

### 3. 金融政策決定会合議事要旨 (令和5年10月30、31日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2023年10月30日(14:00～15:54)  
10月31日(9:00～12:20)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

|    |       |         |
|----|-------|---------|
| 議長 | 植田和男  | (総 裁)   |
|    | 氷見野良三 | (副 総 裁) |
|    | 内田眞一  | ( 〃 )   |
|    | 安達誠司  | (審議委員)  |
|    | 中村豊明  | ( 〃 )   |
|    | 野口 旭  | ( 〃 )   |
|    | 中川順子  | ( 〃 )   |
|    | 高田 創  | ( 〃 )   |
|    | 田村直樹  | ( 〃 )   |

4. 政府からの出席者：

|     |      |           |
|-----|------|-----------|
| 財務省 | 坂本 基 | 大臣官房総括審議官 |
| 内閣府 | 井上裕之 | 内閣府審議官    |

(執行部からの報告者)

|             |                       |
|-------------|-----------------------|
| 理事          | 清水季子                  |
| 理事          | 貝塚正彰                  |
| 理事          | 高口博英                  |
| 理事          | 清水誠一                  |
| 企画局長        | 正木一博                  |
| 企画局審議役      | 飯島浩太 (30日15:13～15:54) |
| 企画局政策企画課長   | 長野哲平                  |
| 金融機構局長      | 中村康治                  |
| 金融市場局長      | 藤田研二                  |
| 調査統計局長      | 大谷 聡                  |
| 調査統計局経済調査課長 | 永幡 崇                  |
| 国際局長        | 神山一成                  |

(事務局)

|           |                       |
|-----------|-----------------------|
| 政策委員会室長   | 倉本勝也                  |
| 政策委員会室企画役 | 木下尊生                  |
| 企画局企画調整課長 | 土川 颯 (30日15:13～15:54) |
| 企画局企画役    | 安藤雅俊                  |
| 企画局企画役    | 丸尾優士                  |
| 企画局企画役    | 長田充弘                  |

## I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節の運営としては、前回会合（9月21、22日）で決定された金融市場調節方針<sup>（注）</sup>および長短金利操作の運用方針に従って、国債買入れ等を行った。この間、買入れを行う利回り水準を1.0%として、10年物国債を対象とする固定利回り方式による国債買入れ（指値オペ）のほか、チーペスト銘柄を対象とする指値オペを毎営業日実施した。また、機動的に、臨時の国債買入れや、金利入札方式による貸付期間5年の共通担保資金供給オペを実施した。こうした調節運営のもと、長期金利は金融市場調節方針と整合的に推移したほか、イールドカーブの形状は、引き続き総じてスムーズとなっている。

前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、ETFやJ-REIT、CP・社債等の買入れを運営した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは-0.064~-0.010%程度、GCレポレートは-0.551~-0.094%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、幾分低下した。

わが国の株価（TOPIX）は、下落した。長期金利（10年物国債金利）は、米国の長期金利上昇などを受けて上昇し、0.725~0.880%程度で推移している。なお、国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で、引き続き総じて悪化した状態にあるものの、改善方向の動きが続いている。為替相場をみると、米国の長期金利の大幅な上昇に伴い日米金利差が拡大するもとで、円の対ドル相場は、円安方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、円安方向の動きとなった。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、回復ペースが鈍化している。米国経済は、FRBによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、ECBによる利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減

---

<sup>（注）</sup> 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。

速が続いている。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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、内需の緩やかな改善が続いているものの、輸出が減速しており、総じてみれば改善ペースが鈍化している。

先行きの海外経済は、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。その後は、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と考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性がきわめて高い。

海外の金融市場をみると、米国では、長期金利は、F R Bの金融引き締めによる長期化や米国債の需給悪化が意識されるもとで、大幅に上昇し、株価は、業績改善期待からハイテク関連銘柄が上昇したものの、長期金利の上昇が重石となり、全体としては小幅に下落した。欧州の長期金利も、米国に連れて上昇した。また、欧州株価は、軟調な企業決算や中東情勢の緊迫化などが嫌気され、下落した。この間、新興国通貨は、米国金利上昇を受けて、幅広い国で下落した。原油価格は、中東情勢が緊迫化する中でも、一部産油国が原油市場の安定に向けたスタンスを示したことや、米国の原油在庫増加などが材料視され、期間を通じてみれば下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかに回復している。先行きについては、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。

輸出や生産は、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ており、先行きも、当面は同様の動きが続くとみられる。その後は、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。

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。先行きの設備投資は、企業収益が全体として高水準を維持するもとで、増加を続けると予想される。

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。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、8月までは、月々の振れを伴いつつも増加傾向にある。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、9月以降の個人消費は、所得環境が改善する中で、ペントアップ需要にも支えられ、緩やかな増加傾向を続けているとみられる。消費者マインドも、所得増を受けて改善した状態が続いている。先行きも、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がった貯蓄にも支えられて、緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。非正規雇用は、経済活動が正常化するもとで、卸・小売や対面型サービス業などを中心に緩やかな増加傾向にある。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復と春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加している。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、物価上昇率の低下もあって、マイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価の3か月前比は、既往の資源高の影響が徐々に和らぐ中、燃料油補助金の拡大もあって、横ばい圏内の動きとなっている。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。先行きの消費者物価（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。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

資金需要面をみると、既往の原材料コスト高に起因した運転資金需要が高水準で推移する中、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、良好な

発行環境となっている。企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3%台前半となっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、2%程度となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増加している。

この間、マネタリーベースの前年比は、5%台半ばとなっている。マネーストックの前年比は、2%台半ばとなっている。

### (3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、貸出金利息や手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。この間、信用コストは、総じてみれば低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

地域銀行の収益は、投信解約益の剥落などから前年に比べて減少しているものの、貸出残高の増勢が続くもとで、堅調に推移している。この間、信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全14指標が、過熱でも停滞でもない状態となっている。企業向け与信に関する指標は高めの水準にあるが、これは、手元資金を厚めに確保しようとする企業の行動を主な要因としており、金融活動の過熱感を表すものとはみられない。ただし、金融機関与信が実体経済活動から大きく乖離することがないか、引き続き注視する必要がある。

## II. 金融政策の多角的レビューに関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

### 1. 執行部からの報告

金融政策の「多角的レビュー」の一環として、中央銀行の財務と金融政策運営に関する基本的な考え方を整理した調査論文を作成している。

同論文では、①中央銀行のバランスシートと収益構造、②中央銀行のバランスシートの拡大と縮小が収益等に与えるメカニズム、③中央銀行の財務を巡る議論、④海外中央銀行の最近の状況についてレビューしたうえで、⑤中央銀行の財務と金融政策運営に関する基本的な考え方を整理する。具体的には、中央銀行の財務と金融政策運営に

関する基本的な考え方は、次のように整理することができる。

- ・ 管理通貨制度のもとで、通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保される。そうした前提のもとで、中央銀行は、やや長い目でみれば、通常、収益が確保できる仕組みとなっているほか、自身で支払決済手段を提供することができる。したがって、一時的に赤字または債務超過となっても、政策運営能力に支障を生じない。ただし、いくら赤字や債務超過になっても問題ないということではない。中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下に繋がるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。

同論文は、年内に对外公表することを展望しているほか、12月に予定している「多角的レビュー」に関する第1回ワークショップにおいて、有識者との意見交換を行っていく考えである。

## 2. 委員会の検討

委員は、執行部からの報告を踏まえ、中央銀行の財務と金融政策運営に関する基本的な考え方等について議論した。

中央銀行の財務と金融政策運営の関係について、委員は、執行部の整理した基本的な考え方のもとで、引き続き、財務の健全性にも留意しつつ、適切な政策運営に努めていくことが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、先行き日本銀行の収益が一時的に下押しされる可能性はあるが、そのことは、日本銀行が物価安定実現のために適切な金融政策を行っていくうえで制約にならないことを、対外的に分かりやすく説明していくことが重要であるとの見方を示した。複数の委員は、中央銀行には通貨発行益が発生することや自身で支払決済手段を提供できることなど、中央銀行の財務と民間金融機関・事業会社の財務との間では違いがある点についても、丁寧に説明していくべきであるとの見解を述べた。このうちの一人の委員は、米欧等の中央銀行では、金利引き上げによって収益や資本が減少しているが、そのことが金融政策運営に影響を及ぼしていないと付け加えた。また、この委員は、大規模金融緩和の政策評価は、中央銀行の収益への影響だけでなく、経済・物価全体への効果を踏まえてなされるものであると指摘した。複数の委員は、中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じることを避ける観点からも、こうした基本的な考え方をこの段階で取り纏めて公表していくこと

は、非常に重要であるとの見方を示した。別の複数の委員は、先行きの適切なタイミングで、より具体的な説明を行っていくことも考えられるのではないかと指摘した。

### Ⅲ．金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

#### 1．経済・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、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意識されるもとで、市場センチメントは慎重化しているとの認識で一致した。多くの委員は、米国長期金利の急上昇について触れ、今後の動向を注視していく必要があるとの見方を示した。一人の委員は、新興国では証券投資フローの流出が続いており、よくみていく必要があると述べた。

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、各国・地域間のばらつきが大きくなってきているとの見解を示した。

米国経済について、委員は、F R Bによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移しているとの認識で一致した。何人かの委員は、米国の経済指標は総じて底堅く、ソフトランディング期待が高まっているが、なお情勢は不透明であると指摘した。

欧州経済について、委員は、E C B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ているとの認識を共有した。複数の委員は、G D P統計やP M Iなどの経済指標は弱めであり、経済の停滞感がみられているとの見方を示した。

中国経済について、委員は、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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられるとの見方を共有した。複数の委員は、中国政府は財政政策によって経済を支えていく姿勢をやや強めつつあるとの見解を示した。一方、別のある委員は、不動産市場の低迷や米中対立等を受けて、成長期待が低下し、家計や民間企業の支出抑制志向が強まっていく可能性があるとの指摘した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、内需の緩やかな改善が続いているものの、輸出が減速しており、総じてみれば改善ペースが鈍化しているとの認識を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、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

準で推移しており、外部資金の調達環境も良好な状態にあるという見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・物価情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、緩やかに回復しているとの認識で一致した。一人の委員は、海外経済の下押し圧力は続いているものの、低水準の実質金利や高水準の収益のもとで企業の投資意欲は底堅く、非製造業の業況や個人消費も回復傾向にあるなど、改善傾向が続いているとの認識を示した。別のある委員は、物価上昇による消費の下押しはみられるが、需要は底堅さを増しているとの見方を示した。

輸出や生産について、委員は、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ているとの認識を共有した。ある委員は、インバウンド需要拡大や円安による輸入品の国内代替もあり、純輸出は拡大基調にあると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が全体として高水準で推移するもとで、緩やかに増加しているとの認識で一致した。一人の委員は、短観の設備投資計画は高い伸びとなっており、企業の成長期待が高まっている可能性があるとして述べた。ただし、この委員は、短観における大企業製造業の需給判断 D I は国内向け・海外向けともに弱めとなっていることの影響を懸念していると付け加えた。また、ある委員は、設備投資計画は昨年度に続き強いものの、実績は伸び悩んでおり、その背景には、I T や機械等のアジア諸国からの需要の弱さや、外部環境の不確実性の高さがあるとみられるとの認識を示した。

個人消費について、委員は、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との認識で一致した。ある委員は、物価上昇による消費者の生活防衛的な行動は強まっているが、先行きの賃金上昇期待や企業の様々な販売促進策が支えとなって、個人消費は底堅く推移しているとの見方を示した。一人の委員は、低価格帯商品への需要シフトがみられる一方、高額な高付加価値品の需要は堅調であり、全体としては、緩やかかつ安定的な増加トレンドに復しているとの見方を示した。別のある委員は、足もとマインド指標などでは弱めの指標もみられるだけに、物価高の影響やペントアップ需要の持続性について、注視していく必要があると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。



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2%台後半となっているとの認識で一致した。委員は、足もとの物価上昇率は、7月時点における想定よりも上振れているとの認識を共有した。その背景として、多くの委員は、既往の輸入物価上昇を起点とした価格転嫁の影響が想定よりも強まっていると指摘した。このうちの一人の委員は、4月以降の物価見通しの上振れは、値上げ頻度やその幅など、企業の価格改定の想定以上の広がりによるものであると指摘したうえで、コロナ禍からの経済回復や賃金上昇期待が個人消費を支え、企業の価格転嫁を後押ししているとの認識を示した。この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの見方で一致した。一人の委員は、家計や企業の予想物価上昇率指標のほか、市場参加者・エコノミストの指標でも上昇が確認されており、全体として上昇しているとの見方を示した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

2023年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、わが国経済について、当面、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、その後については、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中で、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、コストプッシュによる価格転嫁の影響が一巡していくもとの、個人消費が徐々に持ち直し、国内経済は緩やかに回復していくとの見方を示した。別の一人の委員は、これまでは行動制限下で積み上がってきた貯蓄とペントアップ需要が個人消費を支えてきたが、今後は、家計所得が増加するかが重要であり、来春の賃上げ動向が鍵を握ると述べた。この間、一人の委員は、日本経済の成長率を高めるには、新たな市場を創造し、成長をリードするスタートアップの成長と資金調達環境改善が重要であるとの見解を示した。

わが国の輸出や生産について、委員は、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・地域ごとにはばらつきを伴いつつ緩やかに成長していくもとの、増加基調

に復していくとの見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けるとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善基調をたどるもとで、緩和的な金融環境が下支えとなる中、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、増加を続けるとの見方で一致した。

個人消費について、委員は、当面、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の見方で一致した。また、その後についても、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、個人消費は緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。

雇用者所得について、委員は、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中で、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の見方を共有した。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し、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ることから、雇用者所得は増加を続けるとの見方を共有した。この点に関連して、一人の委員は、持続的な賃金上昇や成長と分配の好循環には、改革の遅れている先がみられる中小企業を中心に、企業の稼ぐ力を強化し、賃上げ余力を高める必要があり、上場企業の中間決算発表での業績見通しの上方修正規模や、中小企業への波及拡大に注目していると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、本年7月の展望レポート時点と比べると、2023年度が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が、先行きの景気展開に対する基本的な見方に変化はないとの認識を共有した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、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、その後、2025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の見方で一致

した。また、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の見方を共有した。

委員は、こうした中心的な物価の見通しを、本年7月の展望レポート時点と比べると、2023年度は、政府の経済対策がエネルギー価格を押し下げる一方、価格転嫁が想定を上回って進んでいることなどから、幾分上振れており、また、2024年度は、このところの原油価格上昇の影響や経済対策による押し下げの反動等から、大幅に上振れているとの認識を共有した。一人の委員は、消費者物価の上昇率は低下しつつあるものの、企業による価格転嫁の動きが想定以上に広がったことから、その低下幅は予想よりも緩やかであると指摘した。別のある委員は、短観からみた企業の販売価格の見通しは、引き続き強いとの見方を示した。この間、一人の委員は、来年度の物価見通しの上方修正には、政府のガソリン・電気・ガス代の負担緩和策の効果が来春に剥落すると想定していることが影響していると述べた。

委員は、見通し期間終盤にかけて、基調的な物価上昇率が2%に向けて高まっていくとの見通しが実現するには、賃金と物価の好循環が強まっていくことが必要との見方を共有した。そのうえで、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が、先行きの不確実性は高く、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、なお至っていないとの認識で一致した。ある委員は、2%の持続的・安定的な実現には、コストプッシュがなくなった後も、自律的に賃金と物価の好循環が回り続けることが必要であると指摘した。一人の委員は、企業は、①輸入物価の転嫁、②賃上げ、③人件費の転嫁、④価格戦略の多様化・商品の高付加価値化、を組み合わせ、賃金・価格設定に取り組んでいるが、どの要素も依然まだら模様であり、物価の基調については引き続き注意深く見極めていく必要があると述べた。この間、別のある委員は、予想物価上昇率や基調的な物価上昇率の動きも踏まえると、「物価安定の目標」の実現が視野に入ってきたと考えており、今年度下期はその見極めの重要な局面になると述べた。他方、一人の委員は、中小企業の賃上げ余力に限られるもとで、次第に家計の節約志向が強まり、物価にも影響することが懸念されると述べた。

多くの委員は、賃金と物価の好循環の強まりを見極めるうえでは、①来年の春季労使交渉で物価上昇を反映した賃上げが実現するかに加え、②賃金上昇が物価に波及していくか確認することも重要との認

識を示した。賃金動向について、複数の委員は、本年の春季労使交渉でしっかりと賃上げが実現したように、バブル崩壊以降続いた賃金は据え置くとの企業行動が変化してきているとの見方を示した。また、複数の委員は、来年の春季労使交渉について、ベア交渉の出発点となる今年度の物価上昇率見通しは、昨年 of 同時期を上回っているため、来年の賃上げ率は本年を上回ることが期待されると述べた。このうちの一人の委員は、足もとの物価と企業収益を前提とすると、来年、賃金が上がらなければ労働分配率が下がることになり、経済のバランスとして、相応の賃上げが行われる可能性が高いとの見解を述べた。そのうえで、この委員は、今回 2024 年度の物価見通しが上方修正されたことは、2025 年度も相応の賃上げが続く可能性を高める方向に作用する要因であると付け加えた。一方、ある委員は、第一次石油ショック直後は大幅な賃上げが続いたが、その後賃上げ率が急減速したと指摘したうえで、持続的な賃上げには企業の稼ぐ力の向上が不可欠との認識を示した。

賃金上昇の物価への波及について、ある委員は、現時点では、賃金上昇を販売価格に反映する動きは、統計からは十分に把握できないと指摘した。別の一人の委員は、サービスで上昇が目立つのは、原材料費が上がっている外食等を除くと、宿泊費程度に限られており、企業からは人件費の転嫁は難しいという声も聞かれると述べた。他方、この委員を含む複数の委員は、中小企業を含め企業収益が高水準で推移していることを踏まえると、実際には、人件費上昇の販売価格への反映が、徐々に進んでいる可能性もあるとの見解を示した。一人の委員は、賃金動向を反映しやすく粘着的な企業向けサービス価格の伸び率が着実に高まっていることを指摘し、今後、賃金上昇に伴う物価上昇圧力が中小企業を含めて一段と高まっていくか注視していると述べた。

この間、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）の前年比について、多くの委員は、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%程度で推移するとの見方を示した。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。委員は、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との認識で一致した。また、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との見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、③企業や家計の中長期的な成長期待の3点を挙げた。

このうち「海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向」について、何人かの委員は、米国経済のソフトランディング期待が高まっている一方で、長期金利の高止まりや資産価格調整といったリスクはむしろ強まっていると指摘した。中国経済について、ある委員は、不動産不況やデシインフレ的状况が続き、きわめて不透明感が強く、実体経済を通じた日本への影響には留意が必要であると述べた。「資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向」について、一人の委員は、中東などにおける地政学的リスク拡大などに伴ってエネルギー・食料価格が再上昇した場合には、実質賃金の減少が続くことによる個人消費の低迷や、海外経済減速による輸出減少などのリスクがあると指摘した。複数の委員は、輸入物価上昇の価格転嫁の影響がさらに長引けば、家計の実質所得の下押しや、その消費意欲への影響を介して、企業の価格設定行動にも影響しうるとの見解を示した。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動や、②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は注意が必要であるとの認識で一致した。ある委員は、来年度の物価見通しの上振れの主因がコストプッシュ要因であることを踏まえると、依然として物価と賃金の相互波及メカニズムが確かめられたわけではなく、見通しの不確実性がきわめて高い状態は変わっていないと指摘した。別の一人の委員は、米欧の経験も踏まえると、賃金上昇を伴う物価上昇は、想定以上に慣性が強くなる可能性も念頭に置く必要があると述べた。

リスクバランスについて、委員は、経済の見通しについては、2023年度と2024年度は概ね上下にバランスしているが、2025年度は下振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。また、物価の見通しについては、2023年度は上振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。もっとも、委員は、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との見方で一致した。

#### IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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、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。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、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。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当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。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、以下のとおり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、長短金利操作の運用に関し、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。

長期国債以外の資産の買入れに関して、委員は、従来の方針を維持することが適当との意見で一致した。

先行きの金融政策運営方針について、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。

## V. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時30分中断、11時50分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今回提案のあった内容については、適切な金融政策に取り組む観点から、適切にご判断いただきたい。
- 政府においては、総理からの指示に沿って、経済対策の策定に取り組んでおり、経済対策の決定後速やかに、令和5年度補正予算を編成するとともに、あらゆる政策手段を総動員すべく、取り組んでいる。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 現在策定作業中である新たな経済対策は、物価高から国民生活を守る対応とともに、地方や中堅・中小企業を含めた持続的な賃上げの支援、成長力・供給力の強化に向けた国内投資の促進など、社会

課題を解決しながら経済を持続的な成長軌道に乗せるものにした  
い。

- 提案のあった事項は、日本銀行が物価安定目標を持続的・安定的に達成する、そのために必要な金融緩和の取り組みをより持続的に推進するためのものと受け止めている。こうした変更の趣旨について、対外的に丁寧に説明いただくことが重要である。
- 日本銀行には、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、賃金の上昇を伴う形での2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けて、適切な金融政策運営を行っていただくよう期待する。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

##### 記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

#### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

## 2. 長短金利操作の運用

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、長短金利操作の運用について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 長短金利操作の運用に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの長短金利操作の運用を下記のとおりとすること。

#### 記

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。

### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、  
中川委員、高田委員、田村委員

反対：中村委員

—— 中村委員は、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して反対した。

## 3. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

## 資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。  
記

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

### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

#### 4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、11 月 1 日に公表することとされた。

## VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2023 年 9 月 21、22 日開催分）が全員一致で承認され、11 月 6 日に公表することとされた。

以 上

2023年10月31日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、長短金利操作の運用をさらに柔軟化することを決定した。具体的には、長期金利の目標を引き続きゼロ%程度としつつ、その上限の目途を1.0%とし、大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行うこととする。こうした運用のもとで、日本銀行としては、粘り強く金融緩和を継続する方針である。

長短金利操作、資産買入れ方針については、以下のとおりとする。

## (1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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（全員一致）。

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（賛成8反対1）<sup>(注)</sup>

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<sup>1</sup>、共通担保資金供給オペなどを実施する。

## (2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① 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

<sup>1</sup> 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。

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。

2. わが国の物価情勢を展望すると、物価見通しは7月の展望レポートと比べて上振れているが、その主因は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が長引いていることや、このところの原油価格の上昇である。消費者物価の基調的な上昇率は、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みているが、その際には賃金と物価の好循環が強まっていく必要がある。日本銀行としては、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」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方針である。引き続き、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、賃金と物価の好循環など経済・物価情勢の変化を丹念に確認していく。

また、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、長短金利操作の運用において、柔軟性を高めておくことが適当である。この点、現在の状況において、原則として毎営業日1.0%の利回りで連続指値オペを実施し、長期金利の上限を厳格に抑えることは、強力な効果の反面、副作用も大きくなりうると判断し、大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行うこととした。

3. 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。

「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

---

(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、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して反対した。

## (5年12月18、19日開催分)

### (開催要領)

1. 開催日時：2023年12月18日(14:00～16:04)  
12月19日(9:00～11:42)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

|    |       |         |
|----|-------|---------|
| 議長 | 植田和男  | (総 裁)   |
|    | 氷見野良三 | (副 総 裁) |
|    | 内田眞一  | ( 〃 )   |
|    | 安達誠司  | (審議委員)  |
|    | 中村豊明  | ( 〃 )   |
|    | 野口 旭  | ( 〃 )   |
|    | 中川順子  | ( 〃 )   |
|    | 高田 創  | ( 〃 )   |
|    | 田村直樹  | ( 〃 )   |

4. 政府からの出席者：

|     |      |                                       |
|-----|------|---------------------------------------|
| 財務省 | 坂本 基 | 大臣官房総括審議官                             |
| 内閣府 | 井上裕之 | 内閣府審議官(18日)                           |
|     | 茂呂賢吾 | 大臣官房審議官(経済財政運営担当)(19日 9:00<br>～10:38) |
|     | 新藤義孝 | 経済財政政策担当大臣(19日 10:39～11:42)           |

### (執行部からの報告者)

|             |                        |
|-------------|------------------------|
| 理事          | 清水季子                   |
| 理事          | 貝塚正彰                   |
| 理事          | 清水誠一                   |
| 企画局長        | 正木一博                   |
| 企画局政策企画課長   | 長野哲平                   |
| 金融市場局長      | 藤田研二                   |
| 調査統計局長      | 大谷 聡                   |
| 調査統計局参事役    | 福永一郎 (18日 15:26～16:04) |
| 調査統計局経済調査課長 | 永幡 崇                   |
| 国際局長        | 神山一成                   |

### (事務局)

|           |      |
|-----------|------|
| 政策委員会室長   | 倉本勝也 |
| 政策委員会室企画役 | 木下尊生 |
| 企画局企画役    | 北原 潤 |
| 企画局企画役    | 倉知善行 |



## I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節の運営としては、前回会合（10月30、31日）で決定された金融市場調節方針<sup>(注)</sup>および長短金利操作の運用方針に従って、国債買入れ等を行った。この間、機動的なオペ運営として、債券市場における金利動向や需給動向などを踏まえ、臨時の国債買入れや、定例の国債買入れの減額を実施した。こうした運営のもと、長期金利は金融市場調節方針と整合的に推移したほか、イールドカーブの形状は、引き続き総じてスムーズとなっている。

前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、ETFやJ-REIT、CP・社債等の買入れを運営した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは $-0.027\sim-0.008\%$ 程度、GCレポレートは $-0.270\sim-0.077\%$ 程度で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、幾分上昇した。

わが国の株価（TOPIX）は、上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、前回会合直後に0.9%台半ばとなったあと、米国の長期金利の大幅低下に連れて、0.6%台まで低下した。なお、国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で、本年夏場から秋口にかけて改善したあと、足もとでは、改善の動きに一服感がみられている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断DIは、前回調査対比マイナス幅が縮小した。為替相場をみると、米国の長期金利の大幅低下に伴い日米金利差が縮小するもとで、円の対ドル相場は、円高方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、円高方向の動きとなった。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、回復ペースが鈍化している。米国経済は、FRBによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、ECBによる利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減

---

<sup>(注)</sup> 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。

速が続いている。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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善している。

先行きの海外経済は、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。その後は、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と考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性がきわめて高い。

海外の金融市場をみると、米欧の長期金利は、金融引き締め of 長期化や米国債の需給悪化に対する懸念が後退するもとの、米国主導で大幅に低下し、株価は、長期金利の大幅低下を受けて、大幅に上昇した。この間、新興国通貨は、米国長期金利の低下を受けて、幅広い国で上昇した。原油価格は、産油国による協調減産の拡大が見送られたことなどをを受けて、下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかに回復している。先行きについては、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。

輸出や生産は、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ており、先行きも、当面は同様の動きが続くとみられる。その後は、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の、増加基調に復していくと考えられる。

企業収益や業況感は、改善している。こうしたもとの、設備投資は、緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、企業収益が改善していくもとの、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

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。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、10月までは、月々の振れを伴いつつも増加傾向にある。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、11月以降の個人消費は、所得環境が改善す

る中で、ペントアップ需要にも支えられ、緩やかな増加傾向を続けているとみられるものの、物価上昇を受けた節約志向の強まりを指摘する声は徐々に増加している。消費者マインドは、物価高の影響を受けて、改善の動きは一服しているものの、ひと頃と比べると改善した状態が続いている。先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がった貯蓄にも支えられて、緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかに増加している。非正規雇用は、経済活動が正常化するもとで、卸・小売や対面型サービス業などを中心に緩やかな増加傾向にある。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復と春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加している。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、物価上昇率の低下もあって、マイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、原油価格が下落している一方、それ以外の商品は総じて横ばい圏内で推移している。国内企業物価の3か月前比は、既往の資源高の影響が徐々に和らぐ中、ゼロ%程度で推移している。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。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、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。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

資金需要面をみると、既往の原材料コスト高に起因した運転資金需要が高水準で推移する中、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3%台前半

となっている。C P・社債計の発行残高の前年比は、2 %程度となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増加している。

この間、マネタリーベースの前年比は、9 %程度となっている。マネーストックの前年比は、2 %台前半となっている。

## Ⅱ．金融政策の多角的レビューに関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

### 1．執行部からの報告

金融政策の「多角的レビュー」の一環として、調査統計局では、過去 25 年の経済・物価情勢を振り返る調査プロジェクトを実施している。

本調査プロジェクトでは、これまでのところ、①過去の議論や先行研究を整理するとともに、②1990 年代後半以降のわが国の経済・物価について、グローバル化の影響、生産性の低迷、交易条件の悪化、人々や社会の物価観（ノルム）といった様々な観点から分析を実施している。以下では、進行中の本調査プロジェクトにおける、現時点での分析結果の概要を報告する。

- ・ 生産性等について、①わが国貿易部門の生産性は、米欧と比べると、グローバル化の恩恵を必ずしも十分に受けてこなかった可能性がある。こうしたもと、②わが国貿易部門の競争力が海外対比で相対的に低下したことは、わが国の交易条件の悪化要因になったとみられ、家計所得・消費にもマイナスに作用した。この間、③いわゆる「ゾンビ企業」について、近年はその比率が低水準で推移しており、わが国経済の成長を大きく阻害している可能性は低いとみられる。
- ・ 物価・賃金について、①物価・賃金が上がりにくいとの見方は、企業の価格改定コスト（メニューコスト）が高まるもとで次第に社会に定着し、低インフレ環境の長期化により強まったと考えられる。この間、②企業は、厳しい競争環境のもとで価格マークアップが縮小する中で、賃金抑制により収益を確保してきたとみられる。また、③グローバル化が進展するもとで、海外要因は、足もとの期間を除けば、わが国の消費者物価を継続的に下押しする方向に作用してきた可能性が高い。更に、④成長期待と予想物価上昇率の乖離やフィリップス曲線のフラット化が観察されるなど、経済と物価の関係が弱まっていることが窺われる。

- ・ なお、ここ 1～2 年は、物価上昇率が高めとなるもとで、長らく続いた物価が上がりにくい状況には変化の兆しが窺われる。具体的には、企業の価格改定頻度が足もと急速に上昇しており、値上げ経験の蓄積を通じて物価が上がりにくいとの見方が解消に向かう可能性がある。また、過去 25 年間の大半の期間において観察された海外からのコスト低下圧力が、コスト上昇圧力に転じている。ただし、これらの変化の持続性については、今後とも注視していく必要がある。

本調査プロジェクトについては、現在本支店共同で取り組んでいる「1990 年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」も活用しつつ、引き続き、進めていく考えである。個別の分析については、ワーキングペーパー等で公表することを展望しているほか、ワークショップの場などを活用して、有識者との意見交換を行っていく方針である。

## 2. 委員会の検討

委員は、執行部からの報告を踏まえ、過去 25 年間の経済・物価情勢、とくに賃金・物価が上がりにくい状況が長期化した背景について議論した。

何人かの委員は、デフレ期に賃金・物価が上がりにくいとのノルムが社会に定着したことが、その後の低インフレの長期化に大きな影響を及ぼしたとの認識を示した。このうち一人の委員は、低インフレ環境が続くと見込まれるもとでは、価格転嫁が行いにくくなり、そのことが一段と物価が上がりにくいとの見方を強めた面があると述べた。別の一人の委員は、金融危機等の大きなショックに直面すると、そのことが企業や家計の行動や適合的期待形成に及ぼす影響は 10 年単位で長引くということではないか、との見解を述べた。この委員は、足もとでは、長期にわたり粘り強く金融緩和を続けてきたもとで、大幅なコスト上昇というショックが加わったことから、ようやく期待が変化する環境が整いつつあると付け加えた。ある委員は、物価が上がりにくいとのノルムが物価形成に、どのように、どの程度、影響を及ぼしたのか、より詳細に分析する必要があると指摘した。

何人かの委員は、わが国経済の成長力やグローバル環境の変化が、企業行動や物価に及ぼした影響について指摘した。このうちの一人の委員は、グローバル化や人口減少・円高など、企業を取り巻く環境が変化する中で、わが国企業の事業モデルの改革が遅れ、高度成長期に根付いた「労働生産性向上による賃金上昇は量産効果などの企業努力によって吸収するもの」という経営思想が残ったことで、コストカッ

ト型経営が定着し、イノベーションと賃金が停滞したとの見方を示した。別の一人の委員は、わが国企業は、従来から厳しい競争環境に晒されており、そうしたもとで生産効率を改善することで、高い国際競争力を確保してきたと指摘した。この委員は、1990年代に入り、こうしたわが国企業が強みとしてきたビジネスモデルが崩れたが、その背景には、急速な為替円高や金融政策が影響したのかどうか、という点にも関心があると述べた。また、一人の委員は、ここ数年のグローバルなインフレ環境の変化が、構造的なものなのか、コロナ禍からの回復過程での一時的なものなのかも重要であると述べた。この委員は、ノルムやグローバルな低インフレ環境が過去の低インフレに強く影響を及ぼしており、これらの構造的な要因が転換しつつあるということならば、今後、2%の「物価安定の目標」を実現し、定着させる蓋然性は従来よりも高いということになると指摘した。

この間、ある委員は、例えば、いわゆる「ゾンビ企業」とわが国経済の成長力の関係などを巡っては、様々な見方があり得ると指摘した。そのうえで、「多角的レビュー」の客観性・透明性を高める観点から、アンケート調査やヒアリング調査、ワークショップや公表物に関するパブリック・コメントなどを通じて、多様な知見を取り込んでいくことが重要であると述べた。別の委員も、低金利が「ゾンビ企業」の問題の一因であったかどうかについては、引き続き確認していく必要があると述べた。そのうえで、この委員は、低金利は幅広い企業に恩恵をもたらすものであり、仮に「ゾンビ企業」を延命させる面があったとしても、金利水準を引き上げるべきだったとはならない、と指摘し、他の様々な措置の影響を含めて、整理する必要があると付け加えた。

これらの議論を踏まえ、委員は、今後の執行部による追加的な分析・考察も踏まえつつ、低インフレ環境が継続してきた背景などについて引き続き議論していくことが適当であるとの認識を共有した。

### Ⅲ．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

#### 1．経済・物価情勢

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。

米国経済について、委員は、F R Bによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移しているとの認識で一致した。何人かの委員は、労働需給が幾分緩和する中、物価上昇率は徐々に鈍化していると指摘した。何人かの委員は、そうしたもとで個人消費は底堅く推移しており、米国経済がソフトランディングに向かう可能性は高まっているとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、E C B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ているとの認識を共有した。何人かの委員は、既往の利上げの影響や地政学的リスクの高まりなどを背景に、景気減速感が明確になってきていると指摘した。

中国経済について、委員は、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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられるとの見方を共有した。何人かの委員は、不動産市場の低迷や米中対立などを背景に、やや長い目でみた成長モメンタムは低下していると指摘した。もっとも、このうちの一人の委員は、当面は、中国政府が財政政策により経済を下支えする可能性が高いとの見方を示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、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G D P統計等に弱さが窺われる点は気がりだが、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。

輸出や生産について、委員は、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ているとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善するもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。何人かの委員は、一致指標の一部などに弱めの動きはみられるが、短観の設備投資計画の強さなどを踏まえると、企業の積極的な設備投資スタンスは維持されているとの見解を示した。このうちの一人の委員は、大企業の好業績が、仕入れ価格の引き上げを通じて中小企業の収益に波及し、前向きの循環が強まっていくことを期待していると述べたうえで、スタートアップの成長や資金調達規模の拡大のほか、中堅・中小企業において、経営リソースの強化が進み自律性の高い企業へと成長していくことが重要であると付け加えた。

個人消費について、委員は、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との認識で一致した。何人かの委員は、実質所得の減少などから、家計の生活防衛的な動きが強まり、非耐久財などの一部に弱めの動きがみられているとの見解を示した。複数の委員は、来春の賃上げが実現するまでの間は、個人消費は、ペントアップ需要や行動制限下で積み上がった貯蓄によって支えられる形となり、勢いを欠く可能性があるとの見方を示した。もっとも、このうちの一人の委員は、先行きの所得増加への期待などから消費者マインドは持ちこたえており、個人消費が落ち込むことも考えにくいと指摘した。別の委員は、賃上げの動きが今後も継続し、所得面から個人消費を支えていけるかがポイントとなると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。ある委員は、企業収益の改善を反映して、前年を上回る冬季賞与を期待していると述べた。

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）等をみると、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で、「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、2024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昨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、2024年の賃金上昇率は2023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もと、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。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、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との認識で一致した。また、委員は、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との見方を共有した。ある委員は、海外経済を巡っては、引き続き米国の経済金融情勢に大きな関心を寄せていると述べた。別のある委員は、グローバル化の巻き戻しや地政学的リスクなど海外経済を巡る不確実性は高まっているとの認識を示した。複数の委員は、中国経済について、不動産セクターを巡る不確実性が高いと指摘した。このうちの一人の委員は、潜在成長率が高い中国ではマクロ経済政策による対応余地は大きいと、政府が長

期的な社会の安定を優先しているように窺われるもとで、不動産セクター等への財政支援が不十分なものととどまるリスクもあると付け加えた。ある委員は、わが国企業において、円高や海外経済減速に伴う操業度低下への対応としてコスト抑制策の強化が採られると、賃上げ・投資意欲が低下する可能性がある」と指摘したうえで、中小企業を含む業績計画や経営方針を注視していると述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、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。こうしたもとで、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で、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。

## IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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、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、2024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、2021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ると、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2016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。

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、緩和小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。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、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、長期金利が比較的小な安定して推移し、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。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、従来の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、長短金利操作の運用に関して、委員は、従来の運用を維持することが適当であるとの認識を共有した。

長期国債以外の資産の買入れに関して、委員は、従来の方針を維持することが適当との意見で一致した。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。

先行きの金融政策運営方針について、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。

## V. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、緩やかな回復基調にあり、新たなステージに移行する千載一遇のチャンスを迎えている。他方、賃金上昇が物価上昇に追い付いていないもとで、民需は力強さを欠いており、放置すれば、再びデフレに戻りかねない。また、供給面では、潜在成長率が0%台半ばの低水準にとどまっている。
- 総合経済対策により、物価高から国民生活を守り、賃上げの流れを継続・拡大する。また、供給力強化を通じ潜在成長率を引き上げ、賃上げを持続的なものとする。フロンティア開拓、新技術の社会実装等により、人口減少下でも持続的に成長できる経済を構築する。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、賃金の上昇を伴う形での2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向け、適切な金融政策運営を行うことを期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府としては、先般、総合経済対策を実行するための補正予算が成立した。来年度予算は、現在、大詰め作業を進めているところである。
- 来年度の税制改正については、14日に与党において税制改正大綱がとりまとめられたところ、政府としても適切に対応したい。

- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

##### 記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

#### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

### 2. 長短金利操作の運用

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、長短金利操作の運用について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

### 長短金利操作の運用に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの長短金利操作の運用を下記のとおりとすること。

#### 記

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。

### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

### 3. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

### 資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

#### 記

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



### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

#### 4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

### VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2023年10月30、31日開催分）が全員一致で承認され、12月22日に公表することとされた。

以　　上

2023年12月19日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

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

### (1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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（全員一致）。

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（全員一致）

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<sup>1</sup>、共通担保資金供給オペなどを実施する。

### (2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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

②CP等は、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。

---

<sup>1</sup> 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。

2. 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。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。
3. 先行きのわが国経済を展望すると、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、緩やかな回復が続けるとみられる。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。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で、「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. 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・物価への影響を、十分注視する必要がある。
5. 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。
- 「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

## (6年1月22、23日開催分)

### (開催要領)

1. 開催日時：2024年1月22日(14:00～16:17)  
1月23日(9:00～12:02)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

|    |       |         |
|----|-------|---------|
| 議長 | 植田和男  | (総 裁)   |
|    | 氷見野良三 | (副 総 裁) |
|    | 内田眞一  | ( 〃 )   |
|    | 安達誠司  | (審議委員)  |
|    | 中村豊明  | ( 〃 )   |
|    | 野口 旭  | ( 〃 )   |
|    | 中川順子  | ( 〃 )   |
|    | 高田 創  | ( 〃 )   |
|    | 田村直樹  | ( 〃 )   |

4. 政府からの出席者：

|     |      |                |
|-----|------|----------------|
| 財務省 | 坂本 基 | 大臣官房総括審議官(22日) |
|     | 赤澤亮正 | 財務副大臣(23日)     |
| 内閣府 | 井上裕之 | 内閣府審議官(22日)    |
|     | 井林辰憲 | 内閣府副大臣(23日)    |

### (執行部からの報告者)

|             |                       |
|-------------|-----------------------|
| 理事          | 清水季子                  |
| 理事          | 貝塚正彰                  |
| 理事          | 高口博英                  |
| 理事          | 清水誠一                  |
| 企画局長        | 正木一博                  |
| 企画局審議役      | 飯島浩太(22日 15:13～16:17) |
| 企画局政策企画課長   | 長野哲平                  |
| 企画局政策調査課長   | 開発壮平(22日 15:13～16:17) |
| 金融機構局長      | 中村康治                  |
| 金融市場局長      | 藤田研二                  |
| 調査統計局長      | 大谷 聡                  |
| 調査統計局経済調査課長 | 永幡 崇                  |
| 国際局長        | 神山一成                  |

### (事務局)

|           |                       |
|-----------|-----------------------|
| 政策委員会室長   | 倉本勝也                  |
| 政策委員会室企画役 | 木下尊生                  |
| 企画局企画調整課長 | 土川 颯(22日 15:13～16:17) |
| 企画局企画役    | 安藤雅俊                  |
| 企画局企画役    | 丸尾優士                  |
| 企画局企画役    | 北原 潤                  |

## I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節の運営としては、前回会合（12月18、19日）で決定された金融市場調節方針<sup>(注)</sup>および長短金利操作の運用方針に従って、国債買入れ等を行った。この間、機動的なオペ運営として、債券市場における金利動向や需給動向などを踏まえ、定例の国債買入れの減額などを実施した。こうした運営のもと、長期金利は金融市場調節方針と整合的に推移したほか、イールドカーブの形状は、引き続き総じてスムーズとなっている。

前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、ETFやJ-REIT、CP・社債等の買入れを運営した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは $-0.039\sim-0.009\%$ 程度、GCレポレートは $-0.207\sim-0.087\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、横ばい圏内で推移した。

わが国の株価（TOPIX）は、為替円安や新NISA制度の開始に伴う株式市場への資金流入期待などを背景に、海外勢を中心とした追随買いを巻き込みながら上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、 $0.555\sim0.665\%$ 程度と小幅に低下した。国債市場の流動性指標をみると、昨年12月中は、悪化したものの、1月入り後の状況が確認できる長期国債先物の値幅・出来高比率をみると、改善方向に動いている。為替相場をみると、日米金利差が意識されるもとで、円の対ドル相場は、円安方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、円安方向の動きとなった。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、回復ペースが鈍化している。米国経済は、FRBによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、ECBによる利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減

---

<sup>(注)</sup> 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。

速が続いている。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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善している。

先行きの海外経済は、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。その後は、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と考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性がきわめて高い。

海外の金融市場をみると、米国では、長期金利は、上昇し、株価は、概ね横ばいで推移した。欧州の長期金利も、域内での活発な起債などを受けて、上昇した。欧州株価は、概ね横ばいで推移した。この間、新興国通貨、原油価格は、概ね横ばい圏内で推移した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかに回復している。先行きについては、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。この間、令和6年能登半島地震の影響についてみると、地震発生後は、現地工場で年初の生産停止期間を延長するといった動きもみられたが、その後、生産再開に向けた動きが進んでいる。今後、地元の観光業等に及ぼす影響や、家計・企業のマインドへの影響などについて、確認していく必要がある。

輸出や生産は、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ており、先行きも、当面は同様の動きが続くとみられる。その後は、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ことで、増加基調に復していくと考えられる。

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。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

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。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、7～9月に猛暑による季節商材の販売押し上げもあって増加したあと、物価高の影響

響に加えて、天候要因等が重なったことから、10～11月は減少した。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づくと、12月以降の個人消費は、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向は引き続き指摘されているものの、年末年始の宴会・旅行需要や初売りの堅調さもあって、緩やかな増加のメカニズムは崩れていないとみられる。消費者マインドも、足もと改善の動きがみられている。先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がった貯蓄にも支えられて、緩やかな増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。非正規雇用は、経済活動が正常化するもとで、卸・小売や対面型サービス業などを中心に、緩やかに増加している。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復と昨年の春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加している。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、マイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、横ばい圏内で推移している。国内企業物価の3か月前比は、昨年夏場の原油価格上昇の影響などから、足もとでは小幅のプラスとなっている。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%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。先行きの消費者物価（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、政府の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。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

資金需要面をみると、既往の原材料コスト高に起因した運転資金需要が高水準で推移する中、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、きわめて低い水準



で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3 % 台半ばとなっている。C P・社債計の発行残高の前年比は、1 % 台半ばとなっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増加している。

この間、マネタリーベースの前年比は、8 % 程度となっている。マネーストックの前年比は、2 % 台前半となっている。

### (3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。令和6年能登半島地震の影響についてみると、現地では、A T Mの停止や営業を休止する店舗が生じているが、決済システムや決済ネットワーク、金融機関の資金繰りへの影響は生じていない。今後、復興に関連する資金の動きなどについて、確認していく必要がある。

大手行の収益は、貸出金利息や手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。この間、信用コストは、総じてみれば低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

地域銀行の収益は、投信解約益の剥落などから前年に比べて減少しているものの、貸出残高の増勢が続くもとで、堅調に推移している。この間、信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全 14 指標が、過熱でも停滞でもない状態となっている。全体としては実物投資の過熱や資産価格の過度な上昇は観察されず、金融活動に過熱感はみられない。ただし、不動産市場については、一部の指標で強めの動きがみられている。金融活動が実体経済活動から大きく乖離することがないか、引き続き注視する必要がある。

## II. 金融政策の多角的レビューに関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

### 1. 執行部からの報告

金融政策の「多角的レビュー」の一環として、関係各局で連携して、過去 25 年間の非伝統的金融政策の効果・副作用を振り返る調査プロジェクトを実施している。

以下では、進行中の本調査プロジェクトのうち、企画局から、①過去 25 年間の金融政策を振り返るとともに、②非伝統的金融政策の効果と副作用に関する学界・中央銀行関係者の議論の整理や、経済・物

価に及ぼした影響についての分析結果、③個別政策手段に関する議論と考慮すべき課題・論点について、報告する。なお、この間の非伝統的金融政策が、金融市場や金融機関の行動・金融システムに及ぼした影響については、別途、報告する。

- ・ 過去 25 年間を、不良債権問題が経済の下押し要因となっていた 1999 年から 2006 年までの局面①、世界金融危機の影響を受けた 2008 年から 2012 年までの局面②、デフレ対応が強化された 2013 年以降の局面③の 3 つに分け、各局面における金融緩和の度合いを確認した。局面①や②では、期間を通してみれば、緩和度は高まる傾向にあったが、インフレ予想の低下に伴い実質金利が上昇するもとで緩和度が低下する時期もみられた。局面③では、インフレ予想の高まりや長短の名目金利の低下により、局面①や②と比べて、緩和度ははっきりと高まって推移した。
- ・ 学界・中央銀行関係者の議論をみると、国内外で非伝統的金融政策の緩和効果を指摘する研究が多いが、効果の不確実性の大きさを指摘する研究も存在する。また、経済・物価・金融システム等に副作用をもたらし、それが金融政策の有効性を阻害する可能性についても指摘されている。
- ・ 今回、新たに実施した反実仮想分析では、非伝統的金融政策には一定の緩和効果があり、とりわけ局面③では、デフレではない状況を作り出すことに寄与したことが示唆された。今後、インフレ予想の形成メカニズムなどについても理解を深め、総合的に分析していく。
- ・ 非伝統的金融政策の緩和効果は、多岐にわたる政策手段を組み合わせることによってもたらされる。個々の手段の採用については、各手段の効果と金融市場・金融システムなどに及ぼしうる副作用のバランスを点検したうえで、判断していく必要がある。具体的な政策手段の在り方については、幅広い観点で進められている分析・サーベイを踏まえて、議論を深めていく。

本調査プロジェクトの個別の分析については、ワーキングペーパー等で公表することを展望しているほか、ワークショップの場などを利用して、有識者との意見交換を行っていく方針である。

## 2. 委員会の検討

委員は、執行部からの報告を踏まえ、非伝統的金融政策の効果・副作用について議論した。

非伝統的金融政策の効果について、多くの委員は、今回新たに実施した反実仮想分析等も踏まえると、とくに 2013 年の量的・質的金融緩和導入以降、経済・物価をしっかりと押し上げる方向に作用したと考えられるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、今回の分析結果は、過去のマクロ経済モデルを用いたシミュレーション結果と概ね整合的であり、頑健性があると付け加えた。別のある委員は、非伝統的金融政策の名目長期金利引き下げ効果は明らかだが、インフレ予想に及ぼした影響については、賃金・物価が上がりにくいとの見方が根強いもとで、不十分だった可能性があるとは指摘した。この点に関連して、複数の委員は、世界的なインフレや、わが国の労働市場の引き締めなどの状況変化を受けて、時間を要したが、最近になってインフレ予想への影響が表れつつある点も考慮する必要があるとの認識を示した。別の一人の委員は、量的・質的金融緩和の導入によって金融政策のレジームが変わったと言えるのか、またそのことが政策効果を強めたのか、といったことも論点であると述べた。この間、ある委員は、家計や企業が貯蓄超過主体となる中、実質金利の限界的な低下のプラス効果は僅かなものに止まったと思っているが、実際どの程度の効果があったのか、分析・説明が必要であるとの見解を示した。また、別の一人の委員は、株式や為替市場を通じた金融政策の波及への言及や、マネタリーベースや期待を重視した政策への評価も必要との見解を示した。

何人かの委員は、非伝統的金融政策が長期にわたり実施されてきたもとで、その累積的な影響を評価する視点も重要との見解を示した。このうちの一人の委員は、長期にわたる緩和は、短期的な需要創出効果のみではなく、履歴効果等を通じ経済の成長力にプラスの影響を及ぼした可能性がある一方、金融システム等への構造的な副作用を通じて成長経路を引き下げた可能性もあるとは指摘した。また、複数の委員は、政策の効果と副作用の比較は、先行き正常化を進める過程で生じるコストも勘案したうえで行う必要があるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、非伝統的金融政策の各施策をひとまとめにして評価するだけではなく、個々の施策について効果と副作用をみていくことが重要であると述べた。

副作用に関連して、何人かの委員は、非伝統的金融政策が、金融市場や金融機関にマイナスの影響を及ぼした面はあり、今後、この点について評価していくことも必要であると指摘した。このうちの一人の委員は、利ざやが圧迫されるもとで、銀行はモニタリングにコストのかかるリスクテイクに消極的となり、主として不動産関連融資が伸び

る構造となったと指摘した。また、別の一人の委員は、非伝統的金融政策の継続が、生産性の低いビジネスや企業の温存や、財政赤字の拡大に影響したと考えられると述べた。これに対して、一人の委員は、低金利環境によって政府債務を拡大する余地が広がった可能性はあるが、その余地を使うか否かは政府・国会の判断であるほか、当時の経済・物価情勢下で積極的な財政政策が不要だったとは限らないと指摘した。ある委員は、仮に非伝統的金融政策を導入しなかった場合、経済活動はより低い水準で推移していたと想定され、そうした状況のもとでの方が、生産性上昇等による成長力の向上や財政状況の改善が進んだとは考えにくいとの見方を示した。

これらの議論を踏まえ、委員は、今後の執行部による追加的な分析・考察も踏まえつつ、非伝統的金融政策の効果・副作用について引き続き議論していくことが適当であるとの認識を共有した。

### Ⅲ．貸出増加支援資金供給の延長

#### 1．執行部からの説明

貸出増加支援資金供給の利用残高は、増加を続けており、本資金供給は、引き続き、金融環境を緩和的なものとすることに貢献している。こうした状況を踏まえると、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を行い、本資金供給を1年間延長することが適当と考えられる。

#### 2．委員会の検討・採決

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

### Ⅳ．金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

#### 1．経済・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、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、市場センチメントは昨年秋頃に比べて改善した状態が続いているとの認識で一致した。一人の委員は、米国金利はこのところ上昇しているものの、市場は依然としてF R Bの見通し以上に速いペースで米国の利下げが進むことを織り込んでいる点には注意が必要であると述べた。

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。

米国経済について、委員は、F R Bによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移しているとの認識で一致した。多くの委員は、物価等を巡る情勢の不透明さは残るものの、米国の経済指標は個人消費を中心に総じて底堅く、ソフトランディング期待が高まっていると指摘した。

欧州経済について、委員は、E C B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ているとの認識を共有した。何人かの委員は、中国向け輸出の弱さなども、景気の減速要因となっているとの見方を示した。

中国経済について、委員は、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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられるとの見方を共有した。何人かの委員は、政府の政策対応の拡大もあって、足もとでは景気の減速傾向に歯止めがかかっているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、先行きも、政府が財政政策により経済を下支えする可能性が高いと付け加えた。そのうえで、複数の委員は、中国経済は、不動産市場を始めとした様々な構造的な問題を抱えており、その根本的な解決が重要であるとの考えを示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、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。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・物価情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、緩やかに回復しているとの認識で一致した。

輸出や生産について、委員は、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ているとの認識を共有した。ある委員は、I T関連の外需の底打ちはみられるものの、現時点ではその反発力は弱いと指摘した。一人の委員は、個別企業・業種に特有の事情によるところは大きいものの、企業の生産計画の下方修正が続いている点は気がかりであると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善するもとで、

緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。一人の委員は、投資の進捗が計画対比でやや遅れている背景として、海外経済の上下双方向の不確実性の高さもあって、多くの企業が投資を躊躇している可能性があるとの見方を示した。一方、ある委員は、既往の資材価格上昇が足もとで落ち着いてきたことを受けて、先延ばししていた設備投資計画を再開する動きもみられると指摘した。また、別の一人の委員は、低水準の実質金利や高水準の収益に支えられ、企業の業況感や投資意欲が改善している流れに変わりはないとの見方を示した。

個人消費について、委員は、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との認識で一致した。何人かの委員は、足もと公表されている個人消費の関連指標が、やや弱めである点を指摘した。ある委員は、物価上昇を受けた生活防衛的な行動が強まっているとの声も聞かれると指摘した。そのうえで、複数の委員は、足もとのヒアリング情報によるとサービス消費を中心に堅調であるほか、マインド指標には改善の動きもみられていると述べた。こうした動きの背景として、一人の委員は、物価が上昇する中でも、雇用・所得環境は緩やかに改善しているほか、政府による物価対策など諸施策の効果も表れているとの見解を示した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。ある委員は、雇用者数の増加を受けて、名目雇用者所得は、賃金以上に増加していると指摘した。

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%台前半となっているとの認識で一致した。何人かの委員は、財価格の上昇率低下が次第に明確になってきている一方、賃金上昇率の高まりなどを受けて、サービス価格は緩やかに上昇していると指摘した。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見方で一致した。一人の委員は、物価上昇率が低下するもとでも、家計・企業・エコノミストの中長期の予想物価上昇率の上昇傾向は続いていると指摘したうえで、量的・質的金融緩和導入から10年が経過するもと、予想物価上昇率に明確な変化が表れてきたとの認識を示した。ある委員は、インフレ予想の指標に加え、トレンドインフレ率の各種の試算値も上昇してきていると指摘した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

2024年1月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、わが国経済について、当面、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、その後については、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中で、潜在成長率を上回る成長を続ける、との認識を共有した。令和6年能登半島地震の影響について、多くの委員は、まずは被災地での生活インフラの復旧が進んでいくことが望まれるとしたうえで、今後、経済に及ぼす影響についても、丹念に調査・分析していく必要があるとの認識を示した。ある委員は、わが国のサプライチェーン全体が今回の地震で甚大な影響を受ける可能性は大きくはないとみられるが、家計・企業のマインドや観光業等への影響については確認に少し時間を要するため、注視していく必要があるとの見解を示した。別の一人の委員は、地震がマクロ経済に与える影響は限られる可能性が高いと述べた。

わが国の輸出や生産について、委員は、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の見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、生産に関しては、当面、自動車関連の堅調さを中心とした展開が予想されるものの、来年度後半頃からは、欧米の利下げサイクルへの移行や中国での経済対策の本格化を背景に、回復基調を強めていくとの見方を示した。ある委員は、わが国の経済は、効率重視モデルから付加価値重視モデルへの転換が遅れており、低付加価値構造から抜け出せていないと指摘したうえで、新たな輸出産業の育成、中堅企業および比較的規模の大きな中小企業の成長、ユニコーン創出・強化に繋がるスタートアップの躍進が重要であるとの見解を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善を続けるもとで、緩和的な金融環境が下支えとなる中、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の見方で一致した。

個人消費について、委員は、当面、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の見方で一致した。また、その後についても、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、個人消費は緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、個人消費は、緩やかかつ安定的な増加トレンドに移行しつつあるとの認識を示した。この間、一人の委員は、実質賃金のマイナス継続や貯蓄率の低下などを踏まえると、個人消費が伸び悩む恐れがあるとの見解を示した。

雇用者所得について、委員は、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中で、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の見方を共有した。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し、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ることから、雇用者所得は増加を続けるとの見方を共有した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、昨年 10 月の展望レポート時点と比べると、2023 年度が設備投資の実績の下振れ等を反映する形で幾分下振れ、2024 年度は幾分上振れているが、先行きの景気展開に対する基本的な見方に変化はないとの認識を共有した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、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、2025 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の見方で一致した。また、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の見方を共有した。

委員は、こうした中心的な物価の見通しを、昨年 10 月の展望レポート時点と比べると、2024 年度は、このところの原油価格下落の影響を主因に、下振れているとの認識を共有した。ある委員は、物価の基調の見方は、10 月時点から変化していないと付け加えた。



そのうえで、委員は、こうした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、少しずつ高まっているとの見方を共有した。一人の委員は、不確実性はあるものの、「物価安定の目標」の実現が見通せる状況になってきたと述べた。また、ある委員は、前回会合以降のデータ等をみると、①中小企業も含めて賃上げに期待が持てる、②人件費上昇を受けてサービス価格も高い伸びを続けている、ことから賃金と物価の好循環実現の確度は更に着実に高まったと捉えられるとの見方を示した。これに対して、何人かの委員は、サービス価格の上昇等を踏まえると、賃金上昇に伴う物価上昇圧力は高まりつつあるとみられるが、「物価安定の目標」の実現が十分な確度をもって見通せる状況にまでは至っていないと指摘した。このうちの一人の委員は、賃金と物価の好循環が一段と強まっていくか、確認していく必要があると付け加えた。

委員は、賃金と物価の好循環の強まりを点検していくうえで、今年の春季労使交渉の動向が重要となるとの認識を共有した。多くの委員は、1月の支店長会議での報告や最近の労使の情報発信等を踏まえると、今年の春季労使交渉で相応の賃上げが実現する可能性は高まっているとの認識を示した。その背景として、何人かの委員は、労働需給や企業収益、暦年ベースの物価上昇率の実績といった賃金交渉に影響を及ぼす諸要因が、いずれも、昨年時点よりも改善している点を指摘した。ある委員は、労働分配率が大きく低下するもとで、企業経営者は、賃上げへの社会的要請の強まりを意識していると述べたうえで、政労使の間で賃上げに対する考え方の方向性が揃っているとの認識を示した。複数の委員は、人手不足感が強まるもとで、中小企業を含め人材を確保するために賃上げが必要との見方が強まっていると指摘した。別のある委員は、人口動態の変化もあり労働需給が構造的に引き締まるもとで、収益動向等から賃上げが難しい企業は、市場からの退出を余儀なくされる局面に入っていくとの見解を示した。こうした状況を踏まえ、何人かの委員は、今年の賃上げ率は、昨年を上回る可能性が高いのではないかと述べた。ただし、このうちの一人の委員は、中小企業を中心に、賃上げ幅については同業他社の状況等を様子見している先も多く、どの程度の賃上げ率が実現するかは、なお不確実であると指摘した。

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。何人かの委員は、サービス価格が緩やかに上昇している点やヒアリング情報を踏まえると、賃金の価格転嫁は相応に進んでいるとの見解を示した。

ある委員は、組合側の賃上げ要求が実現すれば、サービスなど粘着的な物価の上昇率は1980年代から1990年代前半の平均程度まで高まる可能性が高いと述べた。一方、複数の委員は、原材料価格の転嫁に比べると、賃金の価格転嫁が必ずしも容易でない業種や企業も多いと指摘した。そのうえで、これらの委員は、賃金上昇は企業努力による生産性改善で吸収するべきという考え方は根強く残っており、その変化を確認していくことが重要であると付け加えた。この点に関連し、一人の委員は、これまで賃金水準の目安となっていた大手企業で賃上げ率が高まれば、そうした先は、取引先企業が賃金上昇を納入価格に反映することをより認めやすくなるとの見解を示したうえで、大手企業のみならず取引先企業も含めた年収引上げの動きが活発化すれば、需要増加とともに物価も上昇する経済の順回転が生まれると期待されると述べた。別の一人の委員は、賃金上昇は企業努力で吸収すべきという考え方は、デフレないしゼロインフレ期のものであり、名目値が上がるときには適用できないという認識を社会に定着させ、価格改定の計算式に人件費を組み込むなどしていく必要があるとの見解を示した。ある委員は、2年以上にわたり物価上昇が続くもとで、企業からは名目成長が続くことの経営上のメリットを認識したとの声が聞かれており、企業の賃金・価格設定行動は明確に変わってきているようにみえると述べた。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。委員は、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との認識で一致した。また、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との見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、③企業や家計の中長期的な成長期待の3点を挙げた。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動や、②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は注意が必要であるとの認識で一致した。

リスクバランスについて、委員は、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との認識を共有した。もっとも、委員は、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との見方で一致した。

## V. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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、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のり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、1937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 $0\sim+0.1\%$ 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、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。

E T F と J - R E I T 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 E T F 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。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、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。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、従来の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、長短金利操作の運用に関して、委員は、従来の

運用を維持することが適当であるとの認識を共有した。

長期国債以外の資産の買入れに関して、委員は、従来の方針を維持することが適当との意見で一致した。

先行きの金融政策運営方針について、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。

## VI. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府としては、令和6年度予算について、通常国会への提出に向け作業を進めている。本予算は、「物価に負けない賃上げの実現」に向けた取り組みの推進等、わが国が直面する構造的課題に的確に対応するものである。
- また「令和6年能登半島地震」の対応として、一般予備費について増額し、計1兆円とする決定をした。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府としては、能登半島地震の被災者の生活・なりわいの再建を始め、被災地の復旧・復興に切れ目なく対応していく。
- 労務費転嫁の新しい指針や賃上げ税制の拡充、省力化投資支援など、あらゆる政策を総動員し、物価上昇を上回る賃上げの実現を目指す。

- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、賃金の上昇を伴う形での２％の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向け、適切な金融政策運営を行うことを期待する。

## VII. 採決

### １．金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

##### 記

- １．日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1％のマイナス金利を適用する。
- ２．10年物国債金利がゼロ％程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

#### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

### ２．長短金利操作の運用

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、長短金利操作の運用について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

### 長短金利操作の運用に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの長短金利操作の運用を下記のとおりとすること。

#### 記

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。

### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

### 3. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

### 資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

#### 記

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



### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

#### 4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

### VIII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、1月24日に公表することとされた。

### IX. 議事要旨の承認

議事要旨（2023年12月18、19日開催分）が全員一致で承認され、1月26日に公表することとされた。

以　上

2024年1月23日  
日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

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

### (1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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（全員一致）。

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（全員一致）

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<sup>1</sup>、共通担保資金供給オペなどを実施する。

### (2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① 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。

---

<sup>1</sup> 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。

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

3. 日本銀行は、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。

以 上

## (6年3月18、19日開催分)

### (開催要領)

1. 開催日時：2024年3月18日(14:00～16:22)  
3月19日(9:00～12:28)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

|    |       |         |
|----|-------|---------|
| 議長 | 植田和男  | (総 裁)   |
|    | 氷見野良三 | (副 総 裁) |
|    | 内田眞一  | ( 〃 )   |
|    | 安達誠司  | (審議委員)  |
|    | 中村豊明  | ( 〃 )   |
|    | 野口 旭  | ( 〃 )   |
|    | 中川順子  | ( 〃 )   |
|    | 高田 創  | ( 〃 )   |
|    | 田村直樹  | ( 〃 )   |

4. 政府からの出席者：

|     |      |                 |
|-----|------|-----------------|
| 財務省 | 坂本 基 | 大臣官房総括審議官 (18日) |
|     | 赤澤亮正 | 財務副大臣 (19日)     |
| 内閣府 | 井上裕之 | 内閣府審議官 (18日)    |
|     | 井林辰憲 | 内閣府副大臣 (19日)    |

### (執行部からの報告者)

|             |                        |
|-------------|------------------------|
| 理事          | 清水季子                   |
| 理事          | 貝塚正彰                   |
| 理事          | 高口博英 (18日 15:25～16:22) |
| 理事          | 清水誠一                   |
| 企画局長        | 正木一博                   |
| 企画局政策企画課長   | 長野哲平                   |
| 金融機構局参事役    | 今久保圭 (18日 15:25～16:22) |
| 金融市場局長      | 藤田研二                   |
| 金融市場局総務課長   | 北村富行 (18日 15:25～16:22) |
| 調査統計局長      | 大谷 聡                   |
| 調査統計局経済調査課長 | 永幡 崇                   |
| 国際局長        | 神山一成                   |

### (事務局)

|           |                        |
|-----------|------------------------|
| 政策委員会室長   | 倉本勝也                   |
| 政策委員会室企画役 | 木下尊生                   |
| 企画局審議役    | 飯島浩太 (19日 10:15～12:28) |
| 企画局企画調整課長 | 土川 颯 (19日 10:15～12:28) |
| 企画局企画役    | 長田充弘                   |
| 企画局企画役    | 倉知善行                   |
| 金融機構局長    | 中村康治 (18日 15:25～16:22) |

## I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節の運営としては、前回会合（1月22、23日）で決定された金融市場調節方針<sup>（注）</sup>および長短金利操作の運用方針に従って、国債買入れ等を行った。こうした運営のもと、長期金利は金融市場調節方針と整合的に推移したほか、イールドカーブの形状は、引き続き総じてスムーズとなっている。

前回会合で決定された資産買入れ方針に従って、E T F や J - R E I T、C P ・社債等の買入れを運営した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。翌日物金利のうち、無担保コールレートは $-0.014 \sim -0.005\%$ 程度、G C レポレートは $-0.104 \sim -0.059\%$ 程度で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、上昇した。

わが国の株価（T O P I X）は、米国株価の上昇や堅調な企業決算を受けて、上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、 $0.635 \sim 0.785\%$ 程度と小幅に上昇した。なお、国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で、足もとで改善方向の動きがみられている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断D I は、前回調査対比マイナス幅を小幅に縮小した。為替相場をみると、円の対ドル相場および対ユーロ相場は、概ね横ばいとなった。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、回復ペースが鈍化している。米国経済は、F R Bによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、E C B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ている。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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善し

---

<sup>（注）</sup> 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。

ている。

先行きの海外経済は、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。その後は、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と考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性がきわめて高い。

海外の金融市場をみると、米欧の長期金利は、振れを伴いつつ、小幅に上昇した。米国の株価は、堅調な経済指標やハイテク関連の新技術の需要拡大に伴う成長期待から、上昇した。欧州の株価も、米国株価に連れて、上昇した。この間、新興国通貨は、総じてみれば横ばい圏内で推移した。原油価格は、中東における地政学的緊張の高まりを背景に上昇した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、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に加え、緩やか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。

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ている。先行きも、当面、同様の動きが続くとみられる。その後は、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見込まれる。

鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、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ている。この間、能登半島地震が生産に与える影響については、生産再開が進むもとで、現時点ではサプライチェーンへの深刻な影響などは回避されているが、引き続き注視していく必要がある。先行きの鉱工業生産は、当面、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、グローバルなIT関連財の持ち直しなど、内外需要の動向を反映し、増加基調に復していくと見込まれる。

企業収益は、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。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩やかな金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止によ

る自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、7～9月に猛暑効果もあって増加した後、1月にかけて減少しているが、暖冬や一部メーカーの生産・出荷停止といった一時的な下押し要因を除いてみれば、物価上昇の影響を受けるもとでも、サービス消費を中心に底堅く推移している。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、2月以降の個人消費は、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向を指摘する声は引き続き聞かれるほか、自動車の減産による影響はみられるものの、底堅く推移しているとみられる。消費者マインドは、このところ改善が続いている。先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がった貯蓄にも支えられて、緩やかに増加していくと予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。非正規雇用は、経済活動が正常化するもとで、卸・小売や対面型サービス業などを中心に、緩やかに増加している。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復と今年の春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加している。春季労使交渉について、これまで明らかになった経営側からの回答をみると、2024年の定昇を含む賃上げ率は5%台前半、ベースアップ率は3%台後半と、昨年を大きく上回っている。また、本支店におけるヒアリング情報を踏まえると、ほとんどの支店の所管地域において、現時点で予測される平均的な企業の賃上げ率は、前年並みないしは前年を上回る可能性が高い模様である。また、規模の小さな企業からは、人材確保のため賃上げの必要性は認識しているが、実際の賃上げ率は、大企業の結果が出揃い世間相場を見極めたうえで決定したい、といった声も多く聞かれている。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、マイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば横ばい圏内で推移している。国内企業物価の3か月前比は、昨年夏場以降の原油価格上昇の影響などから、足もとでは小幅のプラスとなっている。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。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価（除く生鮮食

品)の前年比は、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予想される。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3%台半ばとなっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、1%台半ばとなっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増加している。

この間、マネタリーベースの前年比は、2%台半ばとなっている。マネーストックの前年比は、2%台半ばとなっている。

## II. 金融政策の多角的レビューに関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

### 1. 非伝統的金融政策が金融市場に与えた影響

#### (1) 執行部からの報告

金融政策の「多角的レビュー」の一環として、関係各局で連携して、過去25年間の非伝統的金融政策の効果・副作用を振り返る調査プロジェクトを実施している。

以下では、進行中の本調査プロジェクトのうち、まず、金融市場局から、非伝統的金融政策が金融市場に与えた影響として、①非伝統的金融政策が短期金融市場の機能度に与えた影響、②量的・質的金融緩和やイールドカーブ・コントロールが国債市場の機能度に及ぼした副作用についての分析結果、③為替レートの推移を振り返って非伝統的金融政策との関係で留意すべき論点について、報告する。

- ・ 過去25年間の短期金融市場の機能度を確認するため、量的緩和が実施された第一局面(2001～2006年)、補完当座預金制度が導入された第二局面(2008～2016年)、マイナス金利導入以降の第三局面(2016年～)の3つの局面に分け、各局面の動向を振り



返った。第一局面では、金融機関間の取引インセンティブが低下したが、第二局面では、補完当座預金制度の導入に伴い付利先と非付利先との間での取引インセンティブが生じた。第三局面では、補完当座預金制度の三層構造のもとで裁定取引が活発化しており、短期金融市場は、足もと十分な機能度を維持していると評価できる。

- ・ 量的・質的金融緩和やイールドカーブ・コントロールによる国債市場の機能面での副作用は、①市場流動性の低下、②相対価格面の歪み、③円債の取引基盤の脆弱化の3つに整理できる。これらのうち、相対価格面の歪みは改善方向に向かっている。一方、市場流動性の低下は引き続き残っていくとみられる。また、脆弱化した円債の取引基盤については、市場参加者からは、再構築は可能との声も聞かれているが、完全な回復まで時間は相応にかかり得る、との指摘も聞かれる。これらが、中長期的にわが国の金融市場に与える影響について、引き続き丁寧な把握に努めていく必要がある。
- ・ 過去 25 年間の為替レートの推移を振り返ると、その時々で注目されていた各種要因の影響を受けて、大きく変動してきた。この間に実施されてきた非伝統的金融政策は、将来の為替レートに関する予想経路で為替レートに一定程度影響を与えてきた可能性があるが、そうした予想形成は、その時々の世界経済や国際金融市場の動向次第で大きく変化してきたように窺われる。このように、非伝統的金融政策が為替レートに及ぼす影響には、きわめて大きな不確実性が存在する。

本調査プロジェクトの個別の分析については、ワーキングペーパー等で公表することを展望している。

## (2) 委員会の検討

委員は、執行部からの報告を踏まえ、非伝統的金融政策が金融市場に与えた影響について議論した。

短期金融市場に関して、ある委員は、量的緩和のもとでは市場機能が大きく低下した一方、その後の局面では、補完当座預金制度が金融緩和と短期金融市場の機能の維持を両立するうえで大きな効果があったと評価した。

国債市場について、何人かの委員は、大規模金融緩和が終了した場合にも、市場機能や流動性等の回復には時間がかかり得るとの認識を

示した。複数の委員は、流動性等の回復過程においては、経済・物価情勢等の変化を受けて長期金利のボラティリティが高まりやすくなる可能性を指摘した。このうちの一人の委員は、こうした状況が長期にわたって継続する可能性も踏まえて、引き続き、丁寧にモニタリングしていくことが重要であると付け加えた。そうしたもとで、複数の委員は、イールドカーブ・コントロールの枠組みを終了する場合、その後の国債買入れの減額は、こうした点にも配慮しながら、進める必要があるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、やや長い目でみれば、円債の取引体制の整備は進むと考えられるものの、そのもとでの市場参加者の取引行動は過去とは異なるものとなる可能性があるとの見方を述べた。また、別の委員は、海外投資家を含めた市場参加者との意見交換などの取り組みを進めていくことが必要であるとの見方を示した。

為替レートの動向について、複数の委員は、わが国では購買力平価からの乖離が目立つが、これは長期的なトレンドとしては、1990年代半ばにかけて国内製造業の高い生産性を反映して円高が進行した後、それらの海外生産シフト等を背景に円安方向への動きが緩やかに続いたことによるものではないかとの見解を示した。そのうえで、このうちの一人の委員は、この2年ほどは、購買力平価対比でかなりの円安が進んでいるが、これは、リーマン・ショック以降、市場参加者の間で、従来よりも内外金利差が意識されやすくなっていることを反映している可能性があるとの見方を示した。別の一人の委員は、大規模金融緩和前の2012年頃と現在とでは、為替や株価の水準は大きく異なっており、そのもとでの金融政策のトランスミッション・メカニズムや波及効果・副作用も異なる可能性があるとは指摘した。

これらの議論を踏まえ、委員は、今後の執行部による追加的な分析・考察も踏まえつつ、非伝統的金融政策が金融市場に与えた影響について引き続き議論していくことが適当であるとの認識を共有した。

## 2. 過去25年の金融仲介活動の振り返り

### (1) 執行部からの報告

次に、進行中の本調査プロジェクトのうち、金融機構局から、過去25年間の金融仲介活動の振り返りとして、①過去25年間の金融仲介活動が経済活動に大きな調整をもたらした金融不均衡の蓄積に繋がっていなかったか点検するとともに、②金融システムからみた大規模金融緩和の効果と副作用に関する論点、③低金利貸出が企業財務に及ぼした影響について、報告する。

- ・ 金融循環を表す金融ギャップからは、低金利環境の中で、バブル期前後にみられたような大きな金融不均衡が蓄積した様子は観察されない。バブル崩壊後の金融循環の停滞局面も、2000年代半ばにかけて解消した。この間の金融仲介活動をみると、2000年代前半にかけて、バランスシート調整と不良債権処理を主因に企業向け貸出が減少したが、その後の企業向け与信と経済活動水準とのバランスは、概ね安定している。
- ・ 過去 25 年のほとんどの期間において、金融機関の貸出態度が緩和的となるもとで、貸出残高の増加が続いた。反実仮想分析からは、最近 10 年の貸出の増加には、低金利や景気改善の効果に加え、地価の安定を背景とした担保価値の改善効果も寄与していたことが示唆される。また、金融機関間の貸出競争の強まりも、利鞘縮小や貸出増加に繋がったと考えられる。
- ・ ただし、金利感応度の高い不動産関連の分野では、貸出残高が既往ピーク圏にある。増加した貸出の中には、債務者の収入減少や貸出金利の上昇に対する耐性が相対的に低い案件もみられる。また、企業や家計の借入期間が長期化し、金利リスクが増加している。変動金利による長期借入は、家計の金利リスクとなっている一方、企業の固定金利による長期借入は、金融機関の金利リスクの増加要因の 1 つとなっている。
- ・ 金融機関の収益力は、最近では反転上昇しているものの、歴史的にみると、低下した状態にある。その結果、地域金融機関を中心に、ストレス耐性が低下している先もある。また、金利が短期間のうちに大きく上昇した際には、保有有価証券の評価損が金融機関の金融仲介活動の制約になることが考えられる。
- ・ この間、借入を増やした企業の中には、収益力が改善し、財務の頑健性が増した先があった一方、収益力の低迷が続く先も常に一定の割合で存在した。

本調査プロジェクトの個別の分析については、金融システムレポート別冊やワーキングペーパーで公表することを展望している。また、関連する議論は、4 月に公表予定の金融システムレポートにおいても取り上げる予定である。

## （２）委員会の検討

委員は、執行部からの報告を踏まえ、非伝統的金融政策が金融機関の行動や金融システムに与えた影響について議論した。

大規模金融緩和による低金利環境が金融システムに及ぼした影響について、一人の委員は、金融機関による、投資の長期化や海外貸出・外債投資の拡大、リスクテイクの積極化が促されたと指摘した。また、この委員は、世界的に、低金利環境下での金融機関のリスクテイク行動が、不動産等の資産価格の押し上げに作用したとの見解を述べた。ある委員は、大規模金融緩和の結果として、金融機関の収益力が低下しているほか、その行動の変化もあって、一部の金融機関においてストレス耐性が低下していると指摘した。また、一人の委員は、海外投融资の拡大に伴い、わが国の金融システムが抱えるドル調達リスクが高まっているとの認識を示した。先行きについて、ある委員は、金利上昇局面において、一部の金融機関でのストレス耐性の低下に注意が必要であり、引き続き、丁寧にモニタリングしていくことが重要と指摘した。また、別の委員は、大規模金融緩和が終了した場合に、金融機関のポートフォリオ・リバランスがどのように進むか注視が必要と述べた。このほか、複数の委員は、金融政策が変化したとしても、厳しい競争環境のもとで、金融機関収益には構造的な下押し圧力がかかり続ける可能性もあると述べた。

この間、複数の委員は、2001年から2006年にかけての量的緩和について、バランスシート拡大は短期の資金供給が中心であり、長めの金利や実体経済に及ぼした影響は限られるとの分析も多いが、大量の流動性供給は金融機関の流動性に対する不安を払拭し、金融システムの安定を確保することに大きな効果を発揮したと指摘した。一人の委員は、こうした効果は、反実仮想分析では十分に捉えられていない可能性があると付け加えた。別の一人の委員は、リーマン・ショック後の局面でも、企業の資金調達環境はきわめて厳しく、当時の日本銀行の素早い対応の効果は大きかったとの見解を示した。

借入を増加させた企業における収益性等のばらつきが生じた背景について、一人の委員は、大企業において、リーマン・ショック後の構造改革の結果、借入の増加を伴う形で成長投資が進んだことを指摘した。他方、別の一人の委員は、政府による企業支援に加え、大規模金融緩和による低金利環境もあって、低収益の企業が借入を増加させつつ存続できたことを指摘した。

これらの議論を踏まえ、委員は、今後の執行部による追加的な分析・考察も踏まえつつ、非伝統的金融政策が金融機関の行動や金融システムに与えた影響について引き続き議論していくことが適当であるとの認識を共有した。

### Ⅲ．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

#### 1．経済・物価情勢

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で、緩やかな成長経路に復していくとの見方を示した。

米国経済について、委員は、F R Bによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移しているとの認識で一致した。多くの委員は、個人消費が堅調に推移する中、インフレ率は低下傾向をたどっており、ソフトランディング期待が更に高まっていると指摘した。ただし、このうちの何人かの委員は、商業用不動産向け融資での信用コストの増加やクレジットカード延滞率の上昇などがみられる中、金融面のリスクには引き続き注意が必要であると付け加えた。

欧州経済について、委員は、E C B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ているとの認識を共有した。ある委員は、先行きの景気の下振れ要因として、地政学的リスクの高まりを受けた設備投資の先送りや、商業用不動産市況の悪化などを介した金融引き締めの影響に注意が必要であると指摘した。

中国経済について、委員は、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ているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられるとの見方を共有した。多くの委員は、不動産市場を始めとした様々な構造問題への政府の対応を巡って不確実性は大きいと指摘した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、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。

輸出について、委員は、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ているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、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ているとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善するもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。ある委員は、人手不足などによる供給制約の影響もあって設備投資の実績は計画対比で伸び悩んでいるが、先行きの設備投資は、人手不足対応やデジタル関連、環境対応関連などの投資需要の堅調さを背景に、増加基調が続くとの見方を示した。また、複数の委員は、物価の緩やかな上昇が続くもとで、この間のバランスシート等の改善を背景に、企業の前向きな動きが加速する可能性があるとして指摘した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移しているとの認識で一致した。多くの委員は、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する中、先行きの名目賃金のさらなる改善や政府の経済対策の効果が見込まれることが、個人消費を下支えしているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、そうしたもとで、消費関連のマインド指標は改善傾向を示していると指摘した。ある委員は、賃上げの蓋然性が高いことを踏まえると、個人消費が失速するリスクは大きくないとの見解を示した。また、別の委員は、最

近の株価上昇が資産効果を介して個人消費を相応に押し上げる可能性もあると指摘した。この間、一人の委員は、やや長い目でみた消費を巡る論点として、感染症流行を経て消費行動に生じた不可逆的な変化に加え、副業の普及やネット中古市場の拡大が及ぼす影響を挙げた。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。

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、適合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で、「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も、賃上げに対して前向きな声が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が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出る可能性があり、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。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、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との認識で一致した。また、委員は、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との見方を共有した。

## 2. 金融面の動向

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。

#### IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

先行きの金融政策運営の基本的な考え方として、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E T F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。

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、実体経済

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、こうしたもとで、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解を示した。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、E T FやJ－R E I T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E T F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。C P・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、2022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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、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。」

長期国債の買入れに関して、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。」

これらに対し、ある委員は、主として大企業に係する E T F 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れに関して、委員は、E T FおよびJ－R E I T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、C P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。

## V. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時39分中断、12時00分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 提案は、引き続き、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成を目指すためのものと受け止めている。
- 賃上げ率、設備投資等の前向きな動きの一方、個人消費は力強さを欠いており、海外経済のリスクも認識している。
- 日本銀行は、引き続き緩和的な金融環境を維持すると示されているところ、引き続き、政府との緊密な連携のもと、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて、適切に金融政策運営

が行われることを期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している。先行きについても、高い賃上げの継続をはじめ、雇用・所得環境が改善するもとで、各種政策効果もあって、緩やかな回復が続くと見込んでいる。
- 提案のあった事項は、賃金と物価の好循環の進展という前向きな動きを踏まえたものであり、その認識は政府も共有できる。
- 経済の回復をより強固にし、民需主導の持続的成長を実現するため、日本銀行には、引き続き、金融面から経済をしっかり支えていただく必要がある。
- 日本銀行には、政府と緊密に連携し、十分な意思疎通を図りながら、共同声明にある２％の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて、適切な金融政策運営を行うことを期待する。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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。



### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、  
高田委員、田村委員

反対：中村委員、野口委員

—— 中村委員は、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、マイナス金利政策は業績回復が遅れている中小企業の賃上げ余力が高まる蓋然性を確認するまで継続すべきとして反対した。野口委員は、賃金と物価の好循環の強まりを慎重に見極めるとともに、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として反対した。

## 2. 長期国債の買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、長期国債の買入れ方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 長期国債の買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債の買入れについて、下記のとおりとすること。

#### 記

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。

### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、  
中川委員、高田委員、田村委員

反対：中村委員

—— 中村委員は、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

## 3. 長期国債以外の資産買入れ方針

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、長期国債以外の資産買入れ方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

長期国債以外の資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ－R E I Tについて、新規の買入れを終了する。
2. C P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。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

4. 貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、貸出増加を支援するための資金供給、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション、気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する、貸出増加を支援するための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を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中村委員、  
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

5. 「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等

議長から、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」の一部改正等に関する議案が提出され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、速やかに公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、  
高田委員、田村委員

反対：中村委員、野口委員

—— 中村委員は、金融市場調節方針と長期国債の買入れ方針に  
反対したことを踏まえて、関連する部分の改正等に反対した。  
野口委員は、金融市場調節方針に反対したことを踏まえて、関  
連する部分の改正等に反対した。

#### 6. 対外公表文（「金融政策の枠組みの見直しについて」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公  
表文（「金融政策の枠組みの見直しについて」＜別紙＞）が提案され、  
採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直  
ちに公表することとされた。

### VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2024年1月22、23日開催分）が全員一致で承認され、  
3月25日に公表することとされた。

以 上

2024年3月19日  
日 本 銀 行

## 金融政策の枠組みの見直しについて

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、賃金と物価の好循環を確認し、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した。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は、その役割を果たしたと考えている。日本銀行は、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<sup>1</sup>。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。

以上を踏まえ、金融市場調節方針等については、以下のとおりとすることを決定した。

(1) 金融市場調節方針（賛成7反対2）<sup>(注1)</sup>

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<sup>2</sup>。

(2) 長期国債の買入れ（賛成8反対1）<sup>(注2)</sup>

これまでと概ね同程度の金額<sup>3</sup>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。

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

(3) 長期国債以外の資産の買入れ（全員一致）

① E T F および J - R E I T について、新規の買入れを終了する。

② C P 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。

(4) 貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い（全員一致）

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。

2. 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（別紙）。賃金を巡る環境を整理すると、企業収益は改善を続けており、労働需給は引き締まっている。こうしたもと、本年の春季労使交渉では、現時点の結果をみると、昨年に続きしっかりと賃上げが実現する可能性は高く、本支店における企業からのヒアリング情報でも、幅広い企業で賃上げの動きが続いていることが窺われる。物価面では、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているが、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。このように、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、見通し期間終盤にかけて、「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した。

以 上

---

（注1）賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員、野口委員。中村委員は、主として大企業に關係する E T F 買入れ等の終了には賛成であるが、マイナス金利政策は業績回復が遅れている中小企業の賃上げ余力が高まる蓋然性を確認するまで継続すべきとして反対した。野口委員は、賃金と物価の好循環の強まりを慎重に見極めるとともに、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として反対した。

（注2）賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

## 経済・物価の現状と見通し

1. 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。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、輸出は横ばい圏内の動きとなっている。鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、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ている。企業収益が改善するもとで、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、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移している。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、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%程度となっている。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。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。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で、「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。
3. 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・物価への影響を、十分注視する必要がある。

以 上

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」
- (図表 3) 経済産業省「鉱工業指数」
- (図表 4) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 5) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 7) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 10) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」
- (図表 12) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 13) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、QUICK「QUICK 月次調査＜債券＞」、日本経済研究センター「ESP フォーキャスト」
- (図表 16) 国土交通省「地価公示」
- (図表 17) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 18) ブルームバーグ社
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) 日本銀行、日本相互証券、ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) 日本相互証券
- (図表 23) ブルームバーグ社
- (図表 24) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 25) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 26) 東京証券取引所
- (図表 27) 日本銀行、国際決済銀行
- (図表 28) 国際決済銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 30) 日本銀行・証券保管振替機構「短期社債等平均発行レート」
- (図表 31) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・預金動向」
- (図表 33) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 37) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 40) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」