働停止の影響もあって、大きめに減少した後、2月は小幅の増加に転じたが、昨年夏の減産前の水準はなお取り戻せていない。一方、グローバルなデジタル関連需要の拡大を背景に、情報関連は、高水準で推移しているほか、資本財も、振れを伴いつつ増加している。先行きの輸出や鉱工業生産は、ウクライナ情勢の悪化から海外経済が下押しされる影響を受けるものの、当面、供給制約の影響が徐々に緩和するもとで、緩やかに増加すると予想される。その後も、グローバルなデジタル関連需要等が堅調に拡大するもとで、増加を続けると考えられる。

企業収益や業況感は、全体として改善を続けている。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、昨年10～12月は大きく改善し、既往ピークである2018年4～6月以来の高水準となった。そうしたもとで、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。昨年10～12月のGDPベースの実質設備投資は、機械投資における供給制約の影響が残るもとで、前期比+0.3%の増加となった。先行きの設備投資は、供給制約の影響が徐々に緩和していくもとで、高水準の企業収益や緩和的な金融環境に支えられて、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（船舶・電力を除く民需）は、増加している。

個人消費は、感染症の再拡大によるサービス消費を中心とした下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、昨年末にかけてははっきりと持ち直したものの、1月は、オミクロン株の流行とそれに伴う公衆衛生上の措置の導入から、大きく減少している。耐久財消費は、家電等を中心に増加している一方、非耐久財消費は、外出抑制の動きを背景に再び減少している。サービス消費は、外食や国内旅行を中心に、昨年末にかけて持ち直してきたが、1月以降は弱い動きとなっている。

企業からの聞き取り調査や高頻度データをもとに、足もとにかけての個人消費動向を窺うと、外食や国内旅行等のサービス消費は、1月後半から2月前半にかけて昨年9～10月頃の水準まで減少したが、その後は幾分持ち直している模様である。一方、財消費は、食料品を中心とした巣ごもり消費もあって、比較的堅調に推移しているとみられる。先行きの個人消費は、感染状況が徐々に改善し、感染抑制と経済活動の両立も次第に進んでいくもとので、エネルギーや食料品の価格上昇の影響を受けつつも、ペントアップ需要の顕在化や政府の経済対策による後押しもあって、再び持ち直していくとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている。新設住宅着工戸数は、住宅ローン減税制度の見直し前後の振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している。先行きの住宅投資は、住宅価格の上昇が重石となるものの、ペントアップ需要や緩和的な金融環境に支えられて、横ばい圏内で推移すると見込まれる。

雇用・所得環境をみると、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。労働力調査の就業者数は、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。一人当たり名目賃金は、緩やかに増加しているが、感染症拡大前の水準を依然下回っている。春季労使交渉における集中回答結果をみると、企業収益の改善を背景に、製造業を中心に、ベースアップを含め前年を上回る賃上げ率を提示する先が多くなっている。先行きの雇用者所得は、感染症などの影響の緩和に伴い景気が改善するもとので、緩やかな増加を続け、水準も明確に切り上がっていくとみられる。

物価面について、商品市況は、ウクライナ情勢を受けた供給懸念の強まりなどを背景に、大幅に上昇している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとした上昇を続けている。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がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台半ばとなっている。消費者物価（除く生鮮食品・

エネルギー)の前年比は、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースでみると、0%台半ばとなっている。この間、予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。短期のインフレ予想指標は、家計、エコノミスト、市場参加者において、原油価格等の上昇の影響などから、はっきりと上昇している。先行きの消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、エネルギー価格が大幅に上昇し、原材料コスト上昇の価格転嫁も進むもとで、携帯電話通信料下落の影響も剥落していくことから、プラス幅をはっきりと拡大すると予想される。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

資金需要面では、原材料コストの上昇を受けた運転資金需要がCP市場を中心にみられているが、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要など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。CP市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、足もとでは、市場のボラティリティの上昇を受けて、一部で起債延期などの動きがみられるが、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、それぞれ0%台前半、1割台前半となっており、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。企業の資金繰りは、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業を中心に、なお厳しさが残っているが、経済の持ち直しに伴い全体としては改善が続いている。

この間、マネタリーベースは、ひと頃に比べ減速しつつも、足もとではなお前年比7%台半ばのプラスとなっている。マネーストックの前年比も、なお3%台半ばのプラスを維持している。

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

国際金融資本市場について、委員は、米欧の金融緩和縮小の動きが続くもとで、ロシアによるウクライナ侵攻の影響も加わり、不安定な動きがみられるほか、原油などの資源価格も大幅に上昇しており、今

後の動向には注意が必要であるとの見方を共有した。一人の委員は、ウクライナ情勢を受けた資源・穀物価格の上昇により、インフレ率が高まれば、各国の中央銀行による金融緩和の縮小がこれまで以上に意識され、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、米国金利の上昇を受けた新興国の資本流出や通貨安、それに対する中央銀行の防衛的な利上げにより、国際金融資本市場が不安定化する可能性には注意が必要であるとコメントした。

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。一人の委員は、2月のグローバルPMIは、製造業・非製造業ともに50を上回るなど、世界経済の回復基調は総じて維持されているとの見方を示した。別の一人の委員は、海外の多くの国では、感染再拡大が頻発する中でも、ウィズコロナを前提とした経済回復が進展していると述べた。更に、この委員は、世界的なインフレ率の上昇が足もとまで続いていることは、感染症対策として講じてきた拡張的な財政・金融政策を背景に、需要の拡大の勢いが衰えていないことを示唆していると述べた。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、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、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクは高まっており、それが世界経済や国際金融資本市場に与える影響を中心に、当面、不確実性が大きいとの認識を共有した。具体的なリスク要因として、委員は、ウクライナ情勢が資源価格や供給制約に与える影響、それらを受けたインフレ動向と各国中央銀行による政策対応、国際金融資本市場の不安定化に伴う企業や家計のマインドの悪化などを指摘した。複数の委員は、ロシア関連の貿易活動の停滞は、ロシア産天然ガスへの依存度の高い欧州経済だけでなく、グローバルな供給制約を通じて、世界経済に幅広く影響を与えるリスクがあるとの見解を示した。一人の委員は、ロシア経済が世界経済全体に占める割合は小さいが、ロシアのウクライナ侵攻は、資源・食料品価格への影響を通じて、その割合以上の経済的なインパクトをもたらす可能性があるとして述べた。複数の委員は、FRBを始めとする各国中央銀行の金融政策対応により、世界経済の回復基調が損なわれないかたちで、インフレ率が適正な水準に低下していくかどうか注目していると述べた。

地域別にみると、米国経済について、委員は、回復しているとの認識を共有した。一人の委員は、直近の雇用統計は、非農業部門の雇用者数がしっかりと増加を続けるなど、米国経済の堅調さを裏付ける内容だったとの見方を示した。別の一人の委員は、オミクロン株に

よる感染拡大が落ち着きつつある中、生産や個人消費は回復しているとの見方を示した。他方、複数の委員は、ガソリン価格の高騰などを背景に、消費者マインドが悪化しつつある点には注意が必要であると述べた。

欧州経済について、委員は、回復しているとの認識で一致した。欧州経済の先行きを巡るリスクについて、一人の委員は、感染症の再拡大とウクライナ情勢の悪化により、急速なインフレと景気後退が同時進行するスタグフレーションに陥る可能性が高まらないか注意を要するとの考えを述べた。別の一人の委員は、欧州は、ロシアとの経済的な関係が深いから、貿易や投資を通じた実体経済面での下押しの影響が懸念されると述べた。

中国経済について、委員は、基調としては回復しているものの、改善ペースが鈍化し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、「ゼロコロナ政策」と呼ばれる厳格な公衆衛生上の措置や、最近の規制強化による不動産・インフラ投資の弱含みなどから、中国経済の成長ペースが鈍化していると述べた。この点に関連して、何人かの委員は、電子情報産業の集積地等において導入された都市封鎖がサプライチェーン等に与える影響には、とくに注意する必要があるとの見解を示した。

中国以外の新興国経済について、委員は、総じてみれば持ち直しているとの認識を共有した。複数の委員は、新規感染者数がこのところ増加しているが、感染症との共生が徐々に図られるもとの、新興国経済の持ち直しは維持されているとの見方を示した。一人の委員は、エネルギー・食料品価格の高騰等が新興国経済に与える影響は、先進国以上に大きいとみられるため、今後の動向に留意すべきであると述べた。

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、感染症の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、昨年10～12月の実質GDP成長率は、はっきりとしたプラス成長となったが、本年入り後は、オミクロン株の感染拡大が、個人消費を中心に景気の下押し圧力となっているとの見解を示した。別の複数の委員は、感染再拡大の影響を受けつつも、企業収益の改善を起点とした前向きな循環メカニズムは引き続き働いているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らぐもとで、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、資源価格上昇の影響を受けつつも回復していくとの見解で一致した。一人の委員は、輸入原材料価格の高騰等による企業や家計のマインド悪化には注意が必要だが、わが国経済は、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に持ち直していくとの見通しを示した。別の一人の委員は、最近の資源価格上昇による交易利得の悪化は、内需の下押し要因となり得るが、今次局面は、感染症の影響による落ち込みからの回復過程にあるほか、いわゆる「強制貯蓄」の存在が、家計の実質所得減少のバッファとして作用することも期待されるため、内需の耐性は 2008 年頃の資源価格上昇局面よりも高いとの見方を示した。この間、ある委員は、感染症の影響により、企業規模・業種間の業況格差が拡大しているが、その背後にある個人の消費行動の変化はある程度構造的であるため、こうした格差は感染症収束後も完全には解消しない可能性が高いと述べた。

輸出や生産について、委員は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けているとの認識を共有した。一人の委員は、本年入り後、オミクロン株の流行により、感染や濃厚接触を理由に出勤できない労働者が急増したことが、一部で生産活動の制約となったと述べた。先行きの輸出や生産について、委員は、ウクライナ情勢の悪化から海外経済が下押しされる影響を受けるものの、当面予想される供給制約の影響の緩和やグローバルなデジタル関連需要等の堅調な拡大を背景に、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。

企業収益や業況感について、委員は、全体として改善を続けているとの見解で一致した。一人の委員は、企業収益の改善は、海外経済の回復を背景に、製造業が牽引役となっていると述べた。別の一人の委員は、景気ウォッチャー調査の現状判断が、ウクライナ情勢への懸念などから、1月に続き2月も低迷したことは気掛かりであると指摘した。ある委員は、為替円安が家計や企業のマインドに与える影響は、同時に資源価格の上昇を伴うかどうかといった外部環境によっても異なる可能性があるため、今後の動向を注視していく必要があると述べた。

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。先行きの設備投資について、委員は、供給制約の影響が徐々に緩和していくもとで、高水準の企業収益

や緩和的な金融環境に支えられて、増加傾向が明確になっていくとの見解を共有した。複数の委員は、「企業行動に関するアンケート調査」の設備投資計画はしっかりしており、企業の設備投資意欲は維持されているとの見方を示した。ただし、これらの委員は、同アンケートの調査時点が1月であり、ウクライナ情勢の影響が十分に織り込まれていない点には留意が必要であると付け加えた。

個人消費について、委員は、感染症の再拡大によるサービス消費を中心とした下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服しているとの認識で一致した。何人かの委員は、感染再拡大を受けた行動制限の長期化や消費者マインドの悪化により、飲食・宿泊等のサービス消費に対する下押し圧力が再び強まっていると述べた。先行きの個人消費について、委員は、感染状況が徐々に改善し、感染抑制と経済活動の両立も次第に進んでいくもとの、エネルギーや食料品の価格上昇の影響を受けつつも、ペントアップ需要の顕在化や政府の経済対策による後押しもあって、再び持ち直していくとの見方を共有した。複数の委員は、3月下旬に予定されているまん延防止等重点措置の解除以降、個人消費は再び回復していくとの見通しを示した。

雇用・所得環境について、委員は、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっているとの見解で一致した。何人かの委員は、3月16日に集中回答日を迎えた春季労使交渉の状況について、好調な企業業績を反映して、大手企業の賃上げにも明るい動きが出始めているとの見方を示した。先行きの雇用者所得について、委員は、感染症などの影響の緩和に伴い景気が改善するもとの、緩やかな増加を続け、水準も明確に切り上がっていくとの見方を共有した。一人の委員は、最近の企業からの聞き取り調査などを踏まえると、企業の価格設定スタンスは全体として前傾化しているように窺われ、こうした価格面の前向きな動きが賃金の上昇に繋がっていくかどうか注目にしていると述べた。別の一人の委員は、政府による賃上げ優遇税制等も活用しつつ、消費者物価の上昇を賃金の上昇に繋げていくことが重要であるとの見解を示した。ある委員は、女性や高齢者による労働供給の更なる増加が難しい中、経済の回復とともに労働市場の需給が引き締まっていけば、中間層の賃金が上昇しやすい環境になっていくとの見方を示した。一方、別のある委員は、「企業行動に関するアンケート調査」では、企業の成長期待に上方修正がみられず、先行き、賃上げが持続するかどうか、不透明感があると述べた。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反

映して、0%台半ばとなっているとの認識で一致した。一人の委員は、企業物価が歴史的な伸びを続ける中、消費者物価についても基調的な上昇圧力が徐々に高まってきているように窺われると述べた。別の一人の委員も、企業が原材料コストの上昇を小売価格に転嫁する動きが広がっているように見受けられると指摘した。この委員は、その背景として、同業他社の値上げやエネルギー価格等の上昇といった消費者に理解されやすい事象が増えているため、企業が、以前よりも値上げに対する消費者の納得感を得られるだろうと考えていることが影響しているのではないかと述べた。これに対し、複数の委員は、エネルギー関連や食料品等で値上げが確認されるものの、企業物価の上昇に比べれば、小売価格への転嫁は現時点で限定的であるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、その背景として、内需の回復が十分ではなく、企業にとって製品価格へのコスト転嫁が難しいマクロ経済状況が依然として続いていることを指摘した。この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの見方で一致した。一人の委員は、インフレ予想は、家計、企業、エコノミスト、市場参加者のいずれの指標をみても、このところ上昇していると述べた。

物価の先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、当面、エネルギー価格が大幅に上昇し、原材料コスト上昇の価格転嫁も進むもとの、携帯電話通信料下落の影響も剥落していくことから、プラス幅をはっきりと拡大するとの見方で一致した。また、委員は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調的な物価上昇圧力は高まっていくとの認識も共有した。複数の委員は、消費者物価の前年比は、原油価格の動向や政府の対応次第ではあるが、エネルギー価格の上昇を主因に、4月以降、はっきりとプラス幅を拡大し、当面、2%程度の伸びとなる可能性があるとの見方を示した。そのうえで、このうちの一人の委員は、2022年度の物価上昇はコストプッシュ型になると予想されるため、その後には相応の反動が生じる可能性があるとして述べた。別の複数の委員も、家計の予算制約や企業の競争環境なども踏まえると、足もとの輸入原材料価格の高騰が、消費者物価の持続的な上昇に繋がる可能性は低いとの見方を示した。このうちの一人の委員は、消費者物価の持続的な上昇には、賃上げによる家計の購買力の引き上げが必要であると付け加えた。もう一人の委員は、賃金と物価の持続的な上昇には、就業者の7割が働く中小企業を含めた企業の生産性向上が欠かせず、人的資本投資等によるイノベーション力の強化や、スタートアップ育成等による新陳代謝の活発化と企業の構造改革を支援する地域金融機関の取り組みが重要であるとの見方を示した。ある委員は、わが国に根付いている

とみられる値上げに否定的な同調圧力が薄れ、値上げ許容度の改善が広がっていくかに注目していると述べた。この点について、別のある委員は、1970年代の世界的なインフレ局面において、日本の消費者物価の上昇率は、主要先進国の中で最も高かった事実を指摘したうえで、わが国企業にみられる同調圧力は、ひとたび値上げの動きが生じれば、次々と連鎖的に広がっていく可能性を示唆しているとの見方を示した。この間、一人の委員は、企業の価格設定行動や予想インフレ率に変化がみられるものの、需給ギャップや予想インフレ率の動向を踏まえると、2023年度末に「物価安定の目標」を達成するのは難しいと述べた。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に、引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。一人の委員は、感染再拡大により、対面型サービス部門が再び下押し圧力を受けるリスクには、注意が必要であると述べた。別の一人の委員は、感染症の収束がみられなければ、個人消費は今後も感染動向の波に依じて一進一退の動きを繰り返す可能性があり、ペントアップ需要の顕在化のタイミングも後ずれするリスクがあるとの見方を示した。ある委員は、わが国の経済主体は依然として感染症対応に注力しており、今後こうした状況が続けば、家計や企業の「強制貯蓄」が退蔵され、わが国経済の活力が一段と失われるリスクがあると述べた。この間、一人の委員は、海外における感染再拡大により、サプライチェーン障害を通じて、わが国の輸出・生産に悪影響が波及するリスクにも、注意が必要であると指摘した。この点に関し、ある委員は、中国での感染拡大とそれに伴う都市封鎖が、わが国企業の生産活動に対する供給制約を更に強める場合には、輸出に相応の下押し圧力が加わると述べた。

別のリスク要因として、委員は、ウクライナ情勢が、国際金融資本市場や資源価格、海外経済の動向等を通じて、わが国の経済・物価に及ぼす影響についてもきわめて不確実性が高いとの見方を共有した。一人の委員は、ウクライナ情勢の悪化を受けて、エネルギー価格等が一段と上昇すれば、企業収益や家計所得の圧迫を通じて、わが国経済の回復に大きな悪影響を及ぼす可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、ウクライナ情勢の悪化等により、中小企業を中心に賃上げや設備投資の判断が慎重化するリスクには注意が必要との見方を示した。ある委員は、ロシア等に対する経済制裁を受けて、現地に投資してきた本邦企業の活動は既に制約を受けているが、物流や資金決済が滞ることによる影響が発現するには時間がかかることから、今後、更に経

済活動に対する制限や負荷が増える可能性がある点には注意が必要であると述べた。この間、物価面のリスクとして、一人の委員は、ウクライナ情勢を受けて、資源価格は大幅に上昇しているが、近い将来、FRBによるバランスシートの縮小開始などを契機に、資源価格は反落する可能性もあるため、2022年度後半以降は、むしろ物価の下振れリスクを警戒すべきであるとの見解を示した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。何人かの委員は、ウクライナ情勢を受けて、市場のボラティリティが高まる中、エクイティファイナンスや社債市場の一部において、資金調達を延期する動きがみられたほか、ドル調達コストが幾分上昇する局面も一時的にみられたと指摘した。もっとも、このうちの一人の委員は、CP市場では、資源高により高まっている運転資金需要のファイナンスが円滑に行われるなど、全体として、緩和的な外部資金の調達環境が維持されていると述べた。もう一人の委員も、CP・社債の発行環境は総じて良好であり、現時点で、企業等の資金繰りや金融システムに特段の問題は生じていないとの見解を示した。この間、一人の委員は、最近の米国の長期金利上昇等により、大手行の市場部門の収益が下押しされる中で、今後は、長引く感染症や供給制約の影響から、与信関係費用も増加するリスクがあることには注意が必要であると述べた。更に、この委員は、かつては保守的な運用を行っていた年金基金等も、長引く低金利環境下で債券から株式などの高リスク資産に投資先を移している点を指摘したうえで、ウクライナ情勢や欧米の金利上昇の影響により、リスク性資産価格の大幅な調整が起こる場合には、年金基金等にも大きな影響が及ぶ恐れがあると述べた。

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。

当面の感染症への対応について、委員は、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

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、足もとで市場のボラティリティが高まる中、社債市場では起債延期といった動きも一部で見られるが、CP・社債の発行環境は総じて良好な状態を維持しているため、特別プログラムにおける大企業向けの対応であるCP・社債等買入れの増額措置は、期限どおり、3月末をもって終了することで問題ないと述べた。

更に、委員は、先行きの金融政策運営の基本的な考え方について議論した。一人の委員は、感染症の影響に加え、ロシアによるウクライナ侵攻により先行き不透明感が高まる中、現在の金融緩和を継続し、経済・物価の動向を注視していく必要があると述べた。別の一人の委員は、金融政策運営にあたっては、資源価格や為替相場の変動そのものではなく、あくまでもそれらが経済・物価に及ぼす影響を考える必要があると強調した。複数の委員は、わが国では、米国や英国とは異なり、賃金と物価のスパイラル的な上昇を伴って、インフレ率が2%の「物価安定の目標」を継続的に上回っていくような状況にはなく、金融緩和の継続によって、感染症からの回復を支えていくことが重要であると述べた。ある委員は、ウクライナ情勢を受けたエネルギー価格等の上昇は、消費者物価を押し上げる一方、内需を下押しすると指摘したうえで、そうした状況では、現状の金融緩和を粘り強く継続することで、労働需給を改善させ、賃金上昇をより強く後押しする必要があるとの見解を示した。別のある委員は、資源価格等の上昇により、短期的には、わが国のインフレ率が2%を超える可能性もあるが、今後、経済・物価への下押し圧力が強まれば、デフレが再来するリスクすらあると述べた。そのうえで、この委員は、物価の基調が安定的・持続的に「物価安定の目標」に到達するまで金融緩和を継続し、企業収益から賃上げ、設備投資増加への好循環の動きを後押しすることが適当であり、「物価安定の目標」の達成が危ぶまれる場合には、躊躇なく機動的に対応すべきであると付け加えた。一人の委員は、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指摘した。他方、別の一人の委員は、わが国経済は、資源価格の上昇により、下押し圧力を受けるとしても、感染症や供給制約の影響が和らぐもともと、景気回復は続き、基調的な物価上昇率も高まっていくと予想されるため、追加緩和が必要な局面にはないとの見方を示した。この間、ある委員は、最近の経済・物価情勢を巡る環境変化を踏まえ、様々な可能性を想定しつつ、金融政策上の対応について考えておくことが重要であると述べた。

また、委員は、金融市場調節との関連で、最近のわが国でみられる長期金利の上昇圧力への対応について議論した。複数の委員は、今後、米国で予想される利上げの加速に伴い、わが国の長期金利に対する上昇圧力も高まる可能性はあるが、金融政策面からの景気刺激効果を維持する観点から、指値オペを含めた各種の対応により、そうした上昇圧力を抑制し、金融市場調節方針を実現することが重要であると述べた。このうちの一人の委員は、足もとでは、予想物価上昇率が上昇しているため、名目金利の上昇を抑え、実質金利を一段と引き下げることによって、設備投資等の刺激効果は強まることが期待できるとの見方を示した。

委員は、物価の基調判断にかかる対外的な情報発信についても議論を行った。一人の委員は、日本銀行が目指しているのは、エネルギー価格の上昇等による一時的な物価上昇ではなく、2%の「物価安定の目標」の持続的かつ安定的な実現であると述べた。そのうえで、この委員を含む何人かの委員は、当面、消費者物価の前年比が、エネルギー価格の上昇を主因に、2%程度になる可能性がある中、展望レポートにおける示し方を含め、物価の基調に関する評価や見通しの説明を工夫していく必要があるとの見解を示した。この間、ある委員は、物価の基調判断において、生鮮食品やエネルギーなど、価格の振れやすい品目を除くことは重要だが、国民生活との関連の深い生鮮食品やエネルギーを除いた計数だけで物価情勢や金融政策スタンスの説明を行うと、広く国民の理解を得ることは難しくなる惧れがあるとの留意点を指摘した。そのうえで、この委員は、企業収益や賃金の上昇を伴いながら、物価が基調として上昇する好循環が実現しているかどうか、といった観点から説明を行うことが重要であると述べた。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが円滑に形成され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、また、同年4月以降は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していくこと、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、2020年3月以降、日本銀行が感染症の影響への対応として実施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。

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。

- ロシアのウクライナ侵略には、G7を始めとする国際社会と緊密に連携して対応している。ウクライナ情勢等が日本経済に与える影響については、状況が刻々と変化する中、引き続き注視する必要がある

あるが、影響の大きいエネルギー価格については、政府として「原油価格高騰に対する緊急対策」を取りまとめ、各種対策を講じている。

- 令和3年度補正予算と一体で編成する令和4年度予算は、感染症対策に万全を期すとともに、成長と分配の好循環による「新しい資本主義」の実現を図るための予算としており、早期成立に向けて尽力している。
- 日本銀行には、政府との連携のもと、ウクライナ情勢や感染症の影響を踏まえ、適切な金融政策運営を期待する。
また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。
- 先般公表した2021年10～12月期GDPの2次速報では、実質GDPの水準が概ね感染症拡大前の水準を回復した。他方で、ウクライナ情勢等を受けた原材料価格の高騰や今後の感染症の動向、世界的な供給制約等による景気の下振れリスクには十分注意する必要がある。
- こうしたリスクに対して、政府は、国民生活や企業活動への影響を最小限に抑えるべく、燃料油価格激変緩和事業の大幅な拡充・強化を含む緊急対策や、感染症対策として用意した重層的な生活支援策などを迅速に実行する。
- 日本銀行には、引き続き、政府と緊密に連携し、経済・物価・金融情勢を十分に踏まえ、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、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. 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、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。同年4月以降は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

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. 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、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2022年1月17、18日開催分）が全員一致で承認され、3月24日に公表することとされた。

以 上

2022年3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) 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。同年4月以降は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

2. わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、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。ただし、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油などの資源価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要である。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、基調として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、一部で改善の

動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。個人消費は、感染症の再拡大によるサービス消費を中心とした下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服している。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。公共投資は高水準ながら弱めの動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、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、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台半ばとなっている。また、予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

3. 先行きのわが国経済を展望すると、新型コロナウイルス感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らぐもとで、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、資源価格上昇の影響を受けつつも回復していくとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、エネルギー価格が大幅に上昇し、原材料コスト上昇の価格転嫁も進むもとで、携帯電話通信料下落の影響も剥落していくことから、プラス幅をはっきりと拡大すると予想される。この間、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調的な物価上昇圧力は高まっていくと考えられる。

4. リスク要因としては、引き続き変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。また、ウクライナ情勢が、国際金融資本市場や資源価格、海外経済の動向等を通じて、わが国の経済・物価に及ぼす影響についてもきわめて不確実性が高い。

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、兩宮委員、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「地価公示」
- (図表 17) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 18) ブルームバーグ社
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) 日本銀行、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券

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