

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和6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 6 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	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」	41
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 5年12月の会合	52
ロ. 6年3月の会合	55
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続と先行きの政策運営	60
ロ. 金融政策の枠組みの見直し	70

ハ. 金融政策の多角的レビュー	76
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	77
3. 金融市場調節の実施状況	78
4. 日本銀行のバランスシートの動き	82
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	84
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	152
3. 金融政策決定会合議事要旨	156
参考計表・資料一覧	250

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年度下期中、緩やかに回復した。もっとも、下期後半には一部に弱めの動きがみられた。

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、横ばい圏内の動きとなった。鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなったが、下期後半には、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少した。企業収益や企業の業況感は改善した。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった。雇用・所得環境は緩やかに改善した。個人消費は、物価上昇の影響に加え、下期後半には一部自動車メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などもみられたものの、底堅く推移した。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、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与はマイナスとなったものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとで、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、2%台のプラスで推移した。予想物価上昇率は、緩やかな上昇を続けた。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、全般的に、金利は低水準で推移した。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで▲0.1~0%の範囲で推移したあと、3月の金融政策決定会合における金融政策の枠組みの見直し以降は、0~0.1%の範囲で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

株価（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、

米欧株にも連れつつ、史上最高値を更新して上昇し、3月末には40千円台となった。

為替市場では、円対ドル相場は、期間を通じてみれば、円安ドル高方向の動きとなり、3月末には151円台となった。円対ユーロ相場も、振れを伴いつつ、円安ユーロ高方向の動きとなった。

4. 企業金融についてみると、企業の資金調達コストは、下期末にかけて上昇したが、なお低水準で推移した。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかな増加を続けた。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。こうしたなか、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、3%台半ばまでプラス幅を拡大した。CP・社債計の発行残高の前年比は、1%台半ばから2%台前半で推移した。
5. 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、ひと頃に比べ長期国債買入れ額が減少するもとの、プラス幅を縮小した。マネーストック（M2）の前年比は、2%台前半から半ばで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 5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、10月から1月の会合では、「緩やかに回復している」、3月の会合では、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」とそれぞれ判断した。
7. 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、長短金利操作の運用をさらに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。資産買入れについては、以下の方針を維持した。

（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

長期金利の上限は1.0%を目途とし、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、共通担保資金供給オペなどを実施する。

(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。

12月と1月の会合では、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を維持した。

3月の会合では、金融政策の枠組みを見直すこととし、以下の金融市場調節方針等を決定した。

(金融市場調節方針)

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。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

(長期国債の買入れ)

これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買

入金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。

(長期国債以外の資産の買入れ)

- ① ETFおよびJ-REITについて、新規の買入れを終了する。
- ② CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめぐりに買入れを終了する。

(貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い)

貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する。貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとする。

先行きの金融政策運営について、10月から1月の会合では、「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。「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。3月の会合では、「引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営する。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」との考え方を示した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 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、756.4兆円（前年比+2.9%）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

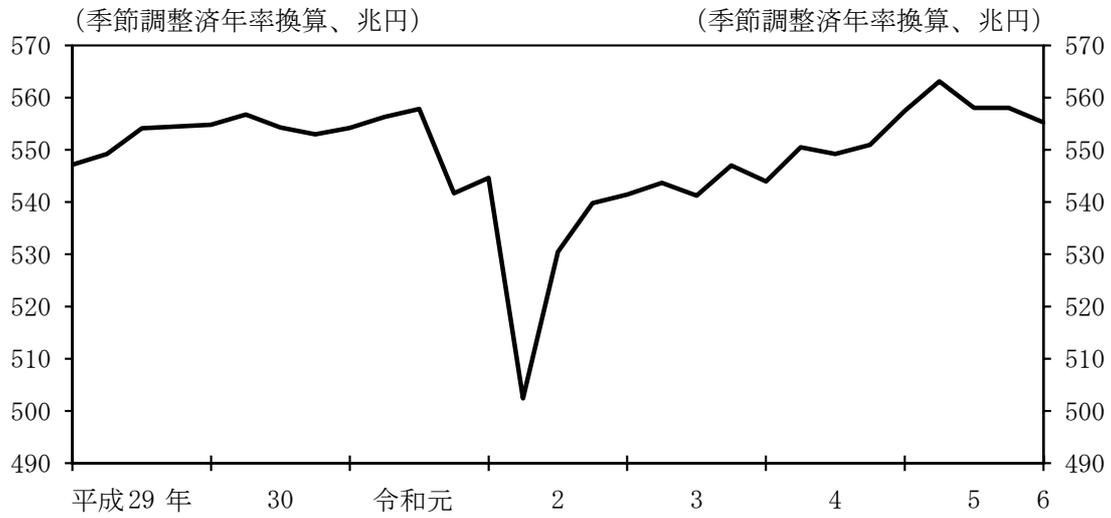
わが国経済は、令和5年度下期中、緩やかに回復した。もともと、下期後半には一部に弱めの動きがみられた。

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、横ばい圏内の動きとなった。鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなったが、下期後半には、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少した。企業収益や企業の業況感は改善した。こうしたもとの、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった。雇用・所得環境は緩やかに改善した。個人消費は、物価上昇の影響に加え、下期後半には一部自動車メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などもみられたものの、底堅く推移した。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。

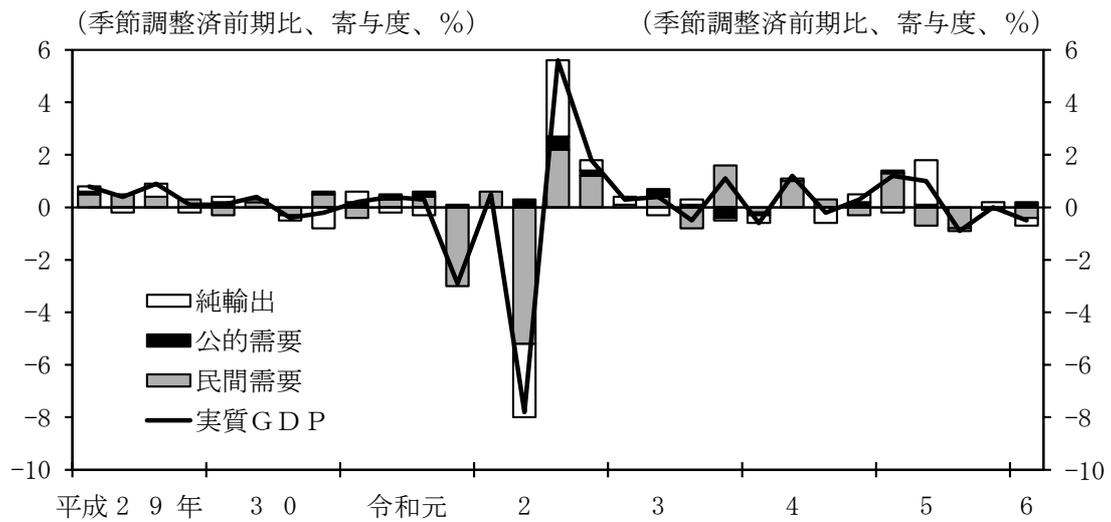
以上の経済情勢のもとで、実質GDPは、下期後半に幾分減少した（図表1）。

(図表1) 実質GDPの推移

(1) レベル



(2) 前期比



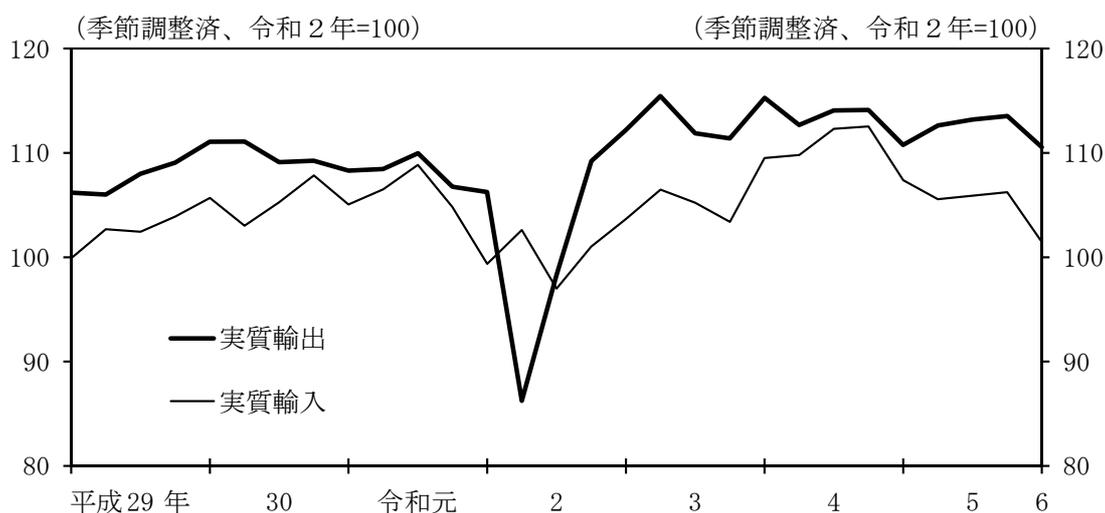
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

(輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、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、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、振れを伴いつつも、高めの水準で推移した。中国向けは、半導体製造装置などが増加するも、緩やかに持ち直した。NIEs・ASEAN等向けは、グローバルなIT関連財の調整進捗を背景に、下げ止まった。

輸入は、横ばい圏内で推移したあと、下期後半は、EUからの輸入の落ち込みなどを受けて減少した(図表2)。

(図表2) 実質輸出入¹



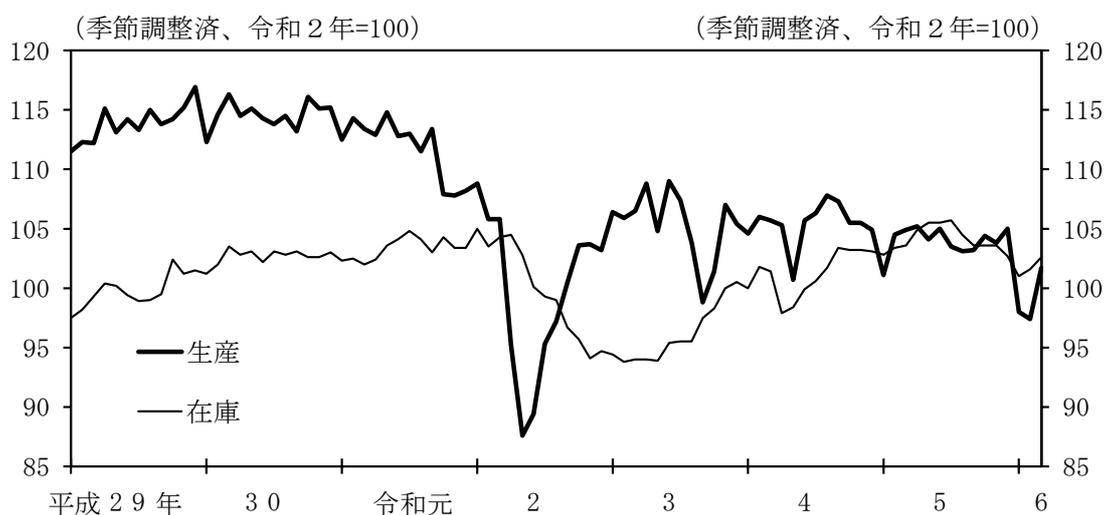
¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。

（鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなったが、下期後半には、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少した）

鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなったが、下期後半には、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少した（図表3）。主な業種についてみると、輸送機械は、車載向け半導体の供給制約が解消するもとの緩やかに増加したあと、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響から、下期後半には大きく減少した。電子部品・デバイスは、在庫調整が進捗するもとの、下げ止まった。

在庫は、電子部品・デバイスでの在庫調整の進捗などから、減少した。

（図表3） 鉱工業生産

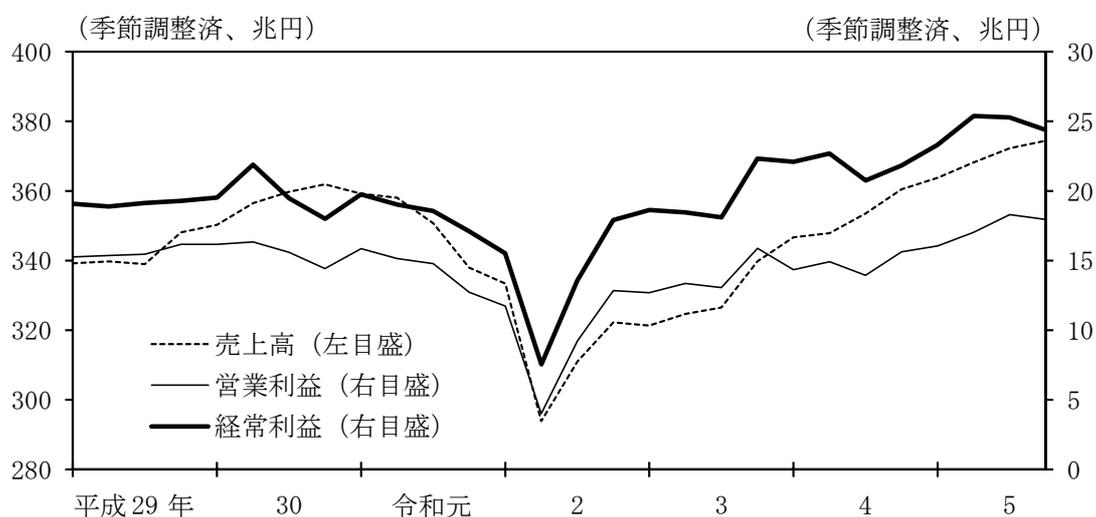


(企業収益や企業の業況感は改善した。設備投資は緩やかな増加傾向をたどった)

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)、海外子会社からの配当による振れを伴いつつも、経済活動の回復や価格転嫁の進展などを受けて、改善の動きを続けた。

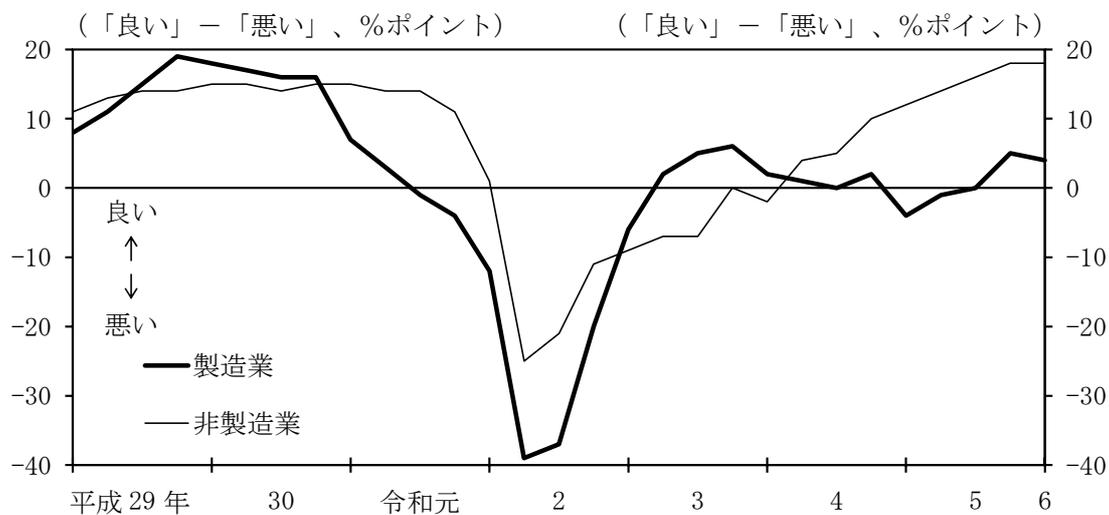
短観でみた企業の業況感は、均してみれば改善を続けた(図表5)。製造業は、下期後半には一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響がみられたものの、価格転嫁の進展が上押しに働くもとで、均してみれば改善を続けた。非製造業は、経済活動の回復や価格転嫁の進展から、個人消費関連業種を中心に改善を続けた。

(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。

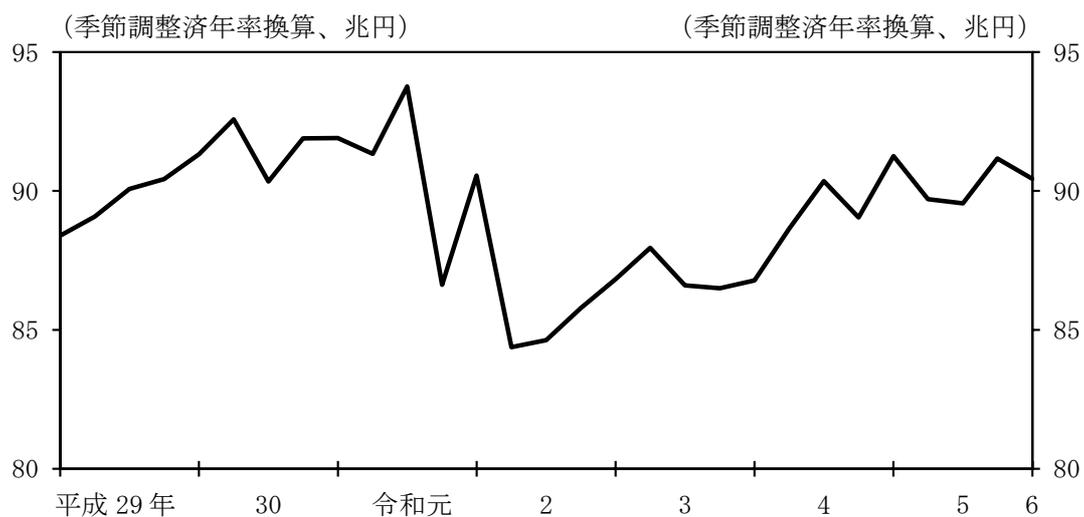
(図表5) 企業の業況判断D I (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった (図表6)。

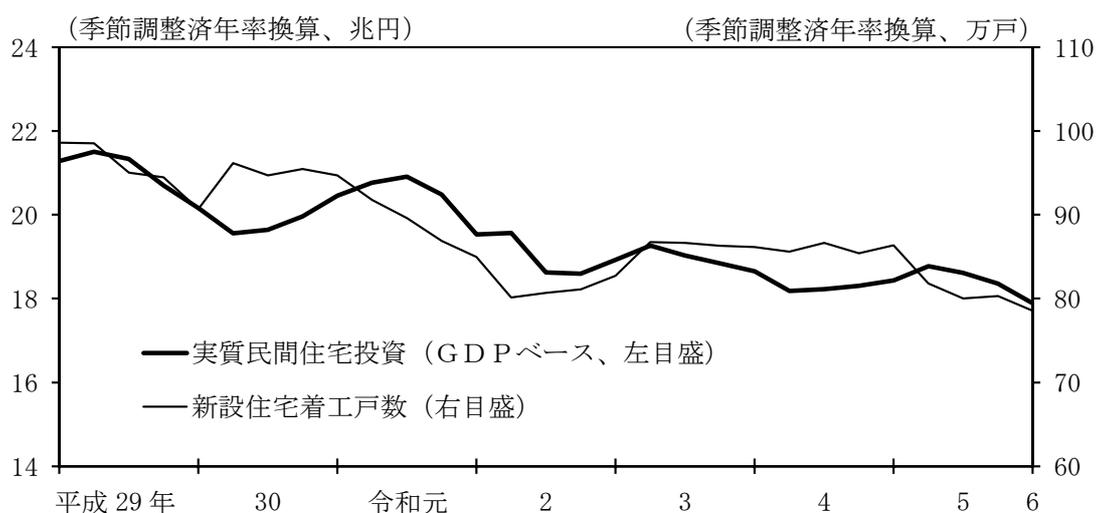
(図表6) 設備投資 (実質、GDPベース)



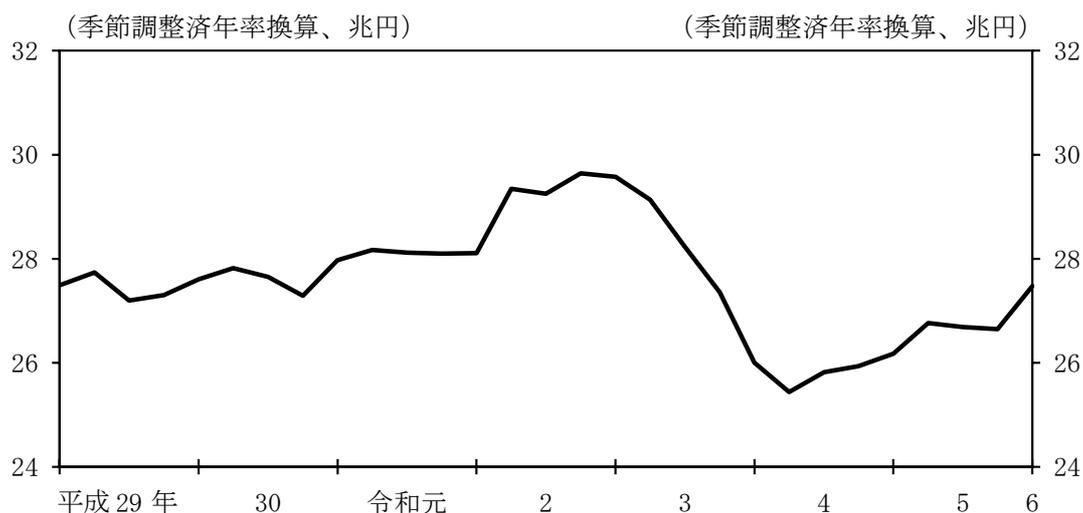
(住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった)

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、大型案件の影響の剥落もあって、横ばい圏内の動きとなった(図表8)。

(図表7) 住宅投資



(図表8) 公共投資 (実質、GDPベース)

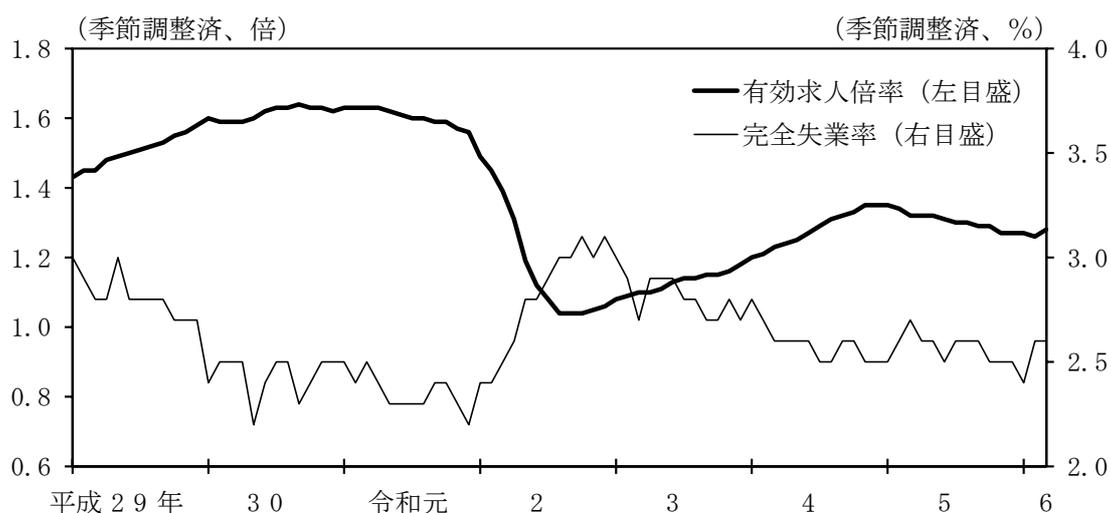


（雇用・所得環境は緩やかに改善した）

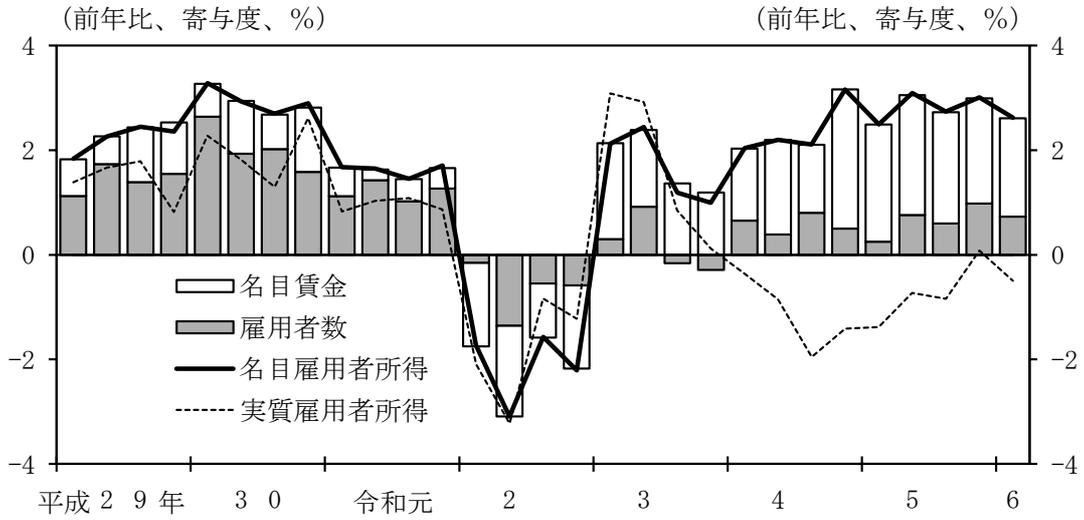
労働需給についてみると（図表9）、完全失業率は、振れを伴いつつも、低水準で推移した。有効求人倍率は、横ばい圏内の動きとなった。

雇用者所得は、前年比でみると、名目ベースでは改善した。実質ベースでは、振れを伴いつつも、マイナス幅の縮小傾向が続いた（図表10）。内訳をみると、名目賃金は、経済活動の回復や昨年の春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加した。昨年の春季労使交渉の結果や労働需給の引き締めを受けて、所定内給与が高めの伸びを続けたほか、特別給与（冬季賞与）も、企業収益の改善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。6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。

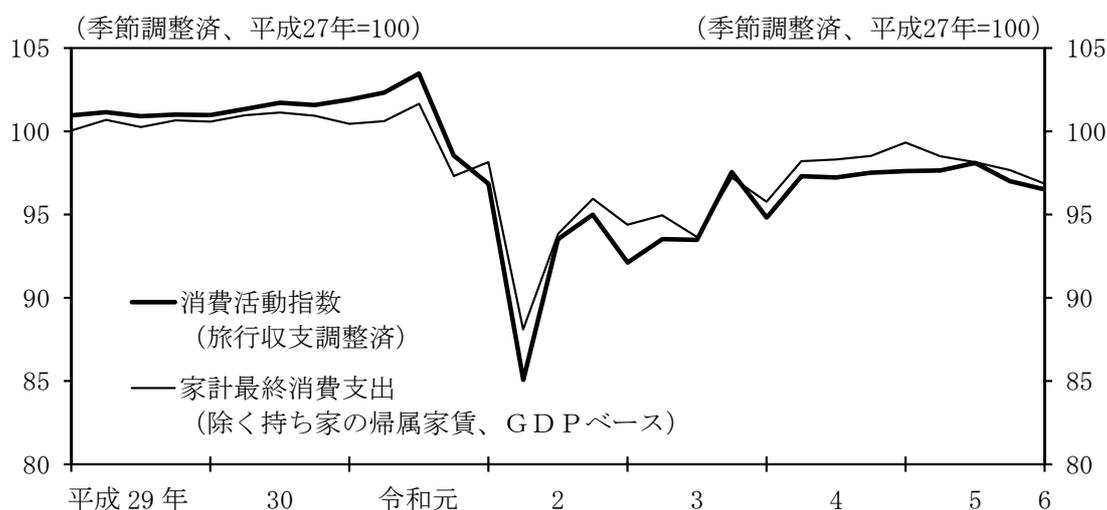
(個人消費は、物価上昇の影響に加え、下期後半には一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などもみられたものの、底堅く推移した)

個人消費は、物価上昇の影響に加え、下期後半には一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などもみられたものの、底堅く推移した(図表 11(1))。耐久財消費は、高めの水準で推移したあと、下期後半には一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響を受けて大幅に減少した(図表 11(2))。非耐久財消費は、物価高の影響に加えて、暖冬により秋冬物衣料や電気代・燃料等の支出に弱さがみられたことから、減少傾向をたどった(図表 11(2))。サービス消費は、伸びを鈍化させつつも、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)、今後半年間の消費者の意識を調査する消費者態度指数は、ひと頃に比べて物価上昇のペースが落ち着いていることに加え、名目所得の増加期待を受けて、改善を続けた。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DI(家計動向関連)は、概ね判断の基準となる50を小幅に上回る水準で推移した。

(図表 11) 個人消費

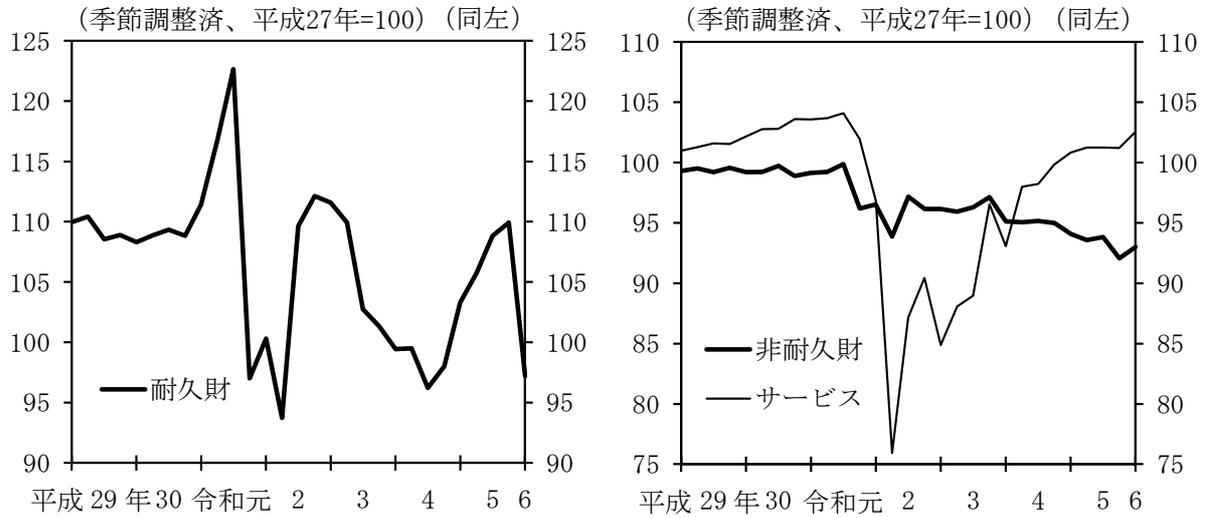
(1) 個人消費(実質)



(2) 消費活動指数（実質）の内訳

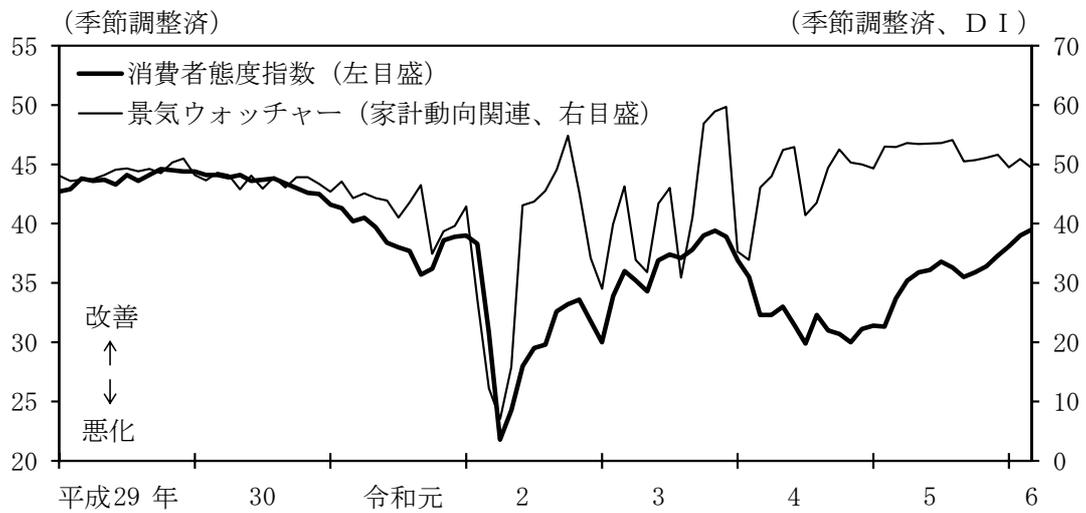
<耐久財消費>

<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



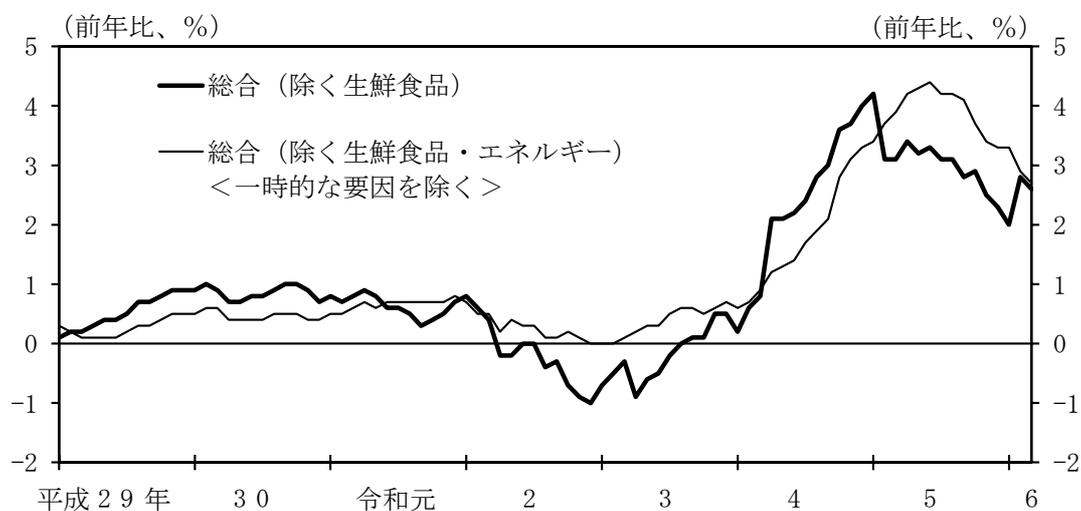
(注) 景気ウォッチャー (家計動向関連) は、景気の現状判断D I。

(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、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与はマイナスとなったものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとの、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、2%台のプラスで推移した（図表13）。内訳をみると（図表14）、財は、ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁のペースが緩やかになるもとの、プラス幅の縮小を続けた。一般サービスは、ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁のペースが緩やかになる一方、人件費を価格転嫁する動きに加え、前年の旅行支援策の影響や外国パック旅行費が押し上げに寄与したことから、プラス幅は概ね横ばいで推移した。公共料金は、昨年度の下期後半に導入された政府による電気代・ガス代の負担緩和策の影響などを受けて、大きめのマイナスで推移したあと下期後半にマイナス幅を縮小した。

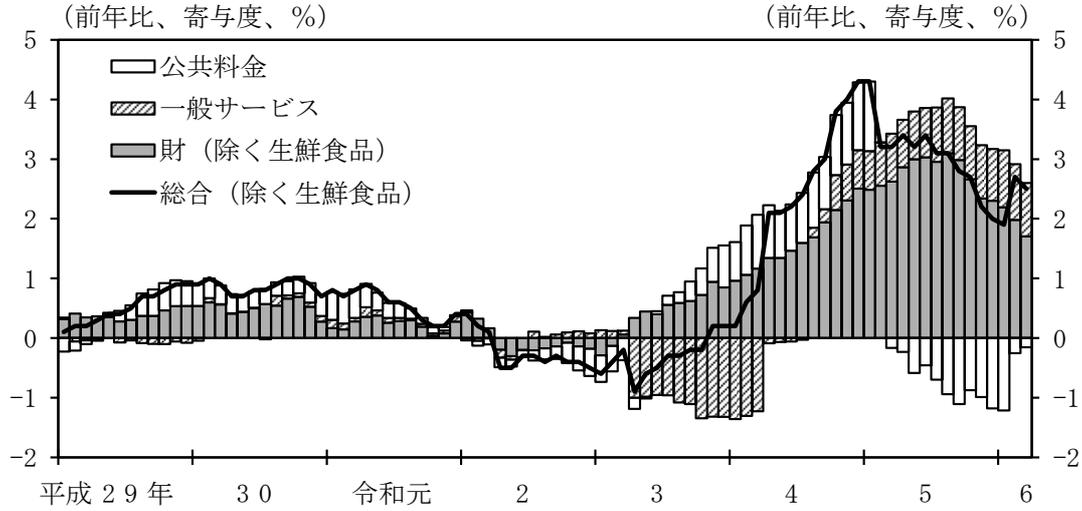
予想物価上昇率は（図表15）、緩やかな上昇を続けた。

（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。

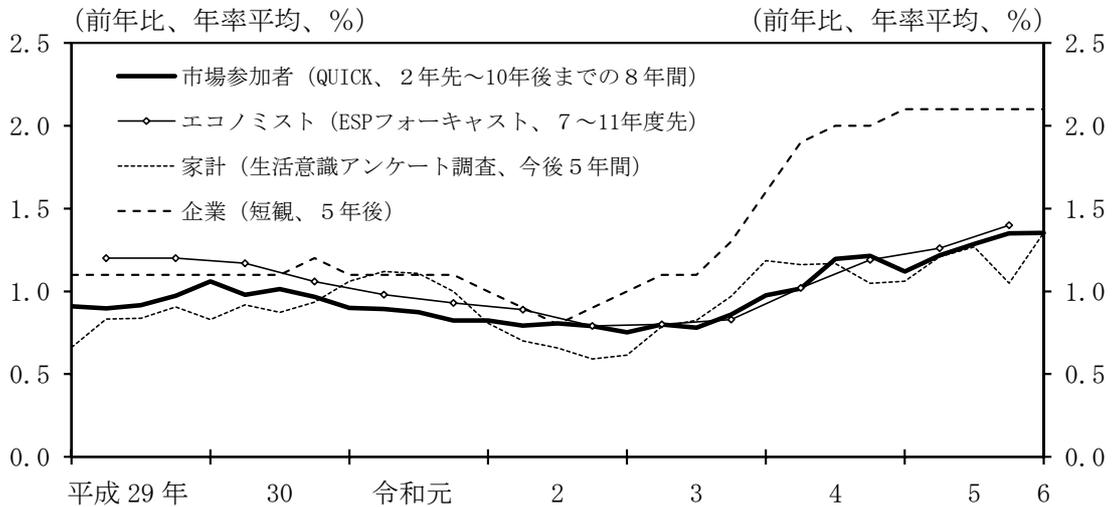
(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳



(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



(注 1) 家計は、5択選択肢情報を用いた修正カールソン・パーキン法による。

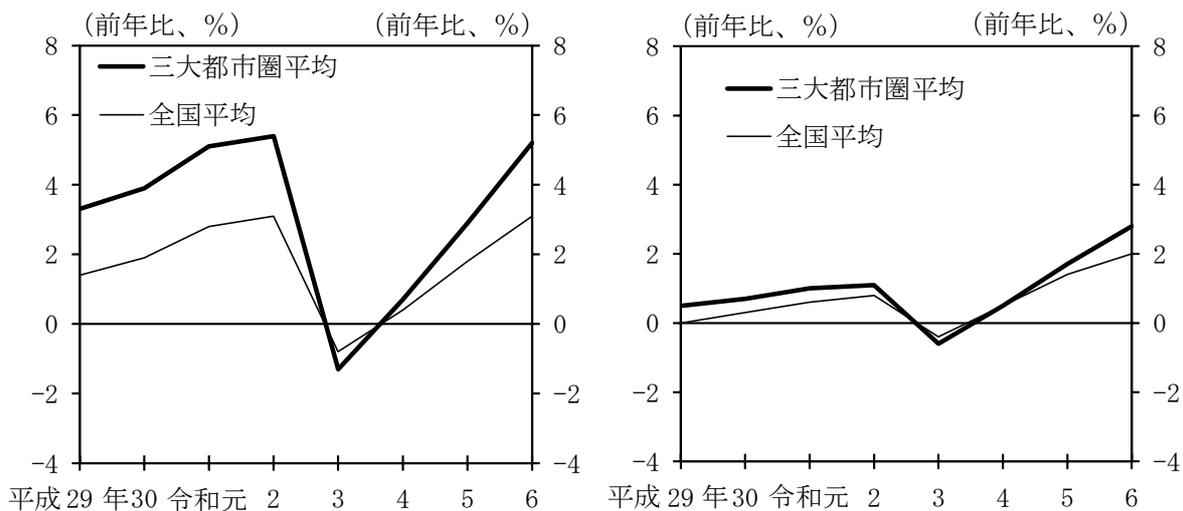
(注 2) 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し（平均値）。

地価を地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表16）、経済の回復を受けて、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、商業地、住宅地ともにプラス幅の拡大を続けた。

（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

5年度下期の海外経済は、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、%)

		4年	5年	4年 10-12月期	5年 1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	6年 1-3月
米 国		1.9	2.5	2.6	2.2	2.1	4.9	3.4	1.6
ユーロエリア		3.4	0.4	-0.0	0.2	0.6	-0.2	-0.2	1.3
新興 国・ 地域	中 国	3.0	5.2	2.9	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3
	インド	6.5	7.7	4.3	6.2	8.2	8.1	8.4	-
	NIEsおよび ASEAN4	4.2	3.2	3.1	2.8	2.8	3.2	3.8	4.3
	ブラジル	3.0	2.9	2.7	4.2	3.5	2.0	2.1	-
	ロシア	-1.2	3.6	-1.8	-1.6	5.1	5.7	4.9	5.4

(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、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、上期に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3%台後半まで低下したあと、下期は財価格の低下などを伴いつつ3%台前半から半ばで推移した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、4%近傍から3%台後半まで低下した。

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5.25～5.50%に据え置いた。先行きの政策金利に関しては、1月の会合において、「適切な追加的な金融引き締め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」とのそれまでの表現を変更し、「何らかの調整を検討するに際しては、今後公表されるデータや経済見通しの変化、リスクバランスを慎重に評価する」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等の影響が続くもとで、緩やかな減速が続いた。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、財価格の伸び率縮小などの影響を受けて、3%近傍から2%台半ばまで低下した。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、4%台前半から3%近傍まで低下した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、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%にそれぞれ据え置いた。先行きの政策金利について、期間中のすべての会合で、「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ある」と声明文に明記した。パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）については、12月の会合で、償還再投資を6年後半から縮小し、6年末をもって終了する方針を決定した。

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、緩やかな減速傾向が続いたが、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）を下回って推移した。財政政策面では、10月に全国人民代表大会常務委員会が1兆元の特別国債発行を承認したと公表した。加えて、3月に開催された全国人民代表大会において、6年以降数年間にわたり特別国債を発行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、柔軟で有効なものにする」との方針のもと、社会融資総量と貨幣供給量の伸びを、経済成長と物価の目標に沿ったものにする」と表明した。この間、中国人民銀行は、預金準備率を2月に0.5%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に持ち直しの動きがみられるもとで、総じてみれば緩やかに改善した。物価面では、インフレ率は、多くの国においてインフレ目標の範囲内で推移した。金融政策面については、総じてインフレ率が鈍化するもとで、政策金利を据え置く国が大勢を占めているほか、チリやブラジルなどでは利下げが続けられた。

2. 金融面の動向

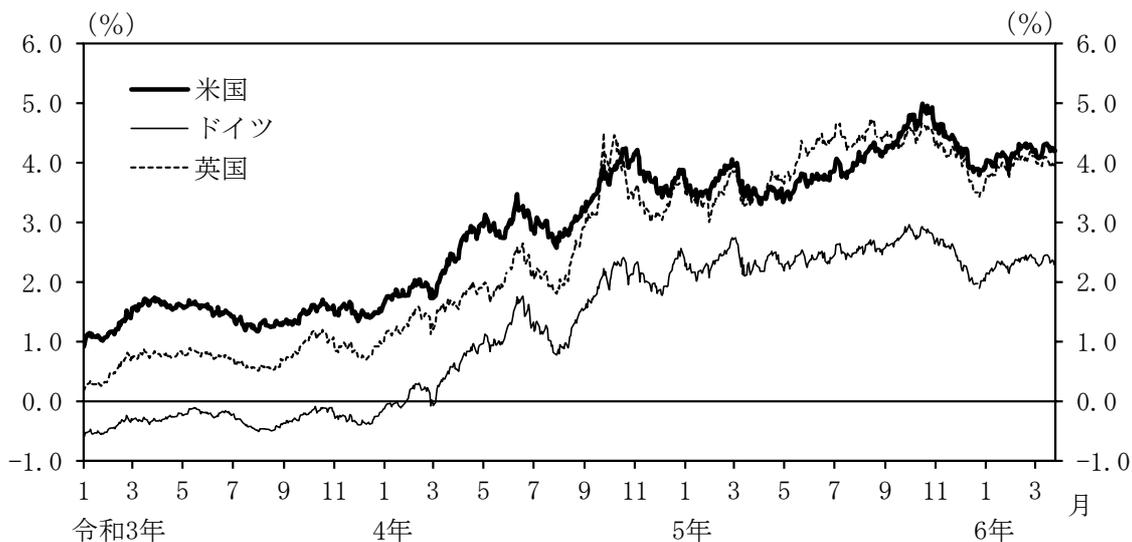
(1) 国際金融市場

令和5年度下期の国際金融市場をみると、先進国中央銀行の金融引き締めが長期化することに対する懸念が後退するもとで、長期金利は低下し、株価は大きく上昇した。

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・レートやターム物金利は²、米国連邦準備制度が政策金利を据え置くもとで、横ばい圏内で推移した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、欧州中央銀行が政策金利を据え置くもとで、横ばい圏内で推移した。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）は、金融引き締めの長期化に対する懸念の後退や、米国債発行額の増加ペースの減速などを背景に低下した（図表18）。

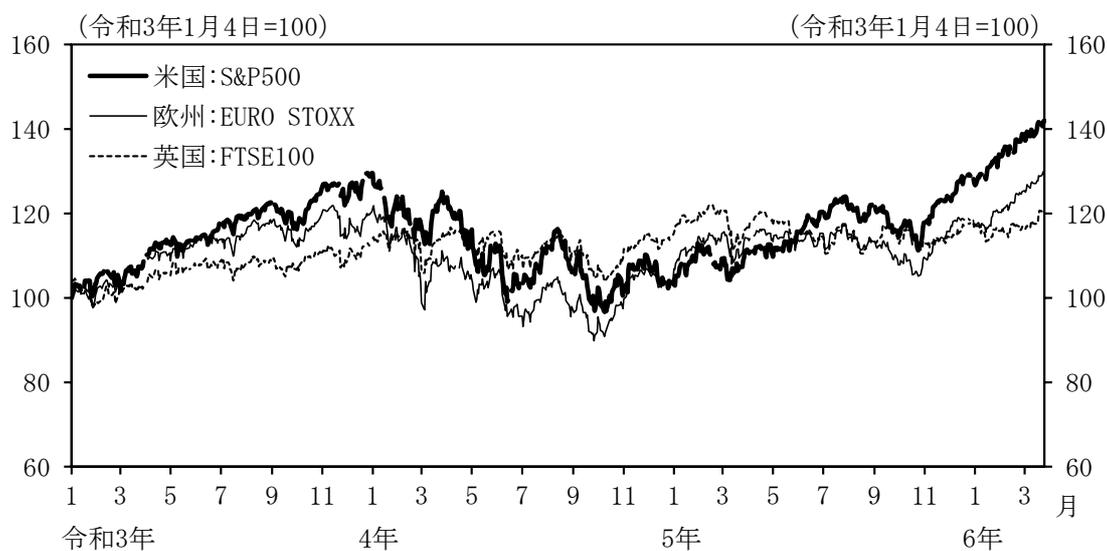
（図表18）米欧の長期金利（国債10年物利回り）



主要国の株価動向をみると、米国株価（S&P500）や欧州株価（EURO STOXX）は、長期金利の低下や生成AIをはじめとする新技術普及への期待感を受けて、大幅に上昇した。この間、英国株価（FTSE100）は上昇した（図表19）。

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。

(図表19) 米欧の株価



新興国・地域の金融市場について、株価は、先進国の株価が大きく上昇するなかで、多くの国・地域において上昇した。

為替市場をみると、多くの新興国・地域の通貨は、ドルに対して横ばい圏内で推移した。

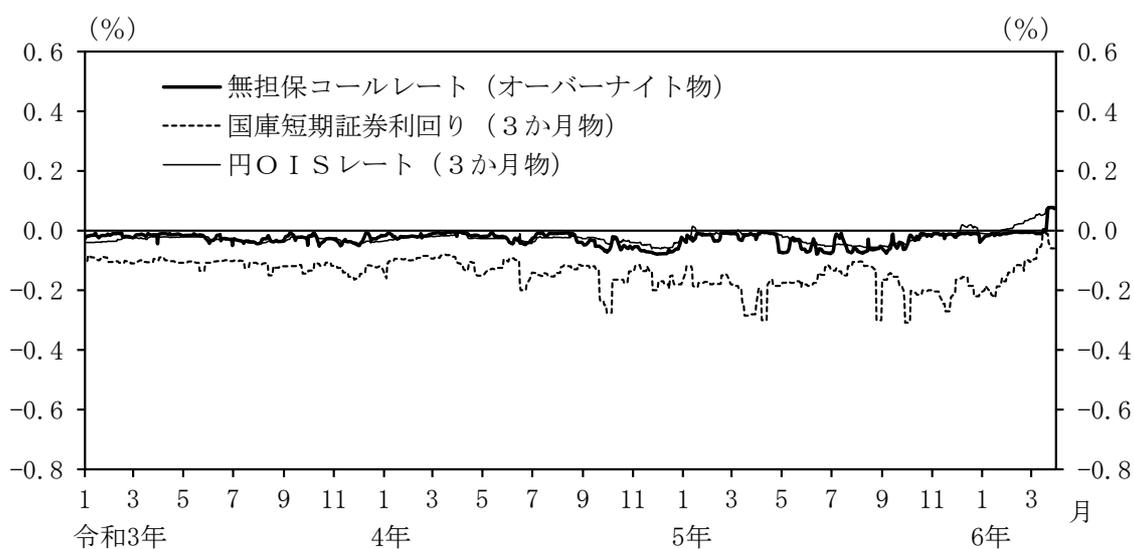
国際商品市場では、原油(WTI)価格は、主要産油国による追加の協調減産が見送られたことなどを受けて、期間を通じてみれば下落した。銅価格は、中国における政策対応が好感されたことなどを背景に上昇した。農産物価格は、主要生産地の好天を受けて供給が増加するとの見方が強まるもとの、期間を通じてみれば下落した。金価格は、米国長期金利の低下などを背景に上昇した。

(2) 短期金融市場

5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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで▲0.1～0%の範囲で推移したあと、3月の金融政策決定会合における金融政策の枠組みの見直し以降は、0～0.1%の範囲で推移した。ターム物金利をみると、国庫短期証券利回り（3か月物）は、下期末にかけて幾分上昇した。また、円OISレート（3か月物）も、下期末にかけて幾分上昇した。

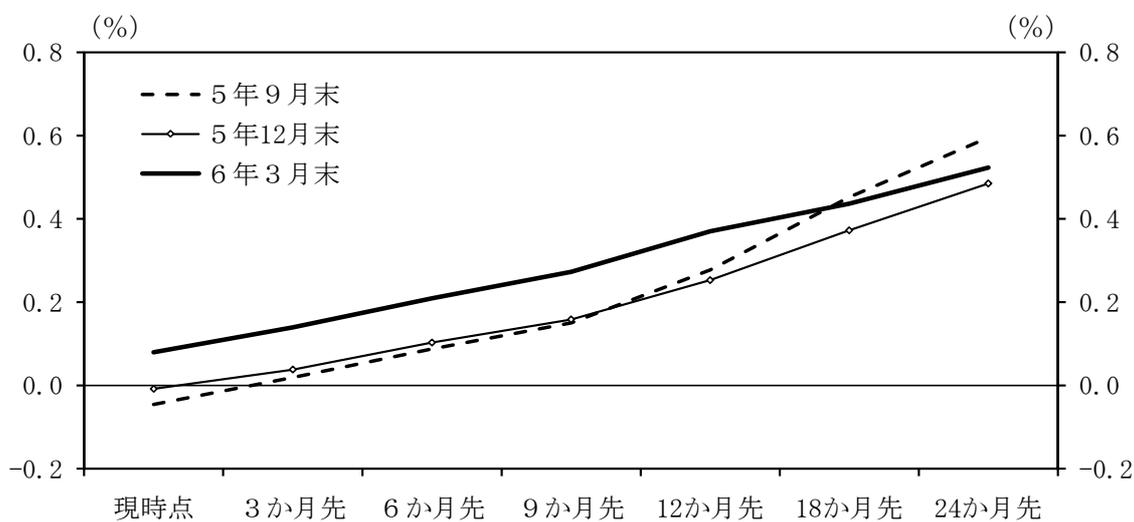
（図表20）短期金融市場金利



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）、期近で上昇した。

（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。

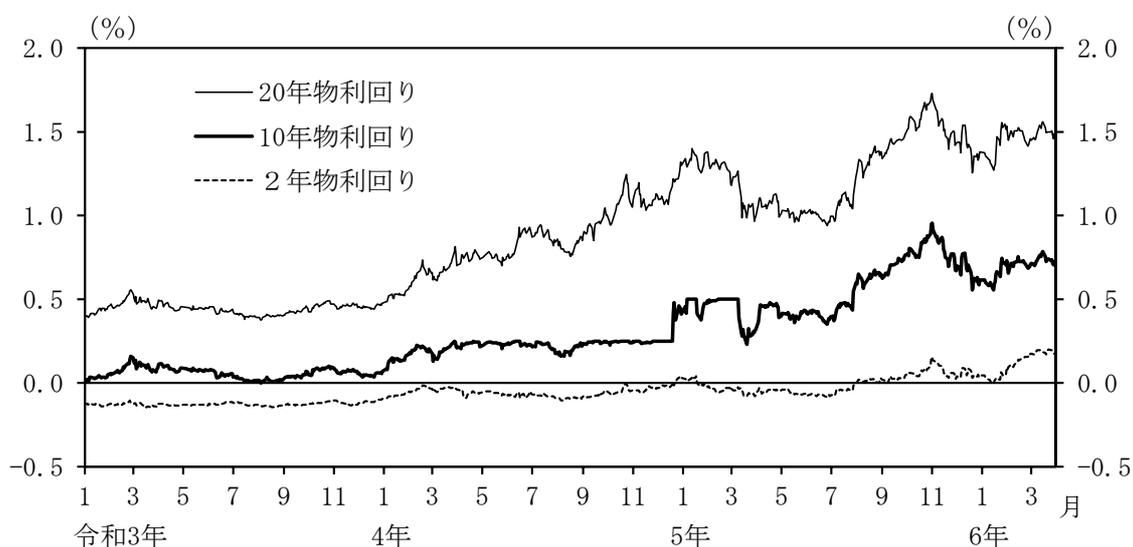
(3) 債券市場

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、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。子細にみると、海外金利に連れて、下期入り後に上昇したのち、1年半ばにかけて低下し、その後は横ばい圏内で推移した。

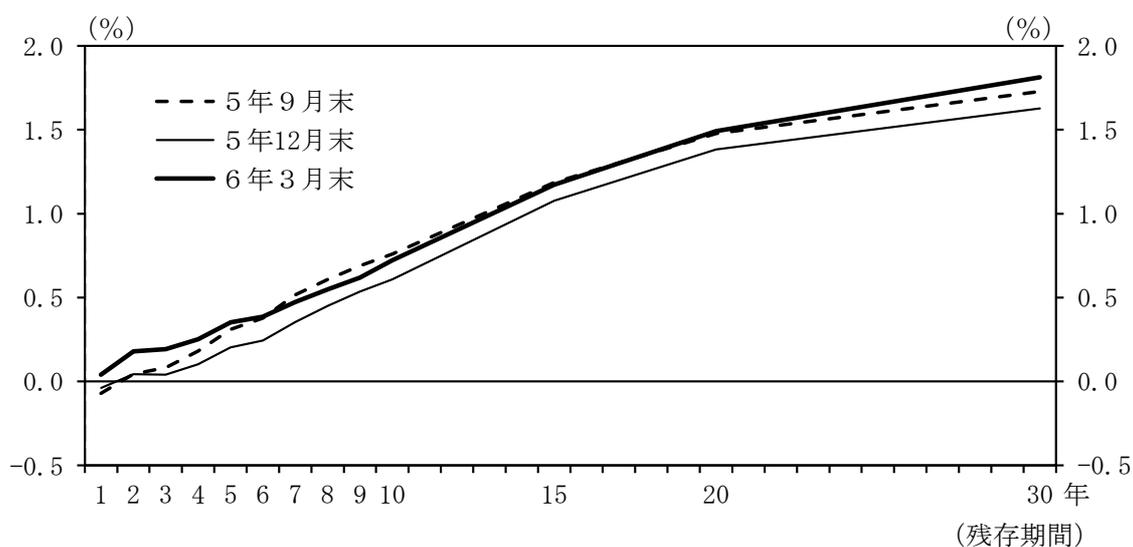
短中期国債（2年債）の流通利回りは小幅に上昇した。超長期国債（20年債）の流通利回りは、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

国債の利回り曲線（イールドカーブ）は、短期ゾーンで小幅に上昇した。

(図表 22) 国債流通利回り

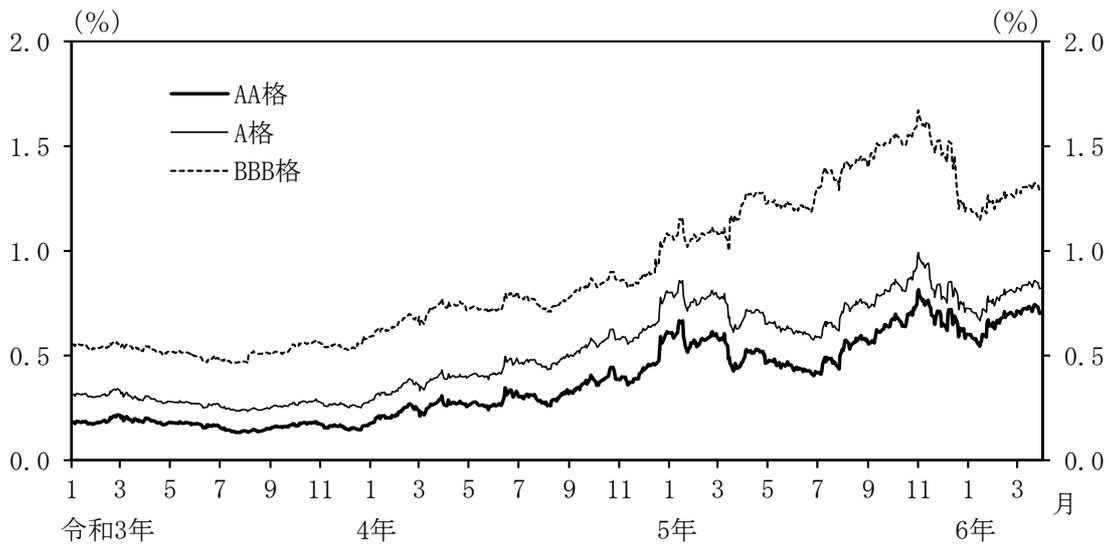


(図表 23) 国債の利回り曲線（イールドカーブ）



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推移し、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

（図表 24）社債流通利回り

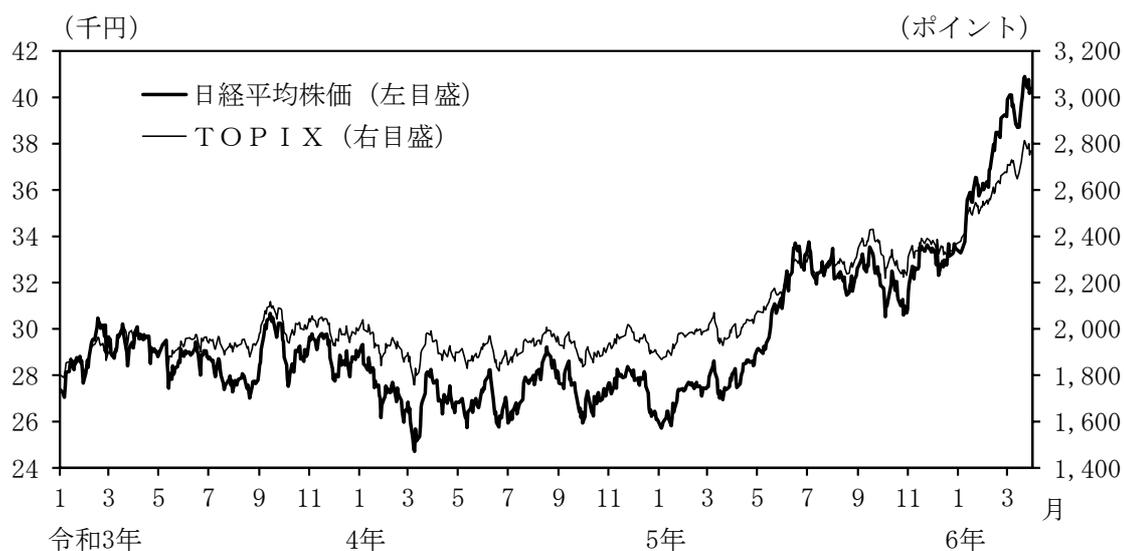


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

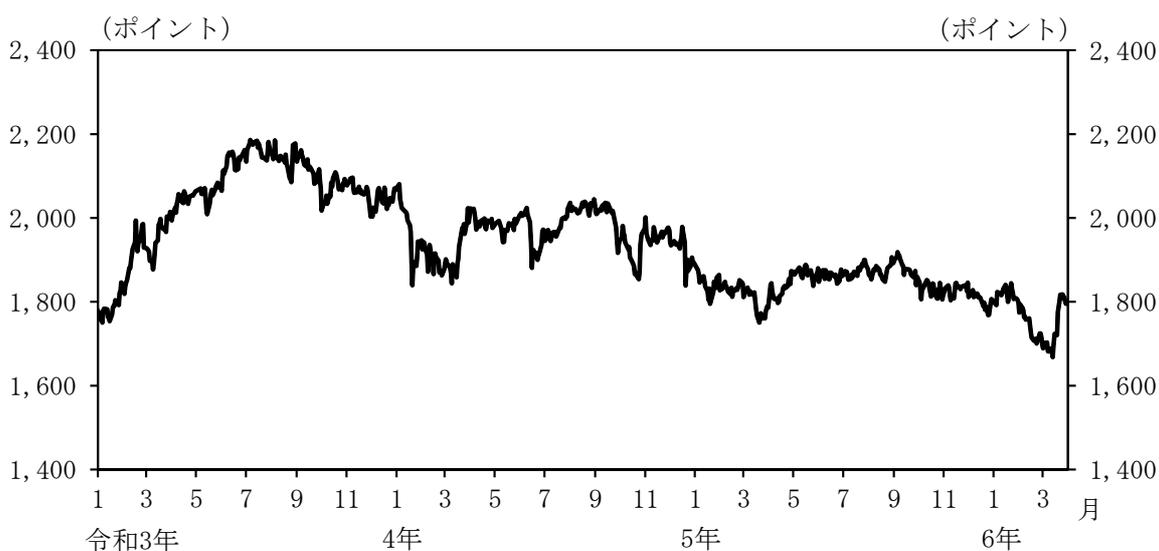
5年度下期の株式市場の動向をみると（図表 25）、日経平均株価は、堅調な企業決算や為替円安などが意識されるもと、米欧株にも連れつつ、史上最高値を更新して上昇し、3月末には40千円台となった。

(図表 25) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 26）、幾分下落した。

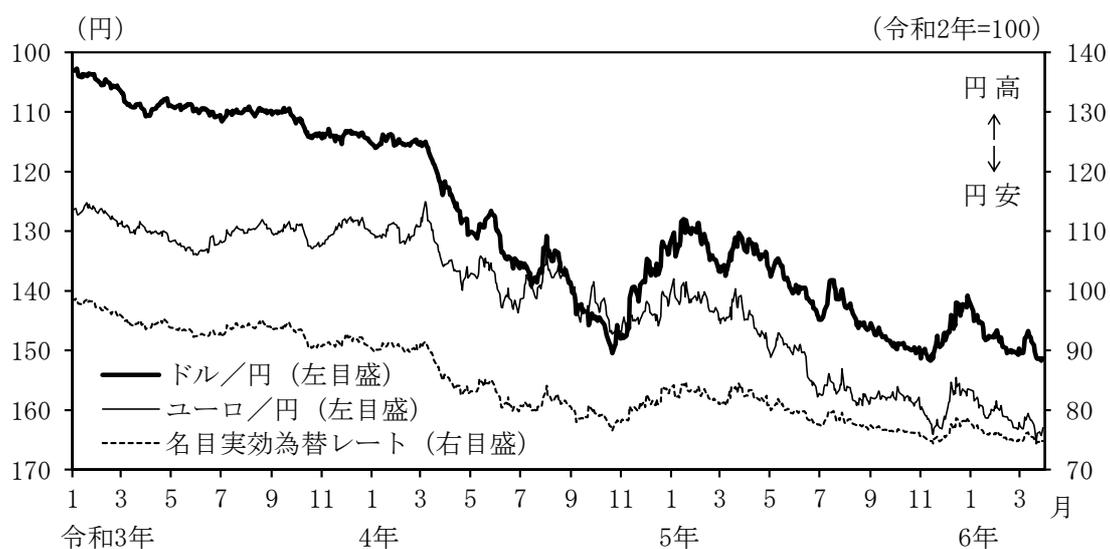
(図表 26) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

5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、期間を通じてみれば、円安ドル高方向の動きとなり、3月末には 151 円台となった。円の対ユーロ相場も、振れを伴いつつ、円安ユーロ高方向の動きとなった。このため、円の名目実効為替レートは⁴、円安方向の動きとなった。

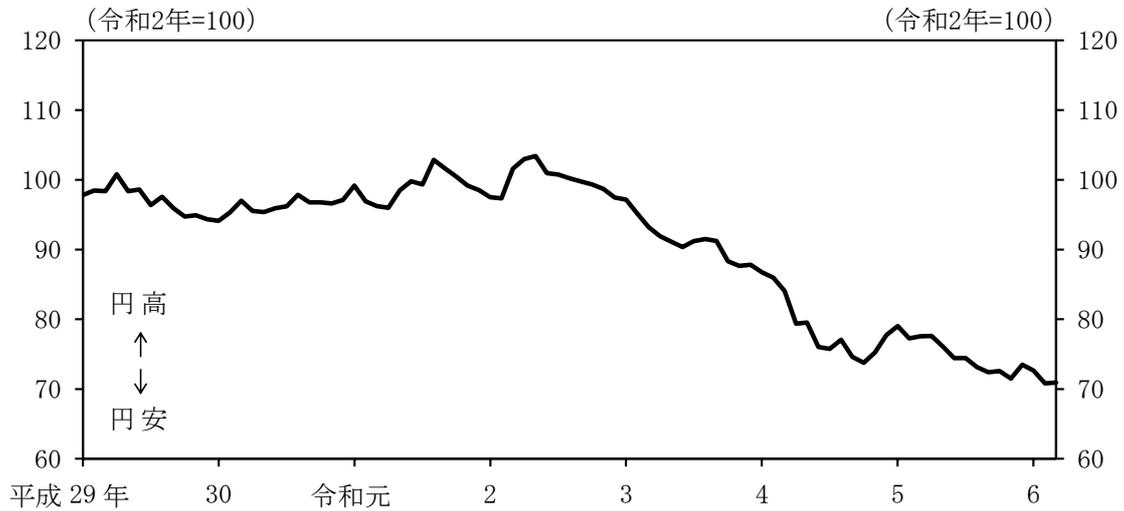
(図表 27) 円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



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は（図表 28）⁵、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

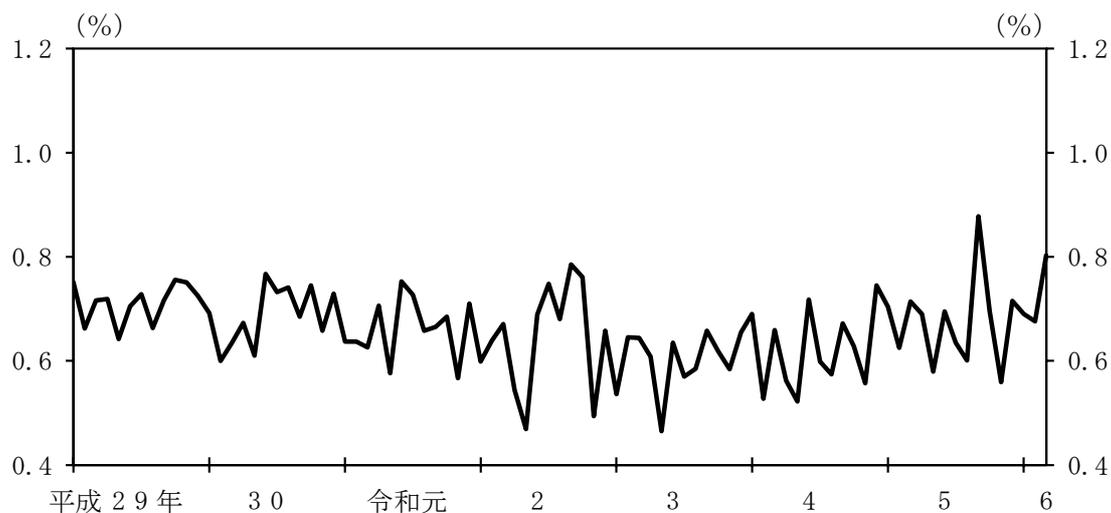


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

(6) 企業金融

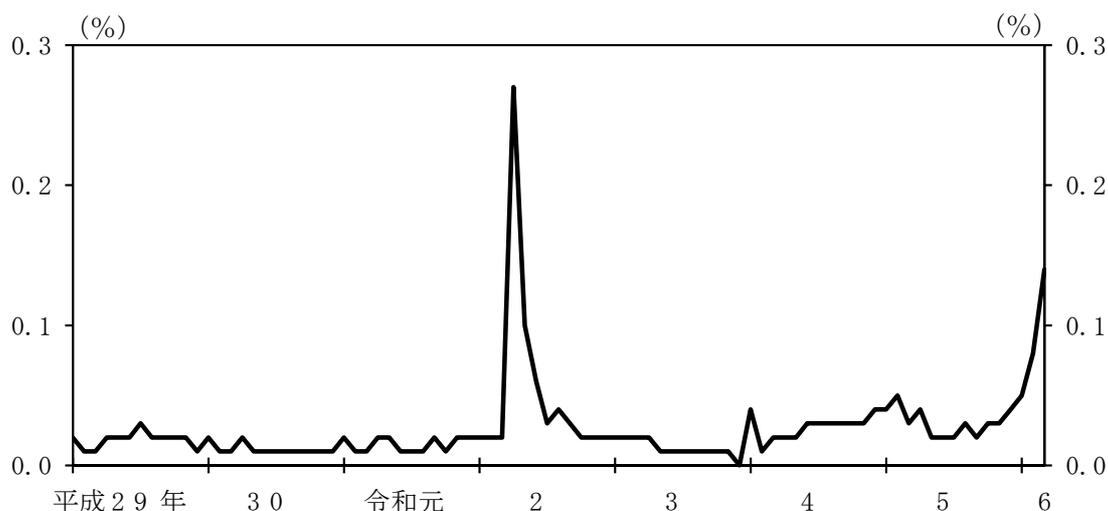
5年度下期において、企業の資金調達コストは、下期末にかけて上昇したが、なお低水準で推移した。貸出金利をみると（図表 29）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、下期末には一部で上昇の動きがみられたが、全体としてはなおきわめて低い水準で推移した。

(図表 29) 貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、C Pの発行金利は（図表 30）、下期末にかけて上昇したが、なお低水準で推移した。社債の発行金利は、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移した。

(図表 30) C P発行金利（3か月物）

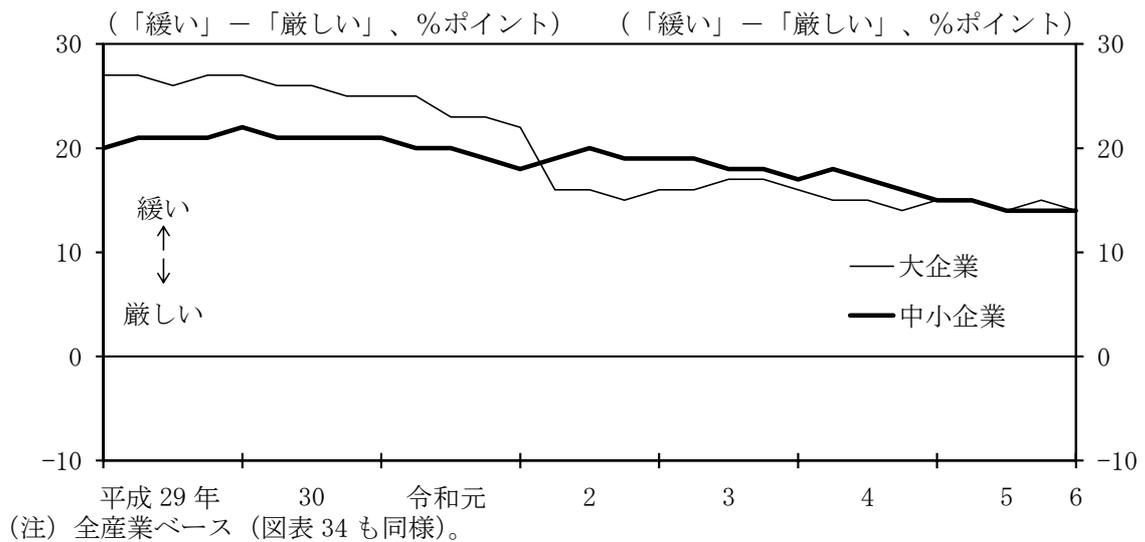


(注) 新発利回り。a-1格相当の格付け取得先についての短期社債（電子C P）の平均。

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。

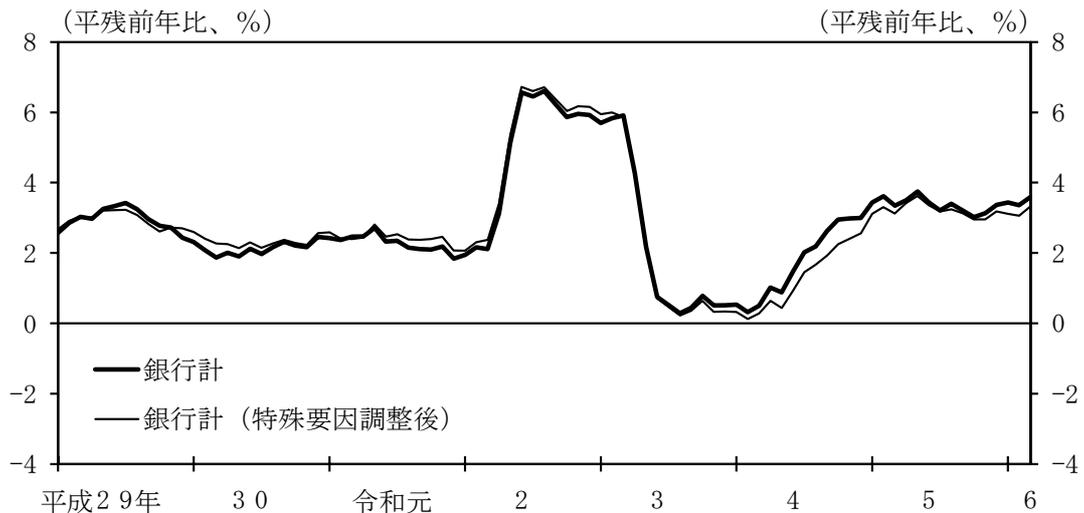
資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかな増加を続けた。

（図表 31）金融機関の貸出態度判断D I（短観）



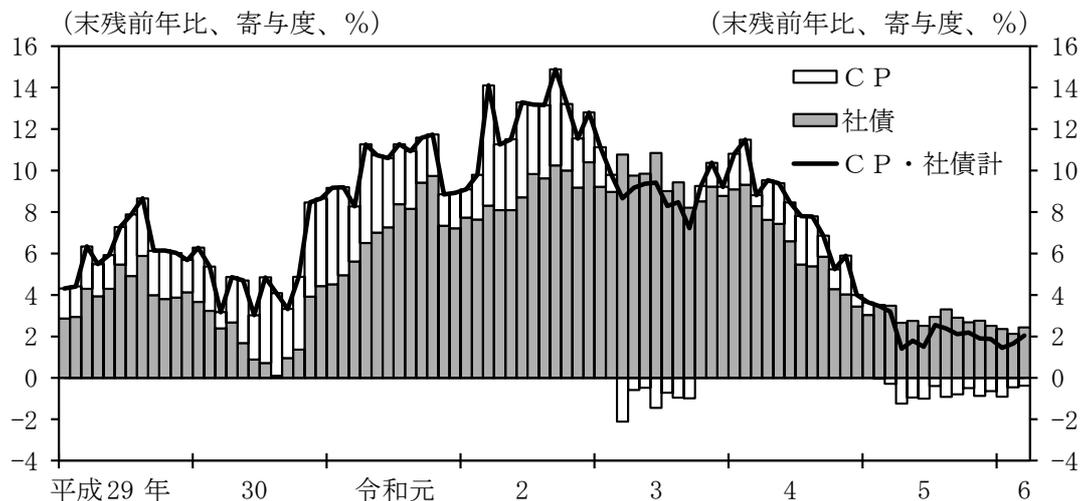
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 32）⁶、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、3%台半ばまでプラス幅を拡大した。CP・社債計の発行残高の前年比は（図表 33）、1%台半ばから2%台前半で推移した。

（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

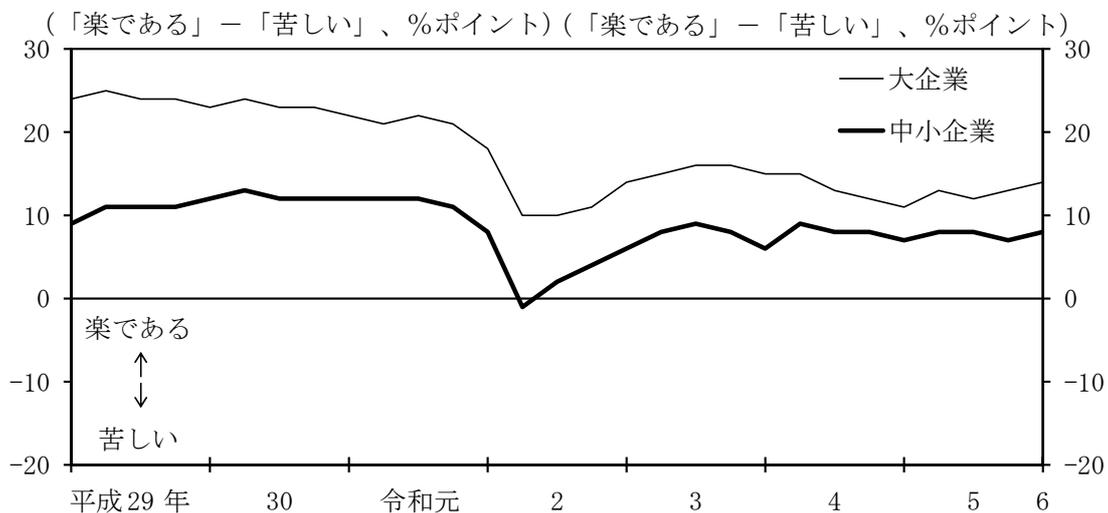


（注）CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。

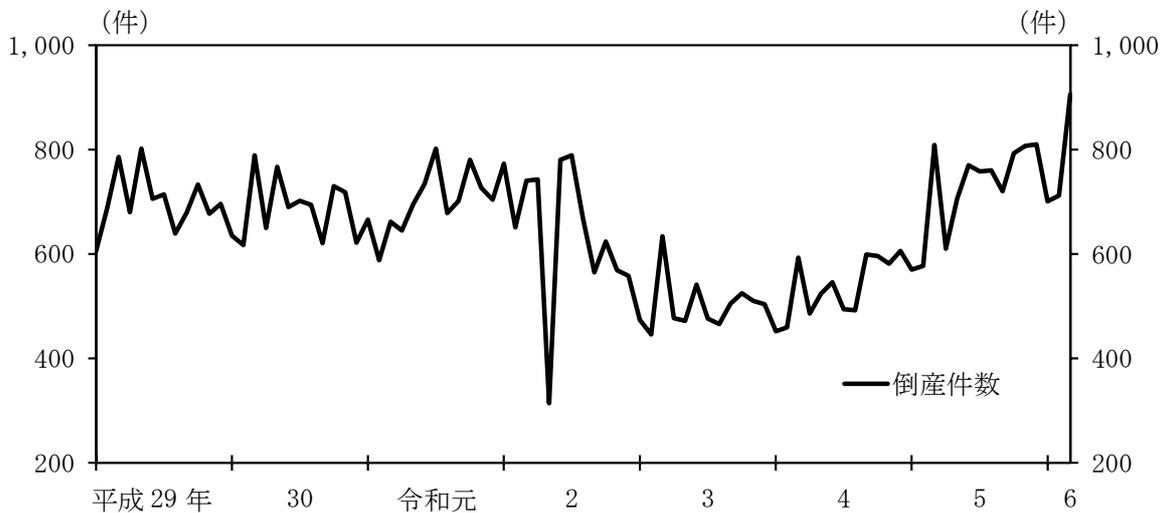
⁶ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

企業の資金繰りは（図表 34）、良好な状態が続いた。企業倒産は（図表 35）、小規模かつ既往の業況不芳企業を中心に、増加を続けた。

（図表 34）企業の資金繰り判断D I（短観）



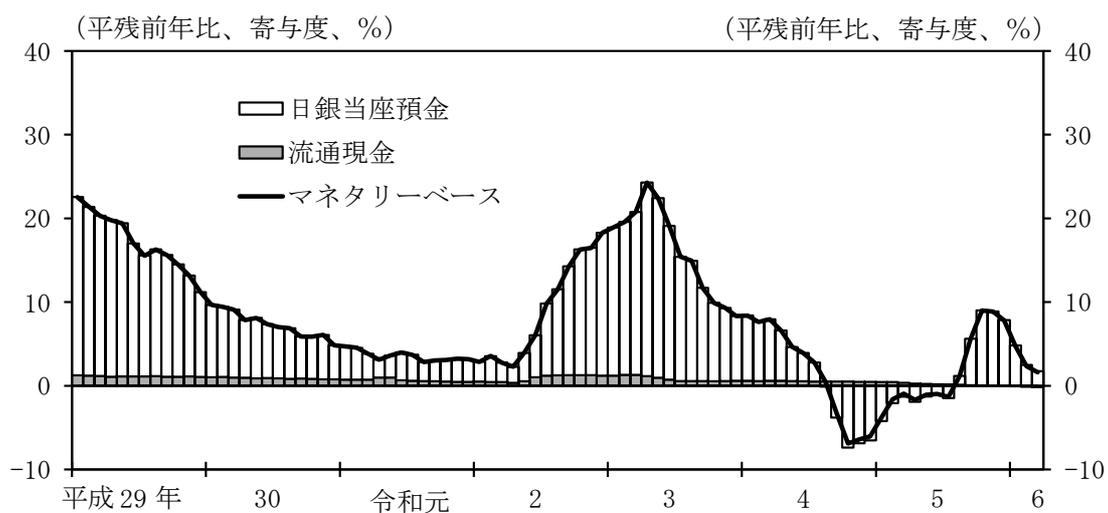
（図表 35）企業倒産



(7) 量的金融指標

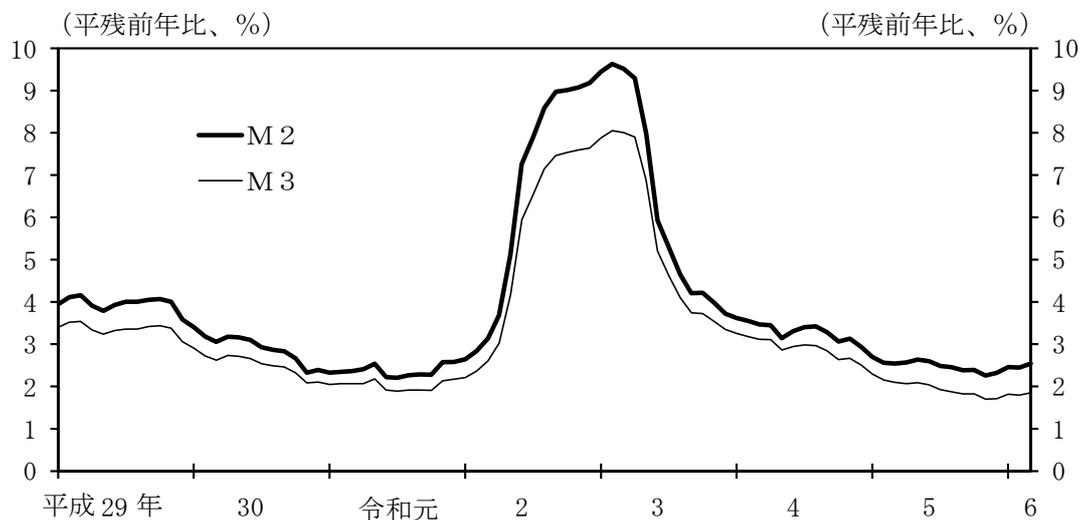
5年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 36）、ひと頃に比べ長期国債買入れ額が減少するもとで、プラス幅を縮小した。

(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% 台前半から半ばで推移した。

(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10月から6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	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5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、10月から1月の会合では、「緩やかに回復している」、3月の会合では、「一部に弱めの動きもみられるが、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、すべての会合において、「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、緩やかな回復が続けるとみられる。その後は、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、「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2%台後半となっている」、12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」、1月の会合では、「政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとで、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%台前半となっている」、3月の会合では、「政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとで、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%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月の会合では、「来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残るもとで、このところの原油価格上昇の影響等もあって、2%を上回る水準で推移するとみられる。7年度については、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップ

がプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとの、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」、12月の会合では、「来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残ることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる。その後は、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとの、「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」、1月の会合では、「来年度にかけて、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するもとの、政府による経済対策の反動がみられることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる。7年度については、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとの、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。先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」、3月の会合では、「来年度にかけて、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するもとの、政府による経済対策の反動がみられることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる。その後は、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとの、「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」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、「緩やかに上昇している」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

5年10月	わが国の景気は、緩やかに回復している。
12月	わが国の景気は、緩やかに回復している。
6年1月	わが国の景気は、緩やかに回復している。
3月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、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、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、長短金利操作の運用をさらに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。資産買入れについては、以下の方針を維持した(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
長期金利の上限は1.0%を目途とし、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⁷、共通担保資金供給オペなどを実施する。

(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。

12月と1月の会合では、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を維持した。

⁷ 指値オペの利回りは、金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する。

3月の会合では、金融政策の枠組みを見直すこととし、以下の金融市場調節方針等を決定した。

(金融市場調節方針)

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。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す⁸。

(長期国債の買入れ)

これまでと概ね同程度の金額⁹で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、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。

(長期国債以外の資産の買入れ)

- ① ETFおよびJ-REITについて、新規の買入れを終了する。
- ② CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめぐりに買入れを終了する。

(貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い)

貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する。貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとする。

先行きの金融政策運営について、10月から1月の会合では、「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。「物価安

⁸ この方針を実現するため、日本銀行当座預金（所要準備額相当部分を除く）に0.1%の付利金利を適用する。新たな金融市場調節方針および付利金利は、翌営業日（3月21日）から適用する。

⁹ 足もとの長期国債の月間買入れ額は、6兆円程度となっている。実際の買入れは、従来同様、ある程度の幅をもって予定額を示すこととし、市場の動向や国債需給などを踏まえて実施していく。

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。3月の会合では、「引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営する¹⁰。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」との考え方を示した。

このほか、1月の会合では、「貸出増加を支援するための資金供給」について、貸付実行期限を1年間延長することを決定した。また、3月の会合では、金融政策の枠組みの見直しに伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を決定した。

¹⁰ マネタリーベースの残高に関するオーバーシュート型コミットメントについては、その要件を充足したものと判断する。

(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
<金融市場調節方針等>	
5年10月31日	<p>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^(注1)。資産買入れについては、以下の方針を維持した^(注2)。</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>長期金利の上限は1.0%を目途とし、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^(注3)、共通担保資金供給オペなどを実施する。</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>
12月19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 ^(注4) 。
6年1月23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 ^(注5) 。
3月19日	金融政策の枠組みを見直すこととし、以下の金融市場調節方針等を決定した ^(注6) 。 (金融市場調節方針)

	<p>次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。 無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す^(注7)。</p> <p>(長期国債の買入れ) これまでと概ね同程度の金額^(注8)で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、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> <p>(長期国債以外の資産の買入れ) ① ETFおよびJ-REITについて、新規の買入れを終了する。 ② CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する。</p> <p>(貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い) 貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する。貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとする。</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。 引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営する^(注9)。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている。</p>
<p><その他></p>	
<p>6年1月23日</p>	<p>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年間延長することを決定した^(注10)。</p>
<p>3月19日</p>	<p>金融政策の枠組みの見直しに伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を決定した^(注11)。</p>

(注1) 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で決定された。

(注2) 資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注3) 指値オペの利回りは、金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する。

(注4) 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) 金融市場調節方針は賛成7反対2、長期国債の買入れは賛成8反対1、長期国債以外の資産の買入れと貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱いは全員一致で決定された。

(注7) この方針を実現するため、日本銀行当座預金（所要準備額相当部分を除く）に0.1%の付利金利を適用する。新たな金融市場調節方針および付利金利は、翌営業日（3月21日）から適用する。

(注8) 足もとの長期国債の月間買入れ額は、6兆円程度となっている。実際の買入れは、

従来同様、ある程度の幅をもって予定額を示すこととし、市場の動向や国債需給などを踏まえて実施していく。

(注9) マネタリーベースの残高に関するオーバーシュート型コミットメントについては、その要件を充足したものと判断する。

(注10) 全員一致で決定された。

(注11) 賛成7反対2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10月)」)

10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、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2%台後半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。
- ② 先行きのわが国経済を展望すると、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、緩やかな回復が続けるとみられる。その後は、ペントアップ需要や経済対策の効果は和らいでいくものの、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。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、輸入の減少等を受けた実績の上振れを反映する形で、上振れている。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。こうしたもとで、個人消費は、当面は、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。その後は、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の影響を受けつつも、雇用者所得の増加に支えられて、緩やかな増加を続けると考えられる。企業部門をみると、輸出や生産は、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けて横ばい圏内で推移したあと、海外経済が国・地域ごとにばらつきを伴いつつ緩やかに成長していくもとで、増加基調に復していくと考えられる。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、当面、既往の原材料コスト高の価格転嫁の進展等が上押しとなるほか、その後も、内外需要が緩やかに増加していくもとで、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、緩和的な金融環境が下支えとなるなか、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。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、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¹¹。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

¹¹ 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。

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¹²。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、来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残るもとで、このところの原油価格上昇の影響等もあって、2%を上回る水準で推移するとみられる。7年度については、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、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。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、政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策の延長が前年比を押し下げる一方、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、幾分上振れている。6年度は、このところの原油価格上昇の影響に加え、政府による負担緩和策の延長が5年度の前年比を押し下げる反動が現れることなどから、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。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、今年度の消費者物価（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徐々に減衰することから伸び率が低下したあと、見通し期間の終盤にかけては、2%程度で推移するとみられる。物価の基調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、ゼロ近傍

¹² 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%台半ば」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。

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、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、緩やかに上昇している。短観の販売価格判断D I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。適格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・価格設定行動の一部に従来よりも積極的な動きがみられ始めている。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、需給ギャップがプラスに転じ、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。これらの点検を踏まえると、見通しを巡る不確実性がきわめて高い点には留意する必要があるが、消費者物価の基調的な上昇率は、「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。

- 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、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、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¹³。

¹³ 「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

- 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、来年度にかけて2%を上回る水準で推移したあと、7年度にはプラス幅が縮小すると予想している。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとの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。わが国経済・物価を巡る不確実性は上下双方向できわめて高く、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響にも、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年度と6年度は概ね上下にバランスしているが、7年度は下振れリスクの方が大きい。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。もっとも、物価については、長期にわたる低成長やデフレの経験などから賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着してきたことを踏まえると、賃金と物価の好循環が強まっていくか注視していくことが重要である。金融面のリスクについてみると、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¹⁴。

- 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

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。

¹⁴ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（5年10月）を参照。

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、10月31日に公表した（背景説明を含む全文は11月1日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（6年1月）」）

1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、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益や業況感は改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。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、緩やかな増加を続けている。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、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）の前年比をみると、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとで、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%台前半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

② 先行きのわが国経済を展望すると、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、緩やかな回復が続けるとみられる。その後は、ペントアップ需要や経済対策の効果は和らいでいくものの、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。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、設備投資の実績の下振れ等を反映する形で幾分下振れ、6年度は幾分上振れとなっている。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いくため、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。こうしたもとで、個人消費は、当面は、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や低所得世帯への給付金、所得税・住民税減税なども、個人消費を下支えすると考えられる。その後は、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の影響を受けつつも、雇用者所得の増加に支えられて、緩やかな増加を続けると考えられる。企業部門をみると、輸出や生産は、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けて横ばい圏内で推移したあと、海外経済が国・地域ごとにばらつきを伴いつつ緩やかに成長していくもとで、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくと考えられる。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、当面、既往の原材料コスト高の価格転嫁の進展等が上押しとなるほか、その後も、内外需要が緩やかに増加していくもとで、改善を続けるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるなか、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、増加傾向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、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¹⁵。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¹⁶。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、来年度にかけて、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するもとで、政府による経済対策の反動がみられることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる。7年度については、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、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。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、6年度は、このところの原油価格下落の影響を主因に、下振れとなっている。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。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、今年度の消費

¹⁵ 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。

¹⁶ 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%台後半」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。

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年度と7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¹⁷。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徐々に減衰することから伸び率が低下したあと、見通し期間の終盤にかけては、2%程度で推移するとみられる。物価の基調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、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、見通し期間終盤にかけては、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、緩やかに上昇している。短観の販売価格判断DIは、ひと頃と比べると低下しているが、引き続き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、短期は幾分低下しているが、中長期については、引き続き高水準となっている。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おり、企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられている。先行きについては、需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化すると、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率も緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は強まっていくとみられる。これらの点検を踏まえると、消費者物価の基調的な上昇率は、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくとみられる。先行きの不確実性はなお高いものの、企業の賃金・価格設定行動の変化や賃金交渉に向けた労使のスタンス等を踏まえると、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まって

¹⁷ 政府が5年11月に閣議決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」では、ガソリンの負担軽減策は6年4月まで、電気・ガスの負担軽減策は同年5月使用分まで継続することが決定された。これらの対策が延長されず、段階的な縮小を経て終了することを前提とすれば、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、反動により6年度を中心に押し上げられることとなる。

いると考えられる。

- 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、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、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¹⁸。

- 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、来年度にかけて2%を上回る水準で推移したあと、7年度にはプラス幅が縮小すると予想している。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、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。先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている。
- 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。わが国経済・物価を巡る不確実性は上下双方向できわめて高く、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響にも、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている。もっとも、物価については、長期にわたる低成長やデフレの経験などから賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着してきたことを踏まえると、賃金と物価の好循環が強まっていくか注視していくことが重要である。金融面のリスクについてみると、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。

¹⁸ 「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。

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、1月23日に公表した（背景説明を含む全文は1月24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10月および6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. 5年12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ているものの、米欧の長期金利の大幅低下を受けて、市場センチメントに改善の動きがみられているとの認識で一致した。ある委員は、米国での利下げについての市場の織り込みは、経済・物価情勢対比で、やや行き過ぎであるようにもみえるとの認識を示した。

(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を共有した。ある委員は、地政学的リスクに起因する不確実性はなお残るが、グローバルにインフレ圧力は緩和する方向にあるとの見解を示した。

(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。複数の委員は、7～9月期のGDP統計等に弱さが窺われる点は気がかりだが、短観や決算データを含む様々な統計をみると、物価上昇の影響を受けつつも個人消費は増加しており、企業業績や設備投資計画も堅調であると指摘した。

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で、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認識で一致した。また、委員は、11月の東京都区部の消費者物価(速報)等を見ると、既往の輸入物価上昇の価格転嫁の影響が徐々に和らいでいることが、次第に明確になってきているとの認識を共有した。何人かの委員は、食料品等の値上げ品目数が減少するなど、コストプッシュ圧力は一服する方向にあると指摘した。別のある委員は、価格が大幅に上昇している品目の数が減少しており、財などの伸縮的な物価の上昇率が、いったん減速する可能性は高まっているとの見解を示した。委員は、サービス価格等は、緩やかに上昇しているとの見方を共有した。一人の委員は、公共料金と家賃を除いてみたサービス価格は、高い伸びを続けていると指摘した。この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの評価で一致した。複数の委員は、短観などにおいて、中小企業を含め企業の価格設定スタンスに変化がみられることにも、予想物価上昇率の緩やかな上昇が窺われると指摘した。

物価の先行きについて、委員は、来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残ることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる、その後は、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小する、との見方で一致した。また、委員は、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとの、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくとの見方を共有した。この点に関連し、多くの委員は、こうした見通しが実現する確度は、少しずつ高まってきているとの認識を示した。何人かの委員は、賃金の上昇を起点として、賃金と物価の好循環が進展していくシナリオが期待できると指摘した。このうちの一人の委員は、賃金上昇や政府の対策の効果が顕在化するまで、経済、特に個人消費が堅調に推移するか注視していく必要があると述べた。別の委員は、基調的な物価上昇率や予想物価上昇率が高まっていくか見極めるうえで、本年度下期は重要な局面と

なると指摘した。

委員は、賃金と物価の好循環の強まりの見極めという観点から、賃金動向について議論した。何人かの委員は、6年の春季労使交渉でしっかりとした賃上げが実現する可能性は高まっているとの見解を示した。このうちの一人の委員は、企業業績、労働需給、物価の実績といった賃金形成に影響を及ぼす諸要因は今年の同時点より改善し、現時点の賃上げのモメンタムは昨年を上回っており、中小企業を含めて強い期待が持てると指摘した。別の一人の委員は、既往の輸入物価上昇が賃金設定行動に影響を及ぼしているほか、世の中の期待の高まりもあって、多くの企業が賃上げを行う方向に動いており、6年の賃金上昇率は5年を上回る可能性が高いと述べた。一方、何人かの委員は、特に地方の中小企業については、収益基盤の弱さなどから、しっかりとした賃上げが実現するか、不確実性が高いとの見方を示した。このうちの複数の委員は、収益や業況感が大幅に改善している業種でも、ベアの引き上げを避ける先がみられるなど、幅広い先で賃上げが実現するか、楽観はできないと述べた。これに対して、ある委員は、コロナ前の局面では、人手不足に対して、不採算サービスの削減や女性・高齢者の労働参加等によって企業は対応したが、最近では、こうした対応余地も縮小しており、企業は人手確保のため賃上げを行わざるを得ない環境にあると指摘した。この委員を含む複数の委員は、価格転嫁の進展もあって、企業収益が改善し労働分配率が低下していることも、賃上げを後押しすると付け加えた。

委員は、賃金上昇の物価への波及についても議論した。複数の委員は、企業の価格設定行動が変化すると、人件費を価格に転嫁する動きが広がっており、粘着的なサービス価格も、高い伸びが続いているとの見解を示した。また、これらの委員は、価格交渉に関する政府による指針の策定といったサポートも、企業の価格設定に影響を及ぼしていると付け加えた。これに対して、何人かの委員は、賃金上昇のサービス価格への転嫁については、企業からは引き続き難しいという声が多く聞かれると指摘した。このうちの一人の委員は、統計上も、上昇が目立つのは宿泊費が中心であり、消費者物価全体へのサービスの寄与は1%程度にとどまると付け加えた。別の一人の委員は、価格設定を巡る既存の制度や慣行によって価格の引き上げが難しくなっている事例もみられており、そのことが賃金と物価の好循環を妨げることがないか注意が必要であると述べた。これらの点に関連し、ある委員は、コスト上昇を生産性向上で吸収することが製造業対比で難しいサービ

ス業において、人件費の価格転嫁が進んでいくかに注目していく必要があると指摘した。この間、一人の委員は、人件費上昇は量産効果などの企業努力で吸収すべきとの高度成長期の考えが根強く、賃上げの価格転嫁には顧客満足度向上が必要なため、能力開発や人材・研究開発投資が重要との見解を示した。

（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。複数の委員は、債券市場の機能度等について、引き続き、改善する方向にあるとの認識を示した。こうしたもとの、ある委員は、社債市場は良好な発行環境を維持しているとの見解を述べた。ただし、別のある委員は、投資家の金利先高観が強まるもとの、社債市場では、長期での市場調達がやや難しい状況にあると述べた。

ロ. 6年3月の会合

（国際金融資本市場は、市場センチメントが改善している）

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されているものの、米国の堅調な経済指標や、多くの国での株価の上昇等を受けて、市場センチメントは改善し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、先行き、グローバルなインフレ圧力が減衰を続けるもとの、緩やかな成長経路に復していくとの見方を示した。

（わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している）

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの認識で一致した。複数の委員は、個人消費や生産に弱めの動きがみ

られるものの、これには、一時的な要因が強く作用しているとの見方を示した。こうしたもとで、何人かの委員は、高水準の企業収益を背景とする企業の積極的な支出スタンスなどから、景気の改善基調は維持されていると指摘した。この間、一人の委員は、能登半島地震の影響について、生産再開が進んでいるほか、サプライチェーンの混乱も回避されているが、地元経済への影響には引き続き注視が必要と述べた。

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、との認識を共有した。ある委員は、春季労使交渉での予想を上回る賃上げや最近の株価上昇を受けて、先行きに対する期待が高まっており、わが国経済は歴史的な変曲点を迎えている可能性があるとの見方を述べた。

（消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとで、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%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、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとで、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%程度となっているとの認識で一致した。この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの評価で一致した。ある委員は、先行きも、物価上昇率が2%前後で推移していくもとで、適格的な予想形成を通じて、予想物価上昇率の緩やかな上昇が続くとの見方を示した。

物価の先行きについて、委員は、来年度にかけて、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するもとで、政府による経済対策の反動がみられることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる、その後は、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小する、との見方で一致した。また、委員は、

消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとの、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくとの見方を共有した。複数の委員は、このところ輸入物価が下落から横ばいに転じていることを踏まえると、コストプッシュによる物価上昇圧力の減衰ペースは、次第に緩やかになっていくとの見方を示した。

委員は、賃金と物価の好循環の強まりを見極める観点から、賃金・物価動向について点検を行った。まず、賃金面について、大方の委員は、今年の春季労使交渉では、ベースアップも含め、昨年につきしつかりとした賃上げが実現する可能性が高まっているとの見方を共有した。委員は、連合の第一回集計結果における賃上げ率は、昨年をはっきりと上回る高い数字であるとの認識で一致した。この数字について、ある委員は、2%前後の物価上昇と1%程度の労働生産性の上昇を前提としても高い水準であり、過去の実質賃金減少を埋め合わせるには至らないものの、物価から賃金への波及メカニズムの持続性を示唆する結果であると指摘した。別の一人の委員は、経営者が賃上げへの社会的要請の高まりを強く意識する状況下、政労使の間で賃上げに対する考え方の方向性が揃っており、賃金が上がりにくいとのノルムが転換した可能性があるとの見方を示した。何人かの委員は、大企業による高い賃上げ率の背景には、高水準の収益に加え、設備投資などを通じた成長力の向上も影響しているとの見解を示した。また、大方の委員は、ばらつきはあるものの全体としてみれば、地域の中小企業を含め、幅広い企業で賃上げの動きが続いているとの評価を共有した。何人かの委員は、本支店における中小企業からのヒアリング情報や各種のアンケート調査などを踏まえると、全体として昨年対比でみても、賃上げに対して前向きな声広がっていると指摘した。また、一人の委員は、中小企業における実際の賃上げ率については、大企業の動向を見極めたうえで決定するといった声も多く聞かれている、と付け加えた。複数の委員は、マクロのデータからみる限り、中小企業全体として収益面から賃上げが制約されることは考えにくいとの見解を示した。何人かの委員は、大企業の高水準の賃上げを受けて、人材係留などの観点から、中小企業においても賃上げの動きが広がることを期待されると述べた。一人の委員は、中小企業については、連合の集計結果だけでは賃上げ余力が高まる蓋然性は十分に確認できていないため、人件費上昇の価格転嫁の状況などを確認する必要があるとの見解を示した。

次に、委員は、賃金上昇の物価への波及についても議論を行った。多くの委員

は、これまでの緩やかな賃金上昇も受けて、サービス価格の緩やかな上昇が続いているとの評価を共有した。複数の委員は、時系列分析に基づく、賃金要因による物価の押し上げ幅が拡大していると指摘した。このうちの一人の委員は、賃金上昇率とサービス等の粘着的な物価の上昇率の関係は安定しており、先行き、今年の春季労使交渉の結果を反映する形で、粘着的な物価の上昇率は更に高まっていく可能性が高いとの見方を示した。別の複数の委員は、政府や経済団体による取り組みが、人件費上昇の価格転嫁への後押しとなっているとの見方を示した。ある委員は、中小企業の価格転嫁は容易ではないものの、経営者自らが価格交渉に関与する事例が増えてきていると述べた。一方、一人の委員は、サービス価格上昇の主因は、食材価格の上昇を背景とした外食の上昇などであり、賃上げによる人件費上昇の価格転嫁の影響はまだ中心的とはいえないと指摘した。

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、最近のデータやヒアリング情報からは、賃金と物価の好循環の強まりが確認されてきているとの評価を共有した。そのうえで、多くの委員は、基調的な物価上昇率が、「展望レポート」の見通し期間終盤にかけて2%の「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくという見通しが実現する確度は、更に高まったとの判断を共有した。一人の委員は、今年の春季労使交渉における現時点の結果を踏まえると、賃金上昇に伴う物価上昇などにより、「物価安定の目標」の実現の見通しがある程度立ったと考えられ、目標の達成に向けて大きく前進したと述べた。ある委員は、高水準の企業収益のもとでは、春季労使交渉で示された高めの賃上げを受けても、サービス価格の上昇は緩やかなものとなることを見込まれると指摘したうえで、物価が、2%程度で推移しながら、賃金に支えられる望ましい形に移行していくことが展望できる状況となってきたとの見方を示した。別の一人の委員は、一時的な要因等によって、物価上昇率が2%を下回る局面もあり得るが、物価の背後にあるメカニズムは「物価安定の目標」と整合的な状況が続く可能性が高いと述べた。これに対して、一人の委員は、マイナスとなった貯蓄率が平均的な水準に回帰する過程で消費抑制の影響が強くなる可能性があり、物価上昇を上回る賃金上昇の持続は容易ではなく、まだ物価から賃金への好循環が全国レベルで強まっているとはいえないと指摘した。また、別の一人の委員は、賃金と物価の好循環の強まりを確認するためには、サービス価格の上昇や中小企業の価格転嫁の進展を慎重に見極める必要があると述べた。

（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評価を共有した。ある委員は、実質金利が大幅なマイナスを続けているにもかかわらず、景気の回復ペースが緩やかな理由としては、自然利子率の低さや金融政策の効果の波及ラグなども考えられると述べた。この点に関連し、複数の委員は、成長期待が変化する兆しは窺われるが、これが自然利子率等に影響を及ぼすには時間を要すると指摘した。別の委員は、民間部門における貯蓄意欲が高いことが自然利子率を押し下げる方向に作用しているのではないか、との見方を示した。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続と先行きの政策運営

10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切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。」

そのうえで、大方の委員は、長短金利操作の運用をさらに柔軟化し、以下のとおりとすることが適切であるとの見解で一致した。

「長期金利の上限は1.0%を目途とし、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、買入れ額の増額や固定利回り方式の国債買入れ（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をさらに柔軟化すること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。

12月と1月の会合において、委員は、上記の金融市場調節方針と長短金利操作の運用を維持することが適切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、10月から1月の会合において、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。

先行きの金融政策運営方針については、10月から1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。

（金融政策運営の基本的な考え方）

10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の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を十分な確度をもって見通せる状況には、なお至っておらず、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ことで、経済活動を支え、賃金が上昇しやすい環境を整えていく必要があるとの見解で一致した。複数の委員は、賃金と物価の好循環を通じた「物価安定の目標」の実現にはまだ距離があるため、金融緩和の継続を通じて賃上げの動きを支え続けることが重要であり、イールドカーブ・コントロールの枠組みは維持すべきとの認識を示した。別の一人の委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組みやマイナス金利は、少なくとも、「物価安定の目標」を安定的に持続するために必要な時点まで継続する方針であり、その判断には、今後の賃上げ動向をはじめ、賃金と物価の好循環を、双方向からしっかりと確認していく必要があると指摘した。この間、一人の委員は、最近の物価指標や春季労使交渉に向けた経営者の発言等を踏まえれば、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現の確度は、従来と比べ一段と高まっていると考えられ、最大限の金融緩和から、少しずつ調整していくことが必要との見方を示した。

12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の「物価安

定の目標」の持続的・安定的な実現を十分な確度をもって見通せる状況には、なお至っておらず、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ことで、経済活動を支え、賃金が上昇しやすい環境を整えていく必要があるとの見解で一致した。何人かの委員は、現時点では、「物価安定の目標」の実現の観点から、需要や賃金の動向を見極めることが肝要であるとの見解を示した。一人の委員は、人手不足を背景とする経済・賃金構造の変化を後押しするため、現在の金融緩和を継続するべきであると述べた。

多くの委員は、マイナス金利やイールドカーブ・コントロールの枠組みの解除を検討するためには、賃金と物価の好循環を確認し、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せるようになる必要があると改めて指摘した。何人かの委員は、その見極めは、労使交渉での賃上げ率や各種指標といった特定の数値で行うものではなく、総合的な判断が必要になるとの見解を示した。また、見極めていく時期について、委員は、今後の各会合で、その時々 to 得られる様々なデータや情報に基づいて、判断していくことになるとの認識で一致した。この点に関し、何人かの委員は、現時点では、急いで利上げをしないとビハインド・ザ・カーブに陥ってしまうという状況にはないと考えられるとしたうえで、来春の労使交渉の動向をみてから判断しても遅くはないと述べた。このうちの一人の委員は、これまで賃金上昇率が物価上昇率に追いついてこなかったことを考えると、6年の賃上げが予想よりかなり上振れたとしても、そのことで、賃金と物価の循環が強まりすぎ、基調的な物価上昇率が2%を大きく上回ってしまうリスクは小さいとの見解を示した。別の一人の委員は、3年時点の米国とは異なり、現在のわが国では物価への強い上昇圧力は落ち着きつつあり、じっくりと賃金・物価動向を見極め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、前回会合でのイールドカーブ・コントロールの運用柔軟化により副作用が生じにくくなっていることも踏まえ、賃金と物価の好循環の強まりの見極めは、十分な余裕をもって行うことができるとの見方を示した。これに対して、別の何人かの委員は、出口を見据え、イールドカーブ・コントロールやマイナス金利政策について、その副作用や市場への影響も踏まえつつ、その在り方を検討していく必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現の確度は更に高まってきており、金融正常化のタイミングは近づいていると指摘したうえで、慎重に確認を重ねた結果、物価高が消費の基調を壊し、目標の実現を損なうリスクを避けるためにも、タイミングを逃さず政策の修正を図るべきであると述べた。

この委員は、物価が過度に上振れて、急激な金融引き締めが必要となるリスクは小さいが、そのリスクが顕在化した場合のコストは甚大であることも認識しておく必要があると付け加えた。

委員は、マイナス金利やイールドカーブ・コントロールの枠組みの解除を検討する際、どのような手段をどのような順序で用いるのが適当かについては、その時点での経済・物価・金融情勢を踏まえて判断していく必要があるとの認識を共有した。そのうえで、複数の委員は、「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至ったあとも、長期金利の不安定化を避けるための緩やかな枠組みは残しておくことも考え得ると指摘した。一人の委員は、マイナス金利の解除は、プラス圏での短期金利の引き上げとは異なる面があると指摘したうえで、必ずしも平成 28 年のマイナス金利導入時の逆の変化が起きるわけではないことも念頭に置きつつ、生じ得る影響を分析しておく必要があるとの見解を示した。この間、ある委員は、日本銀行は、多額の国債を保有し、市場の金利リスク量の多くを抱えるだけに、出口での政策運営能力への信認維持という観点からも、中央銀行のバランスシートや収益変化のメカニズムについて情報発信することが重要であると述べた。

ある委員は、経済・物価情勢が改善傾向にあることを踏まえると、今後、長期国債以外の資産買入れの取り扱いについても、市場への影響にも配慮しつつ検討すべきであるとの見解を示した。

委員は、やや長い目でみた政策運営についても議論を行った。複数の委員は、マイナス金利やイールドカーブ・コントロールの枠組みを解除したあとも、当面は大幅な金融緩和を継続していく可能性が高いとの見解を示した。このうちの一人の委員は、緩和度合いを幾分調整しつつ、緩和的な金融環境を持続していくことが重要であると指摘した。この点に関連し、一人の委員は、『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」という現在の政策運営方針は、一定の政策の修正を行っても目標の実現が見通せる場合には修正を許容するものであり、政策変更後に急速な金利引き上げ等を実施せねばならなくなるまで現在の政策を継続することを意味するわけではないと述べた。

これらの討議を踏まえ、委員は、今後の賃金・物価動向との関連を意識しながら、出口のタイミングやその後の適切な利上げのペース等について、引き続き議論を深めていくことが重要であるとの認識を共有した。

1月の会合において、委員は、現時点では、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を十分な確度をもって見通せる状況には、なお至っておらず、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ことで、経済活動を支え、賃金が上昇しやすい環境を整えていく必要があるとの見解で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の基調的な上昇率が「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていく見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっており、この先、賃金と物価の好循環を確認し、目標の実現が見通せる状況に至れば、マイナス金利を含む大規模金融緩和策の継続の是非を検討していくことになるとの認識を共有した。そうした中、何人かの委員は、既往の輸入物価上昇の価格転嫁のピークアウトが明確になる中で、物価上昇率が2%を大幅に上回って推移するアップサイドリスクは小さくなっており、賃金情勢等を見極める時間の余裕はあるとの見解を示した。

この間、複数の委員は、年初の能登半島地震の影響が不透明要因となっているが、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況は近づいているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、今後、1～2か月程度、事態の進展をフォローし、仮にマクロ経済に与える影響が大きくないことが確認できたならば、金融政策の正常化に向けた検討が可能な状況に至ったと判断できる可能性が高いとの見方を示した。そのうえで、この委員は、経済・物価情勢に応じて、時間をかけながらゆっくりと正常化の道を進めていくためには、その第一歩であるマイナス金利の解除に、適切なタイミングで踏み切る必要があり、その判断が遅れた場合には、2%目標の実現を損なうリスクや急激な金融引き締めが必要となるリスクがあると付け加えた。また、ある委員は、先行き海外の金融政策が利下げに向かうことになれば、わが国の金融政策の自由度が低下することもありうるとの見方を示した。この委員は、現在は金融政策変更の千載一遇の状況にあるが、先行き政策修正のタイミングを逸し、現行の政策を継続することになった場合、海外を中心とする次の回復局面まで副作用が継続する点も考慮に入れた政策判断が必要であると述べた。一人の委員は、賃金上昇を伴う物価上昇を持続的なものにするには、コア事業強化による企業の稼ぐ力の向上と顧客満足度の向上のための人

材価値を高める経営が必要であり、それらの進捗に注目したデータに基づいた判断が重要であるとの認識を示した。

委員は、今後、「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り、マイナス金利を含む大規模金融緩和策の継続の是非を検討する際、具体的に、どのような手段をどのような順序で用いるのが適当かについては、その時点での経済・物価・金融情勢を踏まえて判断していくことになるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、目標の実現が現実味を帯びてきていることも踏まえると、これらの政策を変更する際の留意点やその後の政策運営について、基本的な考え方を整理しておくことが重要との見解で一致した。多くの委員は、現時点での経済・物価見通しを前提とすると、先行きマイナス金利の解除等を実施したとしても、緩和的な金融環境は維持される可能性が高いという認識を示した。一人の委員は、これまでのきわめて緩和的な金融政策を小幅に修正したとしても、そのことで緩和的な金融環境が変わるわけではないことを示していく必要があると述べた。この点に関連し、ある委員は、昭和12年の米国不況の際には僅かな金融政策の変更で経済主体の行動が大きく変化したというエピソードを紹介したうえで、今後、政策の修正を考えていくうえでは、それが政策レジームの再転換と解釈されないようにする必要があると指摘した。この間、ある委員は、どのような順序で政策変更を進めていくかはその時の経済・物価・金融情勢次第であるものの、副作用の大きいものから修正していくことが基本となるとの見方を示した。

マイナス金利の解除について、ある委員は、マイナス金利導入前の状態に戻すとすれば、当座預金への付利金利を+0.1%とし、無担保コールレートは0~+0.1%の範囲での推移を促すこととなると指摘した。一人の委員は、自然利子率や予想物価上昇率を巡る不確実性を踏まえると、最終的な金利水準の到達点やそれに至るまでの金利パスについてあらかじめ見極めることは難しく、その時々々の経済・物価・金融情勢に応じて考えていかざるを得ないとの見方を示した。何人かの委員は、わが国の置かれた経済・物価情勢は、数年前に米欧が利上げ開始時点で直面していた環境とは大きく異なっており、わが国では、米欧のような急速な金融引き締めが求められているわけではないと指摘した。このうちの一人の委員は、海外の投資家等の中には、この点を巡る誤解もみられると付け加えた。

イールドカーブ・コントロールの枠組みについて、何人かの委員は、この枠組み

を撤廃するにせよ何らかの形で維持するにせよ、国債買入れは継続していくことになるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、その意味でイールドカーブ・コントロールとその後の国債買入れの運営は連続的なものであると指摘した。そのうえで、この委員は、変更の前後で不連続な形で金利が急激に上昇したりすることがないように、コミュニケーション・オペレーションの両面で工夫する必要があると述べた。一人の委員は、その際、より市場機能を活かすよう、国債買入れの運営を見直していくことが必要との見解を示した。別の一人の委員は、わが国では国債市場における日本銀行のプレゼンスがきわめて大きいことも考慮に入れて、市場に大きな混乱が生じないようにしていく必要があると指摘した。この点に関連し、一人の委員は、イールドカーブ・コントロールを見直していく際、長期金利の急上昇を抑制する一定の措置を検討していく必要があると述べた。この間、ある委員は、オーバーシュート型コミットメントについても検討が必要であるとの見解を示した。

ETFとJ-REITの買入れについて、何人かの委員は、大規模緩和の一環として実施してきたものであり、2%目標の持続的・安定的な実現が見通せるようになれば、買入れをやめるのが適当であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、新規の買入れをやめる場合であっても、保有しているETFの取り扱いについては、時間をかけて検討していく必要があるとの認識を示した。

こうした議論を踏まえ、委員は、①先行き、「物価安定の目標」の実現が見通せる状況に至れば、マイナス金利を含む大規模な金融緩和策の継続の是非を検討していくこと、②その際、各種緩和策の修正を行うとしても、現時点での経済・物価見通しを前提とすれば、緩和的な金融環境は継続する可能性が高いこと、③各種緩和策を修正する際には、市場動向にも配慮し、政策変更の前後で不連続な動きが生じないようにしていくことについて、総裁記者会見等の場において、対外的に示していくことが重要であるとの見解で一致した。

(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、7月会合以降、イールドカーブ・コントロールが柔軟に運用されるもとの、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。複数の委員は、7月のイールドカーブ・コントロールの

柔軟化以降、市場機能度に改善がみられているとの見方を示した。

そのうえで、多くの委員は、米国の長期金利上昇の影響等を受けて、わが国の長期金利に上昇圧力がかかっていると指摘した。複数の委員は、わが国における物価情勢も本邦長期金利を上押ししていく要因となる可能性があるとの見方を示した。ある委員は、最近の金利上昇は、昨年のような海外勢による投機的な動きによるものではなく、米国長期金利や国内の物価情勢次第では、長期金利が連続指値オペの金利水準である1%まで上昇することは十分にありうるとの認識を示した。また、一人の委員は、足もとでは物価上昇により投資家の金利目線が高まっていることから長期の資金調達に影響がみられ始めていると指摘した。この委員を含む多くの委員は、先行き、長期金利の厳格なコントロールを続けることによって、市場や企業金融に及ぼす副作用が大きくなりうるとの認識を示した。この間、何人かの委員は、予想物価上昇率が緩やかに上昇するもとで、実質金利は引き続き低位で推移しており、金融緩和効果は十分に保たれているとの見解を示した。

これらの議論を踏まえ、大方の委員は、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、今後の情勢変化に応じて、金融市場で円滑な長期金利形成が行われるよう、イールドカーブ・コントロールの運用において、柔軟性を高めておくことが適切との見方を共有した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールでは、元来、連続指値オペを使わず、主として量の調節で金利操作をしてきたと指摘したうえで、現在の状況を踏まえると、昨年春以降の連続指値オペによる厳格な対応をさらに柔軟化することが適切ではないかとの見解を示した。別の一人の委員は、連続指値オペにより長期金利を厳格に抑制し続ける場合、市場機能や市場のボラティリティの面で大きな副作用が発生するリスクが高くなっていると指摘した。ある委員は、昨年12月以降イールドカーブのコントロールの程度を少しずつ弱めてきているが、実質金利が非常に低く緩和効果が十分保たれていることも踏まえると、この段階での緩和効果と副作用のバランスとしては、運用を柔軟化することが適切であるとの見解を示した。また、複数の委員は、現段階でイールドカーブ・コントロールの運用をさらに柔軟化することは、投機的な動きを生じにくくすることにより、この枠組みの耐性向上にも繋がるとの認識を示した。一人の委員は、イールドカーブ・コントロールの柔軟化は、出口までの間、副作用の発現を抑制し、金融緩和を効果的に継続するため、そして、将来の出口以降は、金融緩和を維持しつつ、円滑に金融正常化を進めるうえで、大きくプラスであるとの

見方を示した。この委員は、柔軟化に当たっては、金利の急激な変動を避けつつも、できるだけ市場に金利形成を委ね、流動性の確保・回復を図ることが重要と指摘した。別のある委員も、市場機能を重視した価格形成や債券市場の流動性改善を意識する必要があると述べた。この間、一人の委員は、物価上昇を上回る賃上げが実現するかはまだ不透明であり、このタイミングでイールドカーブ・コントロールを修正すると、金融引き締めと受け止められる可能性があるとして述べた。そのうえで、この委員は、賃金と物価の好循環を実現するチャンスを手放さないよう、当面は辛抱強く現在の金融緩和を続けることが適当と付け加えた。

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さらなる柔軟化について、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さらなる柔軟化について、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。
 - ・ 長期金利の上限は、1.0%を目途とする。
 - 現行の「±0.5%程度」の「変動幅の目途」は廃止する。
 - 毎営業日実施する形での連続指値オペによる厳格な金利上限の抑制は行わない。
 - ・ 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。
 - 指値オペの利回りは、金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する。
- ・ 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。
 - ・ 現行の大規模な国債買入れを継続する。
 - ・ 長期金利の厳格な上限は設定しないが、長期金利への上昇圧力が高まる場合には、機動的に、国債買入れ（増額や臨時オペ）や指

値オペ、共通担保資金供給オペなどによって対応する。

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さらなる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、長期金利の上限の引き上げは、市場参加者の金利目線を引き上げてしまう可能性があるため適当ではなく、むしろ1%を上限の「目途」としたうえで、上限に近づけば機動的に買入れを増やしていく運用が適切であると述べた。そのうえで、委員は、1%の上限の目途のもとで、長期金利が1%を大幅に上回って推移することは想定されないとの認識を共有した。

委員は、今回の措置の情報発信についても議論を行った。何人かの委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組みのもとで、粘り強く金融緩和を継続していく方針であることを強調していく必要があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、市場において無用の憶測を生じさせないためには、日本銀行の政策判断は、経済・物価の見通しに基づいて行っていることを対外的にしっかりと説明することが重要と指摘した。この委員は、日本銀行が市場金利の変動を追認する形で政策を決定していると受け止められ、投機的な取引を助長することは避ける必要があると付け加えた。この間、一人の委員は、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せるかは今後の賃金動向等の見極め次第ではあるが、今回の対応案や7月の柔軟化が、出口へ繋がりうる点を強く否定するべきではないと述べた。これに対して、ある委員は、今回の措置に、イールドカーブ・コントロールやマイナス金利の撤廃に向けた準備という意図はない点は、明確に示す必要があると述べた。別の一人の委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組みにおいて、予想物価上昇率の上昇に応じてその運用を調整していくことは、将来のスムーズな移行に資するものであるが、それは結果論であり、昨年12月以降の対応はあくまで枠組みの中で緩和を続けるための措置であると述べた。別のある委員は、低金利が続いてきただけに、将来の出口を念頭に、「金利の存在する世界」への準備に向けた市場への情報発信を進めることが重要であると述べた。また、この委員は、出口に向けた予見可能性を示す観点から、日本銀行の政策への考え方について丁寧にコミュニケーションしていくべきであると付け加えた。

12月の会合において、委員は、前回会合でさらに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のもとで、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。一人の委員は、前回会合で決定した柔軟化について、長期金利が比較的安定して推移し、イールドカーブもスムーズとなっていることなどを踏まえると、所期の効果を達成していると評価した。ある委員は、この間実施された国債買入れ額の減額について、市場からは、流動性の回復に資するものと評価する声が多く聞かれると述べた。

1月の会合において、委員は、前回会合で決定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。

ロ. 金融政策の枠組みの見直し

(金融政策運営の基本的な考え方)

3月の会合において、多くの委員は、最近のデータやヒアリング情報からは、賃金と物価の好循環の強まりが確認されてきており、先行き、「展望レポート」の見通し期間終盤にかけて、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断することが適当であるとの評価を共有した。そのうえで、多くの委員は、これまでの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策といった大規模な金融緩和は、その役割を果たしたと考えられ、金融政策の枠組みの見直しを検討することが適当であるとの認識を共有した。一方、ある委員は、わが国では、米欧のような賃金インフレに陥るリスクは低く、中小企業の賃上げ分の価格転嫁が進むような産業構造への変化等を促し、それを確認する時間的余裕があると指摘した。また、この委員は、大企業に関係するETF買入れや貸出増加支援資金供給等以外の緩和策は、短観や支店長会議等で中小企業の賃上げ余力が高まる蓋然性を確認してから見直すことが適当との見方を示した。別の委員は、現時点で金融政策の枠組み全体を見直すと経済・物価情勢を反映しない形での政策変更期待が高まり、金融環境が引き締まる可能性があるとして述べたうえで、そうした場合には、好循環のモメンタムが損なわれることで、「物価安定の目標」の実現が遅れるリスクがあると指摘した。

(金融政策の枠組みの見直し)

3月の会合において、多くの委員が金融政策の枠組みの見直しの検討が適当との見方を示したことを受けて、委員は、それぞれの政策手段等の見直しの方向性について議論を行った。

短期金利について、何人かの委員は、政策金利を無担保コールレート（オーバーナイト物）としたうえで、それを0～0.1%程度で推移するよう促すことが適当であるとの見解を示した。複数の委員は、こうした状況を実現するため、補完当座預金制度の三層構造を廃止したうえで、付利金利として0.1%を適用することが考えられると述べた。一人の委員は、こうしたもとでは、日本銀行の当座預金取引先である付利先とそうではない非付利先との間を中心に資金取引が行われることとなり、短期の市場金利が0～0.1%程度で推移することが期待されるほか、短期金融市場の機能は維持されるとの見方を示した。ある委員は、短期金利の上昇幅は0.1%程度にとどまるため、实体经济への影響は小さいと考えられると述べた。一方、一人の委員は、マイナス金利政策の解除を長短金利操作の廃止と同時に行うことは、長期金利を含む金融環境に非連続的な変化をもたらすリスクがあると懸念を示した。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、多くの委員は、その枠組みを見直すことが適当であるとの見解を示した。これらの委員は、長期金利は金融市場において形成されることが基本となるとの見方を共有した。そのうえで、多くの委員は、長期国債の買入れについて、不連続な変化が生じないように、当面、これまでと同程度の金額で買入れを継続するとともに、長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に対応することが適当との認識を共有した。何人かの委員は、こうしたもとの、本行国債保有残高が高水準で推移するため、その緩和効果は引き続き作用するが、今後は、国債買入れは、能動的な金融政策手段としては用いないことが考えられると述べた。このうちの一人の委員は、国債の買入れは、長期金利の急変動を避けるという観点から行うこととし、その中で、市場の流動性を回復しつつ、できるだけ市場に金利形成を委ねていくことが大切であるとの見方を示した。別の委員は、これまでの市場機能に副作用を及ぼしてきた政策対応を見直し、市場が自律的に機能する局面への転換が必要であると述べた。ある委員は、長期国債の買入れの調整は、急激な市場変動を避ける観点から時間をかけて対応することが適当であり、その間に債券市場の参加者が拡大することを期待するとの見解を示した。実際の国債の買入れ額については、何人かの委員は、上下

に多少の変動幅をもつ形で、調節部署が市場の状況に応じて柔軟に決めていくべきであると指摘した。このうちの一人の委員は、例えば上下に1～2兆円程度の幅をもって対応していくことが適当であるとの見解を示した。この間、何人かの委員は、将来的には、いずれかのタイミングで国債の買入れ額を減額し、国債保有残高も償還に伴い縮小させていくことが望ましいとの見解を示した。

長期国債以外の資産の買入れについて、大方の委員は、ETFやJ-REITは、大規模な金融緩和の一環として実施してきたものであり、先行き、「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至れば、新規の買入れを終了することが適当であるとの見解を示した。ある委員は、最近の買入れをほとんど実施していない点を踏まえると、買入れを終了しても、その影響は限られるとみられると付け加えた。また、一人の委員は、保有するETF等の取り扱いについては、時間をかけて、別途検討していく必要があると指摘した。CP・社債等の買入れについては、多くの委員は、現状、買入れが続いているため、不連続な変化を避けつつ、終了していくことが望ましいとの見方を示した。複数の委員は、買入れ額の段階的な減額という形で経過措置を設けることが適切との見解を示した。

貸出増加支援資金供給等について、何人かの委員は、今後も金融緩和効果を円滑に浸透させるために継続することが適当だが、貸付条件等については見直すことが適当であるとの認識を示した。ある委員は、現在の経済・物価情勢を踏まえると、0%の固定金利で4年間という貸付条件は、資金供給の利用を促すインセンティブとして大き過ぎるとの見方を示した。また、別の委員は、貸出増加額の2倍の資金供給を受けられる仕組みについては、終了することが望ましいと述べた。

この間、委員は、マネタリーベースの残高に関するオーバーシュート型コミットメントについては、その要件を充足したとの認識を共有した。ある委員は、生鮮食品を除く消費者物価の前年比が約2年にわたって2%を上回る中、「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った時点で要件を充足したと判断できるとの見解を示した。

これらの議論を踏まえ、多くの委員は、今後の金融政策運営の枠組みについて、引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観

点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していくことが望ましいとの見方を共有した。そのうえで、委員は、大規模な金融緩和からの移行が金融市場に及ぼす影響について議論を行った。ある委員は、非伝統的政策手段の総動員から、短期金利の操作を主たる政策手段とする通常の枠組みに移行することは、短期的なショックを起こさずに十分可能であり、中長期的にはプラスの効果も期待できるとの見方を示した。別の一人の委員は、これまでに柔軟化されたイールドカーブ・コントロールの運営のもとで長期金利が安定して推移していることや、これまでの情報発信を踏まえると、今回の措置によって金融市場で大きな変動が起こる可能性は低いと述べた。また、別の委員は、大規模金融緩和を上手に手仕舞いしていくことが重要であり、そのためには、今回、金融正常化のスタートラインに立つことが適当と述べた。

先行きの金融政策運営について、委員は、経済・物価動向次第であるが、現在の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えられるとの認識を共有した。何人かの委員は、わが国では中長期的な予想物価上昇率が2%に向けて上昇していく過程にあり、今回の見直しも、米欧のような金融引き締め局面への転換とは異なると指摘した。何人かの委員は、金融緩和から急速な利上げに転換したとの誤解が広がることのないよう、丁寧な情報発信が重要との見方を示した。このうちの一人の委員は、今回の金融政策の枠組みの見直しが、金融引き締めへのレジーム転換ではなく、あくまで「物価安定の目標」の実現に向けた取り組みの一環である点を、各種コミュニケーションによって明確に伝えていくことが重要であると指摘した。この間、何人かの委員は、先行きの短期金利は、その時々々の経済・物価情勢に応じて適切に設定していくことを、現時点では緩和的な金融環境が継続するとみていることとのバランスを取りながら、情報発信していくことが重要との見解を示した。別の委員は、経済・物価情勢に応じて、時間をかけてゆっくりと、しかし着実に金融正常化を進めることが適当であるとの見解を述べた。また、何人かの委員は、現時点では大きなリスクではないものの、経済主体の期待の非連続的な変化などによって、物価が上振れることもあり得ると指摘した。このうちの一人の委員は、今回の対応によって、こうしたリスクが顕在化した際も、より柔軟に対応しやすくなる面があると述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、金融政策の枠組みの具体的な見直し方法について、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。

- まず、短期金利の操作を主たる政策手段とする枠組みへの移行について、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 「金融市場調節方針」として、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%程度に設定する。
 - この方針を実現するため、当座預金（除く所要準備額）に0.1%の付利金利を適用する。調節方針および付利金利は翌営業日（3月21日）から適用する。
 - なお、4年9月以降、金額無制限で実施してきた共通担保資金供給オペについては、今後は、金融市場の状況を踏まえ、適宜の金額で実施する。
 - ・ 長期国債の買入れは、これまでと概ね同程度の金額で継続する。ただし、長期金利が急激に上昇する場合は、毎月の買入れ予定額にかかわらず、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。
 - 実際の買入れは、従来同様、ある程度の幅をもって予定額を示すこととし、市場の動向や国債需給などを踏まえて実施する。
 - ・ E T F および J - R E I T は、新規の買入れを終了する。
 - ・ C P 等および社債等は、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに終了する。
 - ・ 貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペは、貸付利率0.1%、貸付期間1年で実施する。貸出増加支援資金供給の資金供給額は、貸出増加額と同額までとする。
- また、先行きの政策運営等について、以下の記述を行うことが考えられる。
 - ・ 引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて、適切に金融政策を運営する。
 - ・ 現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている。

執行部の説明に対し、多くの委員は、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。この間、ある委員は、今回の政策枠組みの見直しも踏まえつつ、過去四半世紀の金融政策の在り方を幅広く振り返ることが必要であり、現在行われている多角的レビューを将来の政策に活かしていくことも重要であると指摘した。

以上の議論を踏まえ、金融市場調節方針について、多くの委員は、以下のとおりとすることが適当であるとの見解を示した。

「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。」

長期国債の買入りに関して、大方の委員は、以下のとおりとすることが適当であるとの見解を示した。

「これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入りを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、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。」

これらに対し、ある委員は、主として大企業に関係するETF買入れ等の終了には賛成であるが、「物価安定の目標」の実現を確実にするために、マイナス金利政策および長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みについては、大企業の改革成果の波及を通じた中小企業の「稼ぐ力」と賃上げ余力の高まりを確認するまで継続すべきとの意見を述べた。別のある委員は、金融環境に不連続な変化をもたらすリスクを避ける観点から、長短金利操作とマイナス金利政策の同時撤廃は避けるべきであり、今回はマイナス金利政策を維持することが妥当であるとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入りに関して、委員は、ETFおよびJ-REITについて、新規の買入れを終了することが適当であるとの認識を共有した。また、委員は、CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了することが適当であるとの認識を共有した。

貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱いに関して、委員は、貸出増加支援

資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施すること、貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとすること、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の基本的な考え方について、委員は、引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営するとの考え方で一致した。また、委員は、現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続するとの見方で一致した。

ハ. 金融政策の多角的レビュー

10月から3月の各会合では、金融政策の多角的レビューに関して、それぞれ、中央銀行の財務と金融政策運営（10月）、過去25年の経済・物価情勢の振り返り（12月）、非伝統的金融政策の効果と副作用（1月）、ならびに非伝統的金融政策が金融市場に与えた影響および過去25年の金融仲介活動の振り返り（3月）について、執行部から報告を行い、それを踏まえ、委員は議論を行った¹⁹。

¹⁹ 執行部からの報告および委員の議論の詳細はⅢ. 3. 金融政策決定会合議事要旨を参照。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

5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、①貸出増加支援資金供給の延長、②金融政策の枠組みの見直しに伴う諸措置である。

イ. 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。

ロ. 金融政策の枠組みの見直しに伴う諸措置

3月の会合において、金融政策の枠組みの見直しに伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和5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等（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、3月の会合までは、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。3月の会合において金融市場調節方針を変更した後、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）は、金融市場調節方針の誘導目標である「0～0.1%程度」の範囲で推移した。また、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、585.6兆円となった。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37.2兆円、6,659億円、2.2兆円、6.1兆円となった。「貸出増加支援資金供給」の3月末時点の残高は、78.3兆円となった。「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2.9兆円、米ドル特則分については164億米ドルとなった。「気候変動対応オペ」の3月末時点の残高は、8.2兆円となった。「被災地金融機関支援オペ」の3月末時点の残高は、1,001億円となった。「共通担保オペ」の3月末時点の残高は、18.5兆円となった。「国庫短期証券買入オペ」の3月末時点の残高は、2.0兆円となった。

(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
4年									
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
10月末	5,922,762	24,184	64,439	371,862	6,565	25,769	168,317	0	0
11月末	5,975,472	24,972	63,362	371,862	6,563	25,177	167,616	0	0
12月末	5,884,102	22,875	60,416	371,862	6,563	18,594	173,878	0	0
6年									
1月末	5,929,817	24,819	60,654	371,862	6,563	19,155	169,708	0	0
2月末	5,967,164	26,307	61,098	371,862	6,561	20,532	168,378	0	0
3月末	5,856,168	22,109	60,727	371,862	6,659	20,475	184,725	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
4年								
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
10月末	1,001	-	62,648	39,647	16,078	702,255	0	0
11月末	1,001	-	62,648	39,647	16,708	702,255	0	0
12月末	1,001	-	62,648	30,589	16,426	730,665	0	0
6年								
1月末	1,001	-	81,666	30,589	16,426	730,665	0	0
2月末	1,001	-	81,666	30,589	16,426	730,359	0	1
3月末	1,001	-	81,663	28,711	16,370	782,979	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 売出 オペ	国債 補充 供給	米ドル オペ用担保 国債供給	
4年						
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
10月末	0	0	0	52,950	0	6,772,899
11月末	0	0	0	39,925	2	6,698,450
12月末	0	0	0	41,783	0	6,730,470
6年						
1月末	0	0	0	36,237	2	6,700,767
2月末	0	0	0	36,726	2	6,645,586
3月末	0	0	0	42,586	0	6,867,871

(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6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、756.4兆円（前年比+2.9%）となった（図表41）。

資産をみると、長期国債は、585.6兆円（前年比+1.6%）となった。貸付金は、後述の貸出支援基金による貸付等を通じた資金供給の増加により、107.9兆円（前年比+14.3%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、561.2兆円（前年比+2.2%）となった。また、発行銀行券、政府預金は、それぞれ120.9兆円（前年比-0.9%）、15.7兆円（前年比+0.7%）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%

	5年3月末	5年9月末	6年3月末
(資産)			
国債	581.7 (10.6)	586.9 (7.6)	589.7 (1.4)
[うち長期国債]	576.2 (12.7)	584.6 (9.0)	585.6 (1.6)
[うち短期国債]	5.5 (-63.2)	2.3 (-74.9)	4.0 (-26.4)
コマーシャル・ペーパー等	2.1 (-15.6)	2.3 (-10.7)	2.2 (4.1)
社債	8.0 (-6.7)	6.7 (-19.2)	6.1 (-24.2)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	0.3 (-33.4)	0.2 (-38.8)	0.2 (-44.0)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	37.0 (1.3)	37.1 (0.6)	37.2 (0.4)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.7 (0.1)	0.7 (-0.1)	0.7 (-0.1)
貸付金 ^(注4)	94.4 (-37.7)	95.5 (19.2)	107.9 (14.3)
外国為替	9.1 (9.7)	10.3 (6.0)	10.7 (17.8)
資産計	735.1 (-0.2)	741.5 (8.1)	756.4 (2.9)
(負債・純資産)			
発行銀行券	122.0 (1.7)	120.6 (0.4)	120.9 (-0.9)
当座預金	549.1 (-2.5)	547.2 (11.0)	561.2 (2.2)
政府預金	15.6 (19.7)	15.4 (-28.0)	15.7 (0.7)
売現先勘定	5.4 (5.8倍)	4.8 (75.6)	4.3 (-20.7)
負債・純資産計	735.1 (-0.2)	741.5 (8.1)	756.4 (2.9)

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

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

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

(注4) 共通担保オペ、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83.6兆円となった(図表42)。このうち、成長基盤強化支援資金供給は5.3兆円、貸出増加支援資金供給は78.3兆円となった。

(図表42) 貸出支援基金の残高

— 億円

	5年3月末	5年9月末	6年3月末
成長基盤強化支援資金供給 ^(注)	71,490	64,605	53,483
貸出増加支援資金供給	650,943	702,255	782,979
合計	722,433	766,860	836,462

(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。

5年度下期中に償還期限が到来した長期国債のうち2.0兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。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。