

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

令和5年12月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

令和 5 年 12 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	17
(2) 短期金融市場	19
(3) 債券市場	21
(4) 株式市場	23
(5) 外国為替市場	24
(6) 企業金融	26
(7) 量的金融指標	30
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	32
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	33
(2) 「経済・物価情勢の展望」	39
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 5年6月の会合	50
ロ. 9月の会合	53
(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	57
ロ. イールドカーブ・コントロールの運営	60

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
ホ．金融政策の多角的レビュー	70
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	73
3．金融市場調節の実施状況	74
4．日本銀行のバランスシートの動き	78
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	80
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	128
3．金融政策決定会合議事要旨	134
参考計表・資料一覧	217

# 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5年度上期中、緩やかに回復した。

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、企業の業況感は緩やかに改善した。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加した。雇用・所得環境は緩やかに改善した。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は緩やかに増加した。

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、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が続いた一方、エネルギー価格が下押しに作用するもとで、3%台半ばから2%台後半のプラスで推移した。予想物価上昇率は、横ばいで推移したあと、上期末にかけて緩やかに上昇した。

### (金融市場・金融環境の動向)

3. 国際金融市場をみると、米国の堅調な経済指標等を受けて、長期金利が上昇した。株価については、米国では上昇した一方、欧州では先行きの景気減速懸念を受けて下落した。
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、7月の金融政策決定会合で長短金利操作の運用の柔軟化が決定されたあと、上昇した。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、需給環境の改善を背景に低下したあと、上期末にかけてはベースレートの上昇を反映して幾分上昇した。

株価は、堅調な企業決算や為替円安などが意識されるもとで上昇し、9月末

には31千円台となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、日米金利差の拡大などが意識されるもとで、振れを伴いつつ、円安ドル高方向の動きとなり、9月末には149円台となった。円の対ユーロ相場も、期間を通じてみれば、円安ユーロ高方向の動きとなった。

5. 企業金融について、資金需要面をみると、経済活動の回復や既往の原材料コスト高などを背景に、緩やかに増加した。企業の資金繰りは、良好であった。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の減少による影響が減衰するもとで、長期国債買入れの残高の増加を反映して、プラスに転じた。マネーストック（M2）の前年比は、2%台半ばで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

7. 5年度上期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。  
金融経済情勢について、4月と6月の会合では、「既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している」、7月と9月の会合では、「緩やかに回復している」とそれぞれ判断した。
8. 金融政策運営面では、4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 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。

6月の会合では、上記の金融市場調節方針を維持した。

7月の会合では、長短金利操作の運用を柔軟化することとし、以下の金融市場調節方針と長短金利操作の運用を決定した。

(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

長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について1.0%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、共通担保資金供給オペなどを実施する。

9月の会合では、上記の金融市場調節方針と長短金利操作の運用を維持した。

資産買入れ方針については、5年度上期のすべての会合において、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、「内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。「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。引き続き企業等の資金繰り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」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. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、741.5兆円（前年比+8.1%）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)

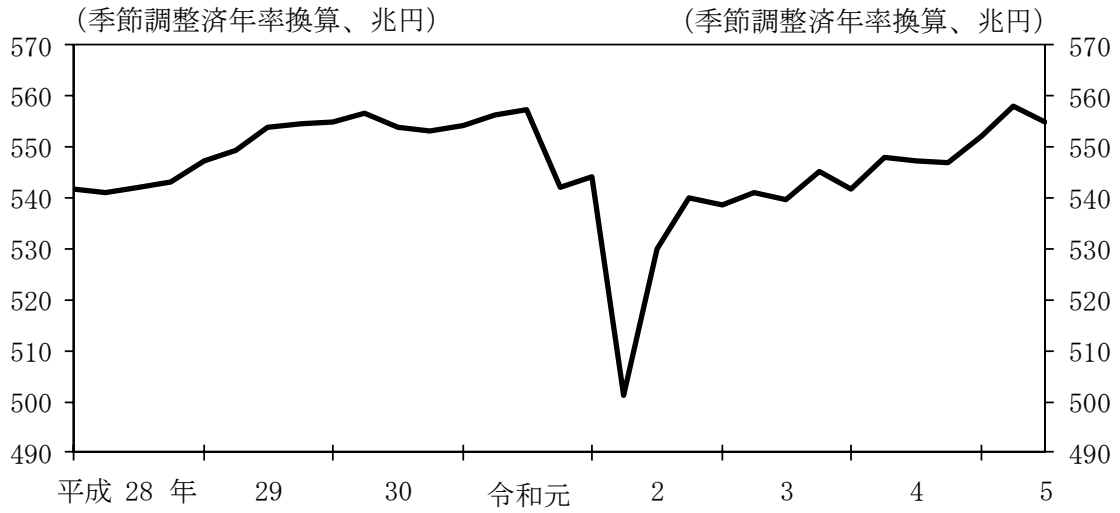
わが国経済は、令和5年度上期中、緩やかに回復した。

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、企業の業況感は緩やかに改善した。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加した。雇用・所得環境は緩やかに改善した。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は緩やかに増加した。

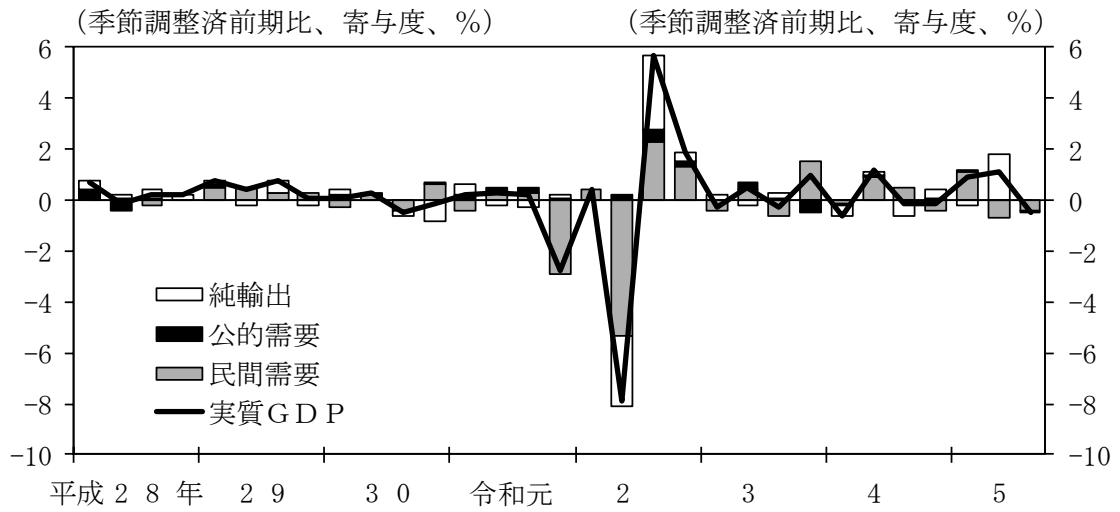
以上の経済情勢のもとで、実質GDPは増加した（図表1）。

(図表1) 実質GDPの推移

(1) レベル



(2) 前期比



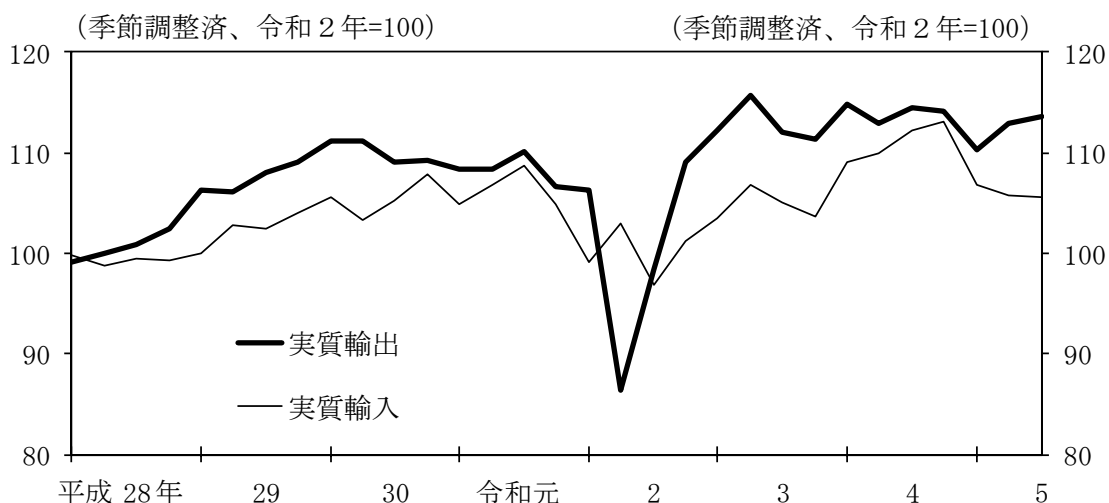
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

(輸出は、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、米国およびEU向けは、自動車関連を中心に増加した。中国向けは、現地の経済活動の正常化が進むもとで下げ止まった。NIEs・ASEAN等向けは、グローバルなIT関連需要の弱さを背景に弱めの動きとなった。

輸入は、振れを伴いつつも、横ばい圏内の動きとなった(図表2)。

(図表2) 実質輸出入<sup>1</sup>



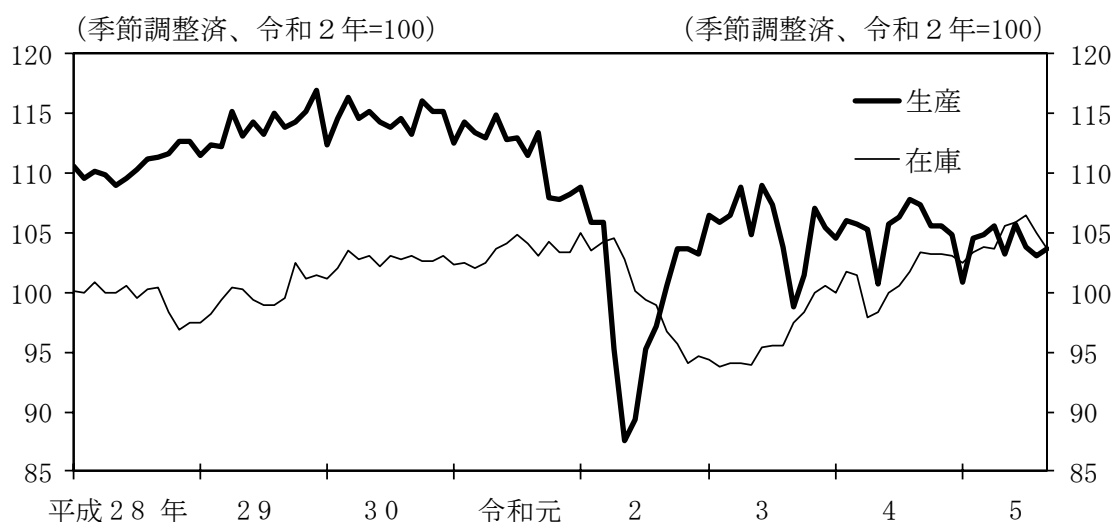
<sup>1</sup> 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。

(鋳工業生産は、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)

鋳工業生産は、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、車載向け半導体の供給制約が解消に向かうもとの増加基調となった。はん用・生産用・業務用機械は、高水準の受注残に支えられて、横ばい圏内の動きとなった。電子部品・デバイス、半導体メモリや液晶パネル需要の弱さを受けて、低めの水準で推移した。

在庫は、横ばい圏内で推移した。

(図表3) 鋳工業生産

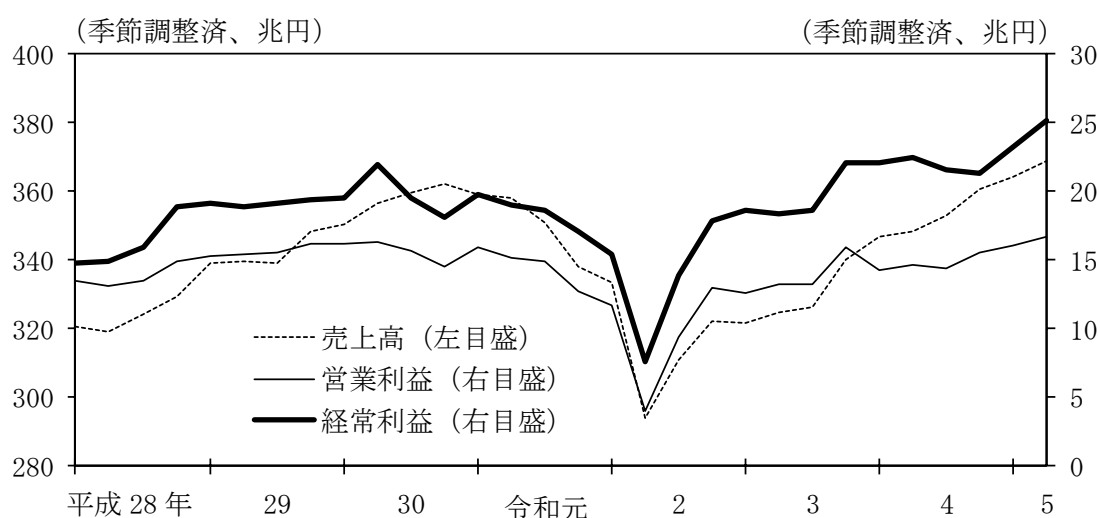


(企業収益は全体として高水準で推移し、企業の業況感は緩やかに改善した。設備投資は緩やかに増加した)

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。輸入物価の下落と価格転嫁の進展に加え、供給制約の緩和に伴う自動車生産の回復が営業利益を押し上げたほか、為替円安に伴う為替差益や海外からの受取利息の増加も、営業外収益を押し上げた。

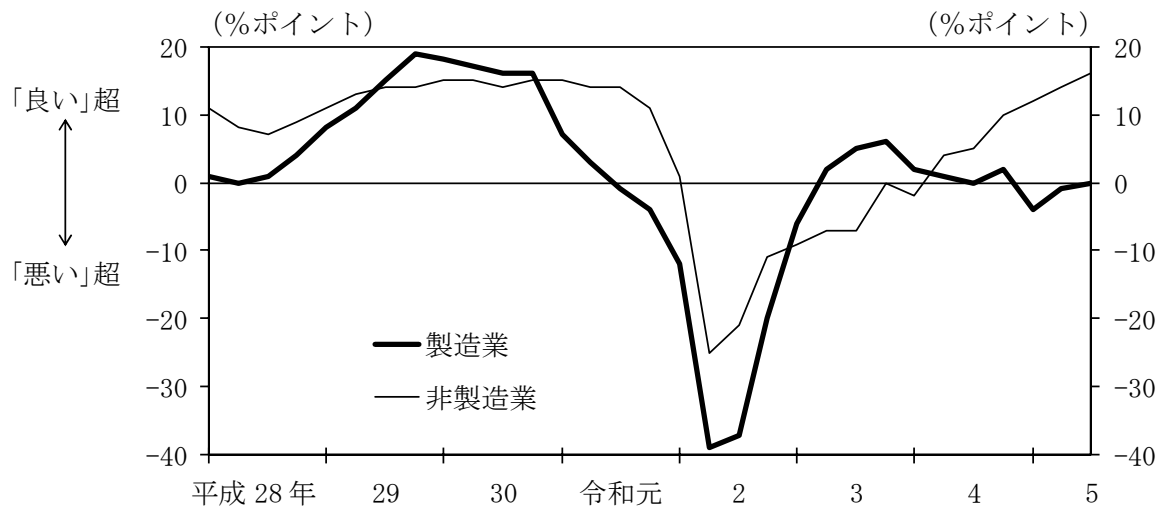
短観でみた企業の業況感は、製造業、非製造業ともに緩やかに改善した(図表5)。製造業は、海外経済の回復ペース鈍化やIT関連財の調整圧力は意識されたものの、供給制約の影響緩和や原材料コスト高の一服、価格転嫁の進展から、大企業を中心に改善した。非製造業は、感染症の影響緩和に伴う経済活動の回復や価格転嫁の進展から、個人消費関連業種を中心に改善を続けた。

(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。

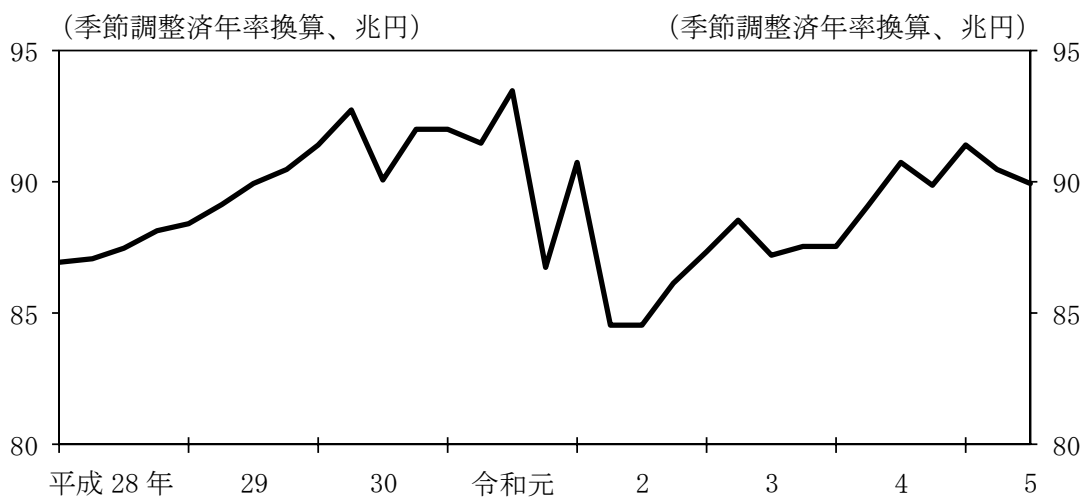
(図表5) 企業の業況判断D I (短観)



(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)。

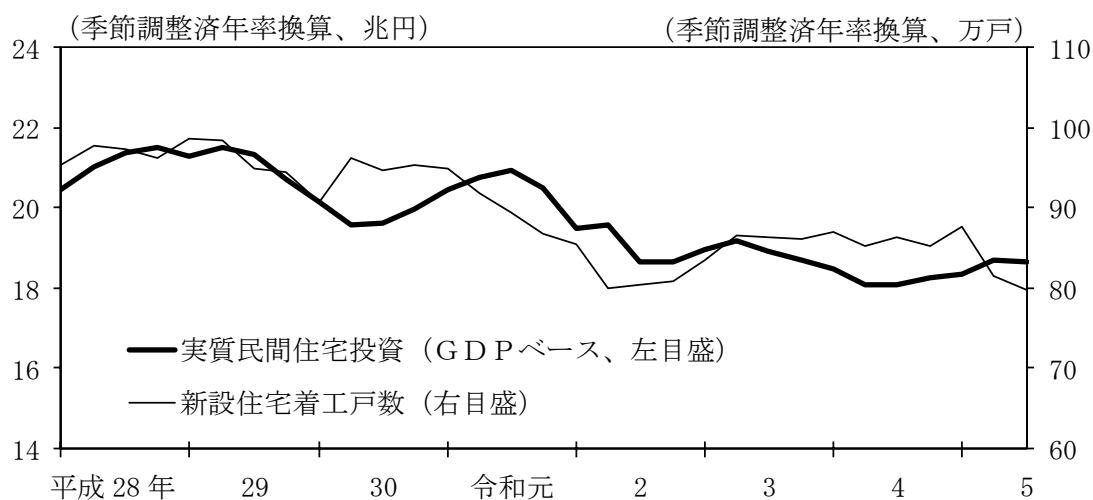
(図表6) 設備投資 (実質、GDPベース)



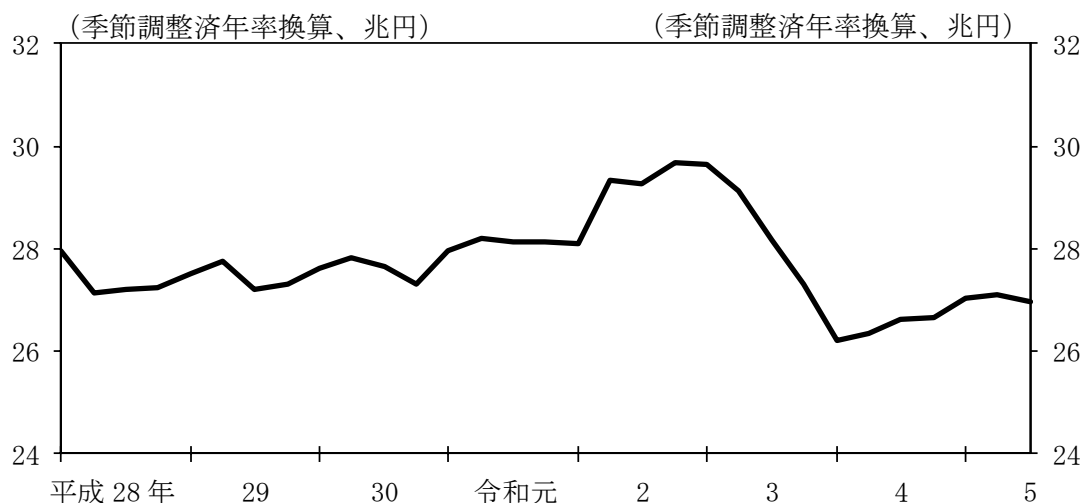
(住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は緩やかに増加した)

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、大型案件の影響もあって、緩やかに増加した(図表8)。

(図表7) 住宅投資



(図表8) 公共投資 (実質、GDPベース)



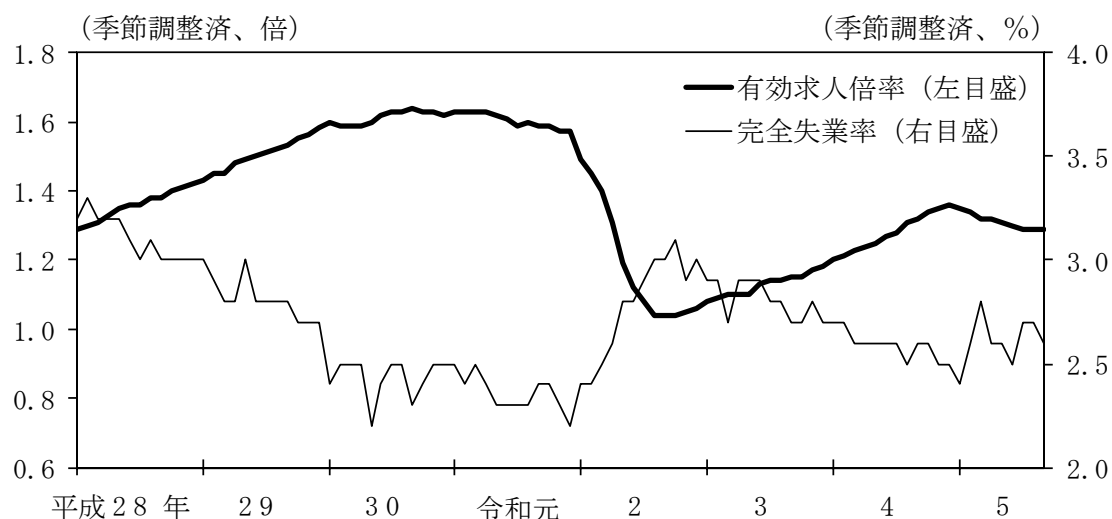


## （雇用・所得環境は緩やかに改善した）

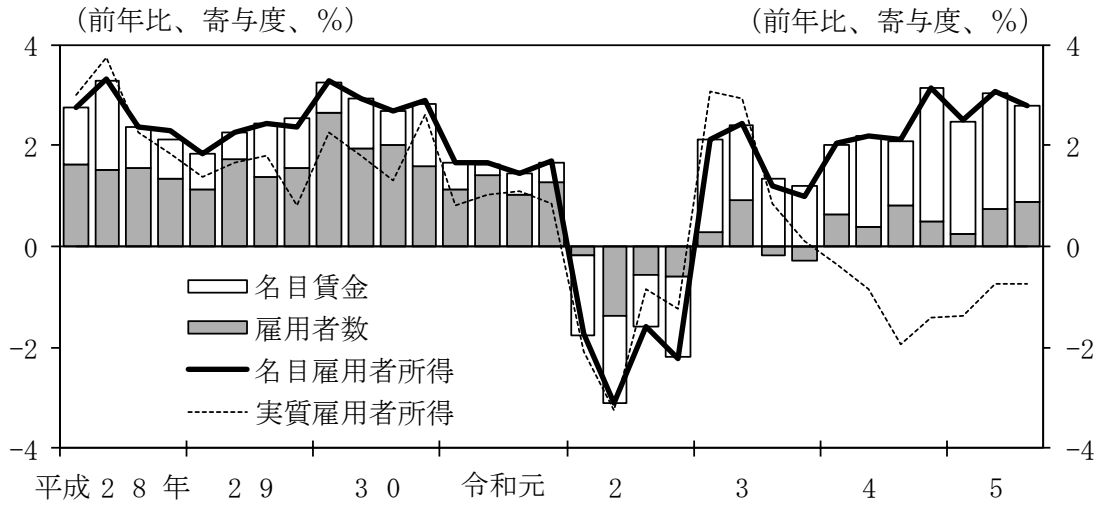
労働需給についてみると（図表9）、完全失業率は、振れを伴いつつも、低水準で推移した。有効求人倍率は、横ばい圏内の動きとなった。

雇用者所得は、名目ベースでは改善したほか、実質ベースでも前年比でマイナス幅が縮小した（図表10）。内訳をみると、名目賃金は、経済活動の回復を反映して緩やかに増加した。昨年を大きく上回る賃金改定率で着地した春季労使交渉の結果が反映されるもとで所定内給与が伸びを高めたほか、特別給与（夏季賞与）も高水準の企業収益を反映して増加した。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、対面型サービス業などを中心に緩やかな増加傾向を続けた。

（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3四半期は、9月の値。

第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

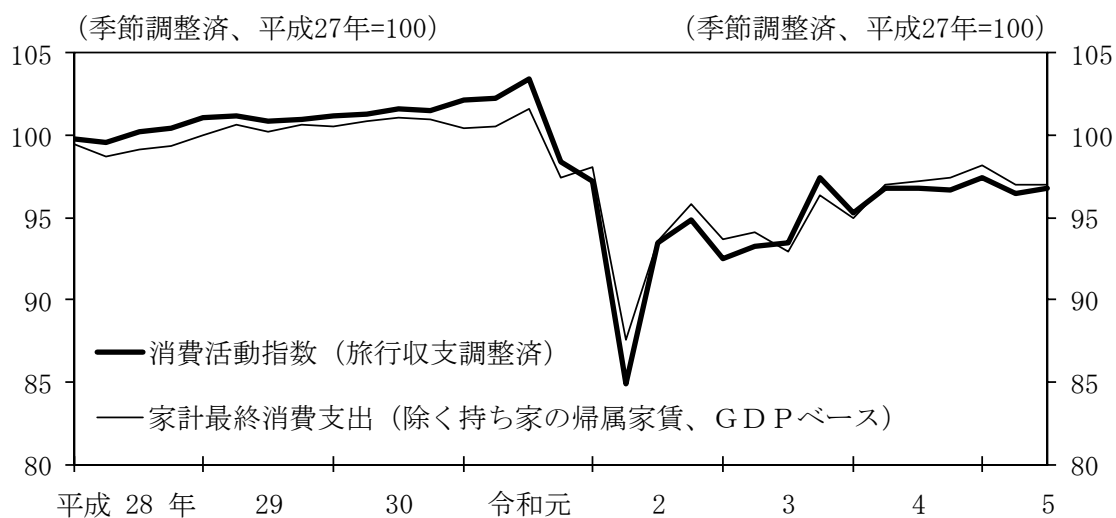
(個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加した)

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加した(図表 11(1))。耐久財消費は、供給制約の緩和などを背景に持ち直した(図表 11(2))。非耐久財消費は、物価高の影響を受けつつも、人流の増加や夏場の猛暑の影響などから、均してみれば横ばい圏内の動きとなった(図表 11(2))。サービス消費は、悪天候の影響などを受けつつも、ペントアップ需要が顕在化する形で、基調としては緩やかに増加した(図表 11(2))。

個人消費関連のマインド指標をみると(図表 12)、消費者態度指数は、物価上昇の影響を受けつつも、所得環境の改善を受けて改善した。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)は、振れを伴いつつも、改善方向の動きが続いた。

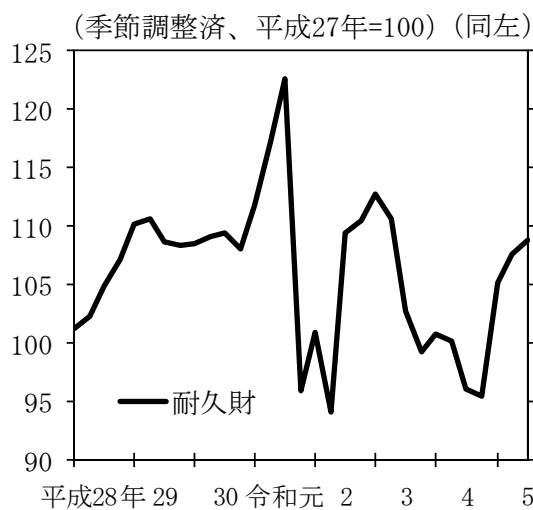
(図表 11) 個人消費

(1) 個人消費(実質)

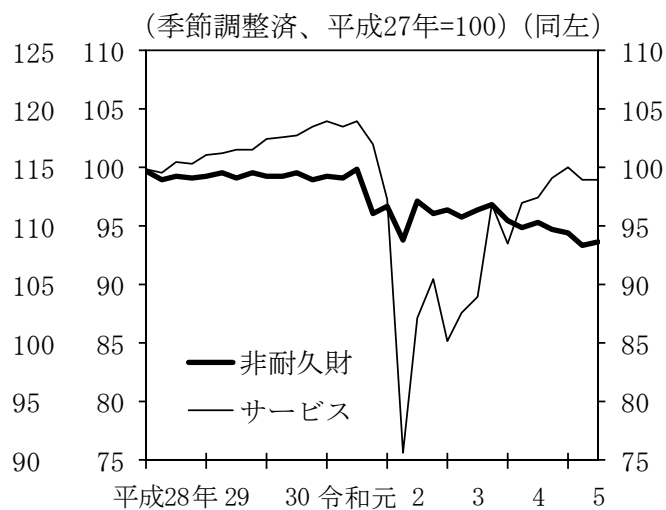


(2) 消費活動指数（実質）の内訳

<耐久財消費>

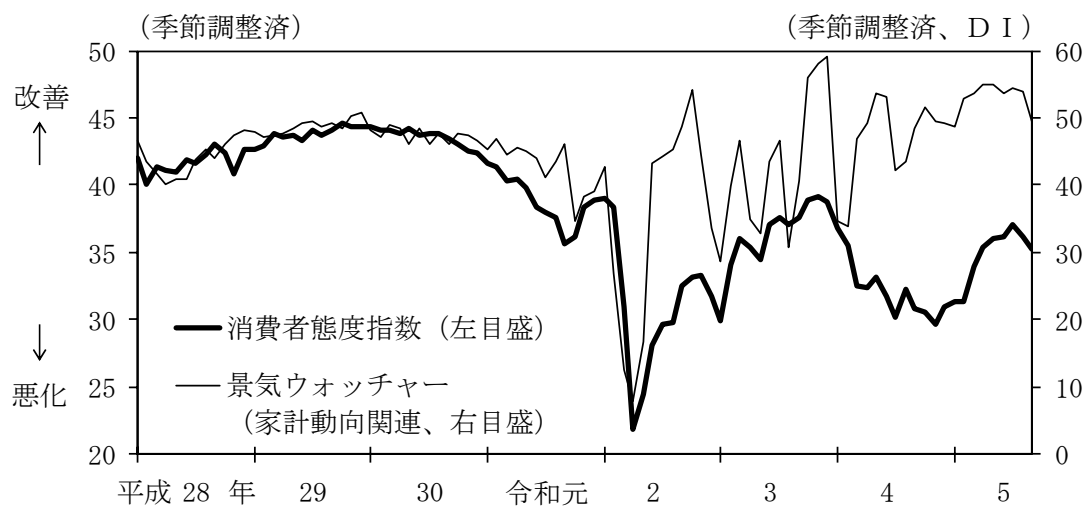


<非耐久財・サービス消費>



(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



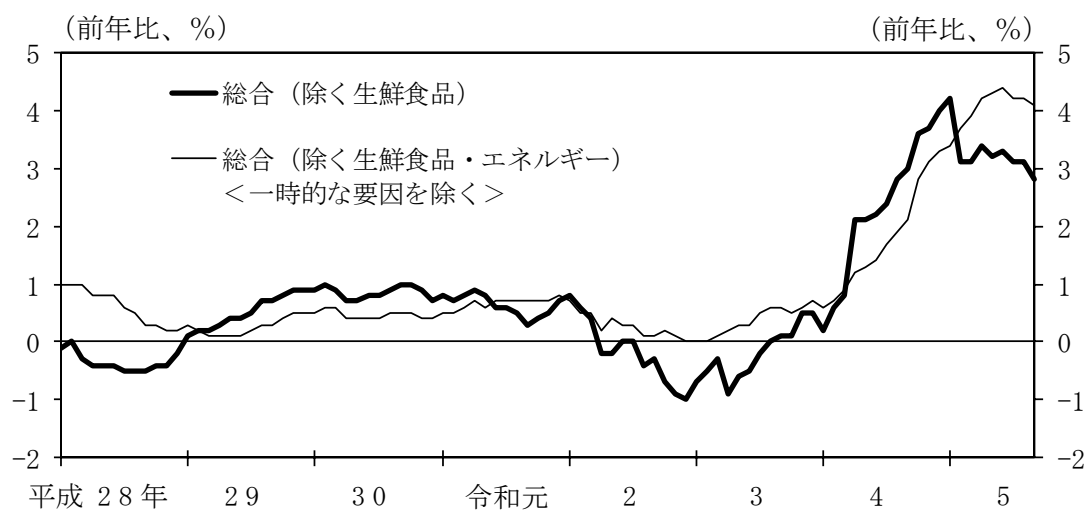
(注) 景気ウォッチャー（家計動向関連）は、景気の現状判断D I。

## (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、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が続いた一方、エネルギー価格が下押しに作用するもとの、3%台半ばから2%台後半のプラスで推移した（図表13）。内訳をみると（図表14）、財は、食料工業製品や日用品を中心に原材料コストを転嫁する動きが継続するもとの、前年比プラス幅を拡大した。一般サービスは、原材料コストや人件費を転嫁する動きが続くもとの、旅行需要の回復に伴う宿泊料の上昇や携帯電話通信料の上昇もあって、前年比プラス幅を拡大した。公共料金は、再生可能エネルギー発電促進賦課金の引き下げや既往の原油価格等の下落を反映した電気代・都市ガス代の低下などから、前年比マイナス幅を拡大した。

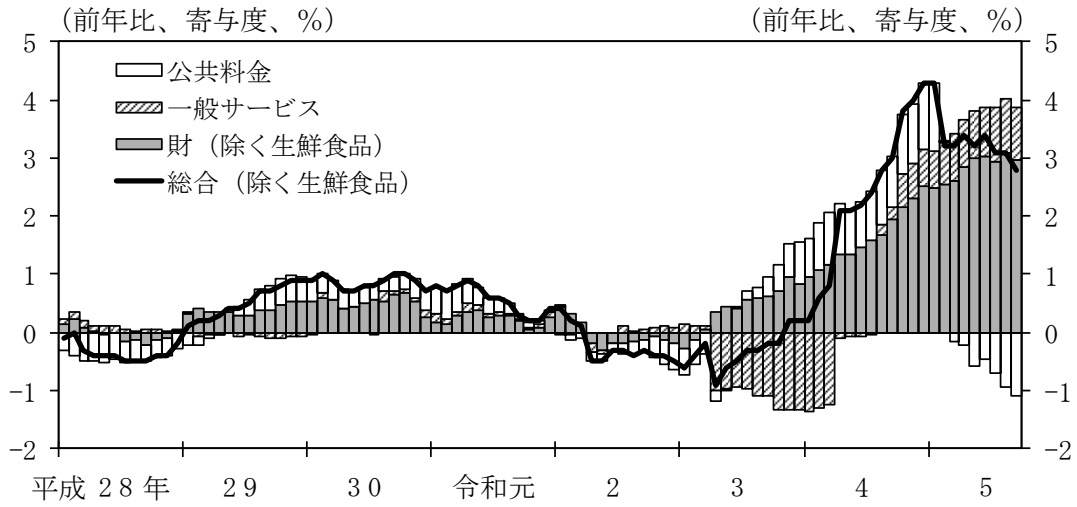
予想物価上昇率は（図表15）、横ばいで推移したあと、上期末にかけて緩やかに上昇した。

（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）。

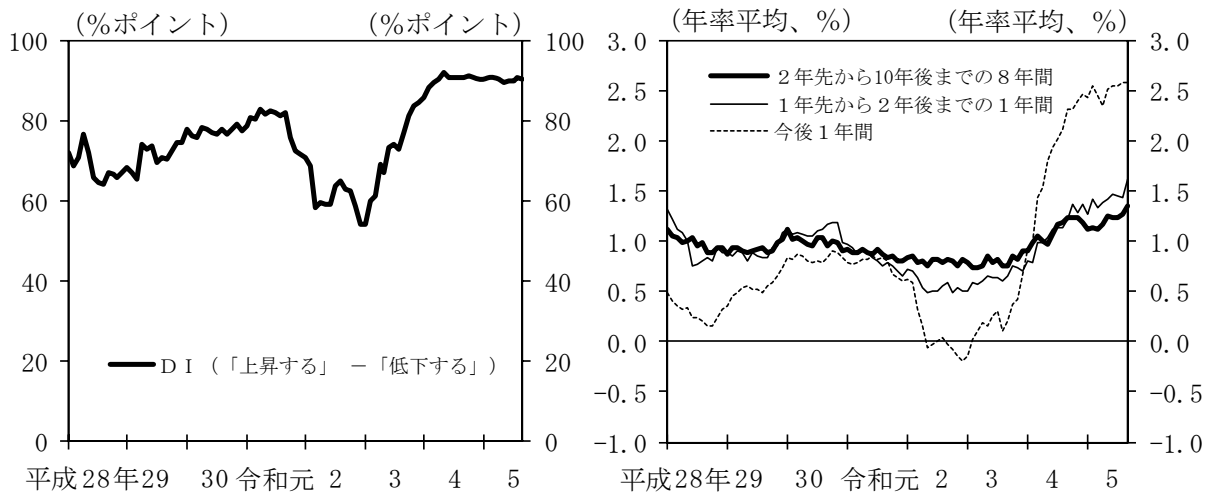
(図表 15) 予想物価上昇率

(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)



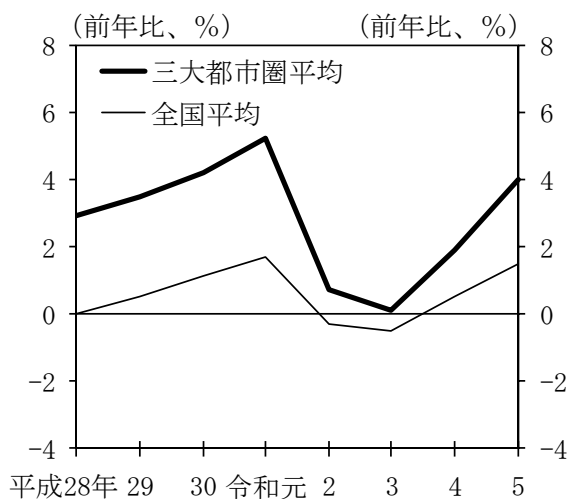
(注 1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。

(注 2) QUICK調査は、消費税率引き上げの影響を含むベース。

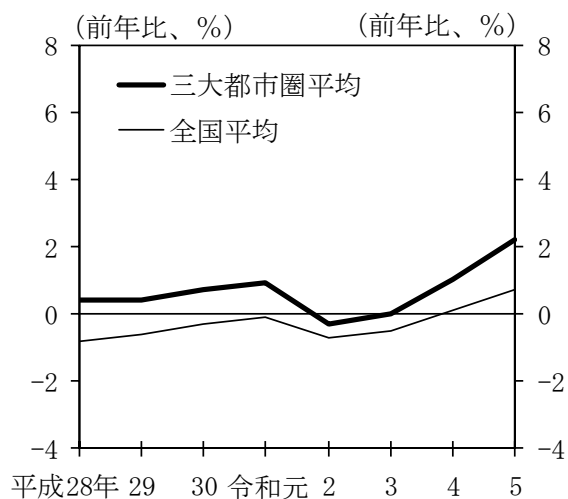
地価を都道府県地価（7月時点）の前年比で見ると（図表16）、全国平均、三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均のいずれも、経済の回復を受けて、商業地、住宅地ともにプラス幅を拡大した。

（図表16）都道府県地価

（1）商業地



（2）住宅地



（注）都道府県地価は、7月1日時点の地価を調査したもの。

### (3) 海外経済

5年度上期の海外経済は、製造業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	4年 4-6月期	7-9月	10-12月	5年 1-3月	4-6月	7-9月
米 国		5.8	1.9	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9
ユーロエリア		5.9	3.4	3.3	1.4	-0.1	0.2	0.6	-0.2
新興 国・ 地域	中 国	8.4	3.0	0.4	3.9	2.9	4.5	6.3	4.9
	イ ン ド	8.9	6.7	13.1	6.2	4.5	6.1	7.8	-
	NIEsおよび ASEAN4	4.4	4.2	4.5	5.2	3.0	2.8	2.8	-
	ブラジル	5.0	2.9	3.7	3.6	1.9	4.0	3.4	-
	ロ シ ア	5.6	-2.1	-4.5	-3.5	-2.7	-1.8	4.9	5.5

(注) NIEsおよびASEAN4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、物価上昇や米国連邦準備制度の利上げによる減速圧力を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移した。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落や財価格の伸び率縮小などを受けて、振れを伴いつつも、5%近傍から3%台後半まで低下した。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、5%台半ばから4%近傍まで低下した。

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、5月と7月の会合でそれぞれ0.25%引き上げ、5.25～5.50%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、5月の会合において、「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」との表現を変更し、「適切な追加的な金融引き締めの程度を決定するにあたっては、金融引き締めの累積効果や、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」とした。バラン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



については同 350 億ドルをそれぞれ上限として削減した。

ユーロエリア経済は、欧州中央銀行による利上げや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、エネルギー価格の下落などの影響を受けて、7%近傍から4%台前半まで低下した。エネルギー・食料・アルコール・たばこを除くコアベースの消費者物価の前年比は、5%台半ばから4%台半ばまで低下した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、各政策金利を5月、6月、7月、9月の会合でそれぞれ0.25%引き上げ、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を4.50%、限界貸出金利を4.75%、中銀預け金金利を4.00%とした。先行きの政策金利について、5月の会合において、「インフレ率を中期的な目標水準にタイムリーに回帰させるために、政策金利を十分に引き締めの水準まで引き上げ、必要な限りその水準を維持する」と声明文に明記したのち、9月の会合では、「政策金利は、十分に長い期間維持されれば、インフレ率が目標水準にタイムリーに回帰することに対して、しっかりと寄与する水準に至った」との表現を用いた。資産買入れプログラム（APP）については、6月の会合で、7月から償還再投資を停止することを決定した。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、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、緩やかな減速に転じたが、期間の終盤にかけて、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられた。この間、不動産投資は減少を続けた。物価面では、消費者物価の前年比は、政府目標（3%前後）を下回る0%近傍で推移した。財政政策面では、7月に開催された共産党中央政治局会議において、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）の発行とそれにより調達した資金の使用を加速する方針が示された。金融政策面では、中国人民銀行は、オペ金利（中期貸出ファシリティ金利、1年物）を、6月に0.10%引き下げたあと、8月に0.15%引き下げ、2.50%とした。また、中国人民銀行は、預金準備率を9月に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、IT関連財を中心に輸出が減速するもとで、改善ペースが鈍化した。物価面では、インフレ率は、エネルギー価格の下落や食料品価格の伸び率縮小に伴い、多くの国でインフレ目標の範囲内まで低下した。金融政策面では、総じてインフレ率が鈍化するもとで、徐々に政策金利を据え置く国が増えた。この間、利上げの開始時期が早かったチリやブラジルでは、利下げに転じた。

## 2. 金融面の動向

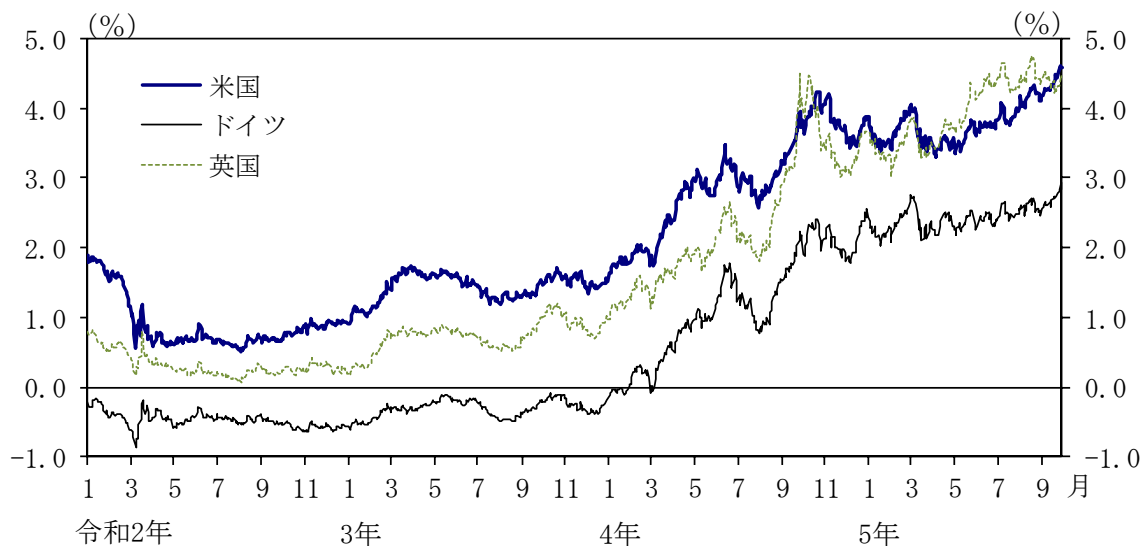
### (1) 国際金融市場

令和5年度上期の国際金融市場をみると、米国の堅調な経済指標等を受けて、長期金利が上昇した。株価については、米国では上昇した一方、欧州では先行きの景気減速懸念を受けて下落した。

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<sup>2</sup>、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、米国では、堅調な経済指標や、国債発行を増やすとの計画を背景とした需給の緩和などが材料視されるなかで、大きく上昇したほか、欧州では、米国長期金利の上昇に連れる形で、上昇した。（図表18）。

（図表18）米欧の長期金利（国債10年物利回り）

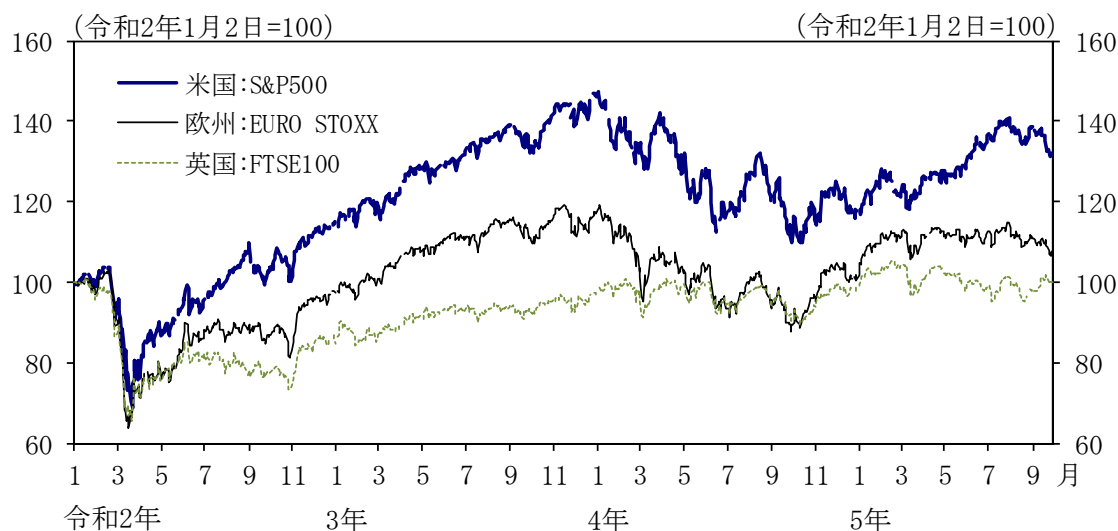


主要国の株価動向をみると、米国株価（S & P 500）が、堅調な経済指標や一部のIT関連企業の業績に対する期待感などを受けて上昇した一方、欧州株価（EURO STOXX）は、弱めの経済指標などを背景とした景気減速懸念の高まり

<sup>2</sup> 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。

を受けて下落した。この間、英国株価（F T S E 100）は、横ばい圏内で推移した（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、米国株価の上昇などを背景に上昇する局面もみられたが、中国経済が不動産市場の調整等により緩やかに減速するとの見方が広がるもとの、アジアを中心に下落し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。

為替市場をみると、米国金利の上昇が続くもとの、多くの新興国・地域の通貨は、ドルに対して減価した。

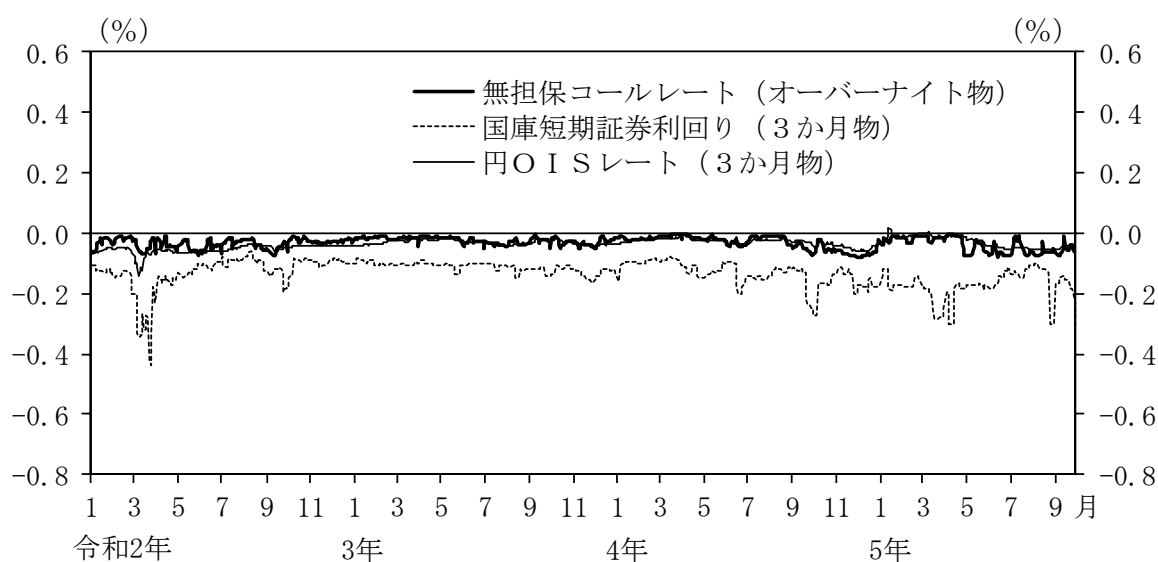
国際商品市場では、原油（WT I）価格は、一部産油国の減産などをを受けて、大きく上昇した。銅価格は、中国経済の緩やかな減速が意識されるもとの、下落した。農産物価格は、ロシアやウクライナからの供給減少懸念が高まり一時的に上昇する場面もみられたが、主要生産地の好天を受けて供給が増加するとの見方が強まるもとの、期間を通じてみれば下落した。金価格は、ドルの増価などを背景に、下落した。

## (2) 短期金融市場

5年度上期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般的に、金利は低水準で推移した。

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表20）<sup>3</sup>、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、▲0.3%程度から▲0.1%台で推移した。また、円OISレート（3か月物）は、小幅のマイナスで推移した。

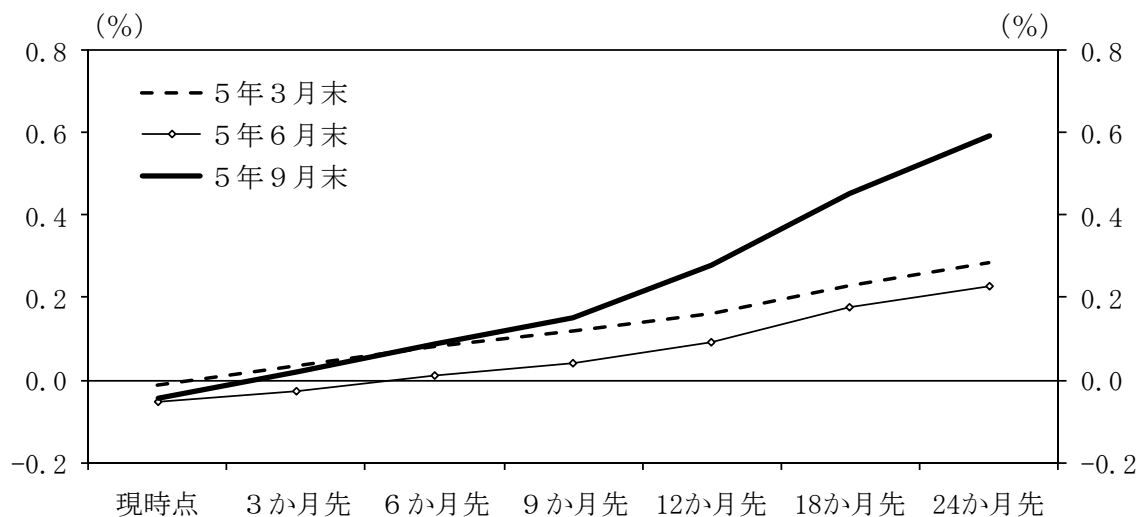
(図表 20) 短期金融市場金利



<sup>3</sup> 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）、いったん下方シフトする場面がみられたものの、期間を通じてみれば、期先で上昇した。

（図表 21）円OISのフォワードレート



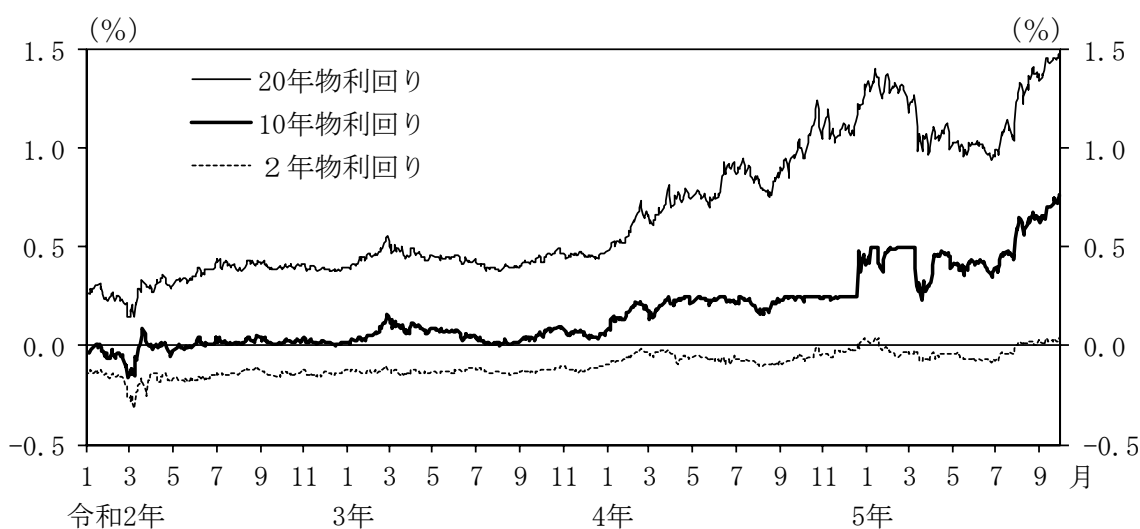
（注）現時点は、3か月物のOISレート。3か月先、6か月先、9か月先は、各3か月間、12か月先、18か月先は、各6か月間、24か月先は、12か月間のフォワードレートをOISレートから算出。円OISのフォワードレートは、基本的には各期間の無担保コールレート（オーバーナイト物）の市場見通しを反映する。

### (3) 債券市場

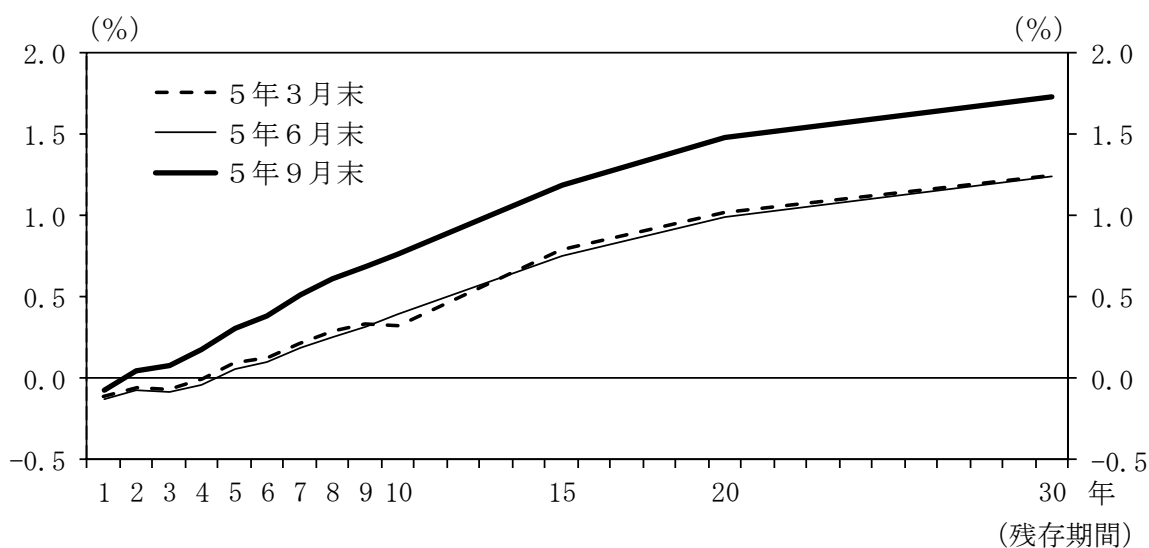
5年度上期の債券市場の動向をみると（図表 22、23）、長期国債（10年債）の流通利回りは、7月の金融政策決定会合で長短金利操作の運用の柔軟化が決定されたあと、上昇した。

また、短中期国債（2年債）の流通利回りは小幅に上昇したほか、超長期国債（20年債）の流通利回りも上昇し、国債の利回り曲線（イールドカーブ）は、スティープ化した。

(図表 22) 国債流通利回り

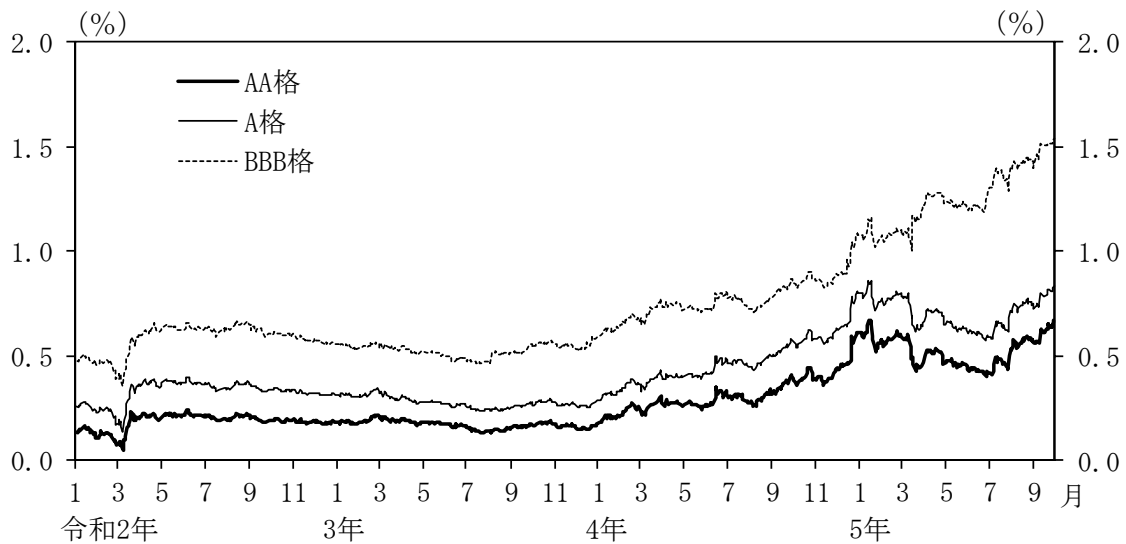


(図表 23) 国債の利回り曲線（イールドカーブ）



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上昇した。

（図表 24）社債流通利回り

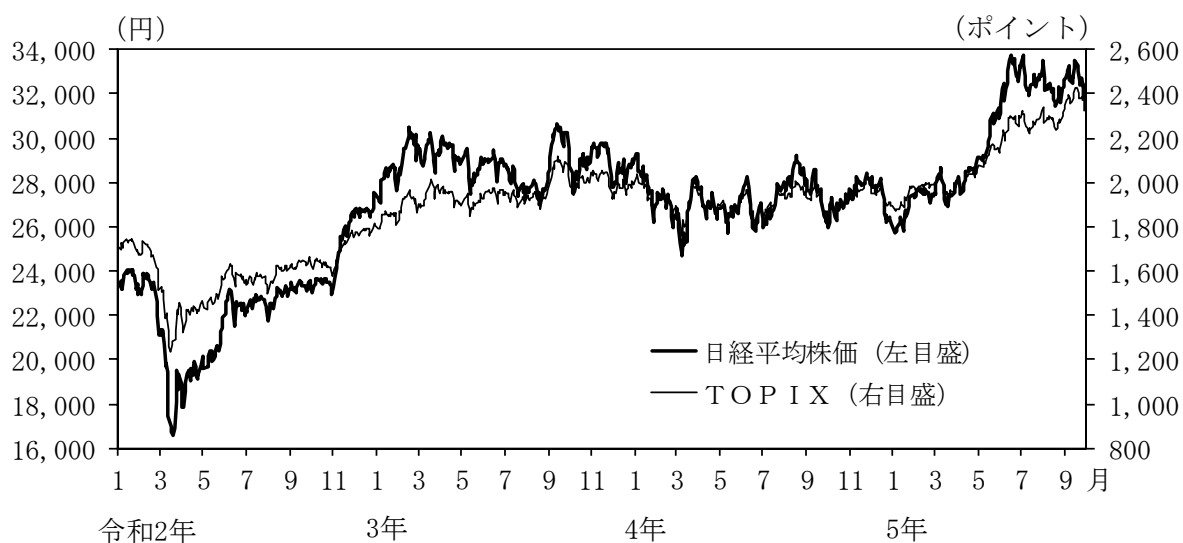


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

#### (4) 株式市場

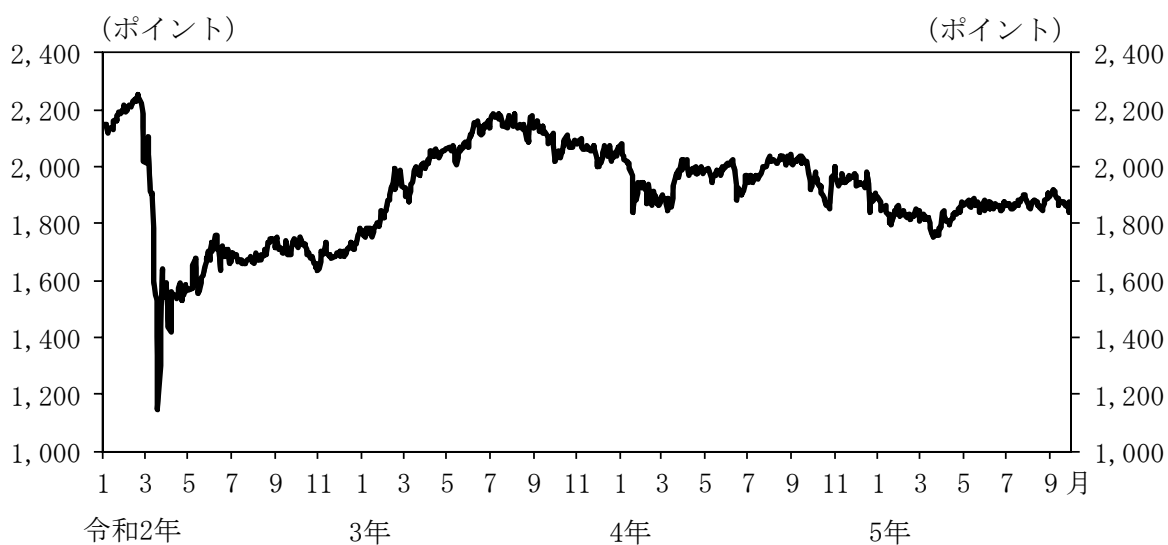
5年度上期の株式市場の動向をみると（図表 25）、日経平均株価は、堅調な企業決算や為替円安などが意識されるもとで上昇し、9月末には 31 千円台となった。

(図表 25) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 26）、上昇した。

(図表 26) 東証REIT指数

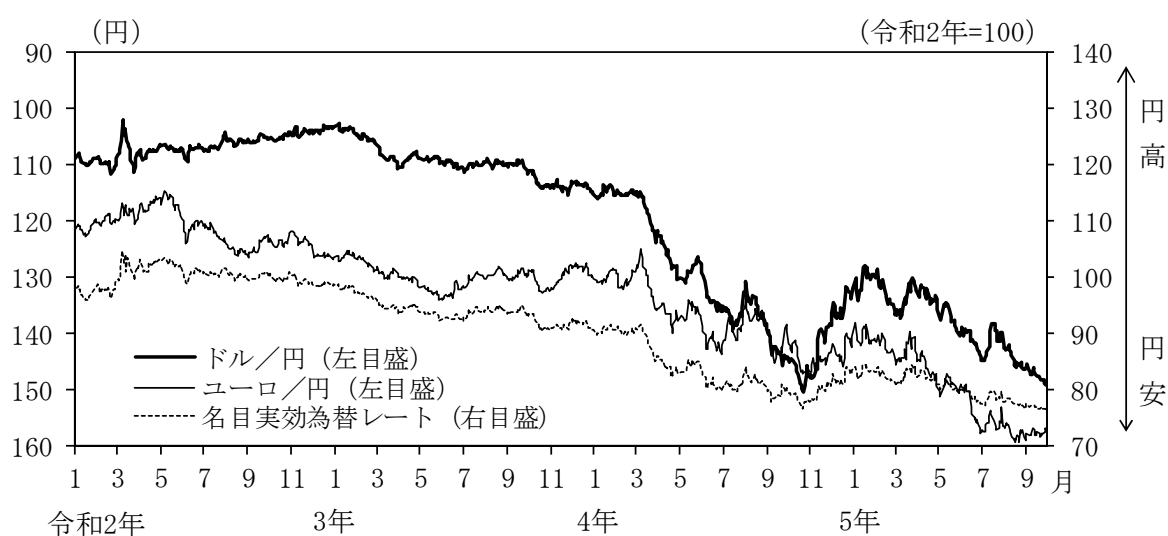




## (5) 外国為替市場

5年度上期の外国為替市場の動向をみると（図表 27）、円の対ドル相場は、日米金利差の拡大などが意識されるもとの、振れを伴いつつ、円安ドル高方向の動きとなり、9月末には149円台となった。円の対ユーロ相場も、期間を通じてみれば、円安ユーロ高方向の動きとなった。この間、円の名目実効為替レートは<sup>4</sup>、円安方向の動きとなった。

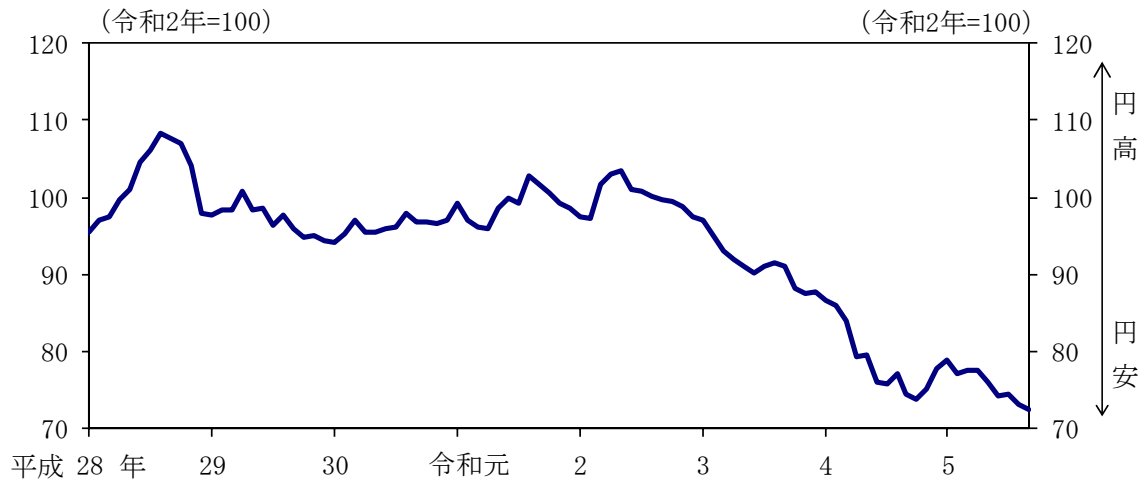
(図表 27) 円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



<sup>4</sup> 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）<sup>5</sup>、円安方向の動きとなった。

（図表 28）円の実質実効為替レート

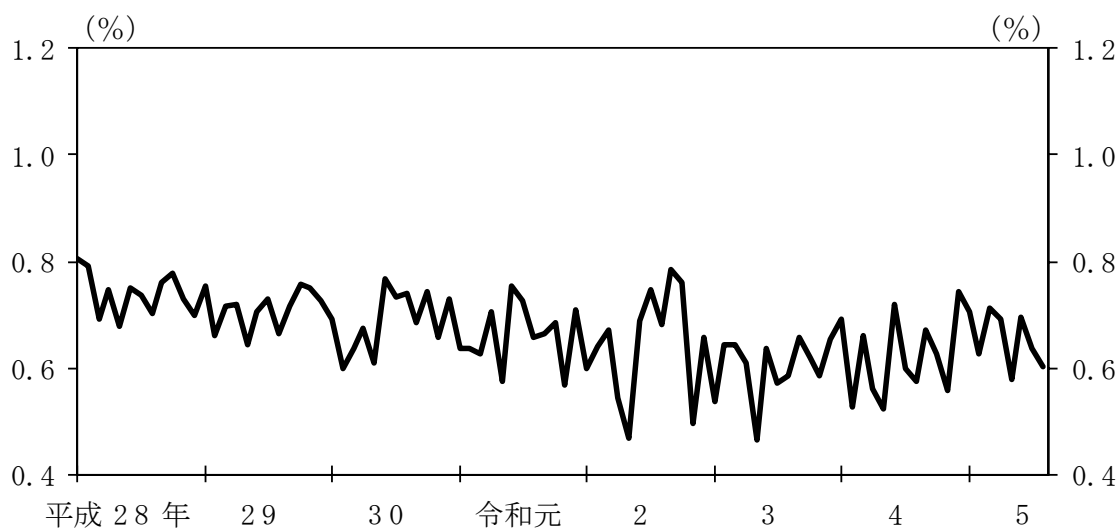


<sup>5</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

## (6) 企業金融

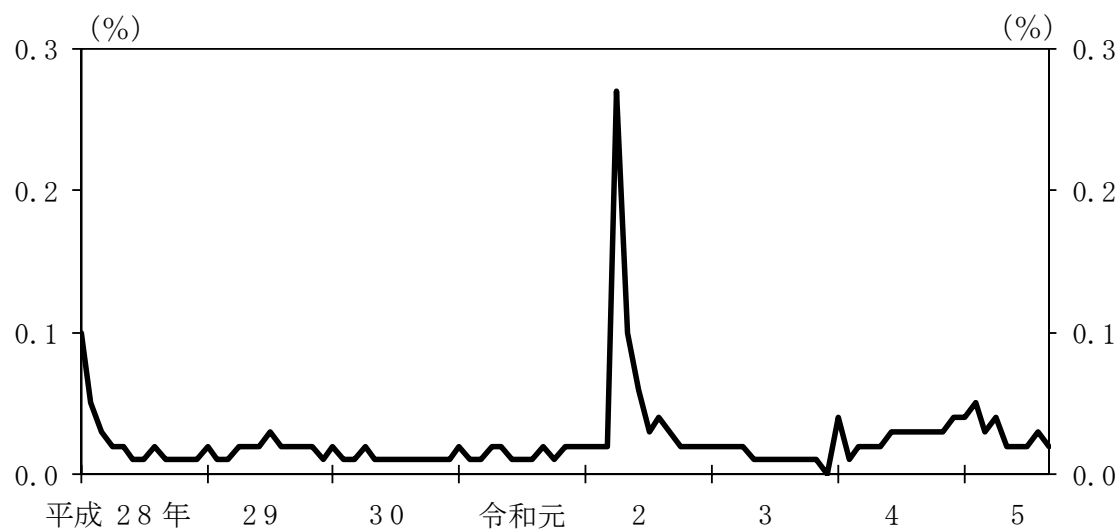
5年度上期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表 29）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移した。

（図表 29）貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CP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、需給環境の改善を背景に低下したあと、上期末にかけてはベースレートの上昇を反映して幾分上昇した。

（図表 30）CP発行金利（3か月物）

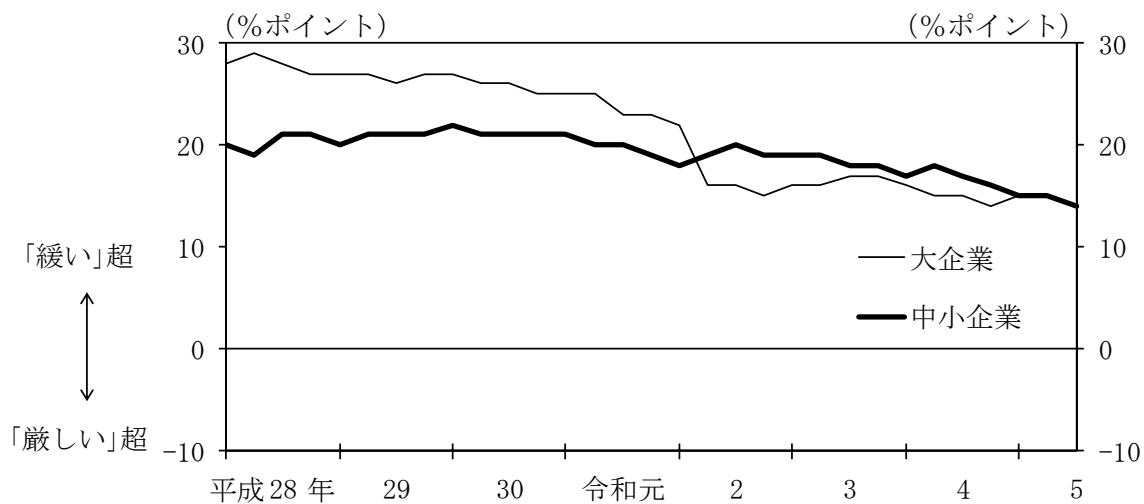


（注）新発利回り。a-1格相当の格付け取得先についての短期社債（電子CP）の平均。

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

資金需要面をみると、経済活動の回復や既往の原材料コスト高などを背景に、緩やかに増加した。

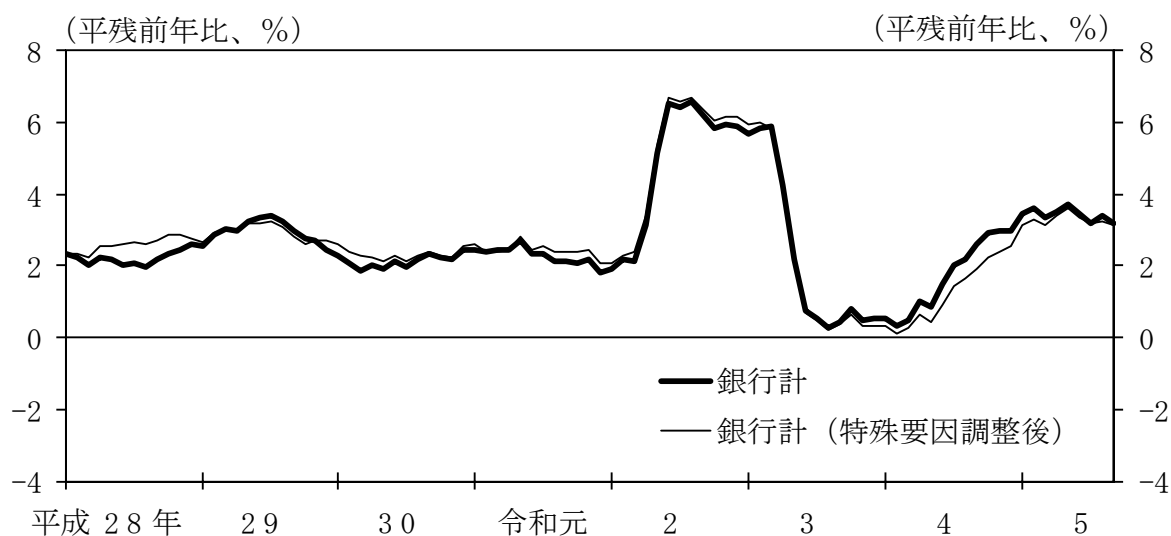
（図表 31）金融機関の貸出態度判断D I（短観）



（注）全産業ベース（図表 34 も同様）。

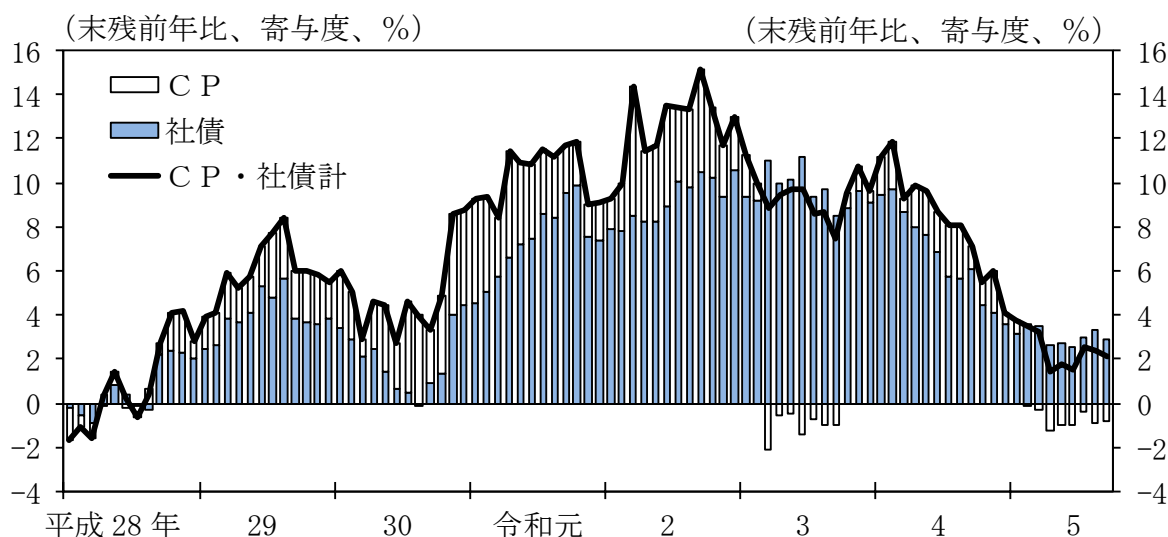
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 32）<sup>6</sup>、経済活動の回復や既往の原材料コスト高などを背景に、3%台で推移した。CP・社債計の発行残高の前年比は（図表 33）、1～2%程度で推移した。

（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）CP・社債発行残高

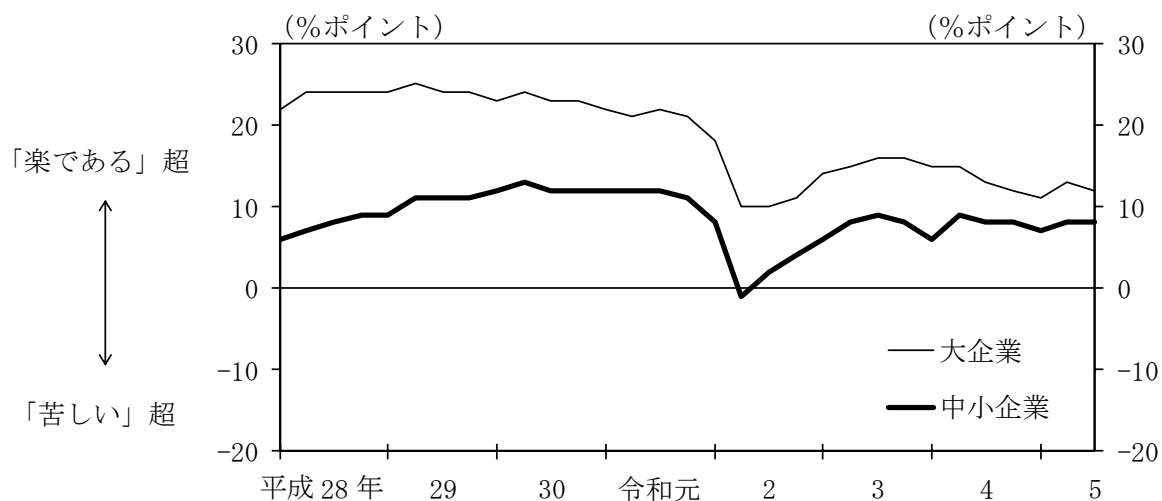


（注）CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC CPは含む）。

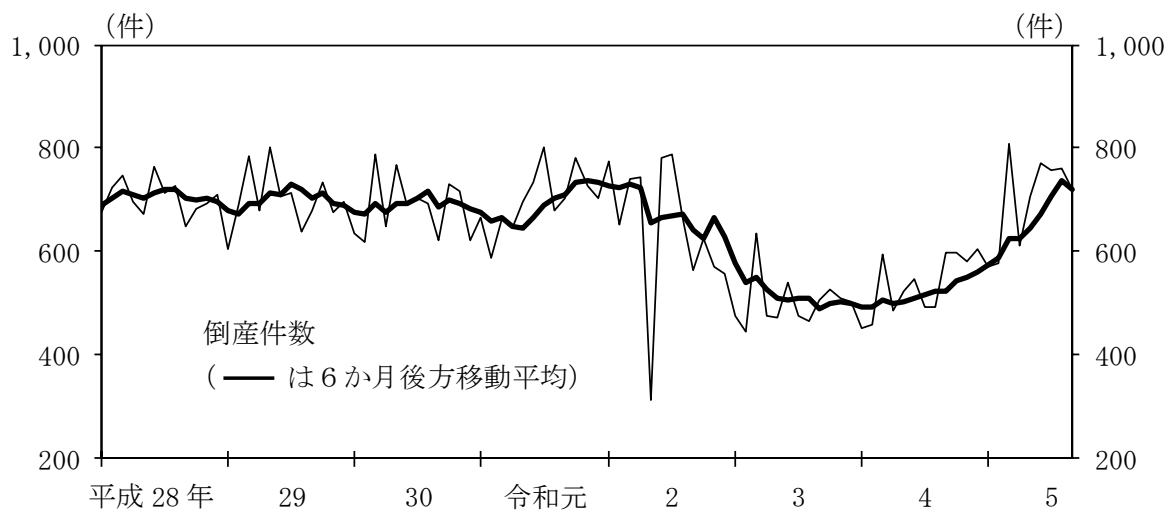
<sup>6</sup> 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

企業の資金繰りは（図表 34）、良好であった。企業倒産は（図表 35）、サービスの小規模企業を中心に、増加した。

（図表 34）企業の資金繰り判断D I（短観）



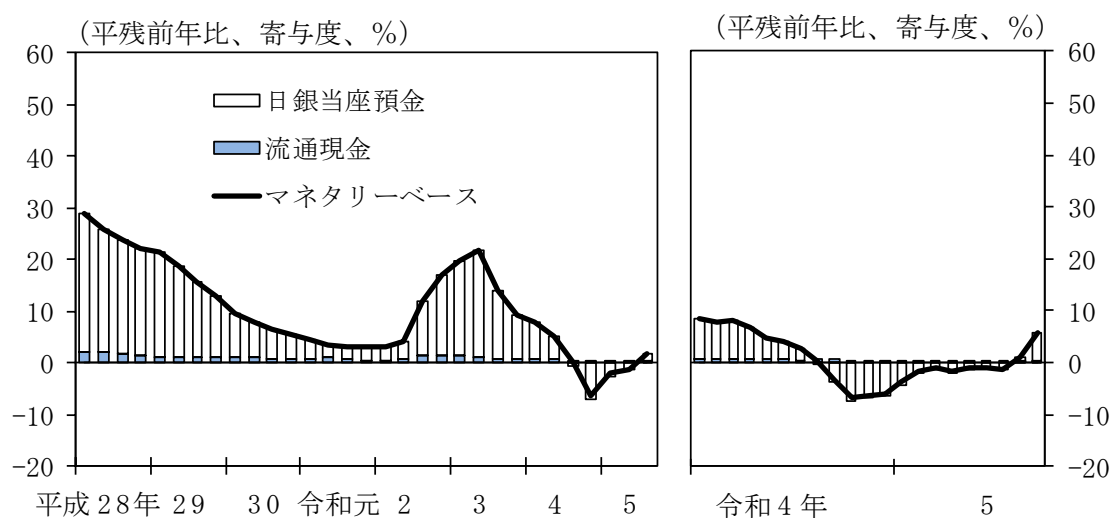
（図表 35）企業倒産



## (7) 量的金融指標

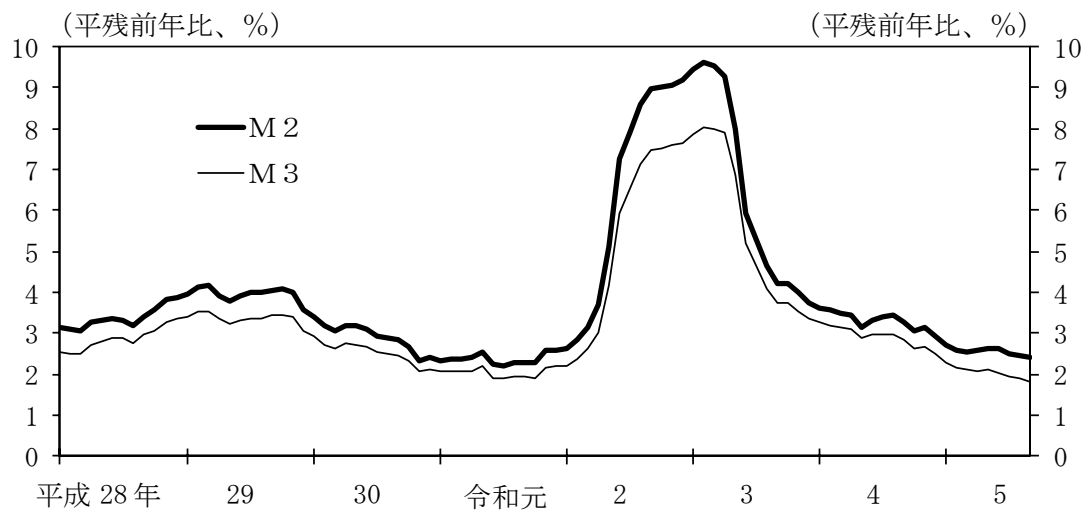
5年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 36）、新型コロナ対応金融支援特別オペの残高の減少による影響が減衰するもとで、長期国債買入れの残高の増加を反映して、プラスに転じた。

(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5年4月から5年9月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	植田和男	（総裁）
	氷見野良三	（副総裁）
	内田眞一	（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、5年度上期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

## 2. 金融政策決定会合における検討・決定

### (1) 概況

#### (金融経済情勢)

政策委員会では、令和5年度上期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状については、4月と6月の会合では、「既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している」、7月と9月の会合では、「緩やかに回復している」とそれぞれ判断した(図表38)。先行きについては、4月と6月の会合では、「既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかに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。ただし、成長ペースは次第に鈍化していく可能性が高い」、7月と9月の会合では、「海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる。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」との見方をそれぞれ示した。

物価の現状については、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比でみて、4月の会合では、「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って、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっている」、6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などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台半ばとなっている」、7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などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台前半となっている」、9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などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、4月と6月の会合で

は、「輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとの、今年度半ばにかけて、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、企業の価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で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、振れを伴いながらも、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」、7月と9月の会合では、「既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとのプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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」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、4月と6月の会合では、「上昇したあと、このところ横ばいとなっている」、7月と9月の会合では、「再び上昇の動きがみられている」とそれぞれ判断した。

(図表38) 政策委員会の経済情勢についての判断

5年4月	わが国の景気は、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している。
6月	わが国の景気は、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している。
7月	わが国の景気は、緩やかに回復している。
9月	わが国の景気は、緩やかに回復している。

### (金融政策運営)

金融政策運営面では、4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 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。

6月の会合では、上記の金融市場調節方針を維持した。

7月の会合では、長短金利操作の運用を柔軟化することとし、以下の金融市場調節方針と長短金利操作の運用を決定した。

(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

長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について1.0%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<sup>7</sup>。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、共通担保資金供給オペなどを実施する。

9月の会合では、上記の金融市場調節方針と長短金利操作の運用を維持した。

---

<sup>7</sup> 現在の金利情勢のもとでは応札は見込まれないと考えられるが、当分の間、毎営業日、実施する。

資産買入れ方針については、5年度上期のすべての会合において、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、「内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。「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。引き続き企業等の資金繰り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」との考え方を示した。

このほか、6月の会合では、5年6月30日をもって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における全ての貸付の返済が完了することに伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を決定した。

(図表39) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
＜「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」＞	
5年4月28日	<p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した<sup>(注1)</sup>。</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>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> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。</p> <p>② CP等は、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> <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>内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。「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。引き続き企業等の資金繰り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。</p>
6月16日	上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した <sup>(注2)</sup> 。
7月28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と長短金利操作の運用を決定した<sup>(注3)</sup>。</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>長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より柔軟に運用する。10年物国債金利について1.0%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<sup>(注4)</sup>。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、共通担保資金供給オペなどを実施する。</p>
9月22日	上記の金融市場調節方針、長短金利操作の運用および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した <sup>(注5)</sup> 。
<その他>	
5年6月16日	5年6月30日をもって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における全ての貸付の返済が完了することに伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を決定した <sup>(注6)</sup> 。

(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) 金融市場調節方針は全員一致、長短金利操作の運用は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注4) 現在の金利情勢のもとでは応札は見込まれないと考えられるが、当分の間、毎営業日、実施する。

(注5) 金融市場調節方針、長短金利操作の運用、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。

## (2) 「経済・物価情勢の展望」

### (「経済・物価情勢の展望(5年4月)」)

4月の会合では、5年度から7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、7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、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している。海外経済は、回復ペースが鈍化している。そうした影響を受けつつも、輸出や鉱工業生産は、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、物価上昇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、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って、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっている。予想物価上昇率は、上昇したあと、このところ横ばいとなっている。
- ② わが国経済の先行きを展望すると、今年度半ば頃にかけては、既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかに回復していくとみられる。家計部門をみると、雇用面では、経済活動の改善を背景に、正規・非正規ともに雇用が増加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、物価上昇の影響を受けつつも、行動制限下で積み上がった



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、緩やかな増加を続けるとみられる。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策や全国旅行支援なども、個人消費を下支えすると考えられる。企業部門をみると、輸出や生産は、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による海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとみられる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。企業収益は、既往の原材料コスト高が下押し圧力として作用するものの、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、供給制約の影響の緩和もあって、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、増加を続けると考えられる。今年度後半以降は、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、見通し期間終盤にかけて、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もとで、経済対策の効果の減衰もあって、成長ペースは次第に鈍化していく可能性が高い。家計部門をみると、雇用は増加を続けるが、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給が見込みにくくなるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくと考えられる。もともと、このことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用する。そのもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映する形で基調的に高まっていくとみられ、雇用者所得は増加を続けると予想される。個人消費は、雇用者所得の増加に支えられて、ペントアップ需要の顕在化ペースの鈍化や政府の各種施策による下支え効果の減衰によってペースを鈍化させつつも、増加を続けると考えられる。企業部門をみると、海外経済が持ち直していくもとで、輸出や生産は増加基調に復していくと考えられる。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。見通し期間終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けるものの、人手不足対応の投資に加え、脱炭素化関連など、景気循環とは独立した投資

が着実に増加していくとみられる。この間、公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとで、見通し期間を通じて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、いったん減少したあと、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、次第に増加していくと想定している。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<sup>8</sup>。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、そのもとで、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向をたどるとみられる。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、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<sup>9</sup>。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 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、昨年以降、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から上昇してきたが、足もとは、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などにより、プラス幅を縮小している。先行きについては、国際商品市況がひと頃に比べて下落し、輸入物価の前年比もプラス幅を縮小しているもとで、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰していくため、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく可能性が高い。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で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、振れを伴いながらも、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による経済対策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて緩やかに低下していく前提としている。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、今年度の前半を中心に、消費者物価（除

---

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 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。

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、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)の前年比の見通しは、5年度に2%台半ばとなったあと、6年度と7年度は1%台後半となっている。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、小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、今年度半ば頃にはプラスに転じ、見通し期間終盤にかけて、徐々にペースを鈍化させつつもプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。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、緩やかに上昇したあと、このところ横ばいとなっている。短観の販売価格判断DIは高水準となっている。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。また、今年の春季労使交渉について、連合の途中集計結果をみると、ベースアップを含め、昨年を大きく上回る賃金上昇率となっている。適合的予想形成の強いわが国において、これまで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てきている。先行きについては、今年度半ばにかけて、現実の物価上昇率がプラス幅を縮小していくなかでも、需給ギャップが改善し、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉が変化していくもと、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率が再び緩やかに上昇していくことで、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に対する上振れないし下振れの可能性(リスク要因)としては、主に海外の経済・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、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<sup>10</sup>。

- 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、今年度半ばにかけて、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、見通し期間終盤にかけて「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。
- 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、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、5年度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。物価の見通しについては、5年度は上振れリスクの方が大きいですが、7年度は下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、最近の米欧の一部金融機関を巡る問題の影響を含め、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、わが国の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

---

<sup>10</sup> 「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。

11。

- ③ 金融政策運営については、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。
- ④ 「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。引き続き企業等の資金繰り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。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、4月28日に公表した（背景説明を含む全文は5月1日に公表）。

#### （「経済・物価情勢の展望（5年7月）」）

7月の会合では、5年度から7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、7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、緩やかに回復している。海外経済は、回復ペースが鈍化している。そうした影響を受けつつも、輸出や鉱工業生産は、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、業況感は緩やかに改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加している。雇用・所得環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は緩やかに増

---

<sup>11</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（5年4月）を参照。

加している。わが国の金融環境は、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、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って、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台前半となっている。予想物価上昇率は、再び上昇の動きがみられている。

- ② 当面のわが国経済を展望すると、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる。家計部門をみると、経済活動の回復を背景に、雇用が増加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背景に昨年を大幅に上回る結果となった今年の春季労使交渉の結果が徐々に反映されていくことで、一人当たり名目賃金の上昇率も高まっていくことから、雇用者所得は増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、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に加え、賃金上昇率の高まりなどを背景としたマインドの改善などに支えられて、緩やかな増加を続けるとみられる。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策なども、個人消費を下支えすると考えられる。企業部門をみると、輸出や生産は、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による海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとみられる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。企業収益は、経済活動の回復が続くなか、既往の原材料コスト高の影響の減衰や価格転嫁の進展もあって、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、供給制約の影響の緩和もあって、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、増加を続けると考えられる。その先のわが国経済を展望すると、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、見通し期間終盤にかけて、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もとで、経済対策の効果の減衰もあって、成長ペースは次第に鈍化していく可能性が高い。家計部門をみると、雇用は増加を続けるが、これ

まで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給が見込みにくくなってくるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくと考えられる。もっとも、このことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用する。そのもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映する形で基調的に高まっていくとみられ、雇用者所得は増加を続けると予想される。個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースの鈍化や政府の各種施策による下支え効果の減衰によってペースを鈍化させつつも、雇用者所得の増加に支えられて、増加を続けると考えられる。企業部門をみると、海外経済が持ち直していくもとで、輸出や生産は増加基調に復していくと考えられる。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引き続き和らいでいくことから、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。見通し期間終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けるものの、人手不足対応の投資に加え、脱炭素化関連など、景気循環とは独立した投資が着実に増加していくとみられる。この間、公共投資は、大型案件の影響もあって、当面、緩やかな増加を続けるとみられる。その後は、そうした影響は徐々に剥落するものの、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、いったん減少したあと、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、次第に増加していくと想定している。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<sup>12</sup>。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、そのもとで、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向をたどるとみられる。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、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<sup>13</sup>。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

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 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

すると考えられる。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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。こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、5年度は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁が想定を上回って進んでいることなどから、大幅に上振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による経済対策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて緩やかに低下していく前提としている。政府による電気・ガス代の負担緩和策は、今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、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）の前年比の見通しは、5年度に3%程度となったあと、6年度と7年度は1%台後半となっている。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、小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、今年度半ば頃にはプラスに転じ、見通し期間終盤にかけて、徐々にペースを鈍化させつつもプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。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、再び上昇の動きがみられている。短観の販売価格判断DIは高水準となっている。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。また、今年の春季労使交渉は、ベースアップを含め、昨年を大きく上回る賃金上昇率となった。適合的予想形成の強いわが国において、これまで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てきており、企業の賃金・価

---

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。



格設定行動には変化の兆しがみられている。先行きについては、現実の物価上昇率がプラス幅を縮小していくなかでも、需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化していくもと、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率が緩やかに上昇していくことで、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に対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）としては、主に海外の経済・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、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、企業の賃金・価格設定行動、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<sup>14</sup>。

- 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、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小したあと、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。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、見通し期間終盤にかけて「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。
- 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、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価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

---

<sup>14</sup> 「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。

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、5年度は下振れリスクの方が大きい、その後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、5年度と6年度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、わが国の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、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。
- ④ 「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。引き続き企業等の資金繰り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。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、7月28日に公表した（背景説明を含む全文は7月31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5年4月および7月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

#### イ. 5年6月の会合

(国際金融資本市場は、市場センチメントに改善の動きがみられている)

国際金融資本市場について、委員は、米欧の金融政策および金融部門を巡る不確実性や、世界経済の減速が引き続き意識されているものの、堅調な企業決算などを背景に、市場センチメントには改善の動きがみられているとの認識で一致した。

(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を共有した。一人の委員は、昨年来の金融引き締めが徐々に影響を及ぼすもとで先進国経済の減速傾向が強まっているほか、中国経済の持ち直しが鈍いとの見方を示した。この間、複数の委員は、多くの国・地域において、製造業が弱含んでいるものの、サービス業は堅調であると指摘した。

(わが国の景気は、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している)

わが国の景気について、委員は、既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、海外経済減速の影響が輸出・生産面にみられる一方、感染症の「5類」移行の影響にも支えられて、サービス消費を中心に個人消費が緩やかに増加しているとの見方を示した。また、ある委員は、国内経済が全体として底堅く推移するもとで、企業の景況感は拡大・縮小の分岐点を上回っており、設備投資への前向きな姿勢が維持されていると述べた。

景気の先行きについて、委員は、今年度半ば頃にかけては、既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕

在化などに支えられて、緩やかに回復していく、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の見方を共有した。ある委員は、インバウンド需要やサービス消費の増加、供給制約の緩和、人手不足対応を企図した設備投資の増加などが、景気回復を牽引していくとの見方を示した。この点について、別のある委員は、個人消費の増加の牽引役がペントアップ需要の顕在化から賃上げによる所得増加へと円滑にシフトしていくか、また、IT部門の調整がどういうペースで進捗するか、といった点を、実際のハードデータで確認していく必要があると述べた。この間、一人の委員は、日本経済の成長期待が高まりつつあ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、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って、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは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、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って、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台半ばとなっているとの評価で一致した。多くの委員は、足もとの物価上昇率をみると、4月の展望レポートにおける想定よりも幾分上振れ気味で推移しているとの認識を示した。複数の委員は、昨年の輸入物価上昇によるコストプッシュ圧力が大きかった分、価格転嫁の動きが長引いている可能性があるとして述べた。ある委員は、年度替わり期の消費者物価の強さは財が中心であり、賃金のサービス価格への波及が主因ではない点、物価上昇の主因は引き続きコストプッシュによるものとみられるが、今後、企業の価格設定行動に変化がみられてくるかどうか、注目していると述べた。複数の委員は、引き続き海外要因が大きいのが、消費者物価ではサービス価格の上昇ペースが目立つなど、国内要因が強まっているとの見方を示した。何人かの委員は、一部の企業ではあるが、賃上げ原資を確保するために値上げを行う動きがみられていると指摘した。複数の委員は、企業が価格転嫁を進められている背景には、需要の底堅さも寄与しているとの見方を示した。この間、予想物価上昇率について、委員は、上昇したあと、このところ横ばいとなっているとの評価で一致した。ある委員は、足もとの物価の強さによって中長期のインフレ予想に大きな変化が生じている証拠はないが、イールドカーブ・

コントロールの運営との関係でも重要な要素であり、今後の展開に注目していると述べた。

物価の先行きについて、委員は、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとで、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく、その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で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、振れを伴いながらも、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとの見方を共有した。複数の委員は、輸入物価は下落しており、前年比マイナスとなっていると指摘した。一人の委員は、物価の先行きの不確実性が高まっており、先行きの物価について、輸入インフレの減衰ペースや国内要因に基づくインフレの立ち上がりの時期と強さによって様々なパスが考えられると述べたうえで、物価上昇率が、先行き2%を下回ることなく、ゆっくりと2%に向かっていくパスを辿る可能性が生じてきたほか、2%を超えた水準で高止まるリスクも無視できないとの認識を示した。そのうえで、この委員は、2%を下回ったあと、そのまま戻らなくなるリスクも引き続き大きいと付け加えた。こうした先行きの物価のパスについて、一人の委員は、消費者物価の上昇率は、今年度半ばにかけて低下していくとみているが、その後、再び上昇率が高まっていくかの不確実性はなお大きく、今後の賃上げの持続性などを見極めていく必要があると述べた。また、別の一人の委員は、消費者物価上昇率は、既往の輸入物価上昇の転嫁が一巡したあと、今年度後半には2%を下回るとの見方を示した。更に別の一人の委員は、引き続き価格転嫁がみられ、先行きの物価が上振れる可能性もあるが、持続性に懸念があるとの認識を示した。他方、ある委員は、原材料価格上昇は一服しているものの、企業の価格転嫁の動きは一段と強まっているほか、雇用・所得環境の改善やインバウンド需要の回復もあり、当面、物価上昇圧力の強い状況が続くとの見解を示した。別の複数の委員は、企業行動に変化がみられ、値上げや賃上げが企業の戦略に組み込まれてきていると指摘した。このうち一人の委員は、基調的なインフレ率を示す各種指標も軒並み2%を超えてきており、物価上昇率は、今年度半ばにかけ低下していくものの、2%を下回らない可能性が高いと述べた。この間、ある委員は、既に生じたコスト高を反映する形ではなく、将来のコスト変化を先取りする形での価格設定行動が広がっているとすれば、従来とは異なる動きであるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、足もとが変曲点である可能性もあり、財・サービス別にみた物価の振る舞い、企業のマージン率や収益、家計の物価・賃金動向についての受け止め、値上げ

を受けた売れ行きの変動など、ミクロ・マクロの情報を幅広くみていくことで、物価上昇の性質を理解することがきわめて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認識で一致した。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見方を共有した。多くの委員は、イールドカーブの歪みが解消し、社債の発行環境にも長期ゾーンを中心に改善の動きがみられるなど、債券市場の機能度は改善しているとの評価を示した。一人の委員は、債券市場の機能が改善している背景には、海外金利の上昇一服の影響のほか、前回の決定会合で金融緩和に関する基本方針を明確化したことを含め、日本銀行の金融緩和姿勢に関する情報発信も寄与しているとの見方を示した。ただし、何人かの委員は、市場の流動性を示す指標や債券市場サーベイの結果などをみると、債券市場の機能度は改善しているとはいえ、水準としてはなお低いと付け加えた。この間、ある委員は、企業の稼ぐ力の強化の取り組みから成長期待が高まりつつあり、地域経済を牽引する企業の資金需要を掘り起こし支える地域銀行の役割に注目していると述べた。

## ロ. 9月の会合

**（国際金融資本市場は、市場センチメント改善の流れにやや一服感がみられている）**

国際金融資本市場について、委員は、米国における堅調な企業決算がポジティブな材料となっているものの、米欧の金融政策や世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されるもとの、米欧の長期金利が上昇したこともあって、市場センチメント改善の流れにやや一服感がみられているとの認識で一致した。

**（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を共有した。

(わが国の景気は、緩やかに回復している)

わが国の景気について、委員は、緩やかに回復しているとの認識で一致した。ある委員は、海外需要の低迷から企業の設備投資に幾分弱い動きがみられるものの、個人消費が緩やかながらも拡大基調を維持しているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復を続ける、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の、潜在成長率を上回る成長を続ける、との認識を共有した。

(消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%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、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って、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%程度となっているとの評価で一致した。何人かの委員は、足もとの物価上昇率は、7月の展望レポートにおける想定よりも、上振れているとの認識を示した。

物価の先行きについて、委員は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとのプラス幅を縮小していく、その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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の見方を共有した。何人かの委員は、輸入物価上昇を主因とする価格転嫁の動きが、予想以上に根強く続いていると指摘した。複数の委員は、輸入物価下落に遅行する形で財価格の伸び率は低下しつつあり、先行き物価上昇率は鈍化していく可能性が高いが、そのペースは不確実であるとの見解を示した。別の複数の委員は、価格転嫁が根強く続いていること、および為替円安と原油高から物価上昇が長引く可能性は高まっているが、これらはコストプッシュ要因に関

するものであると付け加えた。

そのうえで、多くの委員は、最近の物価上昇は、コストプッシュが主因であるが、企業の賃金・価格設定行動の変化も影響しているとの認識を示した。何人かの委員は、企業の賃金・価格設定行動の一部には、従来よりも積極的な動きがみられ始めていると指摘した。このうち一人の委員は、企業の前向きな賃金設定行動が広がりつつあるほか、設備投資意欲も維持されていることを踏まえると、賃金上昇を伴った物価上昇につながる好循環が生まれつつあると考えられると述べた。複数の委員は、政策対応との関係では、コストプッシュ要因より賃金上昇による価格上昇が重要であるが、物価の基調が十分に高まっていない現状では、賃金の面から上振れが起これるのであれば、むしろ望ましいことであるとの見解を示した。そのうえで、このうち一人の委員は、これら2つの要因がどの程度物価に影響を及ぼしているのか、ミクロ情報を収集するとともに、データで裏付けていくことが重要と指摘した。この点に関連し、ある委員は、このところ基調的な性格が強い物価指標の前年比が上昇傾向を示しており、その多くは既に2%を上回っていると指摘した。別のある委員は、粘着的な物価の前年比も、1990年代前半の水準には及ばないものの、徐々に高まってきていると述べた。また、一人の委員は、品目別にみた消費者物価の前年比の分布について、最頻値であるゼロ%近傍の集中度はかなり低くなっており、先行き更に低くなる可能性が高いとの見解を示した。別の一人の委員は、米国では物価が急騰する前に品目別分布の最頻値への集中度合いは低下して価格変動のばらつきが大きくなっていったと付け加えたうえで、わが国では、現状こうした状況にはなっていないと述べた。何人かの委員は、品目別分布をみる際には、わが国では、家賃や公共料金など価格が動きにくい品目が存在することにも留意する必要があるとの見解を示した。この間、ある委員は、GDPデフレーターをみると、ユニットレーバークストの寄与がまだ小さく、賃金上昇を伴う物価上昇を見通せる状況ではないとの見方を示した。

委員は、先行き、企業の賃金・価格設定行動の変化が続くかについて議論を行った。何人かの委員は、来年の春季労使交渉における賃上げ率が本年を上回る可能性は十分にあるとの見解を示した。このうち一人の委員は、その背景として、現時点における本年の物価上昇率見通しが昨年対比高いことや、大幅に上昇した最低賃金を将来にわたり更に引き上げるといふ政府方針表明等の動きを指摘した。何人かの委員は、来年の賃上げの帰趨を判断するためには、特に中小企業の動向を



注視する必要があるとの認識を示した。このうち一人の委員は、持続的な賃上げには、賃金・価格設定行動の変革や慢性的労働力不足への対応が必要であり、企業が物価上昇に対応するベースアップを実現していくことを前提に事業戦略を推進するのか、賃金制度改革への取り組みも含め、注目していると述べた。ある委員は、中小企業でもコストを価格転嫁する動きが広がり、収益が拡大するもとの賃金上昇のモメンタムが着実に強まっていくか見ていく必要があると指摘した。この点に関連し、別の一人の委員は、過去30年にわたり、収益マージンが縮小し賃金も押し下げられてきたことを踏まえると、今後、その累積した押し下げ分を取り戻す形で、企業が価格転嫁で改善した収益を賃上げ等に向ける前向きな動きが暫くは続くともみる方が自然ではないかとの見方を示した。この間、多くの委員は、先行き、賃金等のコスト上昇が価格に反映されていくかにも注目していく必要があると指摘した。このうち一人の委員は、人件費の転嫁は既に始まっており、これからも続いていくのではないかと付け加えた。別の一人の委員は、今次局面の累積コスト上昇幅と消費者物価の上昇幅のギャップが縮小してきたことを指摘したうえで、今後更に消費者物価が上昇し企業の収益マージンが拡大することがあれば、それは将来の賃上げ等を先取りした値上げなど、コスト転嫁以外の要素による値上げということになってくると述べた。別のある委員は、来年度にかけて運送料や公共サービス料金の値上げが想定され、消費者物価の上昇が続くとの見解を示した。一人の委員は、これまで企業がコスト上昇を価格に転嫁できてきた背景にはペントアップ需要による個人消費の底堅さもあると指摘したうえで、今後、ペントアップ需要が減衰していく中、最近みられるような価格設定行動が続けられるかが、値上げの持続性という観点からは重要なポイントであると述べた。

#### （金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。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見方を共有した。ある委員は、社債市場の機能度について、起債環境は改善傾向にある一方、金利先高観から、投資家の需要が長期ゾーンから中期ゾーンに移りつつあるほか、セカンダリー市場での取引が若干低調になっているとの認識を示した。

#### (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

4月の会合において、委員は、経済・物価情勢を踏まえると、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。何人かの委員は、先行きの物価上昇率は一旦低下すると見込まれるほか、海外経済の不確実性も高いこと、今後の賃上げの持続性や中長期的な予想インフレ率の動向についての評価はまだ難しいことなども踏まえると、現行の金融緩和を継続することが適当であるとの見解を示した。ある委員は、2%の「物価安定の目標」の持続的達成のためには、賃金上昇を伴う形で実現する必要があると指摘した。そのうえで、この委員を含む複数の委員は、今年の春季労使交渉では事前の予想以上の賃上げが実現する見通しであるが、名目賃金上昇率が物価対比で十分に高まるよう、金融緩和の維持によって賃上げのモメンタムをしっかりと支え続けることが必要であると述べた。ある委員は、物価見通しは幾分上振れているが、「2%を超えるインフレ率が持続してしまうリスク」より、「拙速な金融緩和の修正によって2%実現の機会を逸してしまうリスク」の方がずっと大きいと述べた。別のある委員も、高い物価上昇率が続く可能性にも当面注意していく必要があるが、2%をかなり下回ったまま戻らなくなるシナリオの方が、中期的にはより重要と思われるとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、効果と副作用の両面に目配りしつつ、粘り強く金融緩和を続けていくべきであるとの見解を示した。別のある委員も、2%の「物価安定の目標」の実現は視野に入ってきたと思うが、上下双方向にリスクがあり、当面は、金融緩和の継続が適当であるとの見解を示した。この間、一人の委員は、わが国経済には、賃金と物価の好循環の兆しが表れはじめており、政策対応が後手に回らないよう、基調判断を適切に行う必要があると述べた。別の一人の委員は、超低金利が経済主体の行動様式に組み込まれている状況下、金利の急変動は避ける必要がある、物価や賃金の動向を謙虚に見つめ、早すぎず遅すぎず対応することが必要であるとの見解を示した。ある委員は、これまで、家計および企業、金融機関は、低金利環境を前提にした資金運用・調達活動を行ってきたと述べ、将来の金利変動に対する各経済主体の備えが十分であるかを確認していく必要があるとの見方を示した。

6月の会合において、委員は、経済・物価情勢を踏まえると、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。多くの委員は、高水準の賃上げや価格転嫁の継続といった、企業の賃金・価格設定行動にみられる変化の動きを、金融緩和を継続することにより支えていくことが適当であるとの認識を示した。このうち一人の委員は、企業の賃金・価格設定行動など、ようやく訪れた日本経済の変化の芽を、金融緩和を継続することで、大切に育てていくことが重要であると述べた。別の一人の委員も、本年の春季労使交渉では約30年振りの賃上げ率となっており、現在の金融緩和の継続を通じて、こうした賃上げのモメンタムを支え続けることが重要であるとの見解を示した。更に別の一人の委員は、中小企業の多くは、価格転嫁継続や輸出拡大等により、賃上げや投資への意欲を高めつつあり、これに水を差すような政策修正は時期尚早であるとの見方を示した。もう一人の委員は、「2%の持続的・安定的な物価上昇」の実現の可能性が高まりつつあるとみているが、待つことのコストは大きくないため、金融緩和全体については当面継続すべきであると述べた。

ある委員は、政策判断に際しては、足もとの物価上昇の性質を理解し、それが先行きの物価見通しにどのように影響するかを見極めたうえで、「2%を超えるインフレ率が持続してしまうリスク」と「緩和の修正によって2%実現の機会を逸してしまうリスク」を比較衡量することが重要であると述べた。この委員を含む何人かの委員は、長い目でみた物価の下振れリスクが依然大きいもとで、拙速な政策転換を行うことで目標達成の機会を逸してしまうリスクの方が大きいとの見方を示した。ただし、このうち一人の委員は、わが国も、欧米のように、物価上昇の持続性を過小評価している可能性も否定できないため、十分に注意する必要があると付け加えた。ある委員は、副作用に留意しつつ、金融緩和を継続することが適切であると述べた。この委員は、緩和継続が政府や経済界の取り組みとも相俟って賃金・物価の好循環につながれば、財・サービス・労働市場における価格機能の改善が見込まれるとしたうえで、こうした好循環が一定の期間内に見込まれるのであれば、金融市場の価格機能などに及ぼす副作用を考慮しても、効果の方が上回っていると判断されると述べた。別のある委員も、一定の価格上昇が生じることで財市場における相対価格の調整を行いやすくし、マクロ経済全体としての市場機能を改善させる効果と、金融市場の機能に及ぼす副作用とを比較衡量していくことが重要であると指摘した。この間、一人の委員は、2%の「物価安定の目

標」を持続的・安定的に実現するためには、コストプッシュによる物価上昇ではなく、賃金上昇を伴う物価上昇が必要であるとの認識を示したうえで、今後賃上げの動きが強まり、物価上昇を上回る賃金上昇が実現することが望ましいと述べた。これを受けて、別の一人の委員は、どの程度の賃金上昇であれば経済・物価全体としてバランスするのか考えておく必要があると指摘した。

7月の会合において、委員は、経済・物価情勢を踏まえると、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。多くの委員は、わが国の物価情勢を展望すると、賃金の上昇を伴う形で、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、粘り強く金融緩和を継続していく必要があると指摘した。このうち一人の委員は、現状は、金融緩和の継続を通じて賃上げのモメンタムを支え続けることが必要との見解を示した。別の一人の委員は、粘り強い緩和の継続によって、ようやく出てきた企業行動の変化の兆しを、大切に育てていくべきと指摘した。そのうえで、この委員は、2%の持続的・安定的な実現が見通せる状況にはまだ至っていない中で、マイナス金利政策の修正にはなお大きな距離があり、イールドカーブ・コントロールの枠組みも、公表しているコミットメントに沿って継続していく必要があるとの認識を示した。また、ある委員は、引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクより、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、今は、物価の基調の高まりを待つべきと判断していると述べた。この間、別の一人の委員は、「2%の持続的・安定的な物価上昇」の実現が、はっきりと視界に捉えられる状況になっていると考えており、来年1～3月頃には、これを見極められる可能性があるとして述べた。

9月の会合において、委員は、現時点では、賃金の上昇を伴う形で、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、イールドカーブ・コントロールのもとで、粘り強く金融緩和を継続する必要があるとの見解で一致した。一人の委員は、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するためには、賃金上昇を伴い、それが価格転嫁されることでサービス価格を中心とした物価上昇が定着することが必要であると述べたうえで、金融緩和の継続を通じて、賃上げのモメンタムを支えていくことが重要となると指摘した。別の一人の委員は、最近の企業の賃金・価格設定行動の変化は、タイトな労働市場に海外か

らのインフレ圧力が重なることで生じたものであり、この変化の芽を大切に育てていくべきであると指摘した。ある委員は、「物価安定の目標」の達成の期待が確信に変わるには、企業の改革への取り組みに加え、新陳代謝やスタートアップ企業の資金調達強化等の取り組みが必要であるとの認識を示したうえで、日本経済は今が正念場であり、企業の改革意欲を後押しすることが求められる局面であると指摘した。こうした中、何人かの委員は、先行き、中小企業も含めた来年の賃上げ動向や、その物価との相互関係をしっかりと確認する必要があるとの考えを述べた。このうち一人の委員は、予想物価上昇率に上昇の動きがみられ、やや距離はあるが、「物価安定の目標」の達成に近づきつつあるため、今年度後半は、来年に向けた賃上げ動向も含め、その見極めの重要な局面となるとの認識を示した。この間、別の一人の委員は、2%の持続的・安定的な物価上昇の実現が、はっきりと視界に捉えられる状況にあると考えており、来年1～3月頃には見極められる可能性もあるとの見解を示した。

## ロ. イールドカーブ・コントロールの運営

4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。また、委員は、足もと、イールドカーブの歪みの解消が進んでいると指摘し、イールドカーブ・コントロールの運用を見直す必要はないとの見方で一致した。この間、ある委員は、国債金利の指標金利としての機能度など、市場機能は依然低いままとの声が多い点を指摘した。そのうえで、この委員は、イールドカーブ・コントロールは、円滑な金融を阻害している面も大きいと感じており、見直しを検討してもよい状況にあると考えているが、国際金融市場の状況を踏まえるともう少し様子を見ることが適当であると述べ、今後の債券市場サーベイ結果に注目していると付け加えた。

6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で一致した。委員は、イールドカーブの歪みの解消が進んだことや市場機能がひと頃と比べて改善していることなどを踏まえると、イールドカーブ・コントロールの運用を現時点で見直す必要はないとの考えを共有した。この間、ある委員は、イールドカーブ・コントロールの運用にあたっては、出口観測が高まった際に金利が急上昇す

ることを極力避ける必要があるとの見解を示した。また、別のある委員は、イールドカーブ・コントロールについては、将来の出口局面における急激な金利変動の回避、市場機能の改善、市場との対話の円滑化といった点を勘案すると、コストが大きいため、早い段階で、その扱いの見直しを検討すべきであると述べた。この委員を含む何人かの委員は、将来イールドカーブ・コントロールを見直す場合には、意図せぬ金融引き締め方向のアナウンスメント効果をもたらすリスクがある点には留意する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・コントロールの枠組み自体による金利押し下げ効果と、大規模な国債買入れに伴う金利押し下げ効果（ストック効果）とは区別して考える必要があり、仮にイールドカーブ・コントロールを見直すとしても、オーバーシュート型コミットメントのもとで後者のストック効果は残り続けるという点はしっかりと説明していく必要があると述べた。

7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で一致した。複数の委員は、イールドカーブの形状の歪みは解消された状態にあるほか、社債市場の機能も回復していると指摘した。

そのうえで、何人かの委員は、現状イールドカーブ・コントロールは円滑に運営されているが、短期間で物価見通しが大幅に上振れるなど、経済・物価の不確実性がきわめて高い中、今後も物価の上振れ方向の動きが続いた場合、10年金利の上限を厳格に守ろうとすると、金融緩和の効果が強まる一方、昨年末に起きたように、債券市場の機能度低下や、他の市場でのボラティリティ拡大といった問題が生じるおそれがあるとの見解を示した。また、複数の委員は、海外経済の影響を中心に、経済・物価の下振れリスクも大きいと指摘した。

これらの見解も踏まえ、大方の委員は、先行きの物価の不確実性がきわめて高いもとで、イールドカーブ・コントロールの枠組みによる金融緩和を持続していくためには、今回、その運用を柔軟化し、上下双方向のリスクに機動的に対応していくことが適当との見方を共有した。何人かの委員は、物価の上振れ方向の動きが続く場合、長期金利の上昇をある程度許容することで、債券市場の機能度低下等を和らげつつ、実質金利を通じた緩和効果も維持できるとの見解を示した。このうち一人の委員は、長期金利に上限を設ける中で予想物価上昇率が高まると、

実質金利を通じた緩和効果が高まるが、同時に市場の不安定化といった副作用も強まると指摘した。また、複数の委員は、下振れリスクが顕在化した場合は、現在の枠組みのもとでも、長期金利は自然に低下し、金融緩和は維持されることになると指摘した。このうち一人の委員は、従来からイールドカーブ・コントロールの枠組みのもとでの具体的な運用は、金融仲介機能や市場機能への影響と緩和効果を比較衡量して決定してきたと指摘したうえで、今回、その運用をより柔軟にすることで、上下双方向のリスクに機動的に対応し、市場機能等にも配慮しながら、うまく緩和を続ける「備え」をするべきであると述べた。一人の委員は、2%の「物価安定の目標」を早期に達成するためには、長期金利の低位安定を図ることが重要であると述べたうえで、物価安定目標の達成確度が十分に高まるまでは、イールドカーブ・コントロールを柔軟化しつつ維持していく必要があるとの見方を示した。ある委員は、経済・物価情勢の改善が続く中、先行きの金利動向を巡る不確実性が高いとみて、債券投資を手控える投資家がみられると指摘したうえで、現下の情勢を踏まえると、緩和的な金融環境は維持しつつ、市場機能に配慮した金融政策を行うことが適当であるとの認識を示した。この間、別の一人の委員は、長期にわたり緩和的な金融環境下に置かれてきたわが国経済、依然低い債券市場の機能度、イールドカーブ・コントロールには金融政策の見直し変化を事前にマーケットに織り込ませづらい性質があることを踏まえれば、出口までの間、円滑に金融緩和を継続していくため、イールドカーブ・コントロールの弾力化を進めるべきであるとの見解を示した。他方、ある委員は、現在の物価上昇は輸入インフレの域を出ておらず、多くの従業者が働く中小企業の賃上げモメンタム向上には、中小企業の「稼ぐ力」向上が重要であることから、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化はそれを確認したうえで行う方が望ましいと述べた。

委員は、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化を進める際の論点についても、議論を行った。ある委員は、必要な期間にわたって円滑に金融緩和を続けられるようにするためには、混乱なく対応できるうちにあらかじめイールドカーブ・コントロールの柔軟性を一定程度高めておくことが望ましいとの見方を示した。この点に関連し、何人かの委員は、現在の市場環境は安定しており、運用の柔軟化を行うのに適切な時期であると指摘した。ある委員は、しばしば指摘されている通り、イールドカーブ・コントロールの調整には固有の難しさがあり、運用の柔軟化に際しては、状況に応じた弾力的対応を可能とする枠組みを用いることが適当であると述べた。この間、何人かの委員は、今回の運用の柔軟化は出口への一

歩ではなく、日本銀行が粘り強く金融緩和を進めていく姿勢に変わりはないことを明確に説明していく必要があると指摘した。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、委員から指摘があったイールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化について、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。

- まず、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化について、以下の取扱いとすることが考えられる。
  - ・ 短期政策金利は▲0.1%、10年物国債金利の操作目標はゼロ%程度と、それぞれ現状維持とする。
  - ・ 長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に維持したうえで、変動幅の位置付けを「目途」として、イールドカーブ・コントロールをより柔軟に運用する。
  - ・ 10年物国債金利について1.0%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。  
—— 現在の金利情勢のもとでは応札は見込まれないと考えられるが、当分の間、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、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、共通担保資金供給オペなどを実施する。
- また、その具体的な運用について、以下の取扱いとすることが考えられる。
  - ・ 市場の状況によっては、長期金利が±0.5%程度の変動幅を超えて動くこともあるものとする。
  - ・ 長期金利が1%の水準では、連続指値オペで金利上昇を厳格に抑える。
  - ・ 長期金利が0.5%から1%の範囲では、長期金利の水準や変化のスピード等に応じて、機動的に、国債買入れ額の増額、指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施することで、過度な金利上昇圧



力を抑制する。

執行部の説明に対し、大方の委員は、イールドカーブ・コントロールの運用の柔軟化およびその具体的な運用について、執行部の示した対応案は適当であるとの見解を共有した。何人かの委員は、粘り強く金融緩和を続けていくことを明確に示すためにも、±0.5%程度の変動幅を維持することが適切であるとの見解を示した。この間、ある委員は、市場参加者の注目が長期金利に対する個々のオペレーションに集まることも考えられると指摘したうえで、状況を注意深く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、運用の柔軟化にあたっては、①市場に金利形成を極力委ねること、②市場の流動性の確保・回復を図ること、③ただし、金利の急激な変動を避けることが重要であり、それを踏まえたオペレーションが必要との見解を示した。

9月の会合において、委員は、前回会合で柔軟化した方針に従ってイールドカーブ・コントロールが運用されるもとの、長期金利は、金融市場調節方針と整合的に推移しているとの認識で一致した。大方の委員は、長期金利は比較的安定して推移しており、イールドカーブ・コントロールの運用について、追加的な見直しを行う必要はないとの見解を示した。このうち一人の委員は、運用柔軟化の意図は金融市場に概ね正確に伝わり、不連続を生じさせることなく、所期の目的を達成できたとの認識を示した。ある委員は、先行きの物価見通しが上振れるかが不透明な中、運用を柔軟化した現行のイールドカーブ・コントロールのもとで、物価動向を見極めることが重要であると指摘した。別の一人の委員は、前回会合以降、懸念していた運用の柔軟化に伴う金利の大幅上昇を含む金融環境の急激なタイト化はみられていないことを踏まえると、現在の運用方針を継続することが適切であるとの見解を示した。一人の委員は、前回会合以降、米国長期金利の大幅な上昇がわが国の長期金利の上昇圧力となったことも踏まえると、前回会合は柔軟化のタイミングとして適切だったと指摘した。この間、複数の委員は、8月の債券市場サーベイ等をみると、柔軟化もあって市場機能に一部改善の動きがみられるが、なお水準は低いままとなっているとの見解を示した。このうち一人の委員は、この背景には、日本銀行が、引き続き巨額の国債を買い入れているため、流動性が低い状況には変わりがないとの見方もあると指摘した。別の一人の委員は、柔軟化を経ても、市場不安定化のリスクや市場機能面での副作用はなお残存していると指摘したうえで、イールドカーブ・コントロールが、この間の歴史をみても、多くの

役割を果たした段階にある中、市場機能を重視した価格形成を行うことは、将来出口に向かう場合に、債券市場を中心とした流動性改善なども含め、市場参加者が適応していくための準備にも資するとの認識を示した。

#### ハ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続

4月と6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。

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。」

7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。

「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。」

また、大方の委員は、以下の長短金利操作の運用とすることが適当であるとの見解で一致した。

「長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、長短金利操作について、より

柔軟に運用する。10年物国債金利について金額を無制限とする1.0%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、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、共通担保資金供給オペレーションなどを実施する。」

これに対し、ある委員は、長短金利操作の運用の柔軟化については賛成であるが、法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで行う方が望ましいとの見解を示した。

9月の会合において、委員は、上記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。

また、委員は、上記の長短金利操作の運用を維持することが適当であるとの見解で一致した。

長期国債以外の資産の買入れについては、すべての会合において、委員は、①ETF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、買入れを行うこと、②CP等については、約2兆円の残高を維持すること、③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（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。なお、9月の会合において、一人の委員は、当面は長期国債以外の資産の買入れを含め従来の方針を維持し、緩和的な金融緩和を維持することが望ましいが、将来の出口局面にあたっては、これらの資産買入れの要否についても検討すべきとの見解を示した。

先行きの金融政策運営方針については、4月の会合において、多くの委員は、政府による感染症法上の分類の変更や、感染症によって内外経済・金融市場が影響を受けるリスクが低下したことを踏まえると、感染症に条件づけて金融政策運営方針を記述することは適当ではなくなったのではないかとの意見を述べた。ある委員は、当面、現在の金融緩和継続が適当であり、フォワードガイダンスの修正が

金利引き上げ容認ととられないように、慎重を期すべきであると述べた。この点について、一人の委員は、感染症の影響は低下したとはいえ、内外経済や金融市場を巡る不確実性はきわめて高いと述べたうえで、仮に該当箇所の記述を見直すとしても、粘り強く緩和を続ける、必要に応じて追加緩和措置を講じる、という日本銀行の金融緩和姿勢に変わりはないことを明確に情報発信することが適当であると述べた。別の一人の委員は、2%の「物価安定の目標」の達成にはなお時間がかかる状況であり、目標達成まで金融緩和を続けるというフォワードガイダンスは、目標達成に対する日本銀行の強いコミットメントを示す観点で有用であると述べた。ある委員は、この機会を捉え、日本銀行が、金融政策運営方針についてこれまで説明してきた内容、具体的には、①賃金上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していること、②経済・物価・金融情勢に応じた機動的な対応を行う方針であることも含め、記述を再整理することが適当ではないか、との見解を示した。別の一人の委員は、物価に上振れリスクがある中、「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」という文言を残しておくことが適当かという論点もあると述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、先行きの金融政策運営方針の記述について、考えられる対応案を示すよう指示した。

執行部は、委員の意見を踏まえ、以下を内容とする対応案を示した。

- 新たに、先行きの金融政策運営に関する包括的な記述を行うこととし、金融緩和を継続するという基本方針を示すことが考えられる。具体的には、「日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく」という記述が考えられる。
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続方針とオーバーシュート型コミットメントについては、従来と同じ記述とする。
- 感染症に条件づけた政策方針については、政府による感染症法上の分類変更や感染症によって内外経済・金融市場が影響を受けるリスクが低下したこと

から、記述を整理する。ただし、日本銀行の金融緩和姿勢が後退したとの誤解を避けるため、上記基本方針の中で「粘り強く金融緩和を継続する」旨を明示することに加え、従来の記述にあった「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」という文言は維持することが考えられる。

執行部の説明のうち、「賃金の上昇を伴う形で」という文言を加えることについて、一人の委員は、日本銀行が賃金や企業収益も含めた好循環の中で物価目標の実現を目指しているということを丁寧に説明するよい機会ではないか、との考えを述べた。この間、複数の委員は、日本銀行が新たな政策目標を追加したという誤解を招くのではないかと慎重な見方を示したうえで、文言に加えるのであれば、誤解を招かないよう、適切に对外コミュニケーションを行うことが必要であるとの意見を述べた。これらの議論を経て、委員は、先行きの政策運営方針の記述について、執行部が示した文案のような形で整理・明確化することが適当であるとの見方を共有した。

6月から9月の会合において、委員は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく、との基本方針を共有した。そのうえで、委員は、「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、委員は、引き続き企業等の資金繰り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。

## 二. 金融政策運営上の留意点

この間、委員は、金融政策運営上の留意点として、政策運営を巡るコミュニケーションについて議論を行った。

6月の会合において、ある委員は、物価面で変化の兆しがみられることも踏まえると、市場とのコミュニケーションにおいて、「政策は経済・物価情勢次第であ

る」といういわば当然のことをしっかりと伝えていくことが益々重要になっているとの認識を示した。

9月の会合において、委員は、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せる状況には至っておらず、日本銀行は粘り強く金融緩和を継続していく方針であることを伝えることが重要との認識で一致した。また、委員は、日本銀行は「賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指して」といるとしたうえで、イールドカーブ・コントロールの枠組みについて、「物価安定の目標」の安定的な実現に必要な時点まで継続すると対外公表文で約束していることを再確認した。一人の委員は、情勢判断については委員間で多様な見方があるのは当然だが、こうした政策反応関数、すなわち先行きの政策運営方針については、全員一致で議決し、公表していると指摘した。また、複数の委員は、情勢判断においては多くの指標等を確認していくことにはなるが、金融政策運営を議論する際に基準となるのは、2%の「物価安定の目標」の実現であると述べた。複数の委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組みの撤廃やマイナス金利の解除は、あくまで、2%の「物価安定の目標」の実現との関係で、その成功とセットで論じられるべきであると指摘した。この点に関して、一人の委員は、マイナス金利を解除するという判断は、マイナス金利よりゼロないしプラスの金利が望ましいと判断したということの意味するが、2%の「物価安定の目標」の実現が見通せないもとの、そうした判断に至ることは考えられないと付け加えた。

これらの議論を踏まえたうえで、委員は、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至れば政策の修正を検討することになるが、その時期や具体的な対応については、その時々を経済・物価情勢や見通しに依存するため、不確実性が大きく、現時点では決め打ちできないとの認識を共有した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組み等に関するフォワード・ガイダンスは柔軟性を確保したものであると指摘したうえで、経済・物価の不確実性が高い状況を踏まえると、様々なコミュニケーションを通じた実質上のガイダンスについても、政策対応の時期や順序についての自由度が過度に制約されないよう工夫していくことが望ましいとの見解を示した。この間、一人の委員は、リスク・マネジメント上、市場流動性の確保・回復等による市場機能の改善に加え、出口を見据えた市場や社会とのコミュニケーション等、出口に向けた準備、環境整備を進めることが重要であると述べた。また、この委員は、仮にマイナス金利を解除しても、実

質金利がマイナスであれば金融緩和の継続と捉えられるとの見方を示したうえで、こうしたことを、丁寧に発信していくことが重要と述べた。これに対して、ある委員は、大恐慌時の米国等の事例を示しつつ、実質金利がマイナスであっても、金融緩和が修正に向かう動きが経済・金融に大きな影響を及ぼす可能性がある点には留意すべきと指摘した。

## ホ. 金融政策の多角的レビュー

### (金融政策の多角的レビュー実施の経緯)

4月の会合において、ある委員は、日本銀行は、1990年代後半以降、短期金利の実効下限制約に直面するもとの、様々な非伝統的な金融政策手段に踏み込んできたことを述べた。そのうえで、この25年間を対象に様々な角度からレビューを行うことで、将来の政策運営に有益な知見を得られるのではないかと問題提起した。一人の委員は、これまで日本銀行が実施してきた金融緩和策は、その時々金融・経済情勢を踏まえて必要と判断したうえで実施してきたものであると述べ、金融政策のレビューを行う場合には、わが国経済が置かれてきた状況との相互関係を踏まえて実施することが適当であるとの見解を示した。この委員は、今後も効果的に金融緩和を継続していくうえでもレビューは有益であると述べたうえで、客観的で納得性のあるレビューとするため、特定の政策変更を念頭に置くのではなく、多角的に行うことが望ましいと主張した。別の一人の委員は、日本経済が1990年代後半以降経験したことは、失業率と賃金上昇率の関係やマネーと物価の関係をはじめ、各種の学説からイメージされる姿とは必ずしも一致しないものが多いと指摘したうえで、幅広い視点で多角的にレビューを行うことに賛意を示した。別の一人の委員も、金融緩和が長期化している原因としては、バブル崩壊以降、デフレ均衡が長く続いたことで、物価や賃金が上がらないという「ノルム」が形成された点が大いだと指摘したうえで、金融政策の検証に際しては、幅広く分析を行う必要があると述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、金融政策のレビューについて、考えられる対応案を示すよう指示した。

執行部は、委員の意見を踏まえ、次のような対応が考えられると説明した。

- わが国経済がデフレに陥った 1990 年代後半以降の 25 年間で振り返り、その間の金融政策運営と経済・物価・金融情勢との間の相互関係について多角的にレビューを行う。それらの分析結果をもとに、今後の金融政策運営にとって有益な知見を得ることを目指す。幅広い観点からレビューを行うため、1 年から 1 年半程度の時間をかけて実施する。これらの方針について、今回の金融政策決定会合の対外公表文で公表する。
- レビューは、客観性や透明性に十分留意して実施する。具体的には、①レビュー作業の途中段階において、可能なものは個別の結果を随時公表する、②締めくくりとして、最終的な結果を公表する、③レビューの過程では、政策委員会における議論に加え、外部の識者も交えたワークショップなどを開催して多様な知見を取り入れる、といった工夫を行う。

委員は、執行部から説明があったような形で金融政策の多角的なレビューを行うことが適当であるとの見解で一致した。ある委員は、今後の金融政策運営に活かすため、十分に時間をかけて、「失われた 30 年」における経済の構造変化やこれまでの政策の効果を総括することが必要であると述べた。一人の委員は、これまでの政策の成果ばかりを取り上げるのではなく、できるだけ客観的な分析・評価を行うことが重要であると述べた。これに対し、別の一人の委員は、マイナスの側面を必要以上に強調するのもバランスを欠き、適当ではないとの見方を示した。ある委員は、専門家だけではなく広く国民に理解してもらえらるような成果物にすること、各施策や対外的なコミュニケーションを含め、幅広い論点についてレビューを行うことが適当であると述べた。この間、別のある委員は、日本銀行が、様々な非伝統的な金融政策手段を世界に先駆けて導入してきたこともあり、その効果と副作用も含めた検証を幅広く行うことは、わが国の経済・物価情勢やそのもとでの金融政策運営について、国際的に理解を深めてもらう意味でも価値があるのではないかと述べた。

#### (金融政策の多角的レビューの実施方針)

6 月の会合において、委員は、多角的レビューのテーマについて、過去 25 年間に実施してきた各種の非伝統的な金融政策手段の効果について、それぞれの時点における経済・物価情勢との相互関係の中で理解するとともに、副作用を含めて金



融市場や金融システムに及ぼした影響についての分析が必要であるとの認識で一致した。更に、委員は、1990年代以降の経済のグローバル化やわが国の少子高齢化といった様々な環境変化が企業や家計の行動や賃金・物価形成メカニズムなどに及ぼした影響、およびその金融政策への含意などについても理解を深めることが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、より具体的な分析のテーマについては、レビューを進める中で柔軟に考えていくことが良いとの見方で一致した。ある委員は、わが国は、1990年代以降、資産デフレに海外からの逆風も加わる中で、非伝統的金融政策のフロンティアに立ってきたことから、その効果と副作用を検証することには大きな意義があるとの見解を示した。

また、委員は、多角的レビューでは、多様な知見を取り入れつつ、客観性や透明性を高める観点から、日本銀行内での分析だけでなく、既存の調査・サーベイ等の活用のほか、本支店でのヒアリング調査、金融経済懇談会での意見交換、公表物に関するパブリック・コメントの実施、更には学者や専門家などを招いたワークショップの開催など、様々な取り組みを行っていくべきとの認識で一致した。一人の委員は、企業経営者、家計、市場参加者といった幅広い主体の意見を尋ねることが重要であるとの見解を示した。別の一人の委員は、企業の成長期待の低迷やそのもとでの支出行動の変化などについて、金融経済懇談会の場などで、企業経営者の考えも聞いてみたいと述べた。この間、複数の委員は、レビューを将来の政策運営に役立つものとするうえでは、政策のプラスの面とマイナスの面を整理するだけではなく、各政策に関する日本銀行としての評価を行っていくことが重要であるとの見解を示した。このうち一人の委員は、過去の金融政策を評価する際の判断基準は経済主体によっても異なり得ると述べたうえで、日本銀行は、あくまで中央銀行としての使命や目標に照らす形で評価を行っていくべきであると述べた。

このほか、レビューに関する情報発信について、一人の委員は、日本銀行のウェブサイトの中に多角的レビュー専用のページを設けたうえで、レビューに関する情報を順次掲載していくことが適当であると述べた。別の一人の委員は、金融政策運営の多角的レビューについては、外部の関心も高いことから、適時適切な形で情報発信を行うことが望ましいと述べた。更に別の一人の委員は、レビューの結果については、学者や専門家だけでなく、広く国民に理解されるように工夫することが重要であると述べた。

## (5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

5年度上期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更は、補完当座預金制度および貸出促進付利制度に関する技術的な見直しである。

6月の会合において、5年6月30日をもって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における全ての貸付の返済が完了することに伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を決定した。なお、本件は、補完当座預金制度および貸出促進付利制度に実質的な変更を加えるものではない。

### 3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和5年度上期中、金融政策決定会合において決定した金融市場調節方針、長短金利操作の運用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、国債の利回り曲線（イールドカーブ）は、金融市場調節方針と整合的な形状で推移した。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、9月末時点では、584.6兆円となった。ETF、J-R EIT、CP等および社債等の9月末時点の残高は、それぞれ37.1兆円、6,663億円、2.3兆円、6.7兆円となった。「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の9月末時点の残高は、6月末をもって全ての貸付の返済が完了したことに伴い、ゼロとなった。「貸出増加支援資金供給」の9月末時点の残高は、70.2兆円となった。

「成長基盤強化支援資金供給」の9月末時点の残高は、本則分については4.0兆円、米ドル特則分については167億米ドルとなった。「気候変動対応オペ」の9月末時点の残高は、6.3兆円となった。「被災地金融機関支援オペ」の9月末時点の残高は、1,001億円となった。「共通担保オペ」の9月末時点の残高は、15.0兆円となった。「国庫短期証券買入オペ」の9月末時点の残高は、2.3兆円となった。

(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									
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
4月末	5,814,741	22,972	79,294	371,161	6,570	29,580	142,137	0	0
5月末	5,876,721	24,524	78,710	371,161	6,568	29,460	138,957	0	0
6月末	5,797,937	23,466	72,884	371,161	6,568	30,801	140,152	0	0
7月末	5,870,604	25,788	70,045	371,161	6,568	28,207	140,212	0	0
8月末	5,936,734	27,907	70,161	371,161	6,565	27,552	140,073	0	0
9月末	5,846,108	22,615	67,318	371,161	6,663	22,683	149,757	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	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	補充貸付
3年								
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
4月末	1,716	57,296	44,214	47,971	17,709	650,943	0	0
5月末	1,001	51,941	44,214	47,971	17,709	650,943	0	0
6月末	1,001	0	44,214	43,417	17,427	683,578	1	0
7月末	1,001	-	62,648	43,417	17,427	683,578	1	0
8月末	1,001	-	62,648	43,417	17,427	683,578	0	0
9月末	1,001	-	62,648	39,647	16,708	702,255	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

	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 オペ	国債 補完 供給	米ドル オペ用担保 国債供給	
3年						
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
4月末	0	0	0	48,525	0	6,804,349
5月末	0	0	0	27,877	0	6,722,761
6月末	0	0	0	44,102	2	6,706,045
7月末	0	0	0	50,892	0	6,688,501
8月末	0	0	0	28,412	0	6,744,170
9月末	0	0	0	48,394	0	6,726,056

(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9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、741.5兆円（前年比+8.1%）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、584.6兆円（前年比+9.0%）となった。貸付金は、共通担保オペ等による資金供給の増加により、95.5兆円（前年比+19.2%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、国債の買入れ等を通じた資金供給の増加により、547.2兆円（前年比+11.0%）となった。発行銀行券、政府預金は、それぞれ120.6兆円（前年比+0.4%）、15.4兆円（前年比-28.0%）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9月末	5年3月末	5年9月末
(資産)			
国債	545.5 (3.3)	581.7 (10.6)	586.9 (7.6)
[うち長期国債]	536.5 (6.6)	576.2 (12.7)	584.6 (9.0)
[うち短期国債]	9.0 (-63.2)	5.5 (-63.2)	2.3 (-74.9)
コマーシャル・ペーパー等	2.5 (-17.1)	2.1 (-15.6)	2.3 (-10.7)
社債	8.3 (5.0)	8.0 (-6.7)	6.7 (-19.2)
金銭の信託（信託財産株式） <sup>(注1)</sup>	0.4 (-25.8)	0.3 (-33.4)	0.2 (-38.8)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） <sup>(注2)</sup>	36.9 (1.9)	37.0 (1.3)	37.1 (0.6)
同（信託財産不動産投資信託） <sup>(注3)</sup>	0.7 (0.4)	0.7 (0.1)	0.7 (-0.1)
貸付金 <sup>(注4)</sup>	80.1 (-42.1)	94.4 (-37.7)	95.5 (19.2)
外国為替	9.7 (26.3)	9.1 (9.7)	10.3 (6.0)
資産計	685.8 (-5.3)	735.1 (-0.2)	741.5 (8.1)
(負債・純資産)			
発行銀行券	120.2 (2.9)	122.0 (1.7)	120.6 (0.4)
当座預金	493.0 (-9.0)	549.1 (-2.5)	547.2 (11.0)
政府預金	21.3 (-18.2)	15.6 (19.7)	15.4 (-28.0)
売現先勘定	2.8 (21.6倍)	5.4 (5.8倍)	4.8 (75.6)
負債・純資産計	685.8 (-5.3)	735.1 (-0.2)	741.5 (8.1)

(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76.7兆円となった(図表42)。このうち、成長基盤強化支援資金供給は6.5兆円、貸出増加支援資金供給は70.2兆円となった。

(図表42) 貸出支援基金の残高

— 億円

	4年9月末	5年3月末	5年9月末
成長基盤強化支援資金供給 <sup>(注)</sup>	80,846	71,490	64,605
貸出増加支援資金供給	589,350	650,943	702,255
合計	670,196	722,433	766,860

(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。

4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。