

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和5年6月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

令和 5 年 6 月

日本銀行総裁

植田 和男

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	1
(2) 物価	12
(3) 海外経済	15
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	20
(3) 債券市場	22
(4) 株式市場	24
(5) 外国為替市場	25
(6) 企業金融	27
(7) 量的金融指標	31
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績	33
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	34
(2) 「経済・物価情勢の展望」	42
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 4年12月の会合	52
ロ. 5年3月の会合	55
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 金融政策運営の基本的な考え方	58
ロ. イールドカーブ・コントロールの運営	61

ハ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続	65
ニ. 金融政策運営上の留意点	68
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	70
3. 金融市場調節の実施状況	71
4. 日本銀行のバランスシートの動き	75
Ⅲ. 金融政策決定会合における決定の内容	
1. 金融政策運営に関する決定事項等	77
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	122
3. 金融政策決定会合議事要旨	134
参考計表・資料一覧	223

通貨及び金融の調節に関する報告書

— 要 旨 —

(経済の情勢)

1. わが国経済は、令和4年度下期中、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直した。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなった。企業収益は全体として高水準で推移し、企業の業況感は横ばいとなった。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加した。雇用・所得環境をみると、全体として緩やかに改善した。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、緩やかに増加した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、1月にかけて4%程度までプラス幅を拡大した後、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによりプラス幅を縮小し、3月には3%程度となった。予想物価上昇率は、上昇したあと、横ばいとなった。

(金融市場・金融環境の動向)

3. 国際金融市場をみると、米国長期金利の低下や中国での経済活動の再開、欧州においてエネルギー不足に伴う景気減速懸念が幾分和らいだことなどを受けて、多くの国・地域で株価が上昇した。ただし、3月中旬にかけて、米欧の一部金融機関の問題を巡る懸念が高まり、投資家のリスク回避姿勢が強まるもとで、株価が下落する局面がみられた。その後は、各国当局が迅速な措置を講じたことなどもあって、3月末にかけて市場の緊張は幾分緩和された。
4. 国内の金融市場についてみると、短期金融市場では、全般的に、金利は低水

準で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移した。社債の発行金利は、ベースレートの上昇や内外金融市場のボラティリティの高まりなどを背景に上昇したあと、下期末には、横ばい圏内の動きとなった。

株価は、概ね米国株に連れて上昇し、3月末には28千円台となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、日米金利差の縮小などが意識されるもとで、円高ドル安方向の動きとなり、3月末には133円台となった。円の対ユーロ相場は、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば、幾分円安ユーロ高となった。

5. 企業金融について、資金需要面をみると、経済活動の持ち直しや原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりなどから、緩やかに増加した。企業の資金繰りは、一部に厳しさが残ったものの、経済活動の持ち直しに支えられて、全体として改善した状態であった。この間、資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態が続いた。
6. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は、新型コロナ対応金融支援特別オペの残高が減少したことを主因にマイナス幅を拡大したあと、長期国債買入れが増加したことからマイナス幅を縮小した。マネーストック（M2）の前年比は、2%台半ばから3%程度で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

7. 4年度下期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。
金融経済情勢について、すべての会合において、「資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している」と判断した。
8. 金融政策運営面では、10月の会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を維持することとした。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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 連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

12月の会合では、緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、長短金利操作の運用を一部見直すこととし、以下の金融市場調節方針を決定した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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 長短金利操作の運用

国債買入れ額を大幅に増額しつつ、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。

10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。

1月の会合では、以下の金融市場調節方針を決定した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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 長短金利操作の運用

長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。

3月の会合では、上記の金融市場調節方針を維持した。

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

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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

12月の会合では、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② CP等、社債等については、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。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

１月の会合では、上記の資産買入れ方針を維持した。

３月の会合では、以下の資産買入れ方針を決定した。

（資産買入れ方針）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴについて、それぞれ年間約１２兆円、年間約１,８００億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② ＣＰ等は、約２兆円の残高を維持する。社債等は、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（約３兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

先行きの金融政策運営については、すべての会合において、「２％の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に２％を超えるまで、拡大方針を継続する。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

- ９． ３月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、735.1兆円（前年比－0.2％）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

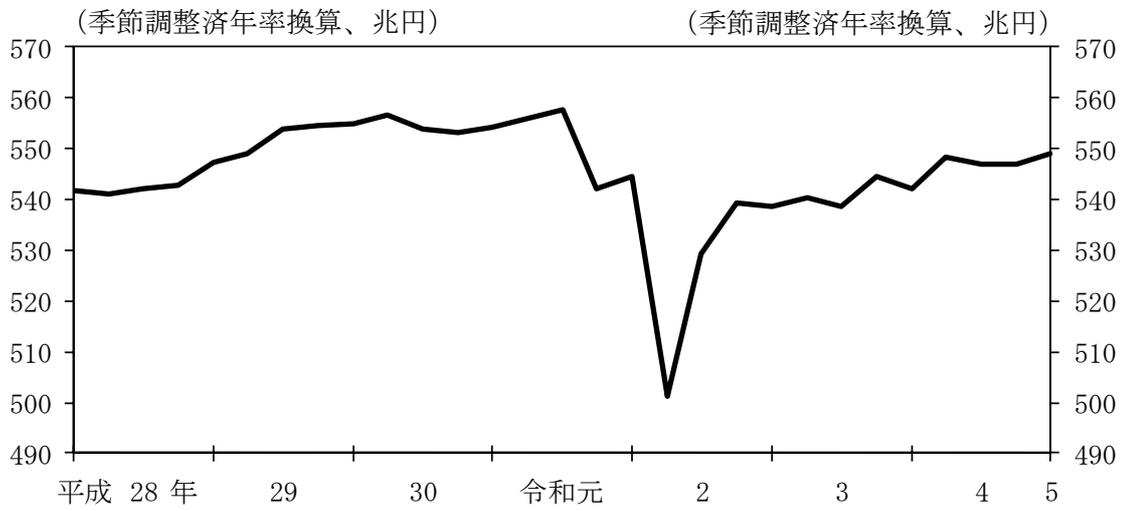
わが国経済は、令和4年度下期中、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直した。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなった。企業収益は全体として高水準で推移し、企業の業況感は横ばいとなった。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加した。雇用・所得環境をみると、全体として緩やかに改善した。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、緩やかに増加した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった。

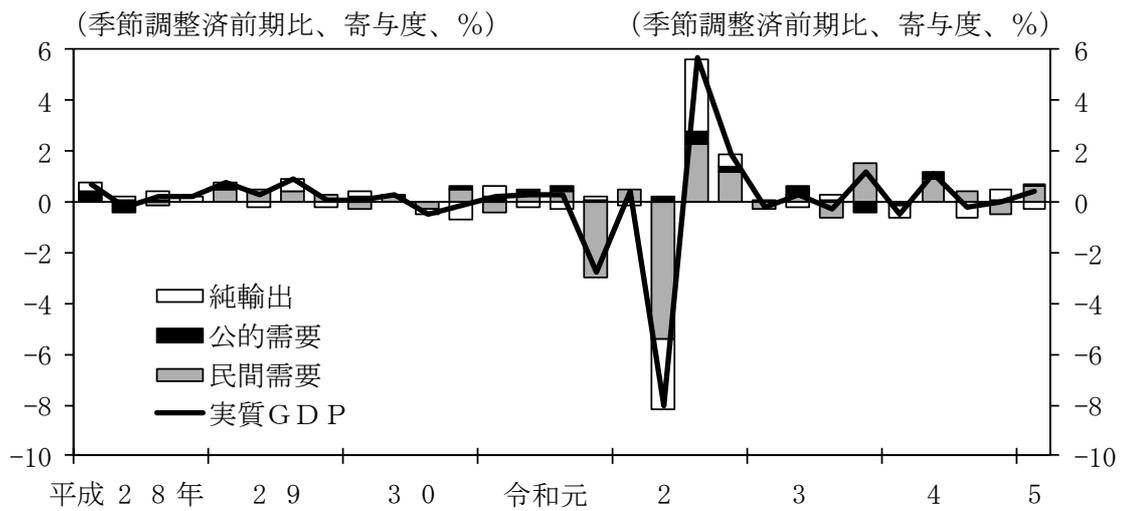
以上の経済情勢のもとで、4年度第3四半期(10～12月)、第4四半期(1～3月)の実質GDPは、それぞれ、前期比-0.0%、+0.4%となった(図表1)。

(図表1) 実質GDPの推移

(1) レベル



(2) 前期比



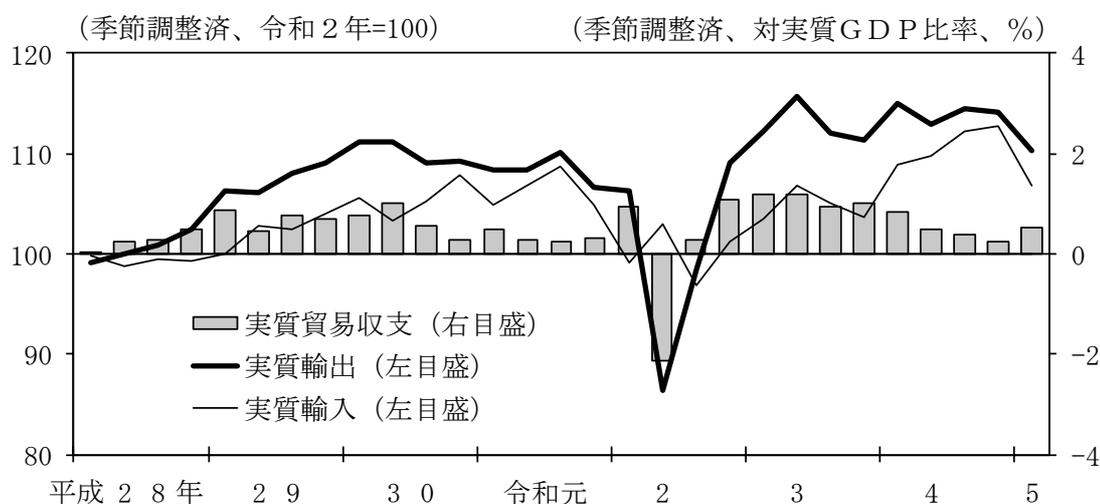
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

（輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなった）

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなった（図表2）。国・地域別にみると、先進国向けは、自動車関連等の振れを伴いつつも、供給制約の影響が和らぐもとの、資本財等を中心に増加した。新興国向けでは、NIEs・ASEAN等向けは、下期前半には資本財を中心に高水準を維持していたが、その後は、グローバルな情報関連財需要の弱さを背景に弱めの動きとなった。中国向けは、中間財や資本財を中心に弱めの動きを続けてきたが、下期末にかけて下げ止まりの兆しがみられた。

輸入は、中間財で振れの大きい展開となったが、均してみれば、国内需要の持ち直しを反映して増加基調を続けた（図表2）。

（図表2）実質輸出入¹と実質貿易収支



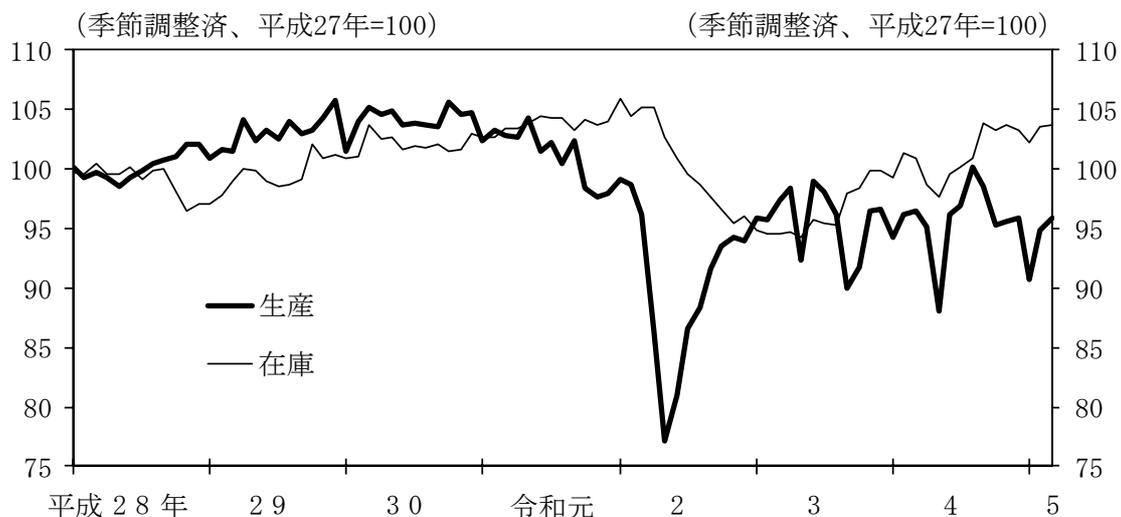
¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。

(鉦工業生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなった)

鉦工業生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなった(図表3)。業種別にみると、輸送機械は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫が徐々に改善するもとの増加基調をたどってきたが、下期後半には、一部先における生産トラブルの影響等から、弱めの動きとなった。はん用・生産用・業務用機械は、内外の堅調な設備投資(機械投資)需要を背景に上期後半にかけて急増した水準からは切り下げながらも、高水準の受注残に支えられて、高めの水準で推移した。電子部品・デバイスは、自動車関連の需要は堅調であったものの、スマートフォンやパソコン向けメモリを中心に減少した。

在庫は、横ばい圏内の動きとなった。

(図表3) 鉦工業生産

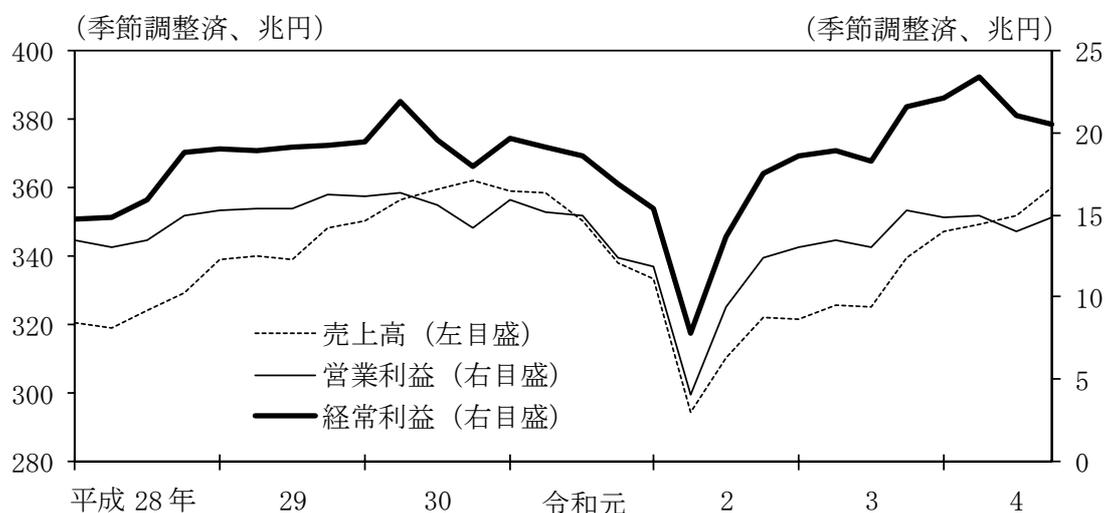


（企業収益は全体として高水準で推移し、企業の業況感は横ばいとなった。設備投資は緩やかに増加した）

企業収益について、法人企業統計の経常利益をみると（図表4）、全体として高水準で推移した。供給制約の影響緩和や価格転嫁の進展が押し上げ要因として作用した一方、既往の資源高の影響に加え、海外経済の回復ペース鈍化などが押し下げ要因として作用した。また、上期にみられた為替円安に伴う為替差益などの一時的な収益押し上げ要因が剥落したことも、経常利益の下押し要因となった。

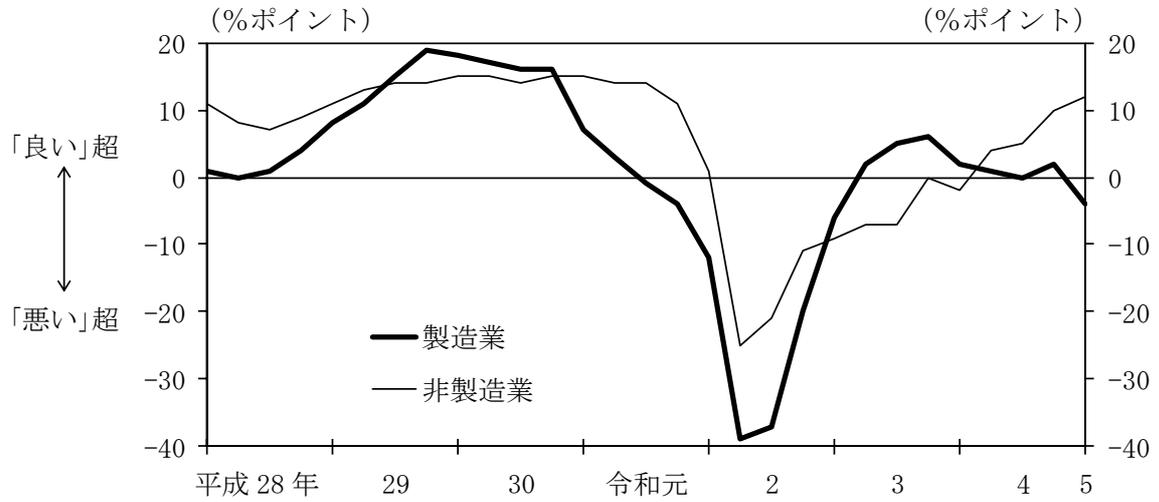
短観でみた企業の業況感は、製造業が悪化したものの、非製造業が改善したことから、全体として横ばいとなった（図表5）。製造業は、供給制約の影響緩和や価格転嫁の進展はみられたものの、既往の資源高の影響が残るもとの、海外経済の回復ペースの鈍化や世界的な情報関連財の調整圧力の継続が意識されたことから、大企業を中心に悪化した。非製造業は、既往の資源高の影響は引き続きみられたものの、感染症の影響が緩和し、価格転嫁も進むなかで、小売や対面型サービスなど幅広い業種で改善した。

（図表4）企業収益



（注）金融業、保険業および純粋持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

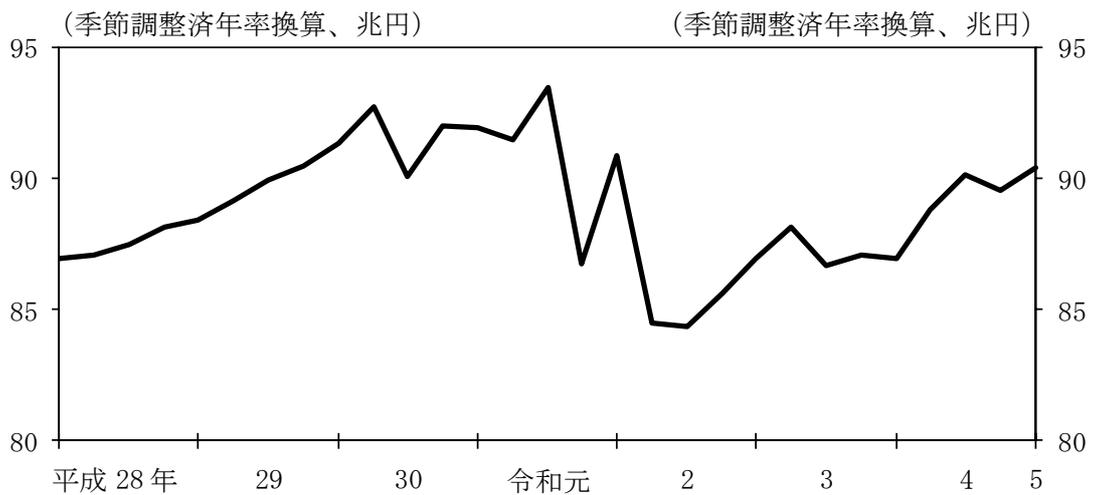
(図表5) 企業の業況判断D I (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加した (図表6)。

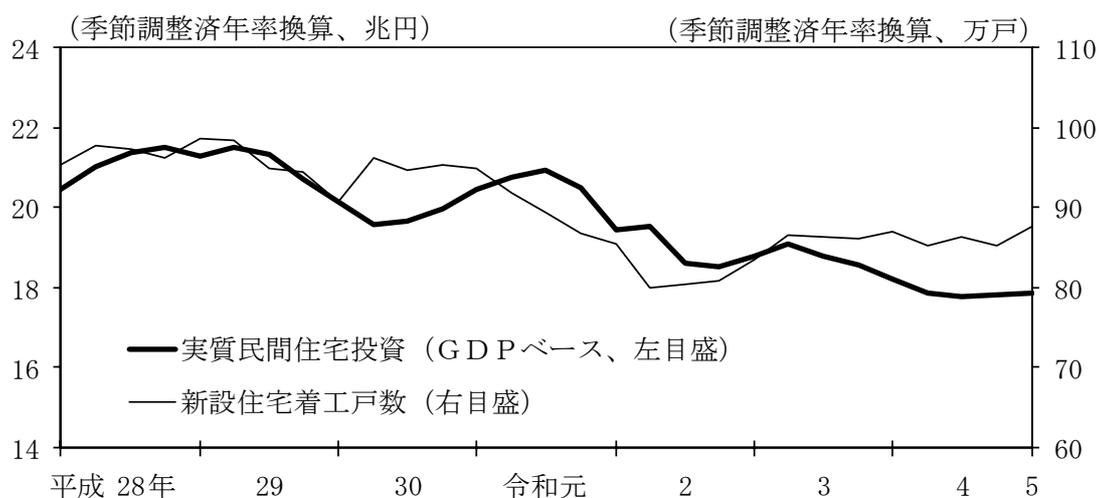
(図表6) 設備投資 (実質、GDPベース)



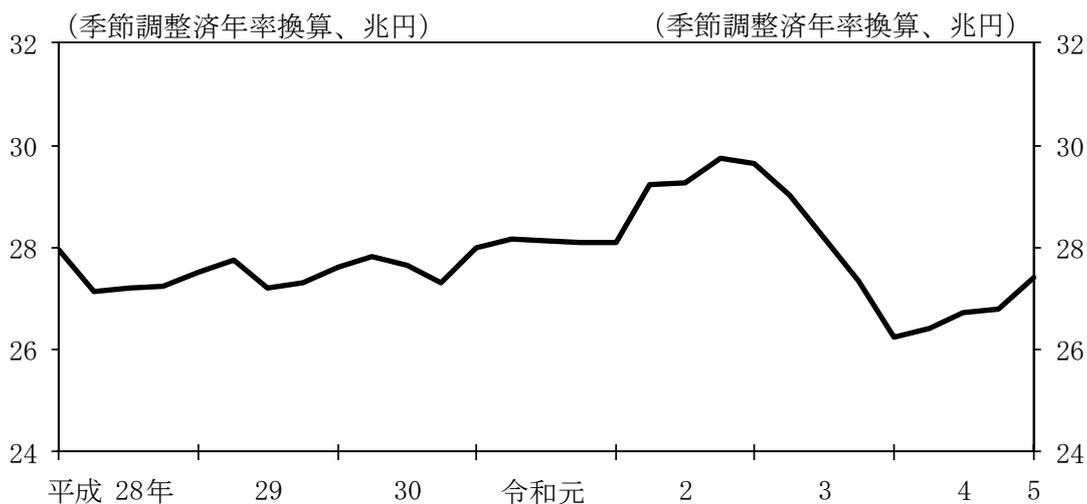
(住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった)

住宅投資は、住宅価格の上昇などから、弱めの動きとなった(図表7)。公共投資は、国土強靱化関連工事等が進捗するもとの、横ばい圏内の動きとなった(図表8)。

(図表7) 住宅投資



(図表8) 公共投資 (実質、GDPベース)

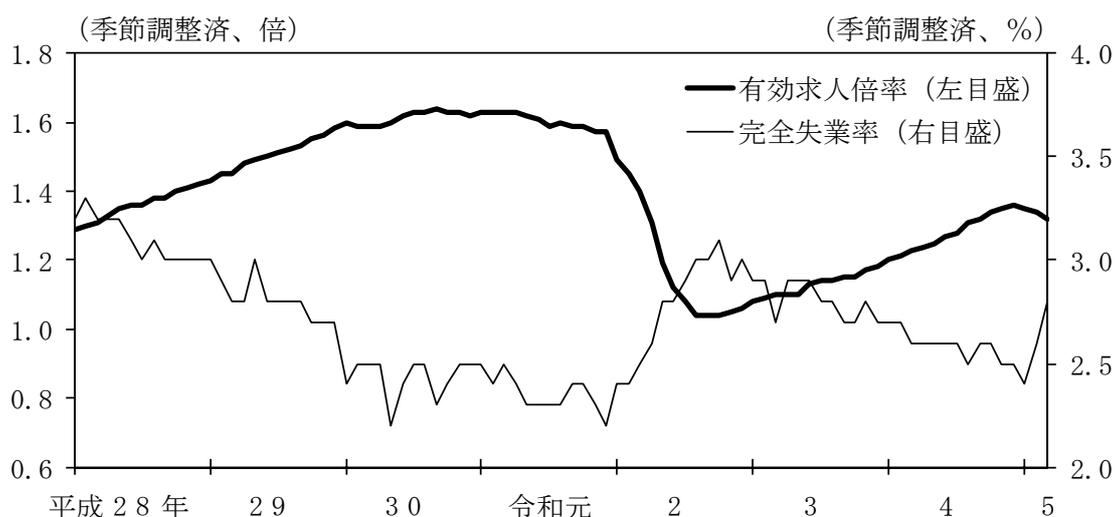


（雇用・所得環境をみると、全体として緩やかに改善した）

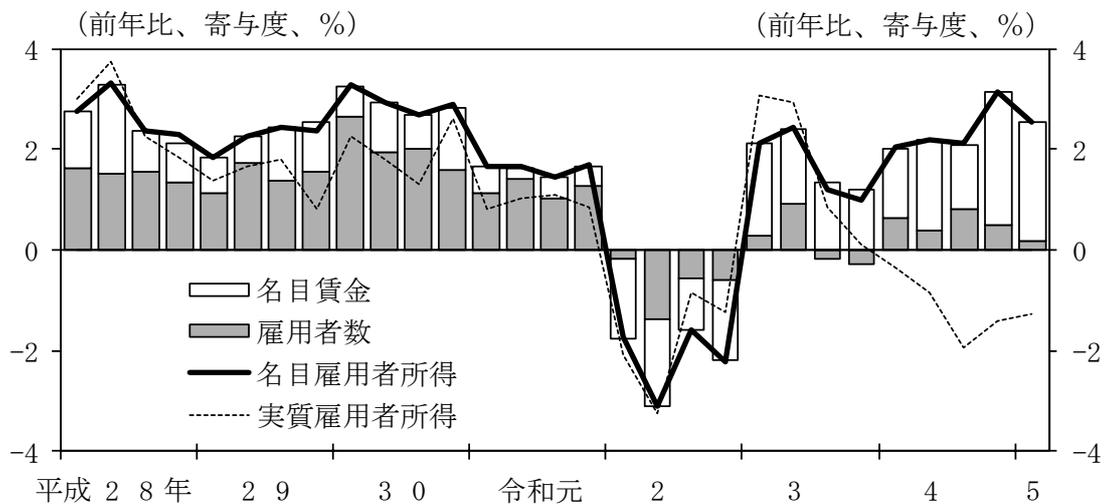
労働需給についてみると（図表9）、完全失業率は、2%台半ばから後半で推移した。有効求人倍率は、正社員求人が人手不足業種で堅調に推移したほか、パート求人も対面型サービス業等で増加したことから、緩やかな上昇基調をたどった。

雇用者所得は、名目ベースでは改善したが、実質ベースでは、物価上昇を反映して前年比でマイナスが続いた（図表10）。内訳をみると、名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、緩やかに増加した。人手不足感が意識されるもとで所定内給与が緩やかな増加を続けたほか、特別給与（冬季賞与）は幅広い業種・企業規模で大幅な増加となった。雇用者数は、正規雇用が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傾向をたどったほか、非正規雇用も、対面型サービス業や医療・福祉を中心に緩やかに増加した。

（図表9）労働需給



(図表 10) 雇用者所得



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

(注 2) 毎月勤労統計は、共通事業所ベース。

(注 3) 雇用者所得の実質値は、消費者物価指数（総合除く持家の帰属家賃）を用いて算出。

(注 4) 四半期は、以下のように組み替えている。5年第 1 四半期は、3月の値。

第 1 四半期：3～5月、第 2：6～8月、第 3：9～11月、第 4：12～2月。

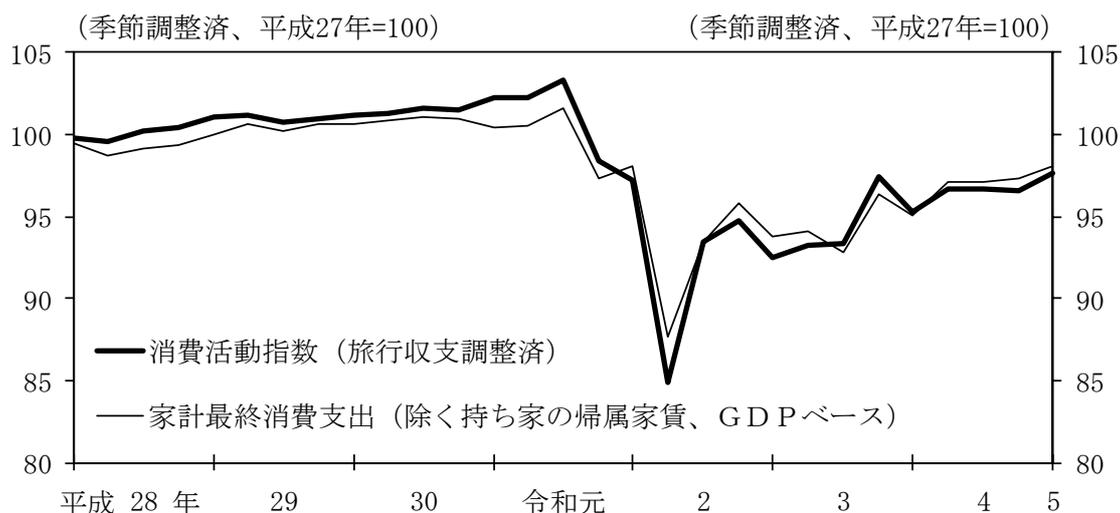
(個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、緩やかに増加した)

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、緩やかに増加した(図表 11(1))。耐久財消費は、供給制約の緩和などを受けて自動車を中心に持ち直した(図表 11(2))。非耐久財消費は、物価高の影響もあって飲食料品などに弱めの動きがみられるもとで、全体としても減少した(図表 11(2))。サービス消費は、感染症の影響が和らぐもとで、緩やかに増加した(図表 11(2))。外食は、下期前半には、物価上昇や感染者数の増加の影響を受ける局面もみられたが、その後は、感染状況の落ち着きもあって、幅広い業態で緩やかな増加基調をたどった。国内旅行は、下期前半に全国旅行支援の効果もあってはっきりと増加した後、下期後半は、全国旅行支援の割引幅の縮小もあって、横ばい圏内の動きとなった。

個人消費関連のマインド指標をみると、消費者態度指数は、物価上昇が意識されるもとで低水準での動きとなったが、下期末にかけては、雇用環境の改善などを背景に改善した(図表 12)。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断D I(家計動向関連)も、下期末にかけて改善した。

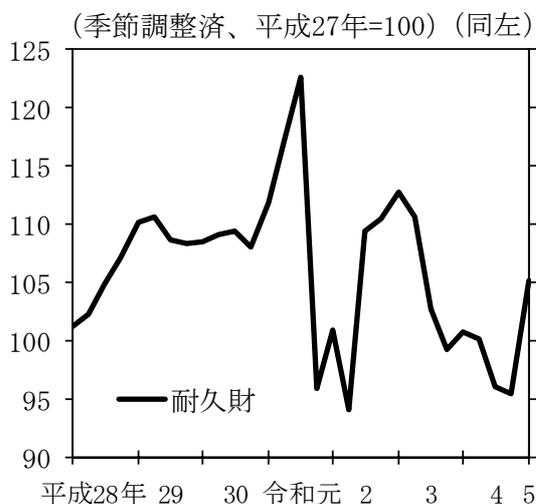
(図表 11) 個人消費

(1) 個人消費(実質)

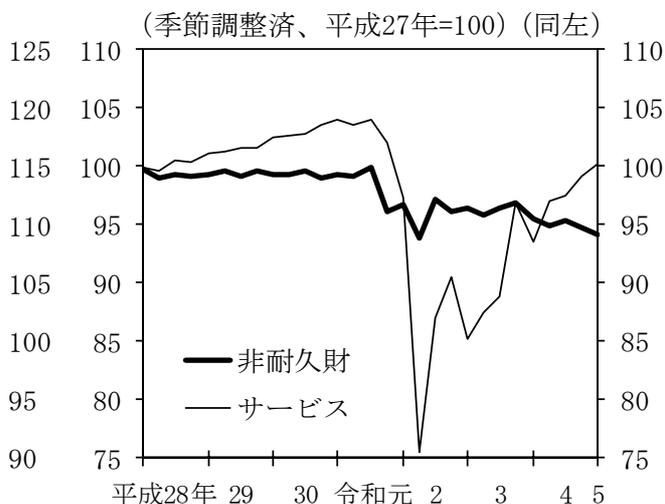


(2) 消費活動指数（実質）の内訳

＜耐久財消費＞

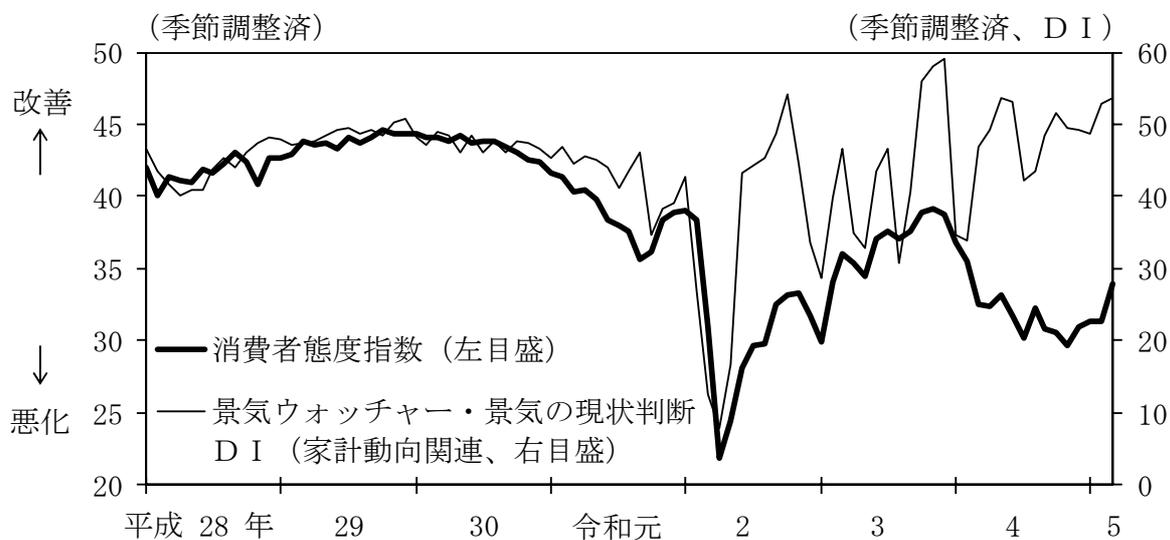


＜非耐久財・サービス消費＞



(注) 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

(図表 12) 個人消費関連のマインド指標



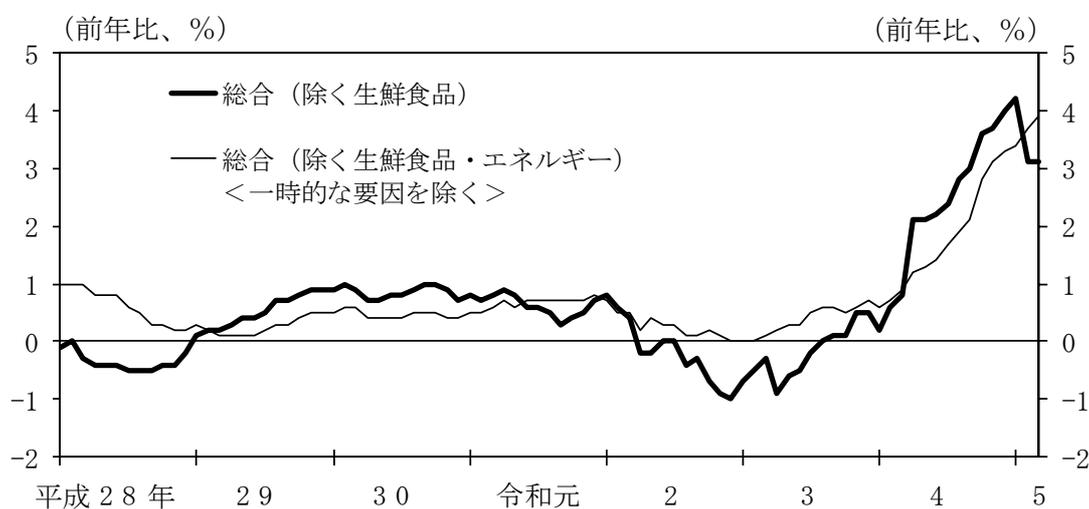
(注) 消費者態度指数は、消費者意識を尋ねたアンケート調査。景気ウォッチャー調査（家計動向関連）は、家計動向を敏感に反映する現象を観察できる職種の人々に尋ねたアンケート調査。

(2) 物価

物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、1月にかけて4%程度までプラス幅を拡大した後、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによりプラス幅を縮小し、3月には3%程度となった（図表13）。内訳をみると（図表14）、財は、政府による燃料油補助金が継続されるもとの石油製品が前年比でマイナスに転じたが、食料工業製品や日用品、耐久財を中心に原材料コスト上昇を転嫁する動きが継続するもとの、全体としてはプラス幅の拡大が続いた。もっとも、下期末にかけては、そのペースは鈍化した。一般サービスをみると、外食や家事関連サービス、宿泊料を中心に原材料コストや人件費の上昇を転嫁する動きが続くもとの、前年比プラス幅の拡大傾向が続いた。公共料金をみると、既往の原油等の輸入物価の動きを反映した電気代・都市ガス代の上昇を背景に、1月にかけてプラス幅を拡大した後、政府の電気代・都市ガス代を対象とした負担軽減策の導入によりプラス幅を大きく縮小し、下期末には前年比で小幅のマイナスに転じた。

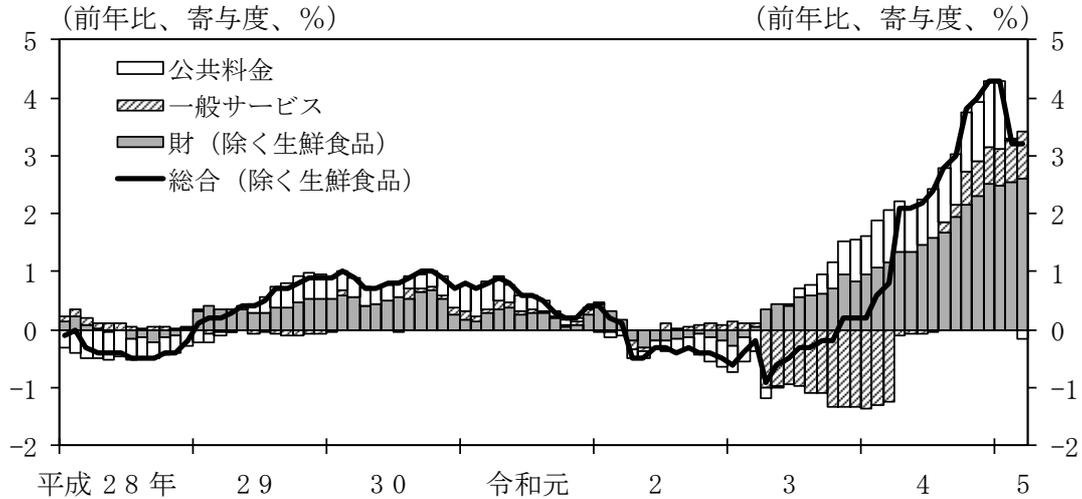
予想物価上昇率は（図表15）、上昇したあと、横ばいとなった。

(図表13) 消費者物価



(注) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）<一時的な要因を除く>は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳



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

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

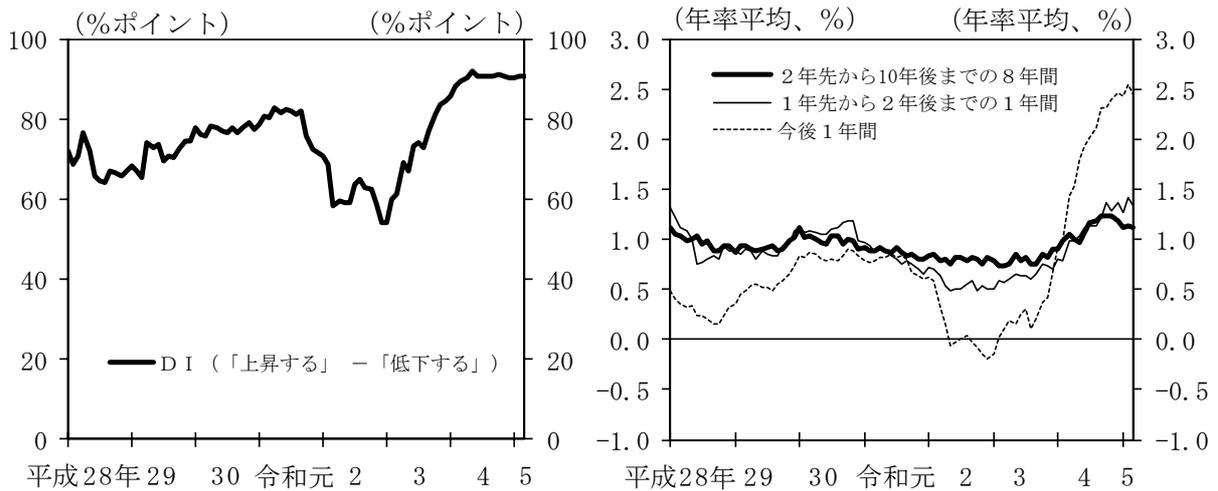
(図表 15) 予想物価上昇率

(1) 家計の予想物価上昇率

(消費動向調査<総世帯>)

(2) 市場参加者の予想物価上昇率

(QUICK調査)



(注 1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。

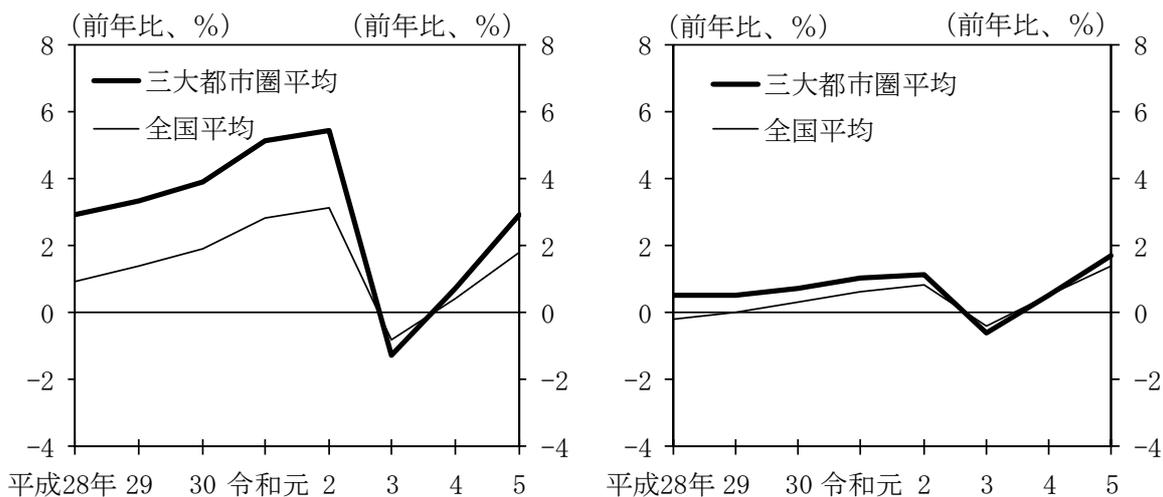
(注 2) QUICK調査は、消費税率引き上げの影響を含むベース。

地価を地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表16）、全国平均、三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均のいずれも、経済の持ち直しを受けて、住宅地、商業地ともにプラス幅を拡大した。

（図表16）地価公示

（1）商業地

（2）住宅地



（注）地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

4年度下期の海外経済は、先進国を中心に減速の動きがみられるも、回復ペースが鈍化した（図表17）。

(図表17) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		3年	4年	3年 10-12月期	4年 1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	5年 1-3月
米 国		5.9	2.1	7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.6	1.3
ユーロエリア		5.4	3.5	2.3	2.4	3.7	1.5	-0.2	0.3
新興 国・ 地域	中 国	8.4	3.0	4.3	4.8	0.4	3.9	2.9	4.5
	イ ン ド	8.9	6.7	5.2	4.0	13.2	6.3	4.4	-
	N I E s および A S E A N 4	4.4	4.2	4.7	4.0	4.5	5.2	3.1	2.8
	ブラジル	5.0	2.9	2.1	2.4	3.7	3.6	1.9	-
	ロ シ ア	5.6	-2.1	5.8	3.0	-4.5	-3.5	-2.7	-1.9

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

米国経済は、個人消費に底堅さもみられたが、物価上昇や米国連邦準備制度の利上げの継続を受けて、減速傾向が続いた。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の低下や財価格の伸び率縮小などを受けて、7%台後半から5%程度まで低下した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、6%台前半から5%台半ばまで低下した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジを、11月の会合で0.75%、12月の会合で0.50%、2月と3月の会合でそれぞれ0.25%と、順次引き上げ、4.75~5.00%とした。政策金利についてのフォワード・ガイダンスに関しては、11月の会合で「将来の誘導目標レンジの引き上げペースを決定するにあたっては、金融引き締めを累積効果や、金融政策が経済活動やインフレに影響を及ぼすまでのラグ、経済・金融の動向を考慮する」との記述を追加した。その後、3月の会合では、「誘導目標レンジの継続的な引き上げが適切になると見込んでいる」との表現を変更し、「幾ばくかの追加的な金融引き締めが適切になるかもしれないと見込んでいる」とした。 balan

スシートの縮小については、国債とエージェンシー債、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の保有額の削減を継続した。具体的には、国債については1か月あたり600億ドル、エージェンシー債とエージェンシー保証付きモーゲージ担保証券については同350億ドルをそれぞれ上限として削減した。3月には、一部金融機関の問題を巡る懸念が高まるもとで、預金取扱金融機関への流動性供給を目的に、額面で評価した適格資産を担保に最長1年間の融資を行う新たな手段として、銀行タームファンディングプログラム（BTFP）を導入した。また、同月には、日本銀行を含む主要中銀と協調して行うグローバルな米ドル流動性供給の拡充を発表した。

ユーロエリア経済は、緩やかな回復を続けたあと、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、緩やかに減速した。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の低下などの影響を受けて、10%台半ばから7%弱まで低下した。一方、エネルギー・食料・アルコール・たばこを除くコアベースの消費者物価の前年比は、5%程度から5%台後半まで上昇を続けた。

金融政策面では、欧州中央銀行は、各政策金利を、10月の会合で0.75%引き上げたあと、12月、2月、3月の会合でそれぞれ0.50%引き上げ、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を3.50%、限界貸出金利を3.75%、中銀預け金金利を3.00%とした。先行きの政策金利のガイダンスについては、2月の会合で「次回会合でもう一度0.50%の利上げを行う意向であり、その会合でそれ以降の政策金利パスを評価する」としていたが、その後、経済・金融環境を取り巻く不確実性が高まるもとで、3月の会合では先行きの政策金利に関する具体的な記述は示されなかった。資産買入れプログラム（APP）の資産残高については、12月の会合で、3月から6月まで、1か月あたり150億ユーロのペースで削減する方針を示した。パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）については、償還元本の再投資を柔軟に実施する方針を維持した。

新興国・地域をみると、中国経済は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響を受けて減速したあと、感染抑制と経済活動の再開が進むもとで持ち直しに転じた。この間、不動産投資は弱めの動きを続けた。物価面では、消費者物価の前年比は、引き続き政府目標（3%前後）を下回って推移した。財政政策面では、3月に開催された全国人民代表大会において、「積極的な財政政策を強化し、より効果的にする」との方針のもと、地方専項債（地方政府がインフラ関連等のプロジェクトのために発行する債券）の発行に係る当初予算額を拡大することなどが示された。金融政策面では、同大会において、「穏健な金融政策は、精確かつ強力なものとする」

との方針のもと、貨幣供給量と社会融資総量の伸びを、「名目経済成長率と基本的に一致させる」とした。この間、中国人民銀行は、預金準備率を12月、3月にそれぞれ0.25%ポイント引き下げた。

中国以外の新興国・地域の経済は、下期の前半は経済活動の再開が進展するもとの総じてみれば持ち直しを続けたものの、後半には、輸出が減速するもとの改善ペースが鈍化した。物価面では、インフレ率は、エネルギー価格の伸び率縮小などから低下したものの、引き続き多くの国でインフレ目標を上回って推移した。金融政策面では、インフレ率が高めの伸び率で推移するなか、フィリピンやインドネシア、メキシコなど多くの国において、引き続き利上げが実施された。

2. 金融面の動向

(1) 国際金融市場

令和4年度下期の国際金融市場をみると、米国長期金利の低下や中国での経済活動の再開、欧州においてエネルギー不足に伴う景気減速懸念が幾分和らいだことなどを受けて、多くの国・地域で株価が上昇した。ただし、3月中旬にかけて、米欧の一部金融機関の問題を巡る懸念が高まり、投資家のリスク回避姿勢が強まるもとの、株価が下落する局面がみられた。その後は、各国当局が迅速な措置を講じたことなどもあって、3月末にかけて市場の緊張は幾分緩和された。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートは、米国連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。ターム物金利は²、米国連邦準備制度による利上げを織り込みながら上昇した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、欧州中央銀行による利上げを受けて上昇した。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）は、インフレの動向や金融政策の帰趨を巡って、振れの大きい展開がみられた。期間を通じてみると、米国では、インフレ率のプラス幅が縮小するもとの低下した。欧州では、概ね横ばいとなった（図表18）。

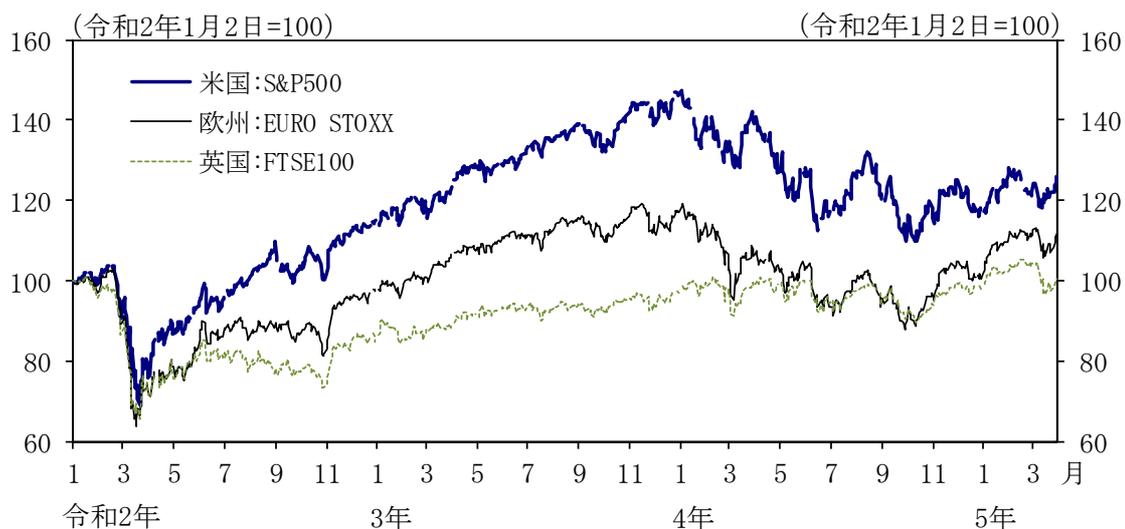
(図表18) 米欧の長期金利（国債10年物利回り）



² ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

主要国の株価動向をみると、米国株価（S & P 500）や欧州株価（EURO STOXX）は、米国長期金利の低下や、欧州において暖冬の影響等を背景にエネルギー不足に伴う景気減速懸念が幾分和らいだことから、それぞれ上昇した。この間、英国株価（FTSE 100）も、米欧の株価に連れて上昇した（図表 19）。

（図表19）米欧の株価



新興国・地域の金融市場においては、株価は、先進国での株価上昇や中国での経済活動の再開などを受けて、多くの国・地域で上昇した。

為替市場をみると、新興国・地域の通貨は、中国での経済活動の再開などを受けて、アジア諸国や資源国を中心に、ドルに対して増価した。

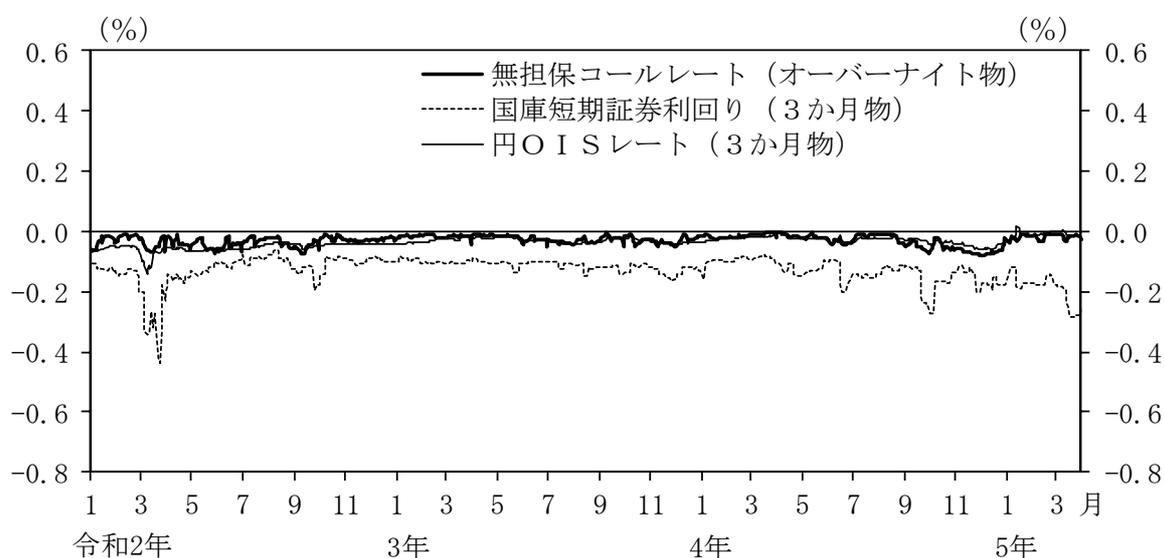
国際商品市場では、原油（WT I）価格は、欧州の輸入増に伴う需給逼迫懸念の緩和や、米国の戦略石油備蓄の放出等を背景に、下落した。銅価格は、中国での経済活動の再開などを受けて、上昇した。農産物価格は、ロシアやウクライナからの供給減少懸念が緩和するなかで、下落した。金価格は、ドルの減価などを背景に、上昇した。

(2) 短期金融市場

4年度下期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般的に、金利は低水準で推移した。

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表20）³、小幅のマイナスで推移した。ターム物金利をみると、国庫短期証券利回り（3か月物）は、振れを伴いつつ、▲0.2%台から▲0.1%台で推移した。また、円OISレート（3か月物）は、概ね小幅のマイナスで推移した。

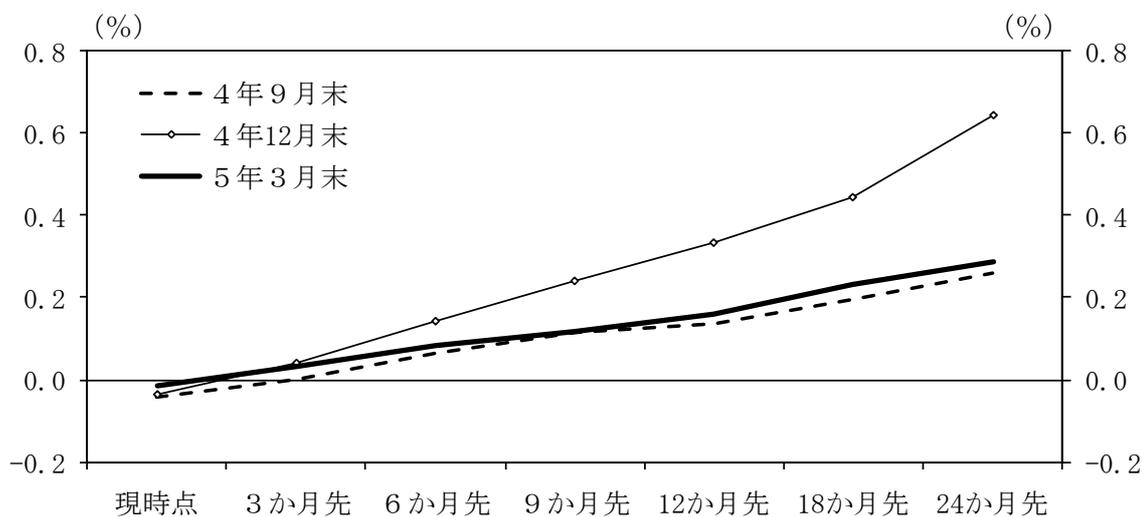
(図表20) 短期金融市場金利



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

円OISのフォワードレートは（図表 21）、いったん上昇する場面がみられたものの、期間を通じてみれば、概ね不変となった。

（図表 21）円OISのフォワードレート



（注）現時点は、3か月物のOISレート。3か月先、6か月先、9か月先は、各3か月間、12か月先、18か月先は、各6か月間、24か月先は、12か月間のフォワードレートをOISレートから算出。円OISのフォワードレートは、基本的には各期間の無担保コールレート（オーバーナイト物）の市場見通しを反映する。

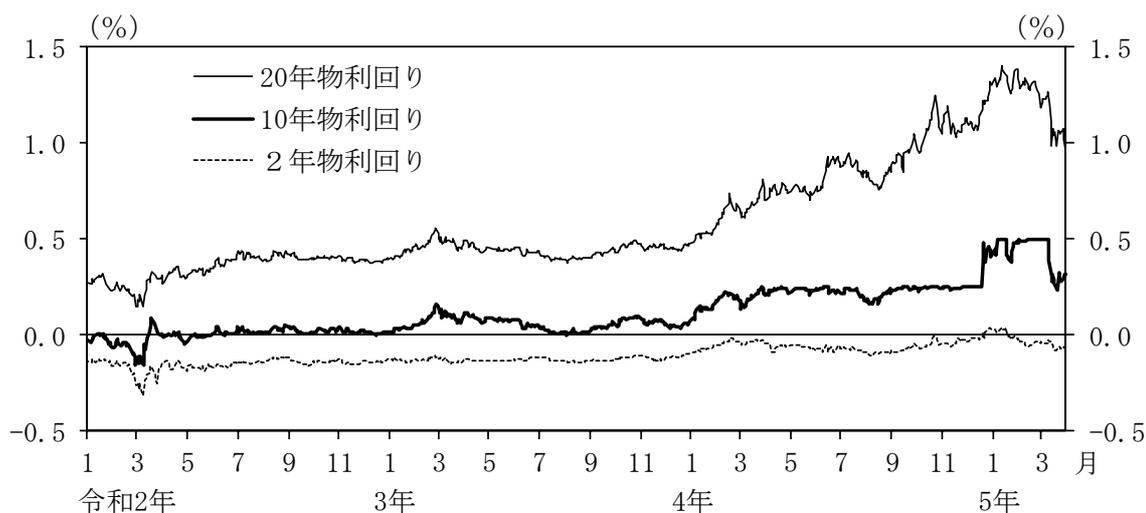
(3) 債券市場

4年度下期の債券市場の動向をみると（図表 22、23）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。やや子細にみると、12月の金融政策決定会合以降は、当会合で拡大が決定された長期金利の変動幅の範囲内で上昇したあと、海外金利の低下などを受けて低下した。

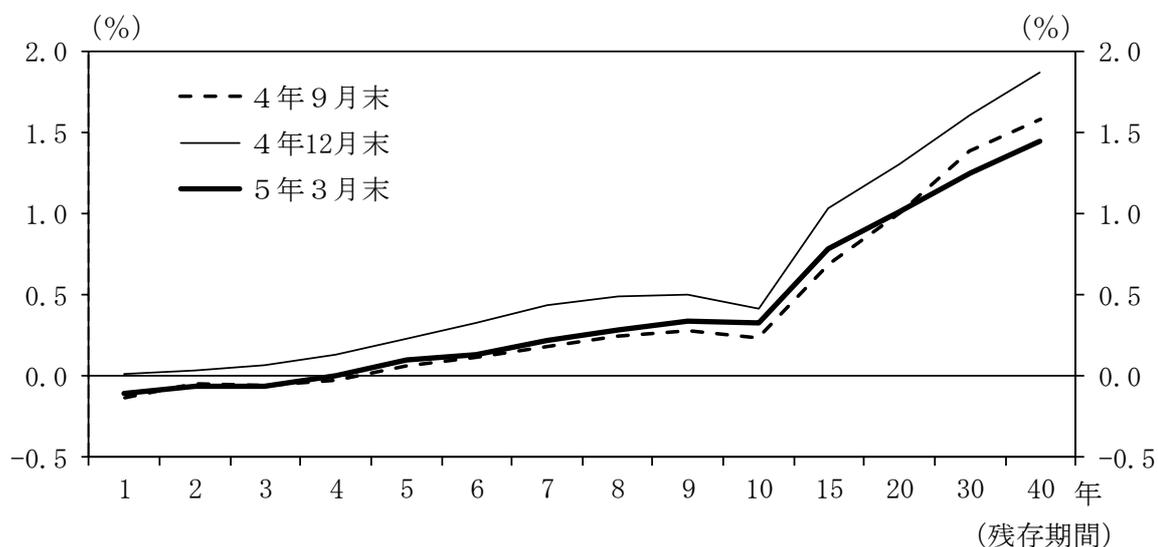
また、短中期国債（2年債）の流通利回り、および、超長期国債（20年債）の流通利回りについても、1月中旬にかけて上昇したあと、3月末にかけて低下し、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

この間、国債の利回り曲線（イールドカーブ）は、期中において振れはみられたものの、3月末においては、総じてスムーズになった。

(図表 22) 国債流通利回り

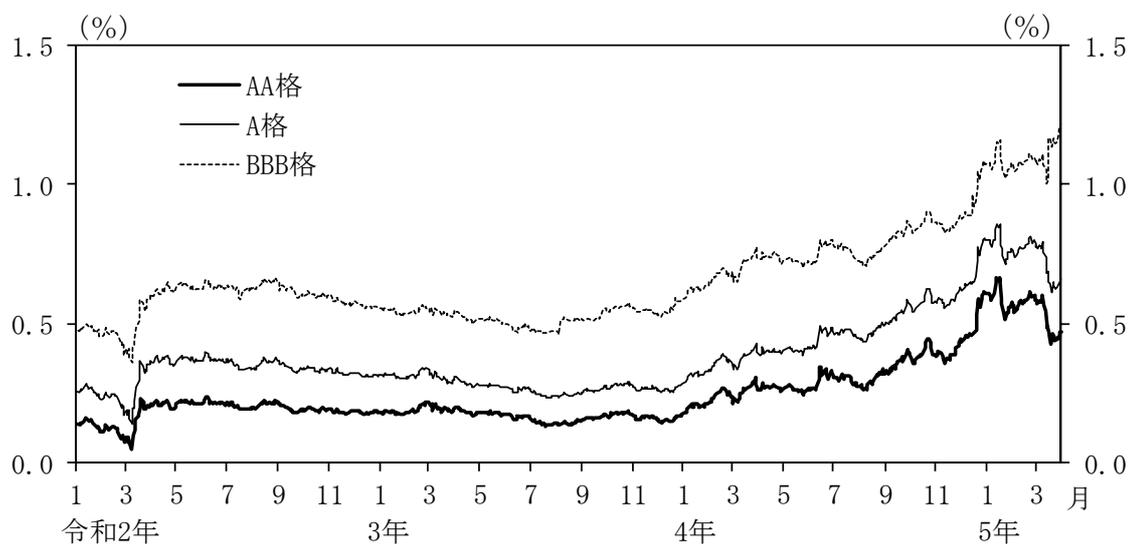


(図表 23) 国債の利回り曲線（イールドカーブ）



社債流通利回りは（図表 24）、国債の流通利回りに概ね連れる形で変動し、期中に上昇したものの、3月末にかけて総じてみれば低下した。

（図表 24）社債流通利回り

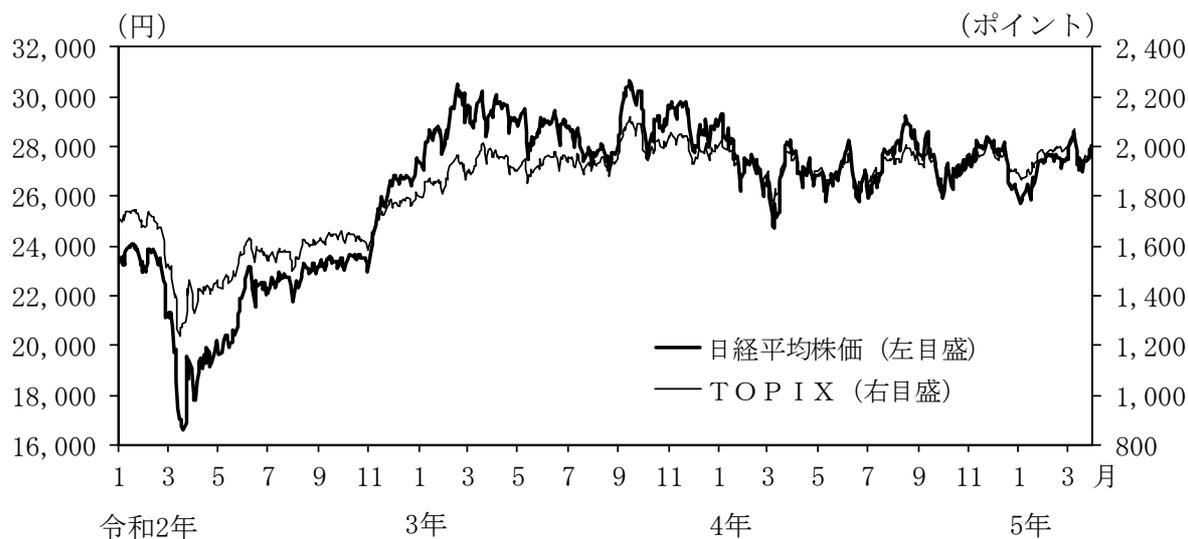


（注） 残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

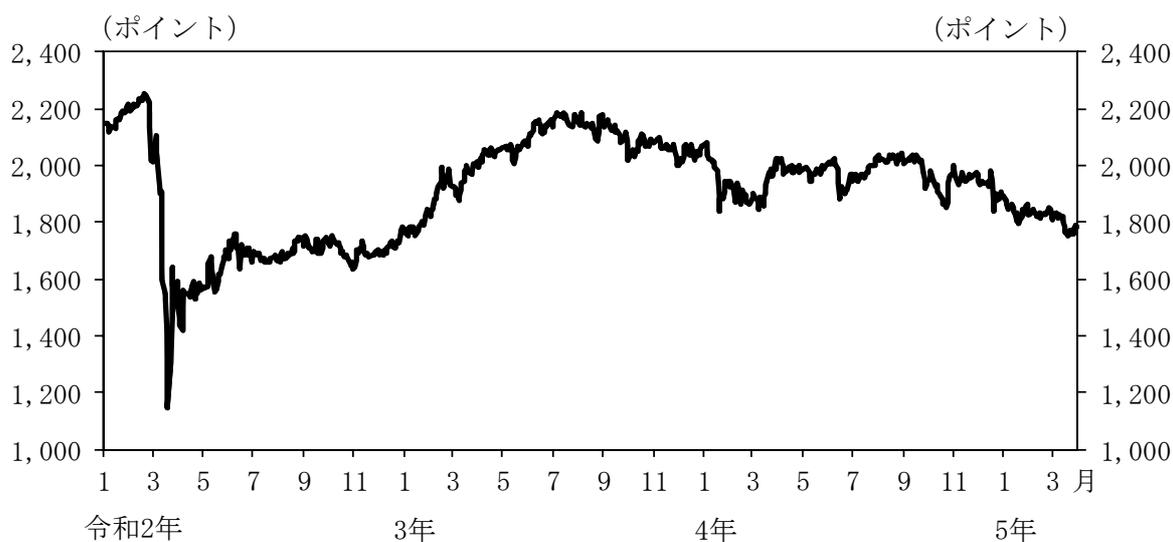
4年度下期の株式市場の動向をみると（図表 25）、日経平均株価は、概ね米国株に連れて上昇し、3月末には28千円台となった。

(図表 25) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 26）、海外投資家の売却等を背景に、下落した。

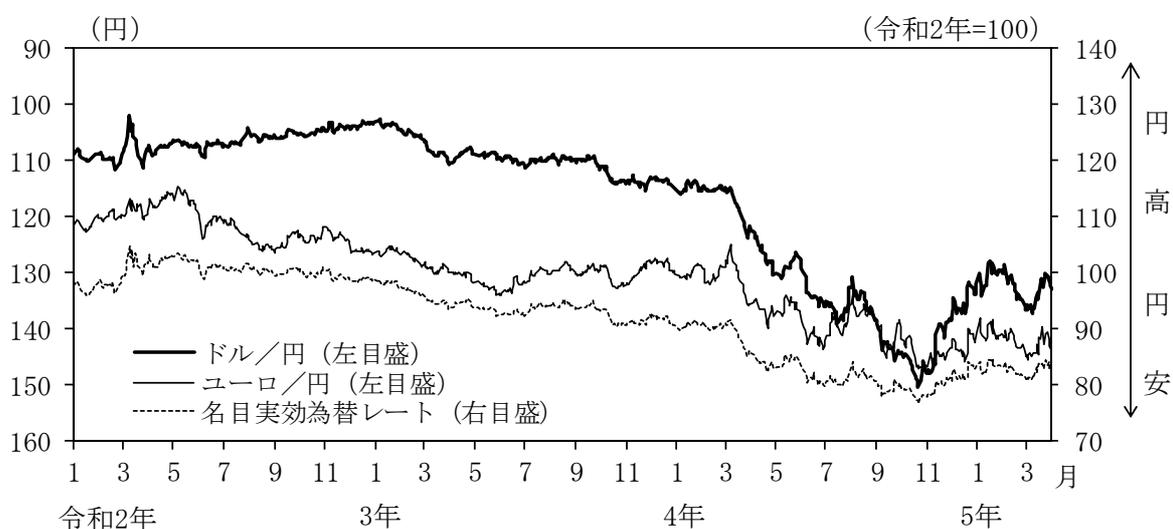
(図表 26) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

4年度下期の外国為替市場の動向をみると（図表 27）、円の対ドル相場は、日米金利差の縮小などが意識されるもとの、円高ドル安方向の動きとなり、3月末には133円台となった。円の対ユーロ相場は、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば、幾分円安ユーロ高となった。この間、円の名目実効為替レートは⁴、円高方向の動きとなった。

（図表 27）円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



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

こうした為替相場動向のなか、円の実質実効為替レートも（図表 28）⁵、円高方向の動きとなった。

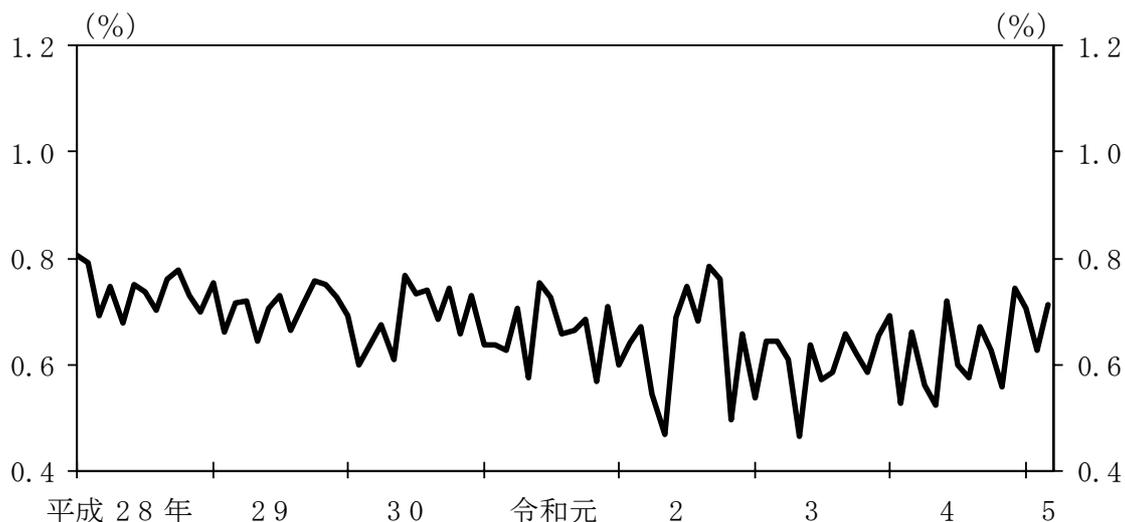


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

(6) 企業金融

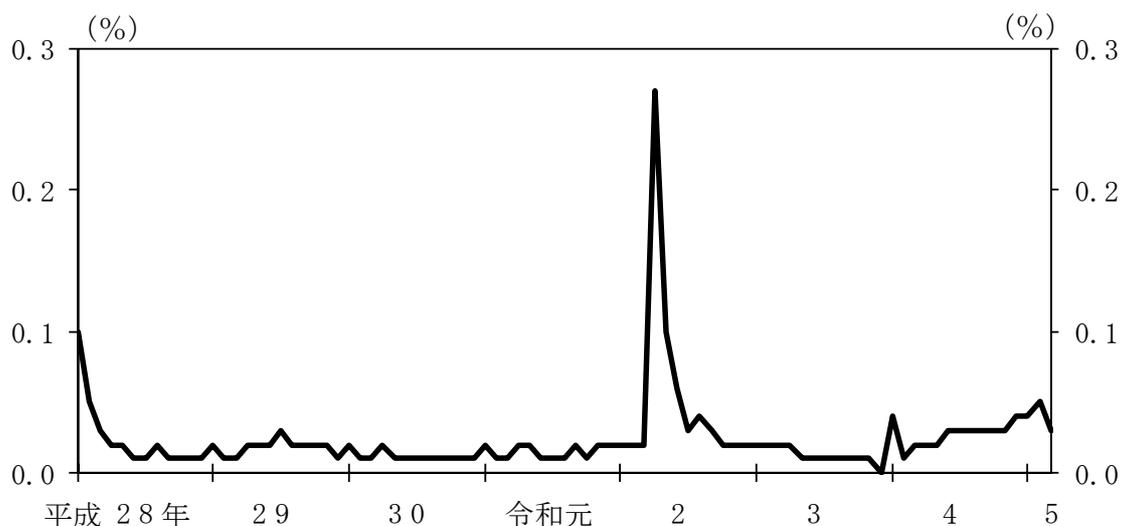
4年度下期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると(図表29)、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、ベースレートの上昇から、振れを伴いつつも、緩やかに上昇した。

(図表29) 貸出約定平均金利(国内銀行、総合、新規実行分)



この間、CPの発行金利は(図表30)、きわめて低い水準で推移した。社債の発行金利は、ベースレートの上昇や内外金融市場のボラティリティの高まりなどを背景に上昇したあと、下期末には、横ばい圏内の動きとなった。

(図表30) CP発行金利(3か月物)

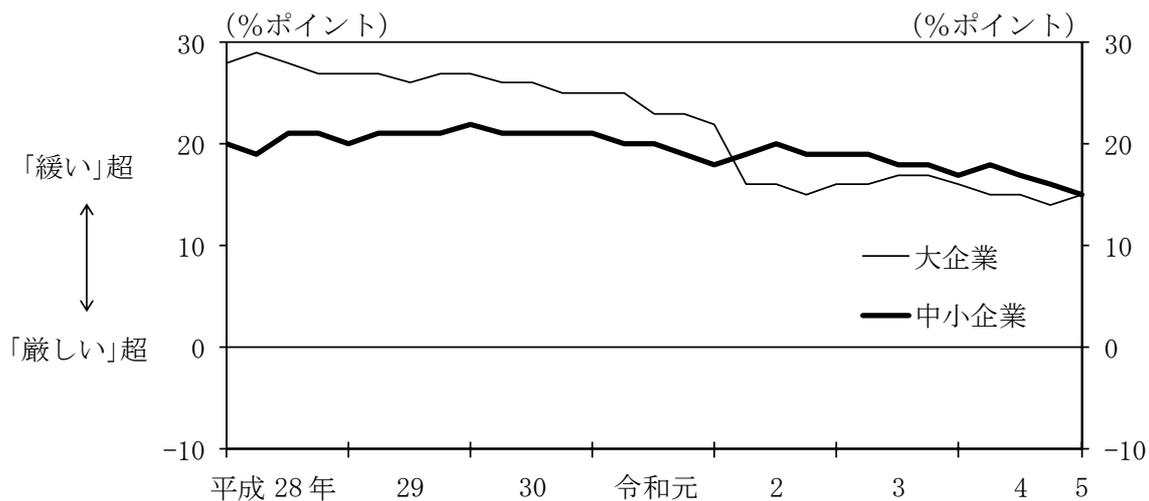


(注) 新発利回り。a-1格相当の格付け取得先についての短期社債(電子CP)の平均。

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

資金需要面をみると、経済活動の持ち直しや原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりなどから、緩やかに増加した。

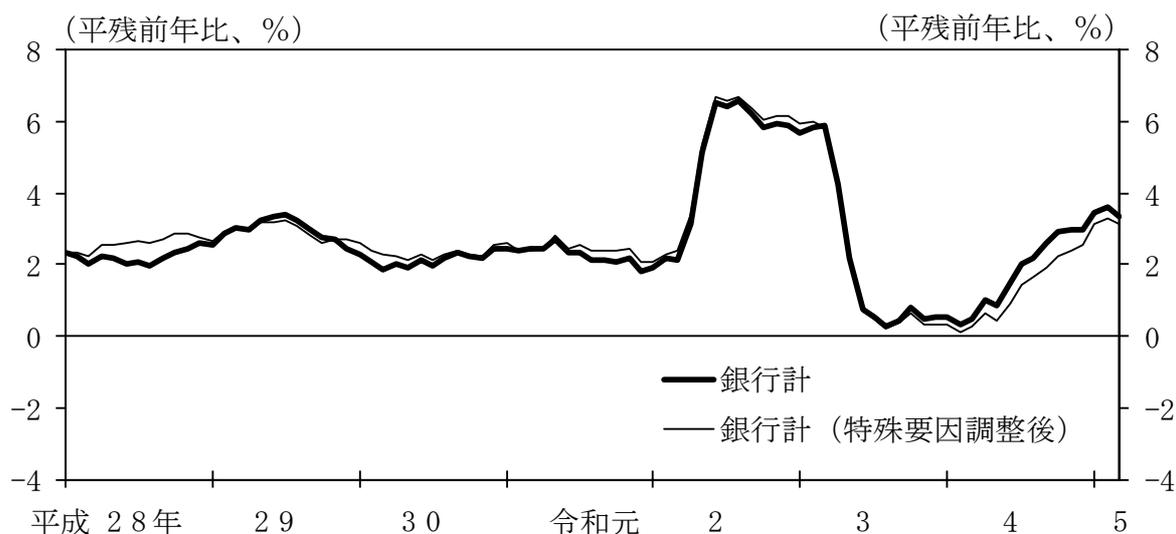
（図表 31）金融機関の貸出態度判断D I（短観）



（注）全産業ベース（図表 34 も同様）。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 32）⁶、経済活動の持ち直しや原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりなどから、プラス幅が拡大した。C P・社債計の発行残高の前年比は（図表 33）、エネルギー関連企業による発行の落ち着きなどから、プラス幅が縮小した。

（図表 32）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

（図表 33）C P・社債発行残高

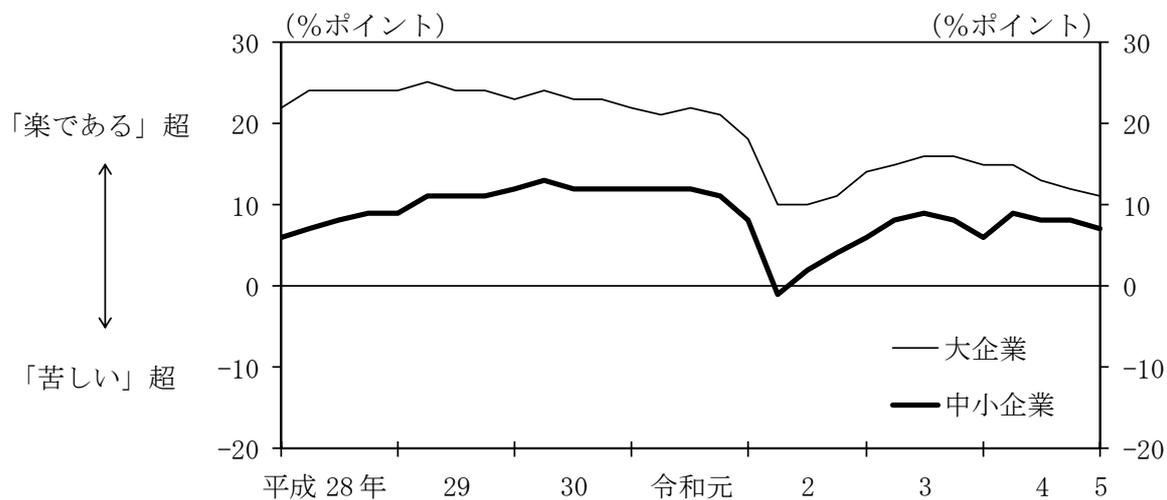


（注）C P発行残高は、短期社債（電子C P）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C Pは含む）。

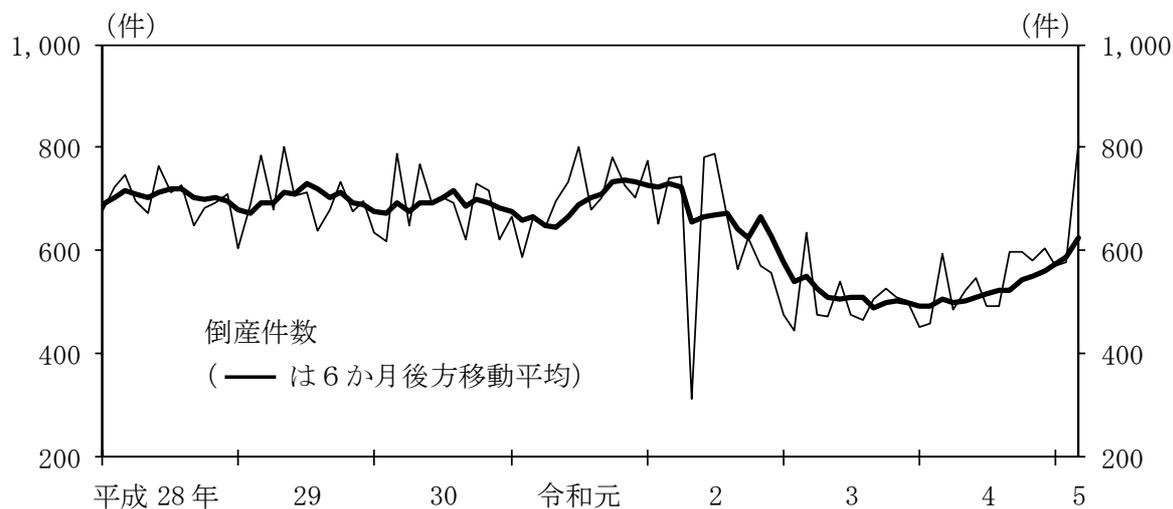
⁶ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

企業の資金繰りは（図表 34）、一部に厳しさが残ったものの、経済活動の持ち直しに支えられて、全体として改善した状態であった。企業倒産は（図表 35）、引き続き低水準で推移した。

（図表 34）企業の資金繰り判断D I（短観）



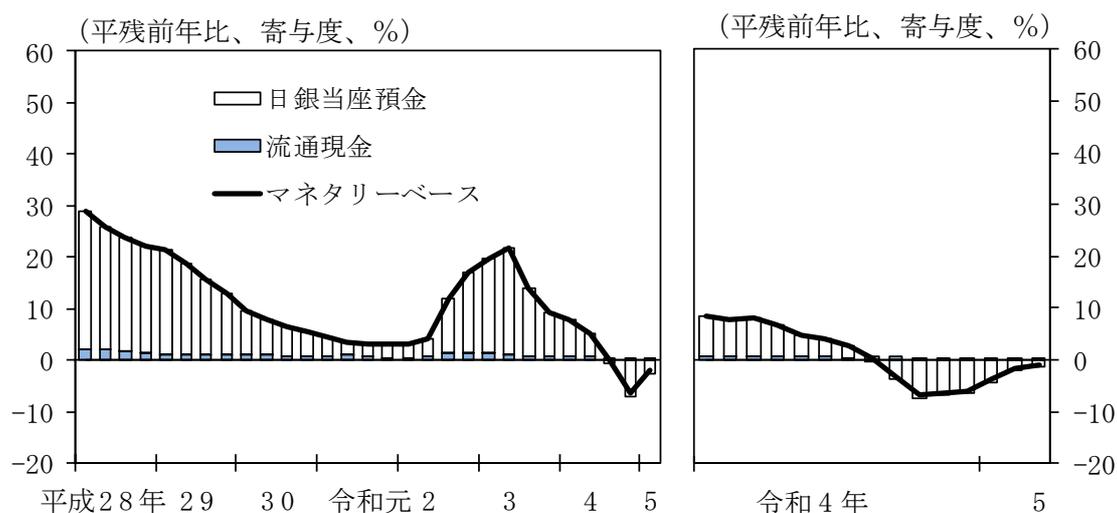
（図表 35）企業倒産



(7) 量的金融指標

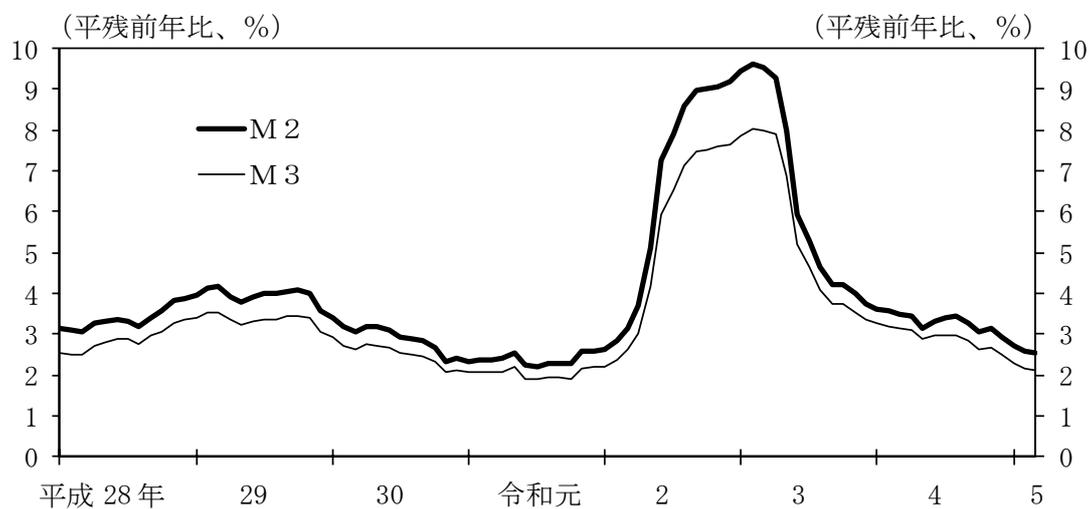
4年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 36）、新型コロナ対応金融支援特別オペの残高が減少したことを主因にマイナス幅を拡大したあと、長期国債買入れが増加したことからマイナス幅を縮小した。

(図表 36) マネタリーベース



マネーストック（M2）の前年比は（図表 37）、2%台半ばから3%程度で推移した。

（図表 37） マネーストック



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

Ⅱ. 金融政策運営及び金融政策手段

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、令和4年10月から5年3月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	黒田東彦	（総裁）
	雨宮正佳	（副総裁）
	若田部昌澄	（副総裁）
	安達誠司	（審議委員）
	中村豊明	（審議委員）
	野口 旭	（審議委員）
	中川順子	（審議委員）
	高田 創	（審議委員）
	田村直樹	（審議委員）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

以下では、4年度下期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、令和4年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状については、すべての会合において、「資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している」と判断した(図表38)。先行きについては、すべての会合において、「資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、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徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる」との見方を示した。

物価の現状については、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比でみて、10月の会合では、「エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%程度となっている」、12月の会合では、「エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%台半ばとなっている」、1月の会合では、「エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%台後半となっている」、3月の会合では、「エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、4%程度となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、10月と12月の会合では、「本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」、1月の会合では、「目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、そうした影響の減衰に加え、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果もあって、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」、3月

の会合では、「政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果に加え、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」との見方をそれぞれ示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合において、「上昇している」と判断した。

(図表38) 政策委員会の経済情勢についての判断

4年10月	わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの、持ち直している。
12月	わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの、持ち直している。
5年1月	わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの、持ち直している。
3月	わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの、持ち直している。

(金融政策運営)

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

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

- 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 連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

12月の会合では、緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、長短金利操作の運用を一部見直すこととし、以下の金融市場調節方針を決定した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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 長短金利操作の運用

国債買入れ額を大幅に増額しつつ⁷、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。

10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。

1月の会合では、以下の金融市場調節方針を決定した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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 長短金利操作の運用

⁷ 4年12月20日公表の「長期国債買入れ（利回り・価格入札方式）の四半期予定」では、従来の月間7.3兆円から9兆円程度に増額した。

長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。

3月の会合では、上記の金融市場調節方針を維持した。

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

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、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、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（C P等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

12月の会合では、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② C P等、社債等については、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（C P等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

1月の会合では、上記の資産買入れ方針を維持した。

3月の会合では、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ－R E I Tについて、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② C P等は、約 2 兆円の残高を維持する。社債等は、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（約 3 兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

先行きの金融政策運営については、すべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との考え方を示した。

このほか、10月の会合では、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」を一部改正し、E T Fの買入れについて、保有に係る費用等を勘案することを決定した。また、1月の会合では、①「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限を1年間延長すること、②「気候変動対応オペ」の対象先を拡大し、新たに、系統会員金融機関を含めること、③「共通担保資金供給オペ」を拡充すること、を決定した。

(図表39) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
<p>< 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>4年10月28日</p>	<p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した^(注1)。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</p> <p>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。</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。</p> <p>② 連続指値オペの運用</p> <p>上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① ETFおよびJ-REITについては、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。</p> <p>② CP等、社債等については、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。</p> <p>また、先行きの金融政策運営に関して以下の考え方を示した。</p> <p>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。</p>
<p>12月20日</p>	<p>以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針を決定した^(注2)。また、上記の先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</p> <p>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。</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。</p> <p>② 長短金利操作の運用</p> <p>国債買入れ額を大幅に増額しつつ^(注3)、長期金利の変動幅を、従来</p>

	<p>の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。</p> <p>10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① ETFおよびJ-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。</p> <p>② CP等、社債等については、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。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。</p>
5年1月18日	<p>上記の資産買入れ方針および先行きの金融政策運営に関する考え方を維持し、以下の金融市場調節方針を決定した^(注4)。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</p> <p>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。</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。</p> <p>② 長短金利操作の運用</p> <p>長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。</p>
3月10日	<p>上記の金融市場調節方針および先行きの金融政策運営に関する考え方を維持し、以下の資産買入れ方針を決定した^(注5)。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① ETFおよびJ-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。</p> <p>② CP等は、約2兆円の残高を維持する。社債等は、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(約3兆円)へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。</p>

＜その他＞	
4年10月28日	「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」を一部改正し、ETFの買入れについて、保有に係る費用等を勘案することを決定した ^(注6) 。
5年1月18日	①「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限を1年間延長すること、②「気候変動対応オペ」の対象先を拡大し、新たに、系統会員金融機関を含めること、③「共通担保資金供給オペ」を拡充すること、を決定した ^(注7) 。

(注1) 金融市場調節方針、資産買入れ方針のいずれも、全員一致で決定された。

(注2) 金融市場調節方針、資産買入れ方針のいずれも、全員一致で決定された。

(注3) 4年12月20日公表の「長期国債買入れ(利回り・価格入札方式)の四半期予定」では、従来の月間7.3兆円から9兆円程度に増額した。

(注4) 金融市場調節方針、資産買入れ方針のいずれも、全員一致で決定された。

(注5) 金融市場調節方針、資産買入れ方針のいずれも、全員一致で決定された。

(注6) 全員一致で決定された。

(注7) いずれも全員一致で決定された。

(2) 「経済・物価情勢の展望」

(「経済・物価情勢の展望(4年10月)」)

10月の会合では、4年度から6年度を対象とする「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)に関する議論を行った。

まず、6年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。海外経済は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる。輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、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。雇用・所得環境は、全体として緩やかに改善している。個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内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、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%程度となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。
- ② わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。海外経済は、世界的なインフレ圧力やそれを受けた各国中央銀行の利上げが続くもとで、減速の動きがみられている。また、原油等の資源価格や小麦等の穀物価格は総じて下落に転じているものの、既往の資源・穀物価格の上昇は、これらの大部分を輸入に頼るわが国において、海外への所得流出(交易利得の悪化)をもたらし、エネルギーや食料品の価格上昇を通じて、家計の実質所得や企業収益に対する下押し要因として作用

している。わが国経済は、こうした海外経済の減速や海外への所得流出といった下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、ペントアップ需要を含めた自律的な需要の増加が継続することから、回復していくと考えられる。政府による各種の施策も、所得面へのマイナスの影響を和らげるものと見込まれる。家計部門をみると、雇用面では、正規雇用の増加が続くほか、対面型サービス部門の回復に伴って、非正規雇用の増加も明確化していくとみられる。加えて、労働需給の改善を反映して賃金上昇率も高まることから、雇用者所得は緩やかな増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進むもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたペントアップ需要の顕在化を主因に、増加を続けるとみられる。企業部門をみると、海外経済が先進国を中心に減速するものの、輸出や生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けるとみられる。また、サービス輸出であるインバウンド需要も、入国制限の緩和等を受けて、増加していくと予想される。企業収益は、原材料コスト高が下押し圧力として作用するものの、ペントアップ需要の顕在化などに伴う経済活動の改善が続くもとで、為替円安もあって、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくと考えられる。この間、公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとで、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、感染症関連の支出動向を映じて、次第に減少していくと想定している。見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは徐々に鈍化していく可能性が高い。家計部門をみると、雇用者所得は、経済活動の改善に伴う雇用者数の緩やかな増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が持ち直していくもとで、輸出や生産は緩やかに増加すると考えられる。インバウンド需要

も増加を続けると予想される。企業収益は、内外需要が増加し、原材料コスト高による下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調をたどるとみられる。そうしたもとの、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けると考えられる。以上の見通しの背景にある金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとの、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想定している⁸。すなわち、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持され、そのもとの、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向が続くとみられる。この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる⁹。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

- ③ 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。これを年度毎の推移で見ると、4年度に3%程度の高めの伸びとなったあと、5年度および6年度は1%台半ばの伸びになる。この間、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、食料品や耐久財などの価格動向を反映し、相対的に変動幅は小さくなるものの、動きとしては消費者物価（除く生鮮食品）の前年比と同様になると見込まれる。物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、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、小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、わが国経済が潜在成長率を上回る成

⁸ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

⁹ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台前半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかとくに不確実性が高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

長経路をたどるもとで、4年度後半頃にはプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとで、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締まりは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断DIは、一段と上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

- ④ 上記の中心的な経済の見通しを巡っては、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、不確実性がきわめて高い。とくに、上振れないし下振れの可能性（リスク要因）として、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、ウクライナ情勢の展開やそのもとの資源・穀物価格の動向、内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響、企業や家計の中長期的な成長期待に注意が必要である。以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、企業の価格・賃金設定行動、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注意が必要である。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹⁰。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、先行きの消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、マクロ的な需給ギャップの改善や、

¹⁰ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の目標」に向けて徐々に基調的な上昇率を高めていくと考えられる。

- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。リスク要因をみると、引き続き、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。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。先行き、グローバルな金融環境のタイト化の影響などには注意が必要であるが、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、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¹¹。
- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。
- ④ 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、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。

¹¹ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（4年10月）を参照。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、10月28日に公表した（背景説明を含む全文は10月31日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（5年1月）」）

1月の会合では、4年度から6年度を対象とする「展望レポート」に関する議論を行った。

まず、6年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。海外経済は、回復ペースが鈍化している。輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加している。雇用・所得環境は、全体として緩やかに改善している。個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内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、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%台後半となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。
- ② わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。家計部門をみると、雇用面では、正規雇用の増加が続くほか、対面型サービス部門の回復に伴って、非正規雇用の増加も明確化していくとみられる。加えて、労働需給の引き締めや物価上昇を反映して賃金上昇率も高まることから、雇用者所得は緩やかな増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進むもとで、行

動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたペントアップ需要の顕在化を主因に、増加を続けるとみられる。政府によるガソリン・電気・都市ガス代の負担緩和策や全国旅行支援も、個人消費を下支えすると考えられる。企業部門をみると、海外経済が世界的なインフレ圧力や各国中央銀行の利上げの影響などから減速するものの、輸出や生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けるとみられる。また、サービス輸出であるインバウンド需要も、入国制限の緩和等を受けて、増加していくと予想される。企業収益は、原材料コスト高が下押し圧力として作用するものの、ペントアップ需要の顕在化などに伴う経済活動の改善が続くもとで、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の緩和もあって、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含めて、増加を続けると考えられる。この間、公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとで、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、感染症関連の支出動向を映じて、次第に減少していくと想定している。見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくほか、経済対策の効果の反動もあって、成長ペースは鈍化していく可能性が高い。家計部門をみると、雇用者所得は、経済活動の改善に伴う雇用者数の緩やかな増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が持ち直していくもとで、輸出や生産は緩やかに増加すると考えられる。インバウンド需要も増加を続けると予想される。企業収益は、内外需要が増加し、原材料コスト高による下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、増加を続けると考えられる。以上の見通しの背景にある金融環境についてみると、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想定してい

る¹²。すなわち、銀行借入やC P・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持され、そのもとで、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向が続くとみられる。この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる¹³。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

- ③ 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、そうした影響の減衰に加え、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果もあって、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。政府によるガソリン・電気・都市ガス代の負担緩和策は、5年度の前半を中心に、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用する一方、6年度については、その反動から、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。この点、ガソリン・電気・都市ガス代などのエネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、4年度に2%程度となったあと、5年度は1%台後半、6年度は1%台半ばとなっている。物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、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、ごく小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもとで、4年度後半頃にはプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとで、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締まりは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まっていくと考えられる。このことは、

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

¹³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台前半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するか不確実性がとくに高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断D Iは上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらす、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

- ④ 上記の中心的な経済の見通しを巡っては、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、不確実性がきわめて高い。とくに、上振れないし下振れの可能性（リスク要因）として、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向、内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響、企業や家計の中長期的な成長期待に注意が必要である。以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、企業の価格・賃金設定行動、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注意が必要である。

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

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、現在、2%を上回って推移しているが、来年度半ばにかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと予想される。消費者物価の基調的な上昇率は、時間はかかるものの、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や賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる。

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

- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。リスク要因をみると、引き続き、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、4年度と5年度は下振れリスクの方が大きい、6年度は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。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。先行き、グローバルな金融環境のタイト化の影響などには注意が必要であるが、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。
- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。
- ④ 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、1月18日に公表した（背景説明を含む全文は1月19日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した4年10月および5年1月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 4年12月の会合

(国際金融資本市場は、市場センチメントがなお慎重化した状態が続いている)

国際金融資本市場について、委員は、米国における物価指標の伸び率鈍化がポジティブな材料となっているものの、米欧中央銀行による金融引き締めを巡る不確実性や世界経済の減速が意識されるもとの、市場センチメントはなお慎重化した状態が続いているとの見方を共有した。

(海外経済は、回復ペースが鈍化している)

海外経済について、委員は、回復ペースが鈍化しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、供給制約の影響は和らいでいくものの、世界的なインフレ圧力や各国中央銀行による利上げに加えて、ウクライナ情勢や中国における感染再拡大の影響を受けて、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ減速していくとの見方で一致した。海外経済に関するリスクについて、委員は、世界的なインフレ圧力、各国中央銀行の利上げの継続、ウクライナ情勢の帰趨、中国での感染動向や不動産市場の情勢など、当面、不確実性は大きいとの認識を共有した。ある委員は、米国の金融引き締めについて、効果が表れるまでにはラグがあるため、これまで累積された効果の程度によっては、米国だけでなく、世界経済に影響を与える可能性もあると述べた。

(わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの、持ち直している)

わが国の景気について、委員は、資源高の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの、持ち直しているとの見方を共有した。何人かの委員は、海外経済は減速感が強まっているものの、わが国経済は、コロナ禍で抑制さ

れてきた設備投資や個人消費の増加にも支えられて、持ち直しの動きが続いているとの見解を示した。

景気の先行きについて、委員は、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとみられる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な循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。ある委員は、わが国経済は、賃金引上げモメンタムの強まりや、「人への投資」、DX投資の活発化等により、潜在成長率を上回る成長が期待されるため、来春の賃金改定や各種投資の動向を注視していると述べた。この委員は、わが国経済の持続的成長には、輸出競争力向上、事業承継を契機とした経営リソースの強化やスタートアップの支援策等による中小企業の生産性向上や、エネルギー自給率の向上による資源高等に対する耐性の強化、脱炭素化への対応が必要であると付け加えた。

(消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%台半ばとなっている)

物価面について、委員は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%台半ばとなっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくとの認識を共有した。

ある委員は、消費者物価上昇率は、輸入物価の上昇圧力が減衰することや、電気料金に関する政府の支援策なども踏まえると、年明け以降、プラス幅を縮小していくと考えられるとの見方を示した。この委員は、実際、原油価格を含むコモディティ価格はピーク時から下落に転じており、輸入物価の前年比プラス幅は、11月にはっきりと縮小していると付け加えた。別のある委員は、消費者物価上昇率はコスト・プッシュ圧力の一巡後に2%を下回るとみているとの認識を示した。そのうえで、この委員は、その後再び2%に伸びを高め、それが継続するためには、名目賃金が十分に上昇し、サービスを中心とした消費者物価の粘着的な部分の伸びが高まる必要があるとの見解を示した。この間、ある委員は、企業の価格

転嫁の動きが広がっており、これが物価上昇率の底上げに寄与する可能性や、企業業績の底上げを通じて前向きな循環につながる可能性がある」と述べた。また、複数の委員は、海外の物価情勢や、サプライチェーンの見直しの状況、わが国企業の価格転嫁の動向などを踏まえると、緩やかな物価上昇圧力が続く可能性があるとの見方を示した。このうち一人の委員は、財だけではなく、サービス価格も次第に上昇率を高めているほか、刈込平均値や加重中央値も伸び率を一段と高めており、物価上昇のモメンタムが強くなってきている可能性があるとの見方を示した。

また、委員は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、基調的な物価上昇圧力は高まっていくとの認識を共有した。一人の委員は、物価の動向を点検するにあたっては、関連する様々な指標をみて基調を見極めるとともに、政府による総合経済対策の消費者物価に対する影響も勘案する必要があると述べた。この点に関し、別の一人の委員は、当面、供給要因の変動や政府の対策の効果などから、物価上昇率の変動が大きくなる可能性が高いと述べ、物価形成のメカニズムに即した基調判断が従来以上に重要になるとの見方を示した。この間、ある委員は、わが国の消費者物価は、個別品目の価格上昇率の分布、および、生鮮食品とエネルギーを除く指数の水準でみて、デフレ期以前の状態に近づきつつあり、これはデフレに戻ることはない状況の実現に向けた動きと考えられるとの見方を示した。これに対し、別の一人の委員は、物価は上昇し、インフレ予想も上昇しているが、足もとのサービス価格の上昇は原材料コスト高の影響によるところが大きく、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するにはまだ距離があると指摘した。

（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）

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、原材料コスト高などを背景に資金需要は増加しているが、CPの発行環境は良好であるほか、金融機関の貸出態度も緩和した状態が続いており、全体として、企業は必要な資金を低いコストで調達できていると述べた。そのうえで、これらの委員は、債券市場の機能度が低下する中で、社債金利のスプレッドは拡大しており、発行金額・件数面を含めれば、社債の良好な発行環境は維持されているとみられ

るが、注意を要する状況にあると指摘した。

ロ. 5年3月の会合

(国際金融資本市場は、一旦は市場センチメントに改善の動きがみられたものの、その後、市場センチメントが再び慎重化している)

国際金融資本市場について、委員は、米国の物価上昇率の鈍化や欧州のエネルギー供給問題を巡る懸念の後退などを背景に、一旦は市場センチメントに改善の動きがみられたものの、その後、米欧の経済・物価指標の上振れなどを受けて、金融引き締め長期化が意識され、市場センチメントが再び慎重化しているとの見方を共有した。一人の委員は、米欧における金利上昇が一部投資家の運用成績等に影響を与えはじめており、市場の動向を丁寧にモニタリングすることが肝要であると述べた。何人かの委員は、米欧のインフレが高止まり、中央銀行の利上げが長期化した場合に、金融市場や金融システムに及ぼす影響については注意が必要であるとの見方を示した。

(海外経済は、回復ペースが鈍化している)

海外経済について、委員は、回復ペースが鈍化しているとの認識で一致した。多くの委員は、中国において経済活動の正常化が進展しているものの、引き続き、先進国を中心に減速しているとの認識を示した。先行きについて、委員は、グローバルなインフレ圧力が残存し、各国中銀による利上げが続く中、ウクライナ情勢も重石となって、当面、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、減速していくとの見方で一致した。一人の委員は、世界的に、サービス需要は相対的に堅調を維持しているとみられる一方、財需要は、金利上昇の影響等から減速しつつあり、特にIT関連財の需要減速が顕著になっていると述べた。

(わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している)

わが国の景気について、委員は、資源高の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直しているとの見方を共有した。複数の委員

は、企業の投資意欲は高いほか、個人消費も回復基調にあるとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、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、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。ある委員は、海外経済の減速により大企業の業績にはばらつきがみられているが、供給制約の緩和等に加え、経済活動の再開を受けたサービス消費やインバウンド消費の増加、価格転嫁や賃上げモメンタムの高まり等により、わが国経済は潜在成長率を超える成長が続くとの見解を示した。別のある委員は、海外経済の減速懸念は根強いものの、インバウンド需要の本格回復や製造業の生産拠点の国内回帰による民間設備投資の拡大が見込まれることもあり、景気の持ち直し基調は基本的に維持されるとの見方を示した。

（消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、4%程度となっている）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、4%程度となっているとの評価で一致した。ある委員は、2月の東京都区部の消費者物価は、予想通り、プラス幅がしっかりと縮小したと述べた。予想物価上昇率について、委員は、上昇しているとの見方で一致した。

物価の先行きについて、委員は、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果に加え、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、5年度半ばにかけてプラス幅を縮小していく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が改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくという認識も共有した。複数の委員は、一旦プラス幅を縮小した物価が再び2%に向けて伸びを高めるためには、粘着性の高いサービス価格の持続的な上昇が重要となるとの見方を示した。一人の委員は、そうしたサービス価格の持続的な上昇には、賃金の一段の上昇が不可欠であると付け加えた。何人かの委員は、現在は、物価と賃金の好循環が実現

するかどうかを注視している局面であるが、先行き物価が想定以上に上昇していくリスクについて、十分に注意を払っていく必要があるとの認識を示した。この点に関し、一人の委員は、企業の価格転嫁の動きが続いていることや、サービスの価格も次第に上昇ペースを高めてきており、持家の帰属家賃を除くサービスの価格は、前年比1%台後半まで上昇している点に注目していると述べた。ある委員は、昨年来の海外発の大幅な価格ショックが、物価に対するノルムを転換させる可能性があり、コストプッシュ圧力の減衰後も企業の前向きな価格・賃金設定行動が続き、想定よりも高い物価上昇が持続することも考えられると述べた。また、何人かの委員は、先行き、コストプッシュ圧力が減衰していく中で、需給ギャップの改善が遅れたり、価格転嫁および賃上げの動きが広がりや持続性を欠いた場合には、再び物価が上がりにくい状況に戻る可能性もあるとの見方を示した。一人の委員は、物価形成の基本メカニズムに立ち返るとともに、幅広い材料を活用し、物価動向に関する分析を深めていくことが重要であるとの認識を示した。

（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）

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見方で一致した。また、委員は、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という認識を共有した。これらの点に関し、ある委員は、金利のボラティリティの高まりから社債発行がしづらいという意見も一部に聞かれるが、金融環境は総じて緩和的な状態が継続しているとの見方を示した。別のある委員は、変動金利型貸出のベースレートとなる短期金利は落ち着いているほか、固定金利型貸出や社債発行のベースレートとして相応のウェイトを占める国債金利も短中期ゾーンでは上昇が抑制されると指摘した。また、社債市場について、ある委員は、発行の閑散期にあるため、確定的な評価をするには時期尚早であるが、国債市場の機能度低下の影響は引き続き残っているほか、発行年限の短期化や銀行貸出へのシフトも観察されており、引き続き注視していく必要があると述べた。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 金融政策運営の基本的な考え方

すべての会合において、委員は、現行の金融緩和を継続することにより、賃金の上昇を伴う形で「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成することが重要であるとの見解で一致した。

10月の会合において、ある委員は、金融緩和を粘り強く続けるもとで中長期の予想物価上昇率は緩やかに上昇しており、実質金利の低下を通じて、わが国経済への一段の緩和効果が顕在化する兆しが生じていると指摘した。別のある委員は、2%の「物価安定の目標」を安定的に達成するうえでは、名目賃金の上昇が必要不可欠であると述べたうえで、金融緩和は、労働需給の引き締まりのほか、物価上昇によるインフレ予想の高まりという経路を通じて、名目賃金の上昇に作用するとの見解を示した。複数の委員は、賃金を持続的・安定的に上昇するうえで、企業の成長期待が高まることも重要であると指摘した。ある委員は、企業業績が全体として高水準で推移していることや、賃金上昇の動きがみられていることを踏まえると、わが国経済には好循環の兆しが出てきており、当面の金融政策運営に関しては、現状維持が適当であると述べた。複数の委員は、「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するうえで、中途半端に政策を変更すると物価と賃金の好循環を妨げるリスクがあるため、時間をかけて粘り強く金融緩和を行う必要があるとの見解を示した。これに対し、ある委員は、金融政策を直ちに変更する必要はないが、副作用に目を配るとともに、賃金と物価の好循環が実現するかを見極める観点から、物価高が家計の行動や賃金にどのような影響を与えていくのか、謙虚に予断なく検証していく必要があると述べた。また、この委員は、将来の出口戦略が市場にどのような影響を与えるかや、市場参加者の備えが十分かについて、確認を続けることも重要であると付け加えた。この間、何人かの委員は、若年層を中心に住宅ローン借入れが増加していると指摘したうえで、将来金利が上昇する局面でどのような影響が生じるか、注意する必要があるとの認識を示した。

12月の会合において、複数の委員は、現在は、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するうえで重要な局面であると指摘した。このうち一人の委員は、「物価安定の目標」を達成するうえでは、中長期のインフレ予想が2%にア

ンカーされることや名目賃金が相応に上昇することが必要であるが、現状、それにはなお距離があるため、金融緩和の継続が必要であると述べた。また、ある委員は、企業業績は全体として高水準であり、労働需給はタイトで賃金上昇の動きがみられるなど、好循環の兆しが出てきているが、「物価安定の目標」が達成されたとは考えていないため、当面の金融政策に関しては、金融緩和の維持が適切であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、2%の「物価安定の目標」について、目標値を含めて点検・検証が必要との議論があるが、目標値の修正は、目標を曖昧にし、金融政策の対応を不十分なものにする恐れがあるため、適当でないとの見解を示した。これに対して、別の一人の委員は、消費者物価指数上昇率で表現した数字をどこまで厳密なものとして扱うべきか、議論の余地があるのではないかと述べた。一人の委員は、中央銀行の物価目標としては消費者物価指数を採用するのが適当であり、海外の中央銀行も同様であると指摘した。また、ある委員は、現時点では、金融緩和の継続が適切であるが、いずれかのタイミングで検証を行い、効果と副作用のバランスを判断していくことが必要であると述べた。別のある委員は、低金利の長期継続を前提とした資金運用・調達が続いてきただけに、将来の出口局面では、金利上昇に伴うリスクの所在や市場参加者の備えの確認が必要になると考えられるとの見方を示した。

1月の会合において、ある委員は、現時点では、「物価安定の目標」の実現にはなお距離があると述べたうえで、現在の金融緩和を継続することにより、経済をしっかりと支え、企業が賃上げしやすい環境を実現することが重要であるとの見解を示した。別のある委員は、持続的な賃金上昇が見込めるまで、企業の変革努力を後押しするため、債券市場の機能度にも留意しつつ、イールドカーブ全体を抑制することが必要であると付け加えた。この間、一人の委員は、いずれかのタイミングでは検証を行い、効果と副作用のバランスを判断することが必要であるが、現時点では、金融緩和の継続が適切であるとの認識を示した。また、別の一人の委員は、先行きは多様な選択肢を念頭に置きながら政策運営を行うことが適切であるが、現在は海外経済が減速に向かう局面にあり、出口を急ぐことは適当でないとの考えを示した。そのうえで、この委員は、低金利の長期継続を前提とした資金運用・調達が続いてきただけに、将来の出口局面では、金利上昇に伴うリスクの所在や市場参加者の備えの確認が必要になると考えられるとの見方を示した。

3月の会合において、複数の委員は、「物価安定の目標」の実現に向けて良い兆

しがみられるなど、環境は変化しつつあるとの見方を示した。この点に関し、一人の委員は、2%の「物価安定の目標」と整合的な物価と賃金の好循環が始まったと考えるにはまだ距離があると述べた。複数の委員は、イールドカーブの歪みなどの副作用もあるだけに、効果と副作用とのバランスの検証も含め、市場の機能度を予断なく見極めていく必要があるが、現在は大規模緩和を粘り強く続けていくべき局面であるとの見解を示した。一人の委員は、持続的な賃金上昇に必要な供給サイドの改革が進み、物価と賃金の好循環への期待が確信に変わるよう、粘り強く金融緩和を継続し、企業の改革の動きを支える必要があると述べた。別の一人の委員は、足もとの物価高を受けて緩和の見直しを求める意見も聞かれるが、物価に関するノルムの転換という積年の課題の解決の重要性を踏まえると、政策転換が遅れるリスクよりも、拙速な政策転換によって目標達成の機会を逃すリスクの方を重視すべきであると述べた。ある委員は、金融政策の修正は、金融市場や幅広い経済主体に影響を与えるものであることから、慎重に検討・議論する必要があると述べた。別のある委員は、長期にわたる低金利環境からの出口局面では、資金運用・調達の変化に対して、企業や家計、金融機関の備えが十分かどうか、慎重に確認する必要があるとの見解を示した。

また、同会合において、委員は、2%の「物価安定の目標」についてコメントした。何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」を堅持することがきわめて重要であると述べた。このうち一人の委員は、「物価安定の目標」の達成には、2%の目標の達成にコミットすることによって、予想物価上昇率を目標にアンカーすることが重要であると付け加えた。また、もう一人の委員は、目標についての議論を始めると、「物価安定の目標」の実現の可能性が増しているにもかかわらず、金融政策運営に関する無用な憶測を招く恐れがあるとの懸念を示した。この委員は、同様に、政府と日本銀行の共同声明についても改定の必要性はないと付け加えた。ある委員は、わが国経済にとっては、経済成長とともに賃金も増加する経済・賃金構造への改革や労働市場改革が重要であり、その実現に時間がかかっているからといって物価目標を引き下げて金融緩和を見直すと、必要な改革が先送りになるリスクがあると述べた。また、ある委員は、物価上昇率ではなく賃金上昇率を目標にすべきという意見が聞かれることがあると指摘したうえで、実質賃金は、中長期的には、金融政策ではコントロールできない労働生産性の伸びによって決定されるため、金融政策の目標とするのは難しいのではないかと、この点に関連して、ある委員は、賃金上昇率と物価上昇率がそれぞれプラスで安定

的に保たれれば、その伸び率は高い水準でも良いのかという問題提起を行った。これに対し、複数の委員は、一般に物価上昇率が高いと、その変動も大きくなるというのが歴史的な経験であると指摘したうえで、物価の変動を意識せずに企業や人々が経済行動を行えるような安定的な基盤を提供するという物価安定の理念を踏まえると、賃金上昇率と物価上昇率が安定的に保たれれば伸び率が高くても良い、ということにはならないのではないか、との見方を示した。

ロ. イールドカーブ・コントロールの運営

10月の会合において、委員は、金融市場調節上の様々な工夫により、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが形成されているとの認識を共有した。複数の委員は、米欧の長期金利の急激な上昇を背景に、わが国でも金利上昇圧力が強まっているものの、イールドカーブ・コントロールにより、長期金利の上昇は抑制されていると述べた。このうち一人の委員は、イールドカーブの上昇を抑制するために国債買入れを増額していることは、流動性の供給という量の面からも緩和効果を高めているとの認識を示した。もう一人の委員は、長期金利がレンジの上限に張り付いていることは市場機能にマイナスの影響を与える面もあるが、現在、長期金利が低位で推移していることのマクロ経済に及ぼす便益が大きいとの見方を示した。ある委員は、債券市場の安定性確保は重要であり、引き続き、モニタリング等を通じて市場の状況をきめ細かく把握する必要があると述べた。

12月の会合において、委員は、金融市場調節上の様々な工夫により、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが形成されているとの認識を共有した。ある委員は、本年春先以降、海外金利が急上昇し、わが国の金利にも強い上昇圧力が生じた局面でも、イールドカーブ・コントロールによって金利の低位安定が維持されたとの評価を述べた。この委員は、海外金利の上昇という外生的な要因で国内金利が大きく上昇していた場合には、わが国経済への大きな下押し圧力となっていた可能性があるとして付け加えた。複数の委員は、物価上昇率の実績値や予想インフレ率が上昇する一方、イールドカーブ・コントロールによって名目金利が低位で安定しているため、実質金利の低下を通じ、金融緩和効果は強まっているとの見方を示した。

多くの委員は、10年ゾーンにおける価格形成に歪みが生じており、年限間の金

利の相対関係や現物と先物の裁定といった点で、債券市場の機能度が低下していると指摘した。委員は、本年春先以降、海外の金融資本市場のボラティリティが高まり、わが国の債券市場もその影響を強く受けるもとで機能度が低下しているとの認識を共有した。この点に関し、複数の委員は、11月の債券市場サーベイで機能度判断DIがさらに悪化していると指摘し、その背景として、10年金利の指標性の低下や、ボラティリティの拡大、ヘッジ機能の低下などを挙げた。このうち一人の委員は、社債発行時に金利目線が定まらず、投資家の購入意欲の低下やスプレッドの上乗せを招いているという指摘も聞かれていると述べた。こうした議論を経て、委員は、債券市場の機能度が低下した状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼし、金融緩和の効果の波及を阻害する恐れがあるとの見方で一致した。

多くの委員は、市場機能の低下に対応する観点から、イールドカーブ・コントロールの運用を見直し、より円滑なイールドカーブの形成を促すことが考えられるのではないか、との意見を述べた。ある委員は、イールドカーブを全体として低位に安定させるべく、全年限で国債購入額を増額したうえで、状況に応じて機動的な買入れを実施することが適当であると述べたうえで、このことは、金融緩和の持続性強化につながるとの見方を示した。別のある委員は、幅広い年限での積極的な国債買入れを通じて、現状の緩和スタンスを維持することが適当であると述べた。さらに別のある委員は、持続的な賃金上昇に必要な経済・賃金構造変革の動きを後押しするうえでは、金利水準を低く抑えることが重要であり、そのために、イールドカーブ・コントロールの持続性を強化することが必要であるとの意見を述べた。これに関して、複数の委員は、長期金利の変動幅を拡大した場合でも、インフレ予想の上昇もあって、実質金利の低下を通じた強力な緩和効果が続くとの認識を示した。この間、ある委員は、社債の買入れについても工夫の余地があるのではないか、との問題提起を行った。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、委員から指摘があった市場機能の低下を踏まえて、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。

- ・ まず、イールドカーブ・コントロールの運用について、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 国債買入れ額を大幅に増額しつつ、買入れ予定で示す月間の買入れ額を現在の 7.3 兆円から 9 兆円程度としたうえで、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。
 - ・ 10 年物国債金利について 0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。
 - ・ 金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。
- ・ また、社債買入れについて、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

執行部の説明に対し、委員は、長短金利操作の運用について、国債買入れ額を大幅に増額しつつ、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に拡大する措置は適当であるとの見解で一致した。一人の委員は、現在のイールドカーブの形状や、過去の年限間のスプレッド等を考えると、「±0.5%程度」という変動幅が妥当と考えられるとの認識を示した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールの運用見直しは市場機能の改善に資すると述べたうえで、マーケットがどこに、どのように落ち着き、市場機能がどれだけ改善するのか、謙虚にみていくことが大切であるとの見方を示した。この間、何人かの委員は、長期金利の変動幅の拡大は、世界的な物価上昇圧力が高いもとで、金融緩和をより持続可能なものとする対応であり、金融緩和からの出口に向けた変更ではないことを明確に説明する必要があると指摘した。

また、委員は、社債等買入れについて、執行部が提案したとおり、社債の発行環境に十分配慮して運用することが適当であるとの見方を共有した。ある委員は、今回の措置の影響を含め、今後も市場の状況を丹念に点検していく必要があると述べた。

1月の会合において、委員は、金融市場調節上の様々な工夫により、金融市場調節方針に沿って、長期金利はゼロ%程度で推移しているとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、イールドカーブの歪みは、現時点では必ずしも解消されていないと指摘した。このうち一人の委員は、市場が落ち着き、市場機能が回復するにはやや時間がかかる可能性があるとの見方を示した。こうした点について、何人かの委員は、国債買入れの増額や共通担保資金供給オペの拡充等により、イールドカーブ全体にわたって金利上昇を抑制することが適当であるとの意見を述べた。一人の委員は、共通担保資金供給オペの拡充は、現在の大規模な国債買入れとともに、安定的なイールドカーブの形成に役立つ仕組みであるとの認識を示した。複数の委員は、拡充した共通担保資金供給オペも活用しながら、機動的な市場調節運営を続けることで、市場機能が改善していくことを期待していると述べた。ある委員は、市場機能の改善にも配意しつつ、適切なオペ運営に努めるとともに、イールドカーブの形状、流動性など市場機能の状況、社債市場の状況などを謙虚かつ丁寧なフォローしていくことが重要であると述べた。多くの委員は、イールドカーブ・コントロールの運用見直しが市場機能に及ぼす影響については、いましばらく時間をかけて見極める必要があるとの認識を共有した。一人の委員は、市場ではイールドカーブ・コントロールの運用のさらなる見直しを予想する向きもあるが、時間を置かずに再び運用を見直すと、かえって先行きの政策運営に関する不透明感を高める可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、市場機能の動向を見極めたうえで、必要になれば、イールドカーブ・コントロールの運用について改めて議論すればよいのではないかと付け加えた。

3月の会合において、委員は、金融市場調節上の様々な工夫により、金融市場調節方針に沿って、長期金利はゼロ%程度で推移しているとの認識を共有した。何人かの委員は、現在は、市場機能改善のために講じてきた様々な措置の効果を見極める段階であると述べた。複数の委員は、イールドカーブの形状をみると、歪みは引き続き観察されているものの、共通担保資金供給オペや国債補完供給の運用面の工夫などもあって、ひと頃に比べれば総じてスムーズとなっているとの認識を示した。また、ある委員は、一部のカレント銘柄を含むイールドカーブの歪みに言及し、市場機能に配慮した調節運営の重要性を指摘したうえで、今後、利回りが円滑に形成されていくかどうかを含め、市場の動向については注視していく必要があるとの見解を示した。一人の委員は、イールドカーブ・コントロールの運用見直しの市場機能への効果を見極めるにはまだ時間が必要であるが、消費者物価上

昇率が実際に低下し、それを受けて市場の金利見通しが落ち着いてくれば、イールドカーブの歪みも是正されていくとの見方を示した。そのうえで、多くの委員は、イールドカーブの長期ゾーンにおいて市場機能が低下した状態が続いているほか、社債市場では、発行スプレッドの拡大は一服しているものの、国債市場の機能度の低下の影響は残っており、引き続き注視が必要であるとの認識を共有した。複数の委員は、ベースレートである国債金利に歪みがみられると、社債の発行時や購入時における利回りの目線が定まりにくくなると指摘した。この点について、ある委員は、イールドカーブの歪みは十分に是正されたとは言い難いものの、現時点では、企業金融面への影響は限定的であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、今後のマーケットの状況、経済、物価や賃金の動向を、謙虚かつ真摯にみていき、必要な場合には、社債市場やスワップ市場を含めた市場機能の改善を図り、金融緩和の効果が实体经济に持続的・効果的に伝わるようにすることが必要であると述べた。

ハ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続

10月の会合において、委員は、以下の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

「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上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り(0.25%)方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。」

12月の会合において、委員は、以下の金融市場調節方針とすることが適当であるとの見解で一致した。

「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。

②①に関し、長短金利操作の運用として、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5%の利回りでの固定利回り方式の国債買入れ（指値オペ）を、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。また、①の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。」

1月と3月の会合において、委員は、以下の金融市場調節方針とすることが適当であるとの見解で一致した。

「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。

②①に関し、長短金利操作の運用として、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について金額を無制限とする0.5%の利回りでの固定利回り方式の国債買入れ（指値オペ）を、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。また、①の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。」

長期国債以外の資産の買入れのうち、ETFおよびJ-REITについては、すべての会合において、委員は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、が適当であるとの認識を共有した。

CP等については、10月から1月の会合において、委員は、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（約2兆円）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。また、3月の会合において、委員は、CP等の残高が感染症拡大前の水準（約2兆円）に戻ることを踏ま

え、CP等は、約2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

社債等については、10月の会合において、委員は、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（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。また、12月から3月の会合において、委員は、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（約3兆円）へと徐々に戻していくこと、ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めること、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方針については、すべての会合において、委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、との考え方を共有した。

当面の政策運営スタンスについては、すべての会合において、委員は、感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、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、すべての会合において、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。なお、3月の会合において、何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症について、新規感染者数の減少傾向が続くもとで、政府が5月に感染症法上の位置付けを5類感染症に移行することを決定した点を指摘した。そのうえで、これらの委員は、感染症への警戒感も和らいできている中、感染症に紐づけた政策運営スタンスの記述については、現時点では維持するとしても、先行き、見直しを検討することが適当であるとの認識を示した。また、一人の委員は、物価を巡る不確実性との関連という論点もあると付け加えた。

二. 金融政策運営上の留意点

(金融政策と為替相場)

10月の会合において、複数の委員は、このところの急激な円安は、企業にとって不確実性を高めており、日本経済にとってマイナス面が強いと述べた。このうち一人の委員は、為替水準はファンダメンタルズに沿って決まるべきものであり、こうした考え方に即して市場と対話することは、金融政策運営への理解を得るうえでも重要であると述べた。別の一人の委員は、利上げを実施している多くの国の通貨もドルに対して減価していることを踏まえると、最近の為替相場の動向には、安全資産としてのドル需要の高まりが相応に寄与しているのではないかと指摘した。

(対外的な情報発信)

10月の会合において、ある委員は、足もとの物価上昇率は2%を上回っているが、インフレ目標政策は一時的な物価よりも先行きの見通しをみながら、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成を目指して運営しているということを、丁寧に説明していく必要があるとの見方を示した。別のある委員は、持続的な物価上昇を判断する際には、期間もさることながら、賃金の上昇を伴う経済の好循環による物価上昇か、という背後のメカニズムが重要であり、日本銀行が目指しているのは国民生活が向上するような循環であるということに理解を求めていく必要があるとの意見を述べた。この点について、一人の委員は、こうしたコミュニケーションを行ううえで、物価と賃金の関連についての分析を一層深化させることが重要であると指摘した。複数の委員は、欧米では高インフレの進展を受けて金融引締めを進める一方、わが国では賃金と物価の好循環は実現しておらず金融緩和を継続する必要があると述べたうえで、こうした内外の金融政策の方向性が異なる背景についても丁寧に説明していくことが重要であると述べた。ある委員は、低成長・低インフレ・低賃金上昇率に陥っているわが国においては、国民経済の健全な発展の観点から、「人への投資」や事業ポートフォリオ改革など供給サイドの変革により、生産性や賃金水準を高め、所得から支出への好循環につなげるために、金融緩和継続が必要であり、これを分かりやすく情報発信する必要があると述べた。

1月の会合において、何人かの委員は、エネルギー価格抑制策などの特殊要因が働くため、当面、表面上の物価指数の動きが大きくなりやすいと指摘したうえで、物価指数の動きだけではなく、物価の基調を形成するメカニズムやその持続性を分析・評価するとともに、対外的に分かりやすく説明していくことが重要であると述べた。ある委員は、金融緩和の継続が必要であること、日本銀行の金融緩和姿勢は変わらないこと、また、賃金の上昇はこれからなので、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成には時間がかかることを丁寧に説明していくべきであると付け加えた。また、何人かの委員は、前回会合におけるイールドカーブ・コントロールの運用見直しについて、これまでの情報発信と整合的ではないのではないか、実質的な利上げではないかといった指摘が聞かれるなど、なお見直しの意図が十分浸透していないのではないかと述べた。この点に関し、何人かの委員は、前回会合で決定した運用見直しは、あくまでも金融市場の機能改善を通じて金融緩和をより持続可能とするための措置であり、経済・物価情勢を踏まえると、現行のイールドカーブ・コントロールを継続していく必要があることを改めて丁寧に説明していくべきであるとの認識を示した。ある委員は、変動幅拡大の結果として長期金利が上昇すれば、その限りで金融緩和の効果が低下する側面があるのは事実であるが、昨年を通じて、インフレ予想が上昇し、実質金利が低下しているため、金融緩和の効果は大きくなっており、変動幅拡大に伴うマイナスの効果は以前より軽減されていると述べた。そのうえで、この委員は、このように金融緩和の効果と副作用を比較衡量して政策を判断している点についても、引き続き丁寧に説明していく必要があると付け加えた。別のある委員は、前回会合では長期金利の変動幅の拡大と併せて国債買入れの増額を決定して金融緩和姿勢を維持したことについても、引き続き情報発信していくべきであると述べた。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

4年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更は、①ETFの買入れの見直し、②貸出増加支援資金供給の延長、③気候変動対応オペの対象先拡大、④共通担保資金供給オペの拡充である。

イ. ETFの買入れの見直し

10月の会合において、金融調節の円滑化を図る観点から、ETFの買入れについて、保有に係る費用等を勘案することとし、これに基づき、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正を決定した。

ロ. 貸出増加支援資金供給の延長

1月の会合において、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を引き続き促す観点から、「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年間延長することとし、これに基づき、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を決定した。

ハ. 気候変動対応オペの対象先拡大

1月の会合において、民間における気候変動対応を幅広く支援するため、気候変動対応オペの対象先を拡大し、新たに、系統会員金融機関を含めることとし、これに基づき、「系統中央機関の会員である金融機関によ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の利用に関する特則」の制定を決定した。

ニ. 共通担保資金供給オペの拡充

1月の会合において、より弾力的な資金供給を行うことを通じ、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す観点から、共通担保資金供給オペを拡充することとし、これに基づき、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和4年度下期中、金融政策決定会合において決定した金融市場調節方針および資産買入れ方針（Ⅱ. 2. (1) 図表 39 参照）のもとで、金融市場調節および資産買入れを行った。

その結果、10年物国債金利は、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。この間の金融市場調節手段等の残高をみると（図表 40）、長期国債の保有残高は増加し、3月末時点では、576.2兆円となった。ETF、J-REIT、CP等および社債等の3月末時点の残高は、それぞれ37.0兆円、6,666億円、2.1兆円、8.0兆円となった。「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の3月末時点の残高は、6.0兆円となった。「貸出増加支援資金供給」の3月末時点の残高は、65.1兆円となった。「成長基盤強化支援資金供給」の3月末時点の残高は、本則分については4.8兆円、米ドル特則分については177億米ドルとなった。「気候変動対応オペ」の3月末時点の残高は、4.4兆円となった。「被災地金融機関支援オペ」の3月末時点の残高は、1,716億円となった。「共通担保オペ」の3月末時点の残高は、14.0兆円となった。「国庫短期証券買入オペ」の3月末時点の残高は、3.3兆円となった。

(図表 40) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資金供給

(億円)

	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	国庫短期 証券買入 オペ	共通担保 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
3年									
4月末	5,007,069	28,962	75,814	360,649	6,575	332,115	3,431	0	0
5月末	5,051,194	27,858	77,595	361,350	6,572	312,489	3,351	0	0
6月末	4,992,995	27,733	77,784	361,350	6,572	296,165	3,751	0	0
7月末	5,039,561	29,748	77,880	362,051	6,572	294,075	3,951	0	0
8月末	5,087,869	31,778	79,429	362,051	6,548	263,335	3,352	0	0
9月末	5,035,029	30,565	79,392	362,051	6,642	223,408	3,951	0	0
10月末	5,092,312	32,713	80,437	363,452	6,548	165,302	2,361	0	0
11月末	5,139,908	31,773	82,281	363,452	6,545	133,088	2,601	0	0
12月末	5,078,295	29,930	82,650	363,452	6,545	110,917	5,550	0	0
4年									
1月末	5,121,386	31,640	84,040	364,045	6,545	88,902	2,951	0	0
2月末	5,162,636	30,861	84,995	365,472	6,567	90,840	2,551	0	0
3月末	5,112,312	25,144	85,830	365,658	6,661	127,482	5,101	0	0
4月末	5,183,447	29,913	85,799	366,714	6,567	133,414	4,450	0	0
5月末	5,240,103	29,754	86,082	366,956	6,564	119,721	5,250	0	0
6月末	5,282,267	27,041	84,826	368,111	6,576	108,886	4,450	0	0
7月末	5,318,221	28,103	84,226	369,058	6,576	101,025	2,301	0	0
8月末	5,365,958	28,423	83,938	369,058	6,575	76,752	13,651	0	0
9月末	5,364,902	25,333	83,338	369,058	6,670	68,350	11,250	0	0
10月末	5,478,133	26,457	82,334	369,058	6,574	65,379	10,300	0	0
11月末	5,524,426	27,313	82,554	369,058	6,572	68,112	1,502	0	0
12月末	5,564,324	25,682	81,869	369,759	6,572	55,241	4,660	0	0
5年									
1月末	5,766,984	26,131	81,765	369,759	6,572	46,512	106,994	0	0
2月末	5,824,635	26,480	81,889	369,759	6,570	36,466	125,522	0	0
3月末	5,762,197	21,233	80,090	370,460	6,666	33,042	139,743	0	0

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

(億円<成長基盤強化支援資金供給(米ドル特則)

・米ドル資金供給オペは100万米ドル>)

	被災地 金融機関 支援オペ	東日本被災地 金融機関 支援オペ	熊本被災地 金融機関 支援オペ	新型コロナ 対応金融支援 特別オペ	気候変動対応 オペ	成長基盤強化 支援資金供給 (円貨)	成長基盤強化 支援資金供給 (米ドル特則)	貸出増加 支援資金 供給	米ドル 資金供給 オペ	補完貸付
3年										
4月末	4,428	554	342	667,897	-	57,421	21,821	542,543	0	0
5月末	4,728	494	42	685,999	-	57,421	21,821	542,543	0	0
6月末	5,324	0	0	693,890	-	52,896	21,093	544,915	0	0
7月末	5,324	-	-	707,936	-	52,896	21,093	544,915	0	0
8月末	5,324	-	-	725,021	-	52,896	21,093	544,915	2	0
9月末	5,324	-	-	780,146	-	54,755	21,063	540,003	0	0
10月末	5,324	-	-	791,191	-	54,755	21,063	540,003	0	0
11月末	5,324	-	-	804,993	-	54,755	21,063	540,003	0	0
12月末	5,324	-	-	821,939	20,483	52,909	20,828	542,273	0	0
4年										
1月末	5,324	-	-	813,299	20,483	52,909	20,828	542,273	1	0
2月末	5,324	-	-	822,470	20,483	52,909	20,828	542,273	3	0
3月末	5,324	-	-	868,372	20,483	57,359	19,143	558,690	0	0
4月末	5,324	-	-	812,527	20,483	57,359	19,143	558,690	0	0
5月末	5,263	-	-	746,282	20,483	57,359	19,143	558,690	0	0
6月末	5,263	-	-	633,528	20,483	56,033	19,882	592,629	0	0
7月末	5,263	-	-	515,976	36,436	56,033	19,882	592,629	1	0
8月末	2,789	-	-	322,699	36,436	56,033	19,882	592,629	2	0
9月末	2,789	-	-	108,006	36,436	53,585	18,831	589,350	0	0
10月末	2,789	-	-	107,708	36,436	53,585	18,831	589,350	0	0
11月末	2,638	-	-	107,513	36,436	53,585	18,831	589,350	0	0
12月末	2,638	-	-	103,947	36,436	50,443	17,925	608,567	0	0
5年										
1月末	2,638	-	-	98,393	44,214	50,443	17,925	608,567	1	0
2月末	1,716	-	-	89,247	44,214	50,433	17,925	608,567	3	0
3月末	1,716	-	-	59,810	44,214	47,971	17,709	650,943	0	0

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

(2) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補充 供給	米ドル オペ用担保 国債供給	
3年						
4月末	0	0	0	414	0	6,554,570
5月末	0	0	0	23	0	6,509,651
6月末	0	0	0	1,084	0	6,595,339
7月末	0	0	0	25	0	6,608,720
8月末	0	0	0	22	0	6,613,402
9月末	0	0	0	1,273	0	6,634,869
10月末	0	0	0	250	0	6,640,289
11月末	0	0	0	318	0	6,604,444
12月末	0	0	0	676	0	6,700,674
4年						
1月末	0	0	0	245	0	6,631,825
2月末	0	0	0	27	0	6,639,396
3月末	0	0	0	9,200	0	6,880,327
4月末	0	0	0	5,820	0	6,884,030
5月末	0	0	0	2,157	0	6,733,977
6月末	0	0	0	32,281	0	6,774,152
7月末	0	0	0	9,772	0	6,659,614
8月末	0	0	0	5,974	0	6,449,826
9月末	0	0	0	27,559	0	6,180,535
10月末	0	0	0	23,657	0	6,208,632
11月末	0	0	0	8,416	0	6,199,117
12月末	0	0	0	35,624	0	6,324,071
5年						
1月末	0	0	0	73,389	0	6,518,986
2月末	0	0	0	67,112	0	6,518,371
3月末	0	0	0	53,736	0	6,758,401

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

4. 日本銀行のバランスシートの動き

令和5年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、735.1兆円（前年比-0.2%）となった（図表41）。

資産をみると、長期国債は、資産買入れを進めるなか、576.2兆円（前年比+12.7%）となった。貸付金は、新型コロナ対応金融支援特別オペの残高の減少により、94.4兆円（前年比-37.7%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、上述の新型コロナ対応金融支援特別オペの残高の減少等により、549.1兆円（前年比-2.5%）となった。発行銀行券、政府預金は、それぞれ122.0兆円（前年比+1.7%）、15.6兆円（前年比+19.7%）となった。

（図表41）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

—— 兆円、かっこ内は前年比%

	4年3月末		4年9月末		5年3月末	
(資産)						
国債	526.2	(-1.1)	545.5	(3.3)	581.7	(10.6)
[うち長期国債]	511.2	(3.1)	536.5	(6.6)	576.2	(12.7)
[うち短期国債]	14.9	(-58.9)	9.0	(-63.2)	5.5	(-63.2)
コマーシャル・ペーパー等	2.5	(-12.6)	2.5	(-17.1)	2.1	(-15.6)
社債	8.6	(14.5)	8.3	(5.0)	8.0	(-6.7)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	0.5	(-21.3)	0.4	(-25.8)	0.3	(-33.4)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	36.6	(1.9)	36.9	(1.9)	37.0	(1.3)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.7	(-0.1)	0.7	(0.4)	0.7	(0.1)
貸付金 ^(注4)	151.5	(20.4)	80.1	(-42.1)	94.4	(-37.7)
外国為替	8.3	(8.2)	9.7	(26.3)	9.1	(9.7)
資産計	736.3	(3.0)	685.8	(-5.3)	735.1	(-0.2)
(負債・純資産)						
発行銀行券	119.9	(3.3)	120.2	(2.9)	122.0	(1.7)
当座預金	563.2	(7.8)	493.0	(-9.0)	549.1	(-2.5)
政府預金	13.0	(-64.7)	21.3	(-18.2)	15.6	(19.7)
売現先勘定	0.9	(54.7)	2.8	(21.6倍)	5.4	(5.8倍)
負債・純資産計	736.3	(3.0)	685.8	(-5.3)	735.1	(-0.2)

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

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

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

(注4) 共通担保オペ、成長基盤強化支援資金供給(米ドル特則分を除く)、貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、新型コロナ対応金融支援特別オペおよび気候変動対応オペによる貸付金等の残高。

また、資産のうち、貸出支援基金は72.2兆円となった(図表42)。このうち、成長基盤強化支援資金供給は7.1兆円、貸出増加支援資金供給は65.1兆円となった。

(図表42) 貸出支援基金の残高

— 億円

	4年3月末	4年9月末	5年3月末
成長基盤強化支援資金供給 ^(注)	80,651	80,846	71,490
貸出増加支援資金供給	558,690	589,350	650,943
合計	639,341	670,196	722,433

(注) 米ドル特則分(図表41の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

3年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB(1年物)については、現金償還を受けた。

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