

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和元年 12 月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

令和元年 12 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

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	
(概況)	1
(輸出は、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続いた)	2
(鉱工業生産は横ばい圏内で推移した)	4
(設備投資は、企業収益が総じて高水準を維持するなか、増加傾向を続けた)	5
(住宅投資と公共投資は横ばい圏内で推移した)	7
(雇用・所得環境は着実に改善した)	8
(個人消費は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加した)	10
(2) 物価	12
(3) 海外経済	16
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	20
(3) 債券市場	21
(4) 株式市場	24
(5) 外国為替市場	25
(6) 企業金融	27
(7) 量的金融指標	31
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績	33

2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	34
(2) 「経済・物価情勢の展望」	41
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 元年6月の会合	52
ロ. 9月の会合	54
(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	57
ロ. 強力な金融緩和を継続していくにあたって点検すべき課題	60
ハ. 低金利環境の長期化に伴う留意点	63
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	65
3. 金融市場調節の実施状況	66
4. 日本銀行のバランスシートの動き	71
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	73
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	116
3. 金融政策決定会合議事要旨	136
参考計表・資料一覧	223

通貨及び金融の調節に関する報告書

—— 要 旨 ——

(経済の情勢)

1. 令和元年度上期のわが国の経済を振り返ると、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられたものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大した。

輸出は、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続いた。一方、企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けた。個人消費は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加した。この間、住宅投資と公共投資は横ばい圏内で推移した。こうした内外需要のもとで、鉱工業生産は横ばい圏内で推移した。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半からプラス幅を徐々に縮小し、上期後半には0%台前半から半ばでの推移となった。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、全般として、金利は低水準で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。

株価は、米中通商交渉を巡る不透明感の高まり等を背景に下落する場面もみられたが、9月上旬以降は米中通商交渉の進展期待やこれを映じた米欧株価の反発等を背景に上昇に転じ、9月末には21千円台後半となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、米中通商交渉を巡る不透明感の高まり等を背景にいったん円高ドル安の動きとなったが、9月上旬以降は幾分円安ドル高の動きとなり、9月末には107円台となった。円の対ユーロ相場も、いったん円高ユーロ安の動きとなったが、9月上旬以降は幾分円安ユーロ高の動きとなった。

4. 企業金融について、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、大幅に緩和した状態が続いた。

資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連などの資金需要が増加した。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、2%台のプラスで推移した。CPおよび社債の発行残高の前年比は、高めの伸び率で推移した。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は、前年比で3～4%程度の伸びを続けた。マネーストック（M2）の動向をみると、前年比2%台前半から半ばのプラスで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 元年度上期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、4月と6月の会合では「わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している」、7月と9月の会合では「わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している」とそれぞれ判断した。

7. 金融政策運営面では、元年度上期のすべての会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続することとした。

（1）長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

次回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、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額につい

ては、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動するものとする。
- ② C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。

4 月の会合では、強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示すため、以下のとおり決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンスの明確化

日本銀行は、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和 2 年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 強力な金融緩和の継続に資する措置の実施

以下のとおり、強力な金融緩和の継続に資する諸措置を実施する。

- ① 日本銀行適格担保の拡充
 - (i) 企業債務に関する信用力要件を、以下の基本方針のとおり緩和する。
 - ・ 外部格付けを取得している企業の債務については、当該企業が B B B 格相当以上の格付けを取得していること。
 - ・ 外部格付けを取得していない企業の債務については、金融機関の自己査定で当該企業が正常先に区分されていること。
 - (ii) 地方公共団体に対する証書貸付債権等については、貸付条件の決定方法として入札等の実施を求めない。非公募地方債につ

いては、公募地方債との表面利率および発行価格較差要件を求めない。

(iii) セカンダリー市場で取得した政府向け証券貸付債権等を適格担保として受入れ得ることとする。

② 成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進

(i) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」(円貨)の利用先に本資金供給の実績を踏まえた利用枠を付与し、その範囲内で資金供給を受けられることとする。

(ii) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「貸出増加を支援するための資金供給」について、新規貸付の実行日の期限を3年6月まで延長する。

③ 国債補完供給(SLF)の要件緩和

最低品貸料の引き下げ、銘柄別の売却上限額の撤廃等の要件緩和を行う。

④ ETF貸付制度の導入

日本銀行が保有するETFを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度の導入を検討する。

先行きの金融政策運営については、すべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」との考え方を示した。これに加えて、7月と9月の会合では、「特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融

緩和措置を講じる」との考え方を示した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、569.8兆円(前年比+4.4%)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

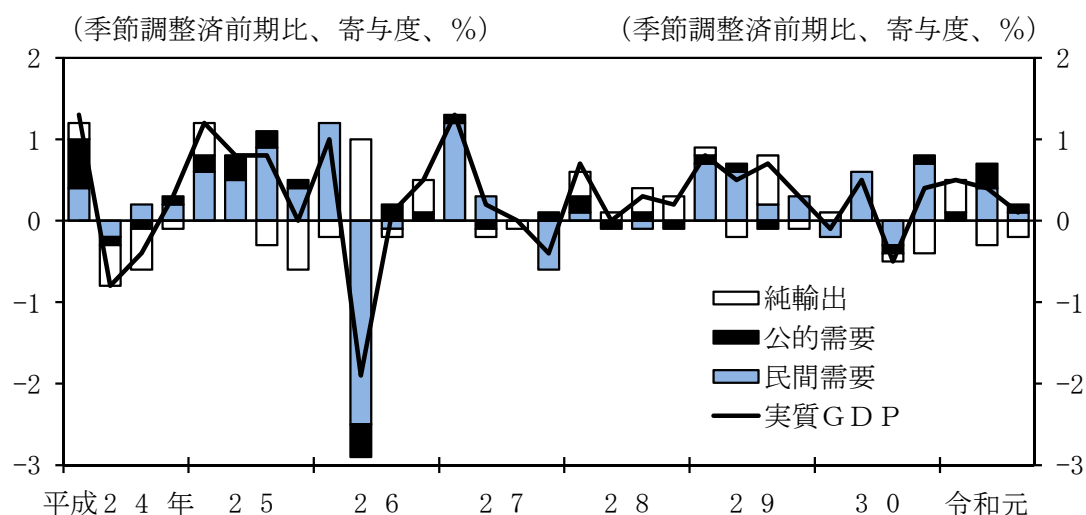
(概況)

令和元年度上期のわが国の経済を振り返ると、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられたものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大した。

輸出は、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続いた。一方、企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けた。個人消費は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加した。この間、住宅投資と公共投資は横ばい圏内で推移した。こうした内外需要のもとで、鉱工業生産は横ばい圏内で推移した。

以上の経済情勢を実質GDPで見ると（図表1）、元年度上期は、前年度下期対比で年率1.5%の伸びとなった。

(図表1) 実質GDPの推移



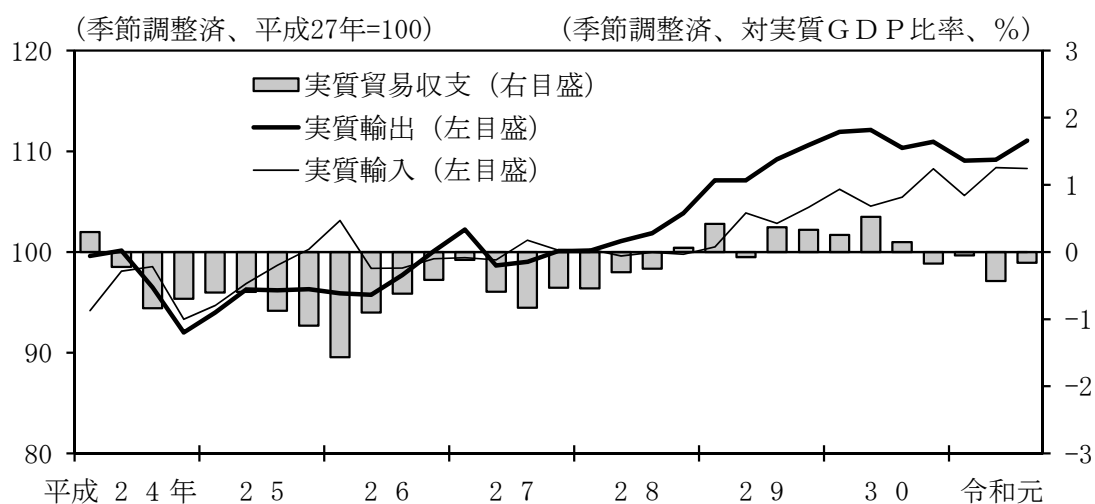
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照（以下の図表についても同様）。

(輸出は、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続いた)

実質輸出は¹、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続いた(図表2)。仔細にみると、先進国向けは増加基調を維持したものの、新興国・資源国向けは、資本財を中心に、弱めの動きを続けた(図表3)。

実質輸入は、振れを伴いながらも、個人消費の動きを反映して消費財や情報関連が増加したことなどから、均してみれば緩やかな増加基調を辿った(図表2)。

(図表2) 実質輸出入と実質貿易収支



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

(図表3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

	平成30年 第3四半期	令和元年			
		4	1	2	3
米国 <19.0>	-0.2	4.1	0.3	4.6	-5.3
EU <11.3>	-3.6	2.9	2.0	-3.5	5.3
アジア <54.9>	-0.1	-0.6	-3.2	0.5	0.9
中国 <19.5>	-0.4	-0.5	-5.5	1.6	0.8
NIEs・ASEAN等 <35.4>	0.1	-0.8	-1.9	-0.2	1.0
その他 <14.8>	-6.9	2.8	-3.0	-2.6	10.0
実質輸出計	-1.6	0.5	-1.7	0.1	1.7

(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

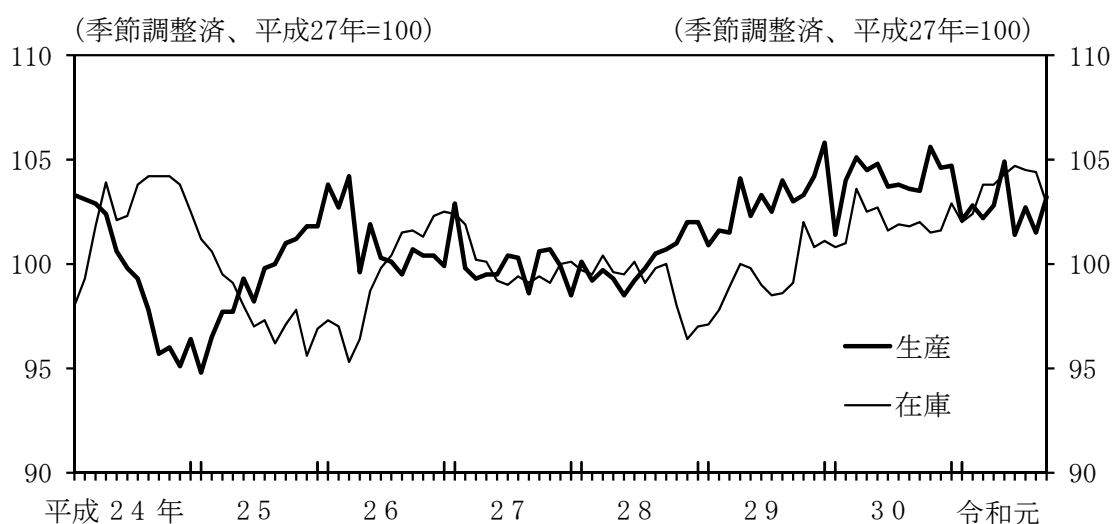
	平成30年 第3四半期	令和元年			
		4	1	2	3
中間財 <19.7>	0.4	3.0	-2.5	3.1	2.0
自動車関連 <24.0>	-2.9	2.1	0.3	-0.4	-2.8
情報関連 <20.8>	0.4	-1.1	-3.7	2.4	1.9
資本財 <17.7>	-2.3	-0.3	-3.6	-1.5	2.0
実質輸出計	-1.6	0.5	-1.7	0.1	1.7

(注) < >内は、30年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEs・ASEAN等は、NIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)やASEAN(タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムなど)のほか、インド、バングラデシュなども含む。

(鉱工業生産は横ばい圏内で推移した)

鉱工業生産は、輸出面の弱さの影響を受けつつも、国内需要が増加したことから、横ばい圏内で推移した(図表4)。業種別にみると、輸送機械(自動車等)は、増加基調を続けてきたが、グローバルな自動車販売が鈍化するもとの、上期後半にかけて弱含みに転じた。電子部品・デバイス、グローバルなITサイクルの悪化から減少を続けてきたが、上期後半には、在庫調整の進捗に加え、新型スマートフォン向けの増産もあって、下げ止まりから持ち直しに向けた動きがみられた。はん用・生産用・業務用機械は、資本財輸出の弱さを受けて、低水準で推移した。この間、在庫は振れを伴いつつも、高水準で推移した。

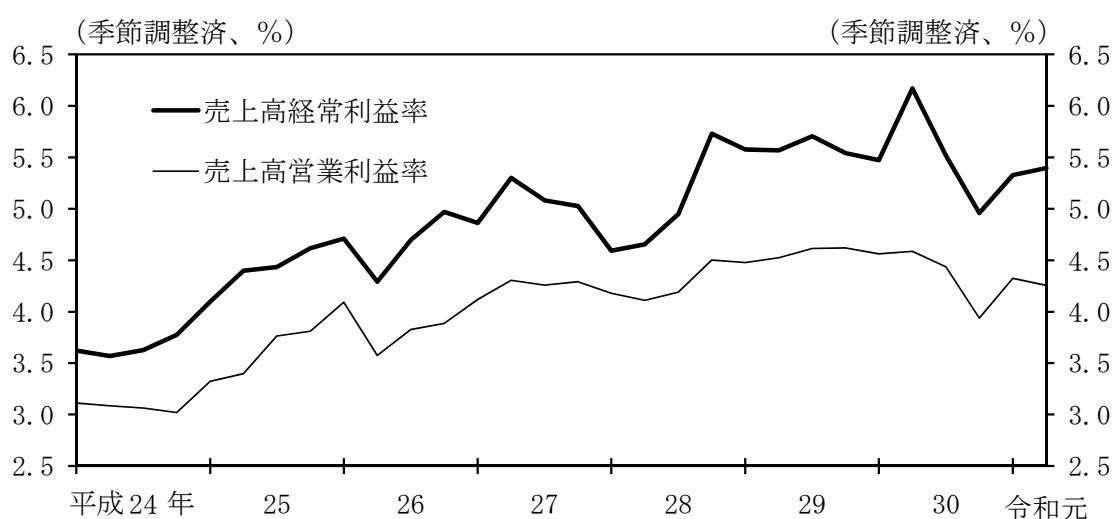
(図表4) 鉱工業生産



(設備投資は、企業収益が総じて高水準を維持するなか、増加傾向を続けた)

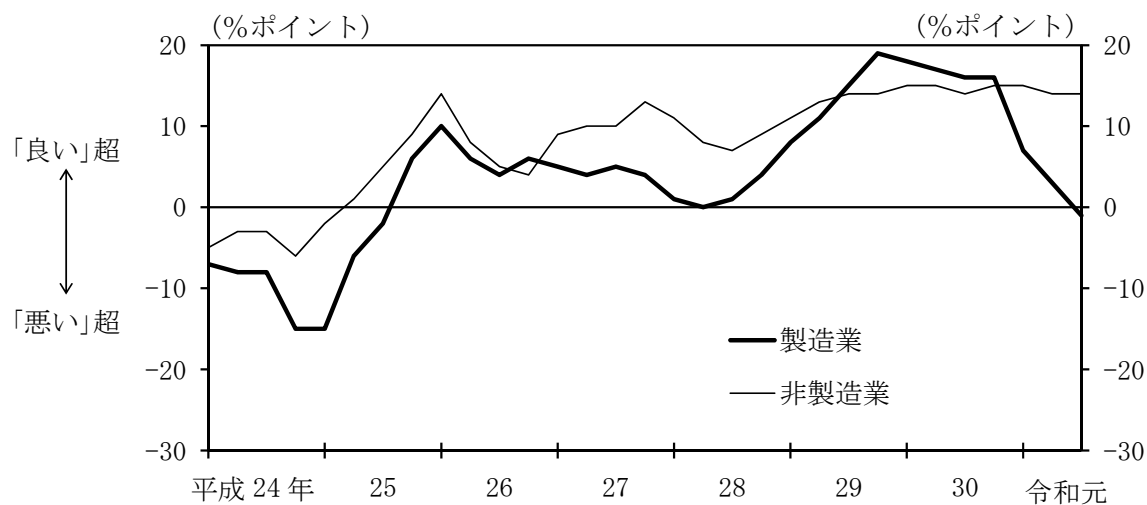
企業収益を法人企業統計の利益率(季節調整値)で見ると(図表5)、売上高経常利益率、売上高営業利益率ともに、海外経済の減速の影響からひと頃に比べ水準を切り下げているが、内需の増加に支えられて、高水準を維持した。この間、短観でみた企業の業況感は、海外経済の減速の影響から製造業ははっきりと慎重化した一方、非製造業は良好な水準を維持した(図表6)。

(図表5) 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。

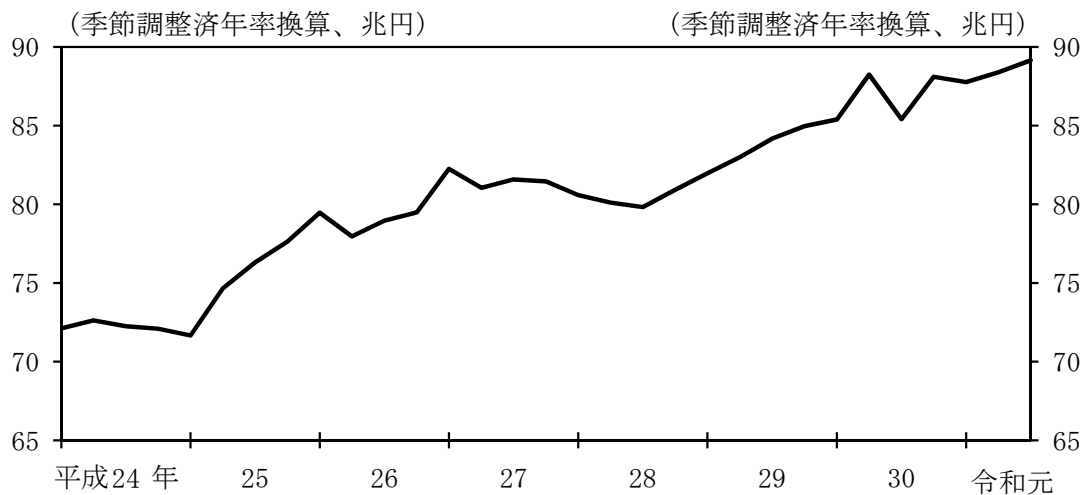
(図表6) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は増加傾向を続けた。元年度上期のGDPベースの
実質設備投資は、前年度下期対比で年率 1.9%の伸びとなった（図表 7）。

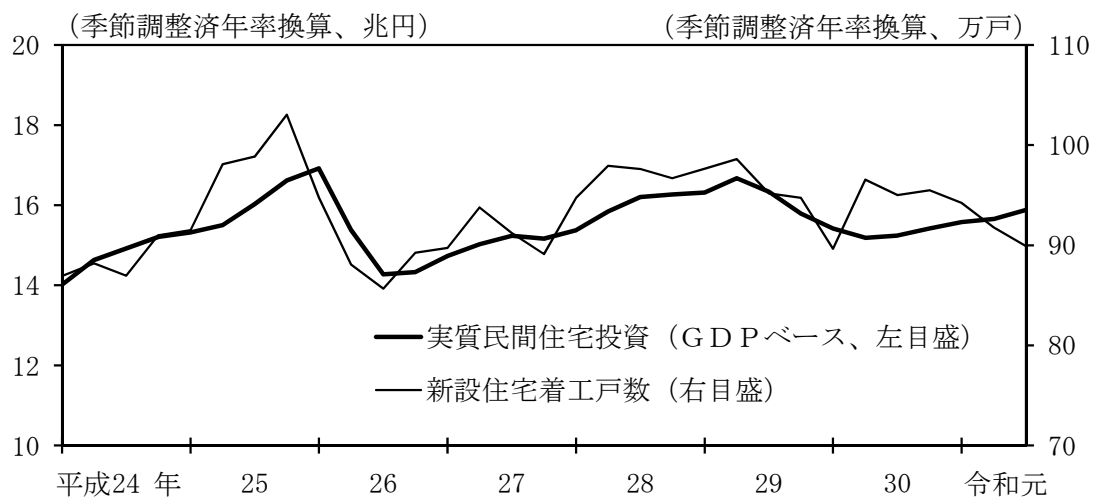
（図表 7）設備投資（実質、GDPベース）



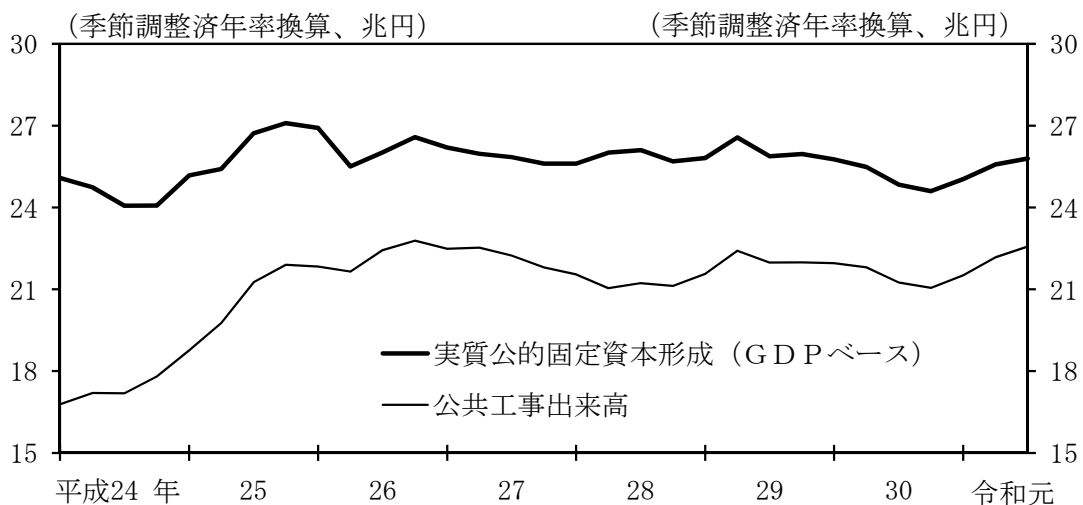
(住宅投資と公共投資は横ばい圏内で推移した)

住宅投資は、横ばい圏内で推移した。持家や分譲戸建は、雇用・所得環境の改善などに支えられて増加した一方、貸家は、節税・資産運用目的の需要減退等を背景に減少した(図表8)。公共投資は、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移した(図表9)。

(図表8) 住宅投資



(図表9) 公共投資



（雇用・所得環境は着実に改善した）

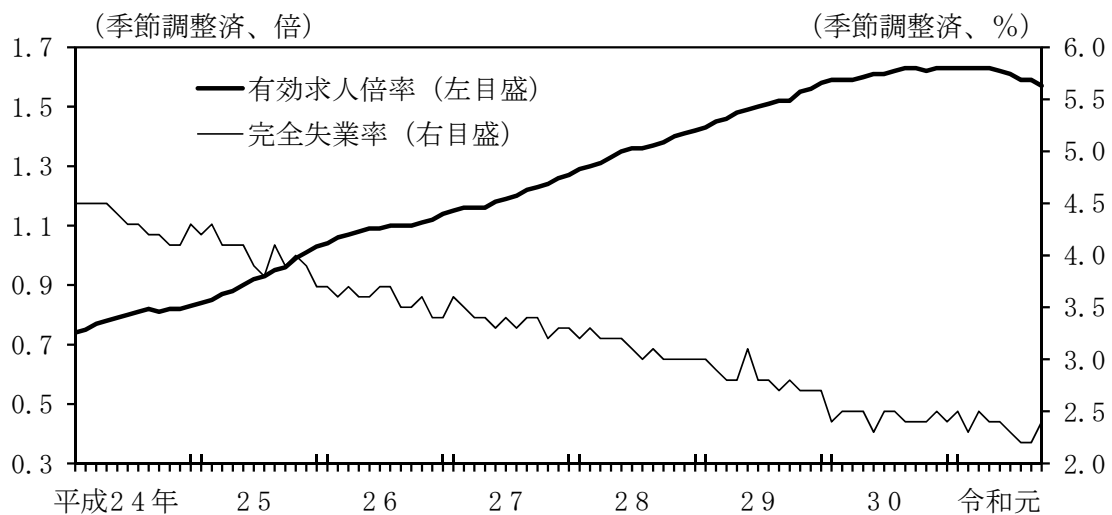
雇用面についてみると（図表 10）、労働力調査の雇用者数は、着実な増加を続けた。そうしたもとで、有効求人倍率は高水準を維持し、完全失業率は低水準で推移するなど、労働需給は引き締まった状態を続けた。

賃金面では（図表 11）、一般労働者の一人当たりの所定内給与は、緩やかな上昇を続けた。労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり所定内給与は、高めの伸びで推移した。

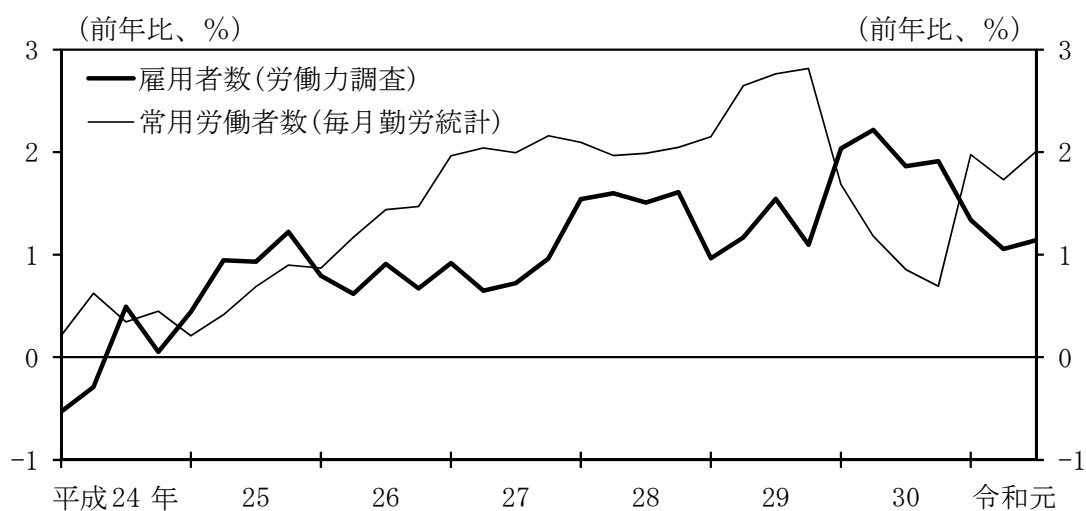
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は、増加傾向を続けた。

（図表 10）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

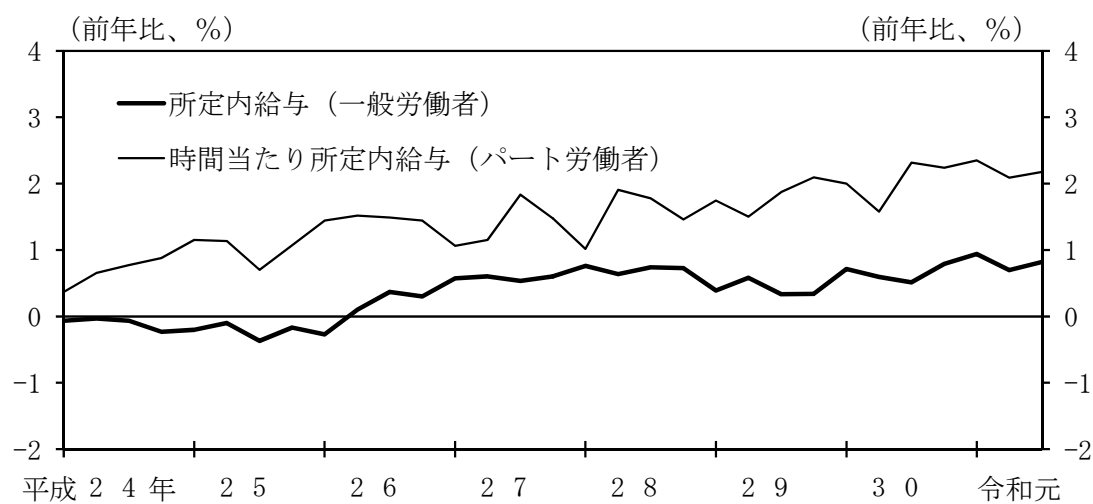


(2) 雇用者数と常用労働者数



(注) 常用労働者数(毎月勤労統計)は事業所規模5人以上の計数を使用。毎月勤労統計の25年1月～元年5月は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した抽出調査系列、元年6月以降は、全数調査した本系列。

(図表 11) 賃金



(注) 25年1月～元年5月は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した抽出調査系列、元年6月以降は、全数調査した本系列。28年1月以降は、共通事業所ベース。

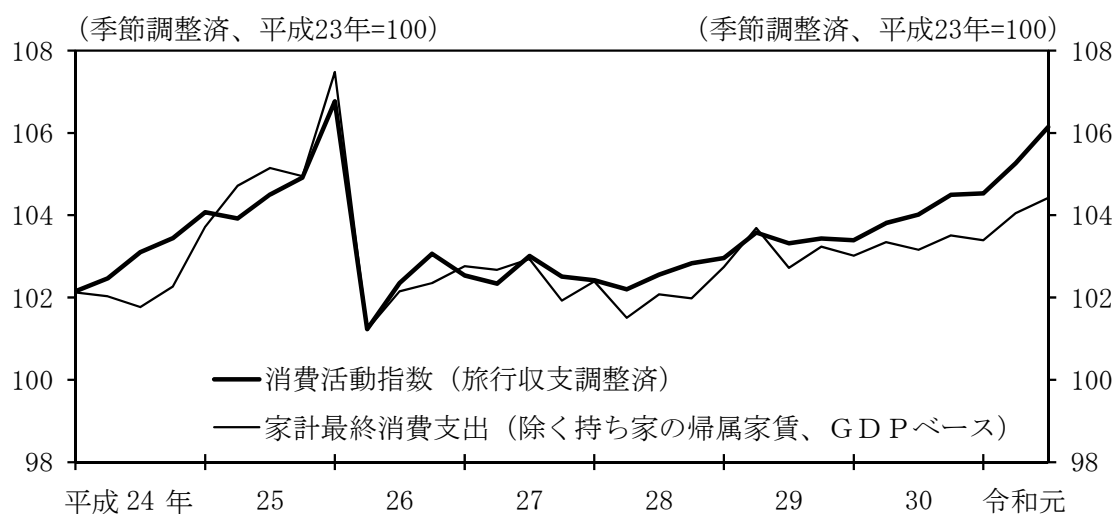
(個人消費は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加した)

個人消費は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加した(図表 12(1))。耐久財の消費動向をみると(図表 12(2))、乗用車販売は新車投入効果等から増加したほか、家電販売も、テレビやパソコン、白物家電等を中心に増加した。サービス消費をみると、外食は増加基調を辿った一方、旅行は、上期前半に大型連休の効果もあって大きめの増加となったあと、後半にはその反動もあって減少した(図表 12(3))。

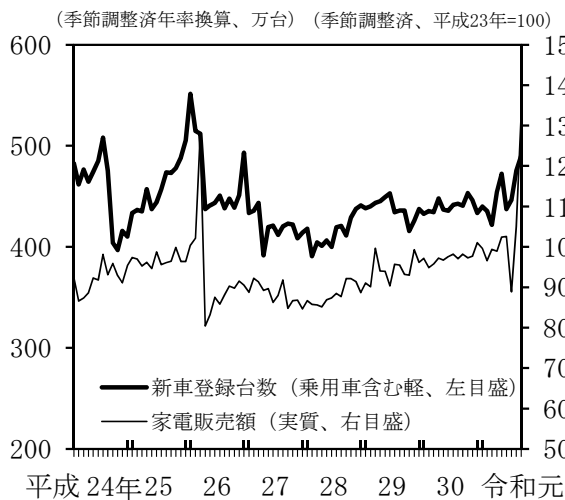
この間、個人消費関連のマインド指標は、景気の先行き不透明感もあって悪化した(図表 13)。

(図表 12) 個人消費

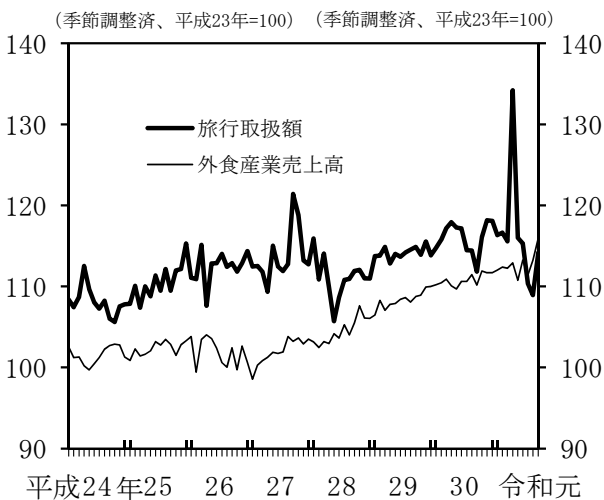
(1) 個人消費(実質)



(2) 耐久財消費



(3) サービス消費 (名目)

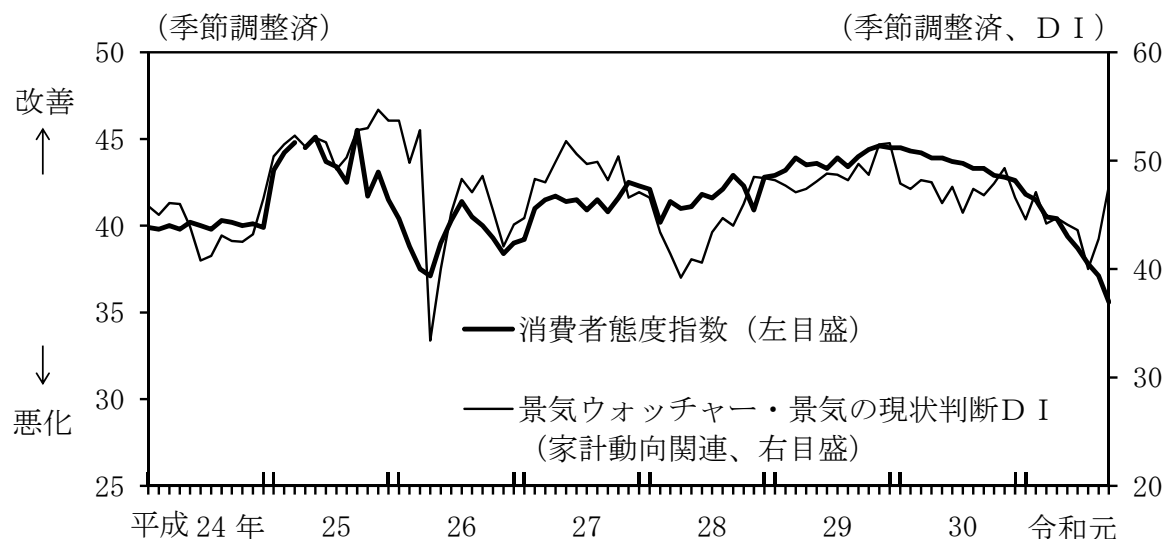


(注1) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品の消費者物価指数を用いて算出。

(注2) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。

(注3) 外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(図表 13) 個人消費関連のマインド指標



(注1) 消費者態度指数 (調査客体<25年4月以降>：全国・二人以上の世帯 約5,700世帯) は、消費者意識を尋ねたアンケート調査。景気ウォッチャー調査 (同<家計動向関連>：全国約1,400人) は、家計動向を敏感に反映する現象を観察できる職種の人々に尋ねたアンケート調査。

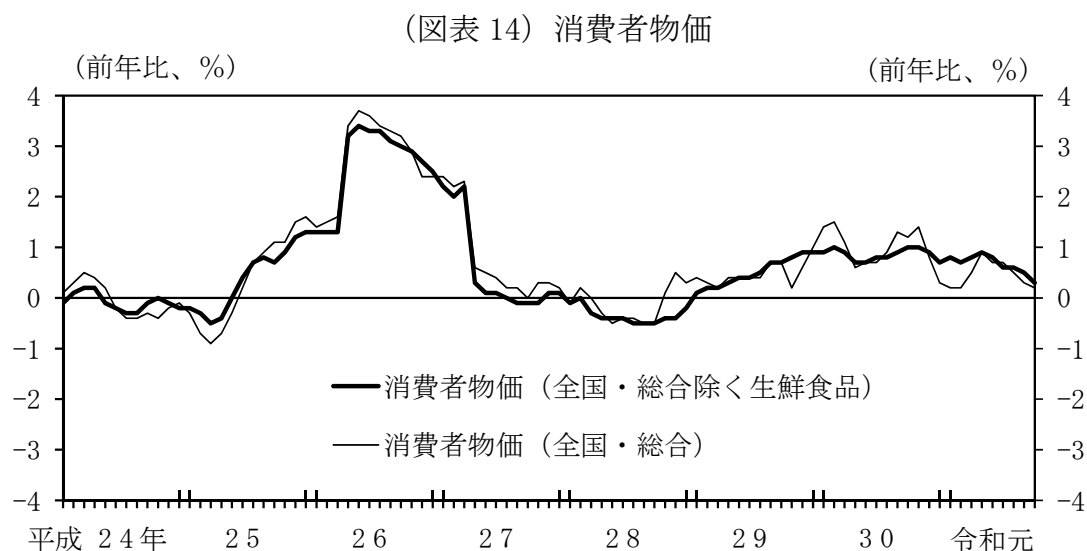
(注2) 消費者態度指数は、25年4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、25年3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。

(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、0%台後半からプラス幅を徐々に縮小し、上期後半には0%台前半から半ばでの推移となった（図表14）。内訳をみると（図表15）、財は、食料工業製品がプラス幅を拡大したものの、石油製品のマイナス転化を主因に、プラス幅が縮小した。一般サービスをみると、外食などは人件費上昇を背景にプラスで推移したが、携帯電話通信料の値下げなどが下押しになり、全体としてプラス幅が幾分縮小した。この間、公共料金も、既往の原油価格下落に伴う電気代・ガス代の動きを反映して、プラス幅が縮小した。

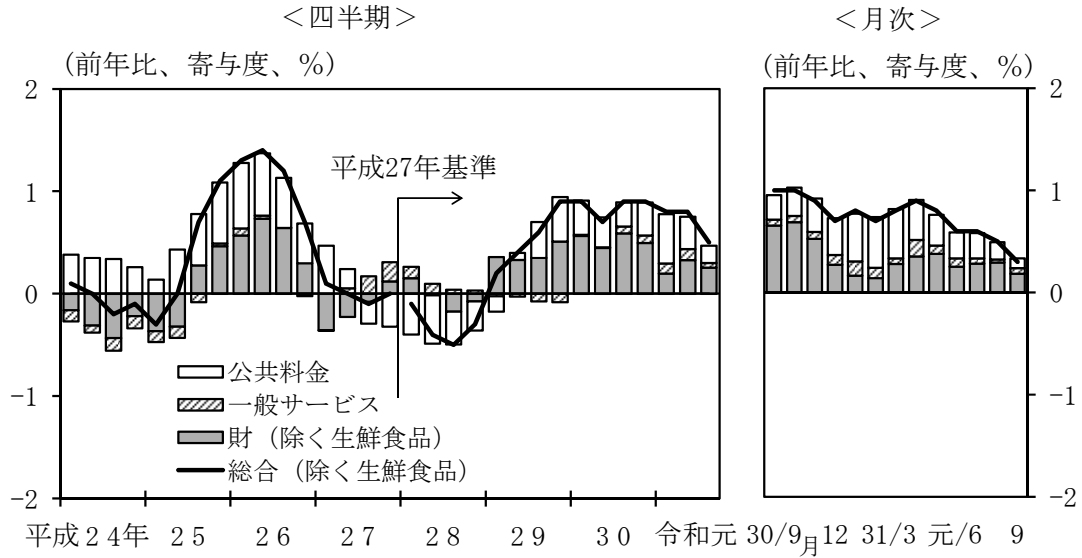
基調的な変動を捉える指標として、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比をみると（図表16）、0%台半ばで推移した。刈込平均値²の前年比をみると、0%台前半から半ばでの推移となった。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標をみると、幅広い品目で、人件費や物流費の転嫁に伴う値上げの動きが続くもとの、緩やかに上昇した。

予想物価上昇率は（図表17）、横ばい圏内で推移した。



² 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、消費者物価指数の品目別価格変動分布の両端の一定割合を機械的に控除し、それ以外の品目の前年比を加重平均した値。

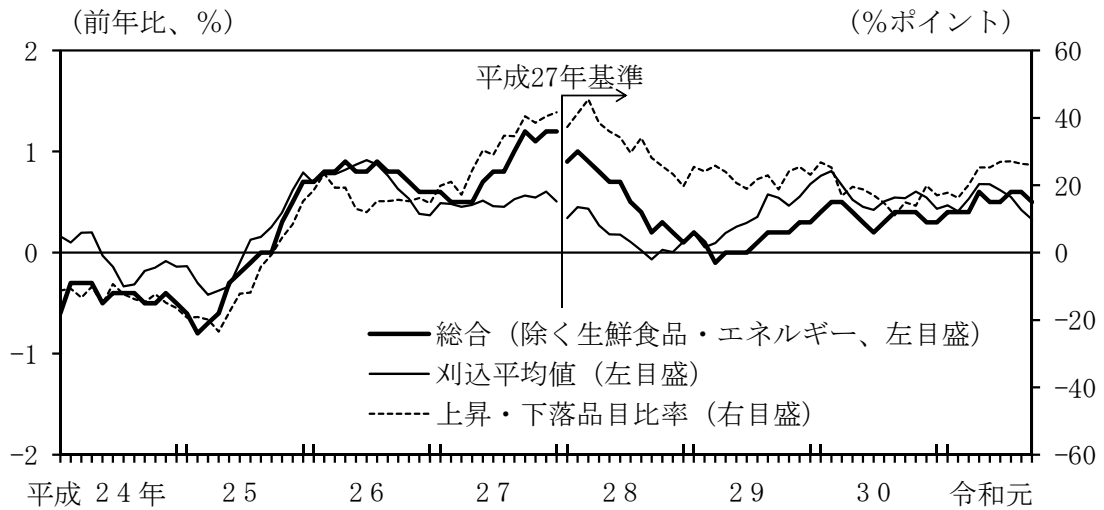
(図表 15) 消費者物価（全国・総合除く生鮮食品）の内訳



(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、消費税調整済み。

(図表 16) 消費者物価の基調的な変動



(注 1) 刈込平均値は、全個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

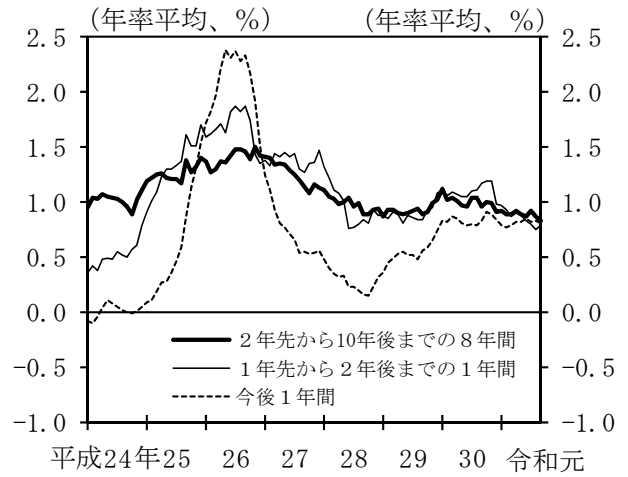
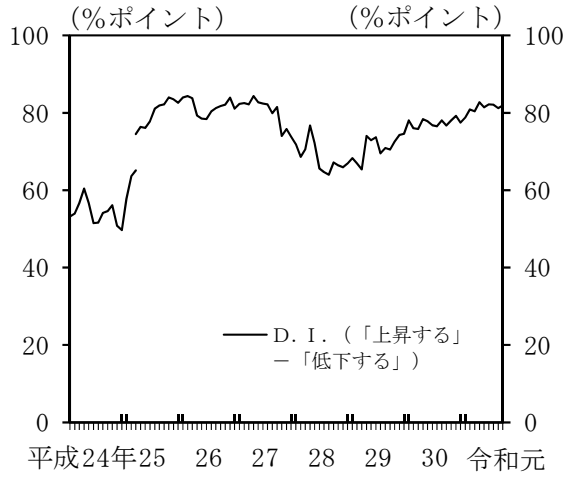
(注 2) 上昇・下落品目比率は、総合(除く生鮮食品)を構成する品目のうち、前年比上昇した品目の割合から下落した品目の割合を差し引いて算出。

(注 3) 消費者物価指数は、消費税調整済み。

(図表 17) 予想物価上昇率

(1) 家計の予想物価上昇率
(消費動向調査<総世帯>)

(2) 市場参加者の予想物価上昇率
(QUICK調査)



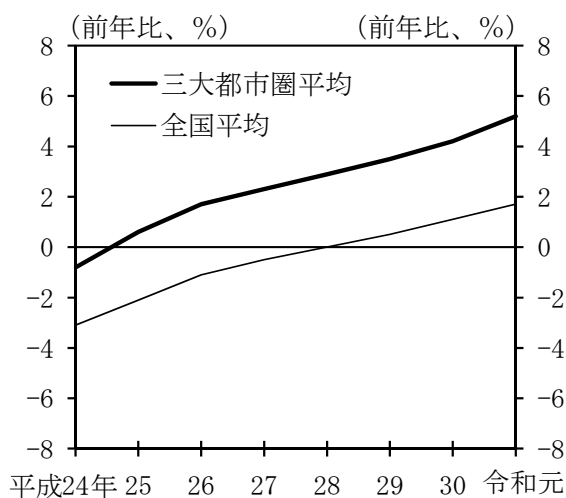
(注1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。25年4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。

(注2) QUICK調査は、25年9月調査から、消費税引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

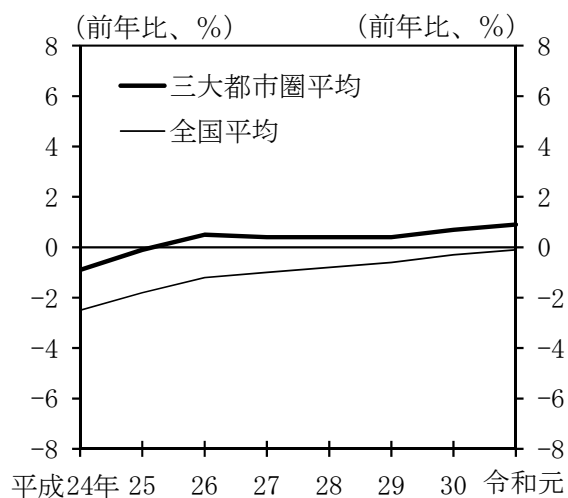
地価を都道府県地価（7月時点）の前年比で見ると（図表18）、商業地では、全国平均と三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均ともに、プラス幅を拡大した。住宅地では、三大都市圏平均がプラス幅を拡大したほか、全国平均はマイナス幅が縮小し、ほぼ前年並みとなった。

（図表18）都道府県地価

（1）商業地



（2）住宅地



（注）都道府県地価は、7月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

元年度上期の海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長した（図表19）。

(図表19) 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、%)

		29年	30年	30年 第2四半期	3	4	元年 1	2	3
米 国		2.4	2.9	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	1.9
ユーロエリア		2.5	1.9	1.5	0.8	1.4	1.7	0.8	0.9
新興 国・ 地域	中 国	6.8	6.6	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.0
	イ ン ド	6.9	7.4	8.0	7.0	6.6	5.8	5.0	-
	N I E s および A S E A N 4	4.4	4.1	4.4	3.8	3.9	3.4	3.4	3.3
	ブラジル	1.3	1.1	0.9	1.3	1.1	0.5	1.0	-
	ロ シ ア	1.6	2.3	2.2	2.2	2.7	0.5	0.9	1.7

(注) N I E s および A S E A N 4 は、IMF公表のGDPウェイト（30年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大した。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、1%台後半で推移した。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、2%台前半で推移した。

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7月会合で2.00~2.25%へ、9月会合で1.75~2.00%へと引き下げた。先行きの政策金利についてのガイダンスは、6月会合で、「誘導目標レンジを調整するにあたり、委員会は忍耐強くなる」との文言から、「委員会は経済の拡大が持続するように適切に行動する」との文言に変更された。バランスシートについては、7月会合で、規模縮小の停止時期を従来の9月末から約2か月前倒しした。

ユーロエリア経済は、減速した状態が続いた。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落などを背景に、1%台半ばから1%程度へと低下した。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、1%程度で推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、9月会合で、政策金利（中銀預け金金利）を▲0.40%から▲0.50%に引き下げた。その他の政策金利については、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を0.00%、限界貸出金利を0.25%にそれぞれ据え置いた。先行きの政策金利についてのガイダンスは、9月会合で、主要政策金利が現行またはより低い水準にとどまると予想される期間が、「少なくとも2020年上期まで」から、「物価見通しが見通し期間中に目標に収斂し、それが基調的なインフレ率の動向に整合的に表れてくるまで」に変更された。資産買入については、9月会合で、月額200億ユーロの買入を11月に再開することを決定したほか、主要政策金利の引き上げを行う直前まで資産買入を継続すると想定していることを表明した。当座預金へのマイナス金利適用を一部免除する階層構造を10月末に導入することも公表した。この間、新たな資金供給オペレーション（貸出条件付き長期資金供給オペレーション3：TLTROⅢ）を9月から開始した。

新興国・地域をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では弱さもみられた。物価面をみると、消費者物価の前年比は、概ね政府目標（3%前後）を下回って推移した。財政政策面では、均してみれば、財政支出の拡大が続いた。金融政策面では、中国人民銀行が、銀行が貸出金利を決定する際の参照金利の一つに位置付けられているローン・プライム・レートについて、8月にその算出方法を見直し、その後、同レートは低下した。また、預金準備率について、9月に0.5%ポイント引き下げたほか、中小・民営企業の支援に絞った引き下げも段階的に実施した。この間、7月末の共産党中央政治局会議において、「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」を継続するとの方針が示された。

中国以外の新興国・地域についてみると、NIEs・ASEAN諸国・地域の経済では、中国向けを中心に輸出が弱めの動きになっているものの、全体として内需が堅調なことから、景気の回復基調を維持した。インド経済は、減速した。ブラジルやロシアの経済は、インフレ率の落ち着きなどから、振れを伴いつつも緩やかに回復した。物価面をみると、インフレ率は、多くの国でインフレ目標やそのレンジの中央値を下回る水準で推移した。金融政策面では、インドやロシアなど多くの国において、国内の経済・物価情勢や、世界経済の減速、貿易摩擦を巡る状況などを勘案して、政策金利が引き下げられた。

2. 金融面の動向

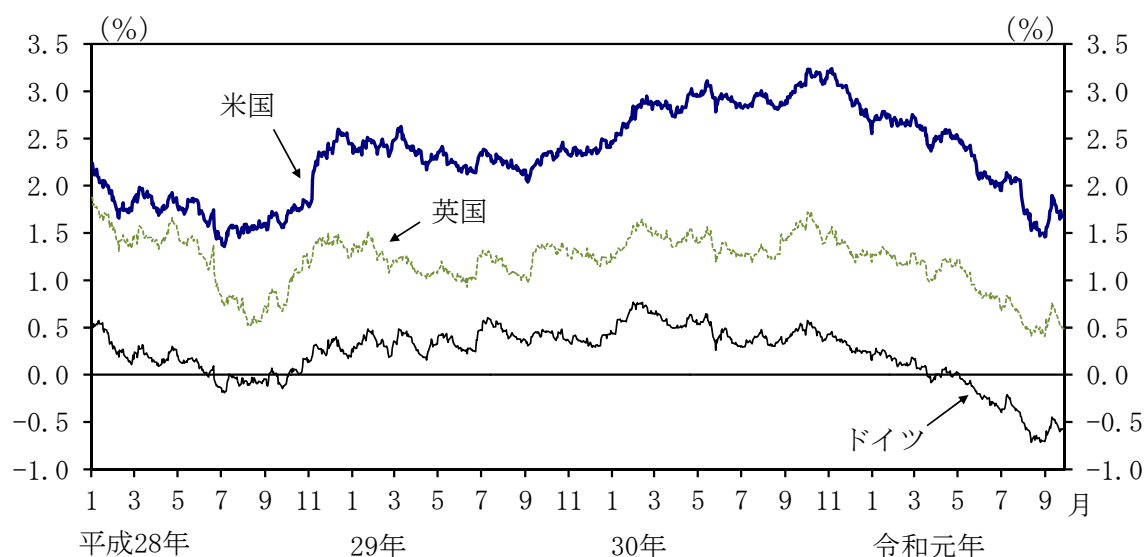
(1) 国際金融市場

令和元年度上期の国際金融市場をみると、先進国や新興国を含む多くの国・地域において利下げが実施されるも、グローバルに金利が低下した。株価などのリスク性資産の価格は、米中貿易摩擦などを巡って投資家のリスク回避姿勢が大きく変化するなか、振れの大きい展開となった。

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³、米国連邦準備制度による利下げを受けて低下した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、欧州中央銀行による利下げを受けて、中銀預け金金利に連れて低下した。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）は、米国・欧州における利下げが織り込まれるかたちで低下した（図表20）。また、米国では米中貿易摩擦の拡大・長期化、ドイツでは欧州経済の減速、英国では合意なきEU離脱への懸念も、長期金利の低下に寄与した。

(図表20) 米欧の長期金利（国債10年物利回り）



³ ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

主要国の株価動向をみると、米国株（S & P 500）は、米中貿易摩擦の拡大・長期化などを背景に投資家のリスク回避姿勢が強まり、下落する局面もみられるなど振れの大きい展開となったが、期間を通してみれば金利の低下などを受けて上昇した（図表 21）。欧州株価（EURO STOXX）も、米国株に連れた動きとなった。英国株価（FTSE 100）は、合意なきEU離脱への懸念が重石となり、期間を通してみれば振れを伴いつつ横ばいとなった。

（図表21）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、投資家のリスク回避姿勢の強まりや一部の国の脆弱性が意識され、株価と通貨は下落した。

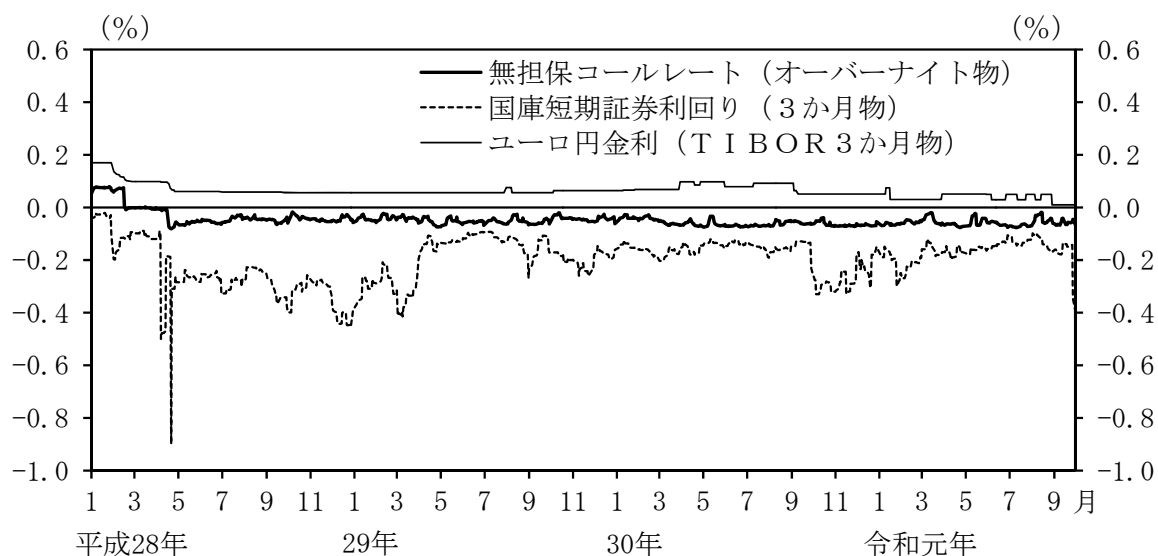
国際商品市況は、投資家のリスク回避姿勢などに振らされる展開となった。原油（WT I）価格は、投資家のリスク回避姿勢の強まりを受けて下落した。銅は、最大の消費国である中国の需要減退懸念などから下落した。農産物価格は、天候不順などの供給要因により不安定な動きとなったが、期間を通してみれば振れを伴いつつ横ばいとなった。金価格は、世界経済の先行きを巡る不透明感などから上昇した。

(2) 短期金融市場

元年度上期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般として、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 22）⁴、小幅のマイナスで安定的に推移した。ターム物金利をみると、国庫短期証券利回り（3か月物）は、概ね▲0.3%台から▲0.1%台で推移した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は概ね横ばい圏内で推移した。

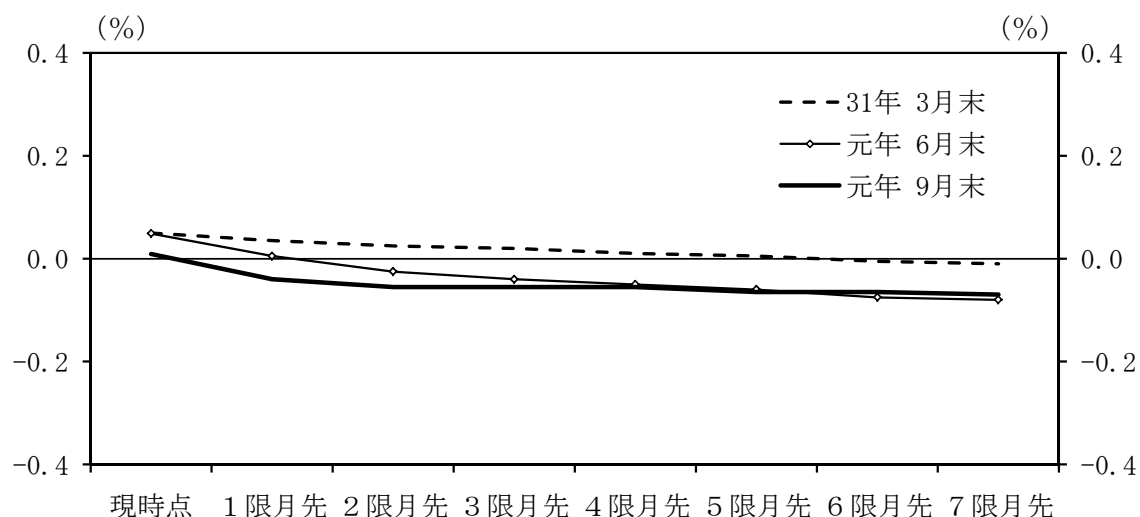
(図表 22) 短期金融市場金利



⁴ 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）。

ユーロ円金利先物レートは（図表 23）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む姿となった。

（図表 23）ユーロ円金利先物レート



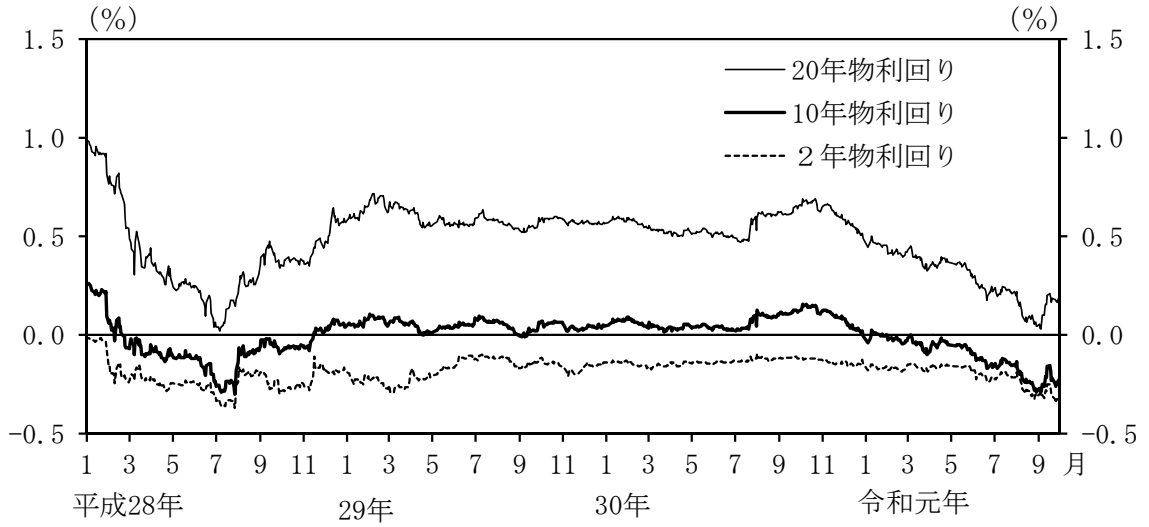
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、元年9月末時点（太い実線）における1限月先（元年12月央時点）のユーロ円金利の市場予想値が▲0.040%、2限月先（2年3月央時点）が▲0.055%、3限月先（2年6月央時点）が▲0.055%であったことを表している。

（3）債券市場

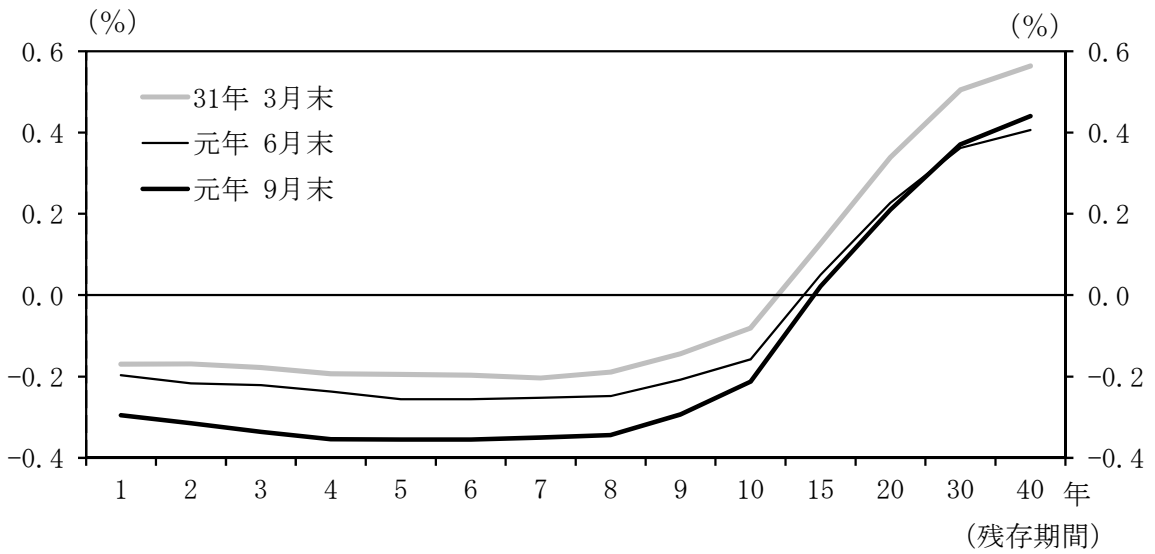
元年度上期の債券市場の動向をみると（図表 24、25）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。仔細にみると、米国の長期金利に連れる形で期間を通じてみれば幾分低下した。

また、短中期国債（2年債）および超長期国債（20年債）の流通利回りも幾分低下した。

(図表 24) 国債流通利回り

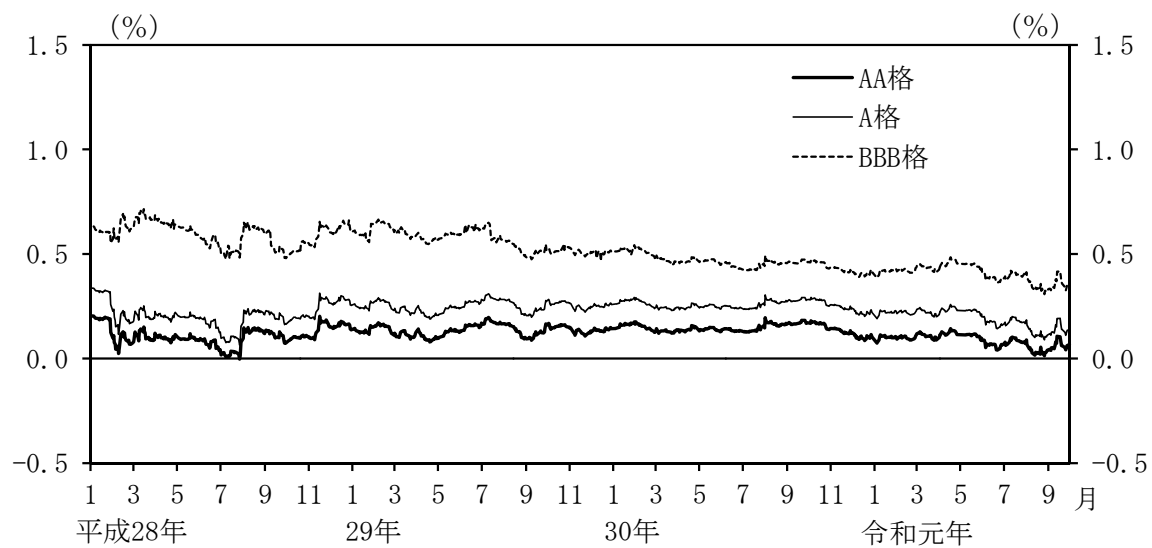


(図表 25) 国債の利回り曲線 (イールドカーブ)



社債流通利回りは（図表 26）、国債の流通利回りに連れる形で幾分低下した。

（図表 26） 社債の流通利回り

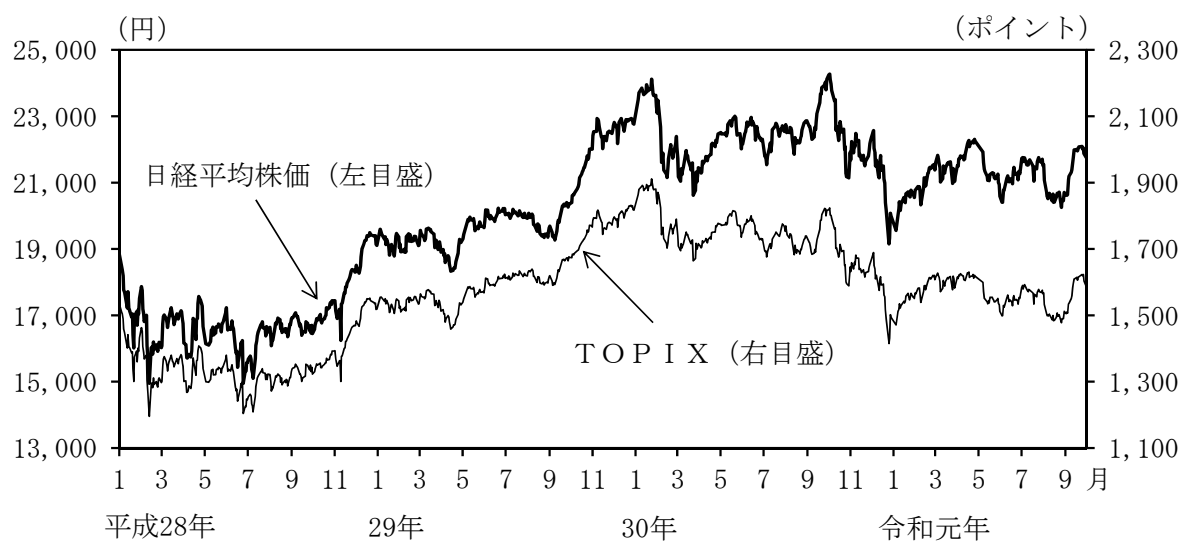


（注） 残存年数 3 年以上 7 年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

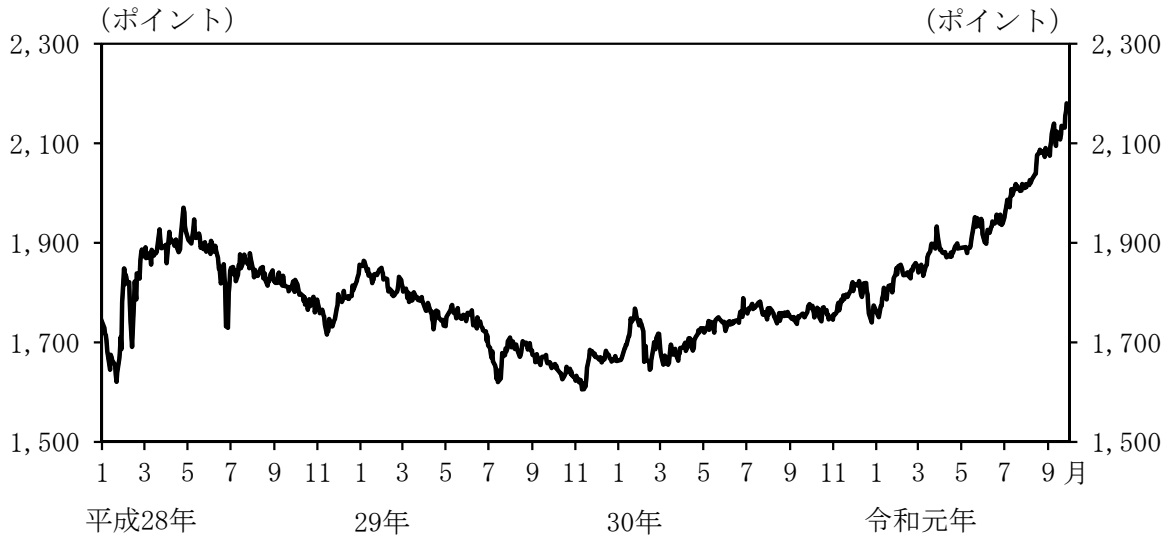
元年度上期の株式市場の動向をみると（図表 27）、日経平均株価は、米中通商交渉を巡る不透明感の高まり等を背景に下落する場面もみられたが、9月上旬以降は米中通商交渉の進展期待やこれを映じた米欧株価の反発等を背景に上昇に転じ、9月末には21千円台後半となった。

(図表 27) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 28）、長期金利の低下などを映じて上昇基調を辿り、9月末には、平成19年8月以来となる水準まで上昇した。

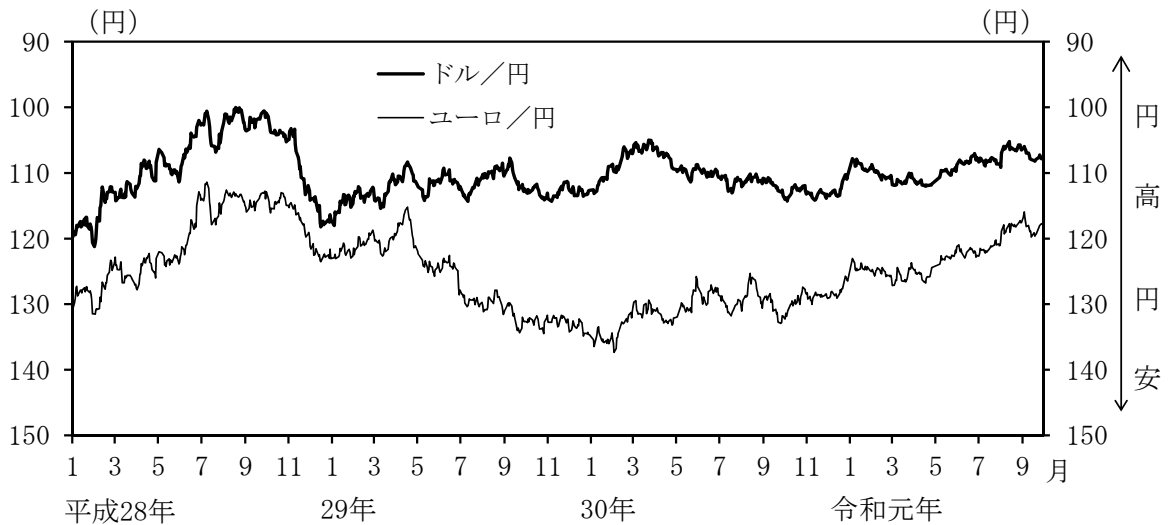
(図表 28) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

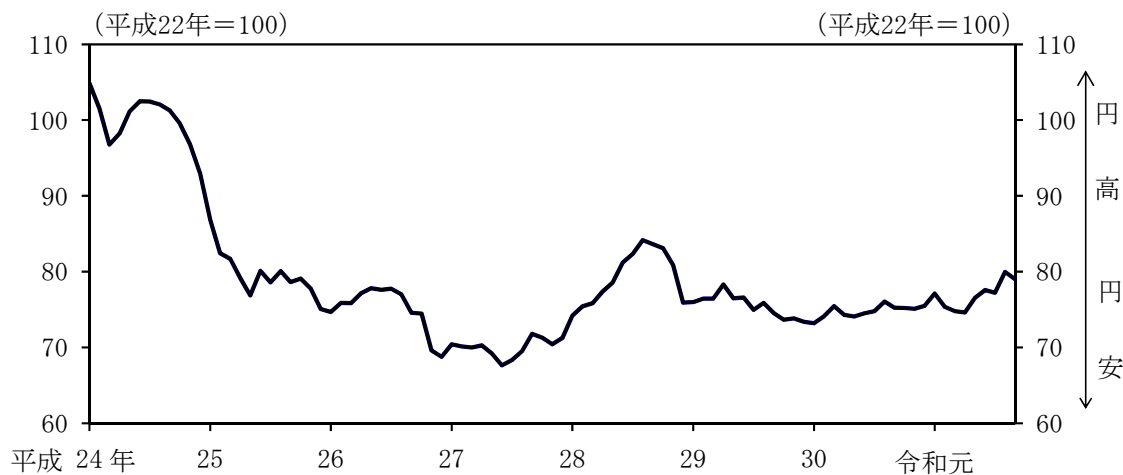
元年度上期の外国為替市場の動向をみると（図表 29）、円の対ドル相場は、米中通商交渉を巡る不透明感の高まり等を背景にいったん円高ドル安の動きとなったが、9月上旬以降は幾分円安ドル高の動きとなり、9月末には 107 円台となった。円の対ユーロ相場も、いったん円高ユーロ安の動きとなったが、9月上旬以降は幾分円安ユーロ高の動きとなった。

(図表 29) 円の対ドル、対ユーロレート



こうした為替相場動向の中、円の実質実効為替レートは（図表 30）⁵、幾分円高方向となった。

（図表 30）円の実質実効為替レート

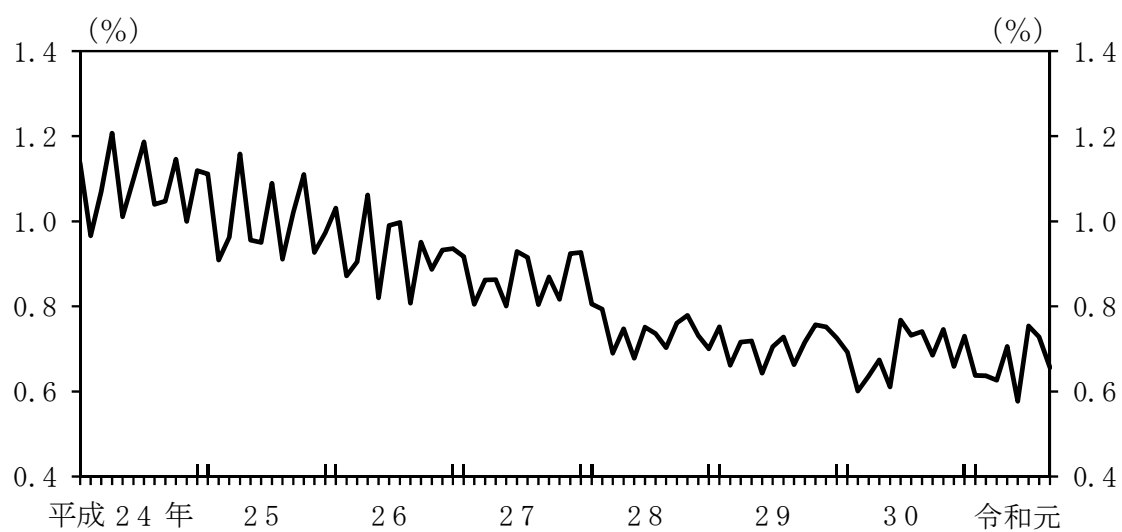


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

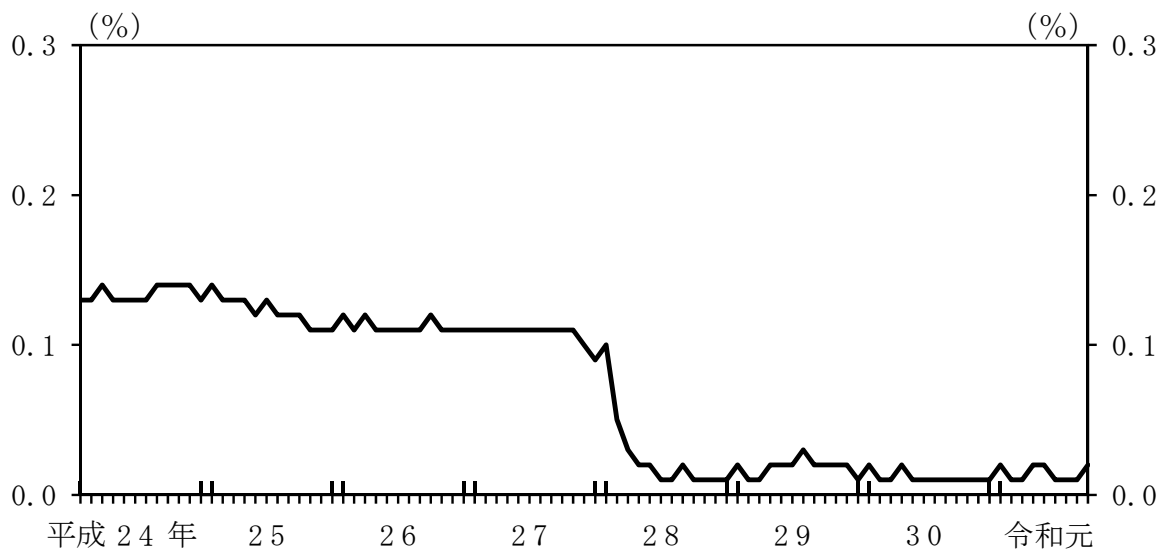
元年度上期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表 31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

（図表 31）貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CP・社債の発行金利は（図表 32）、きわめて低い水準で推移した。

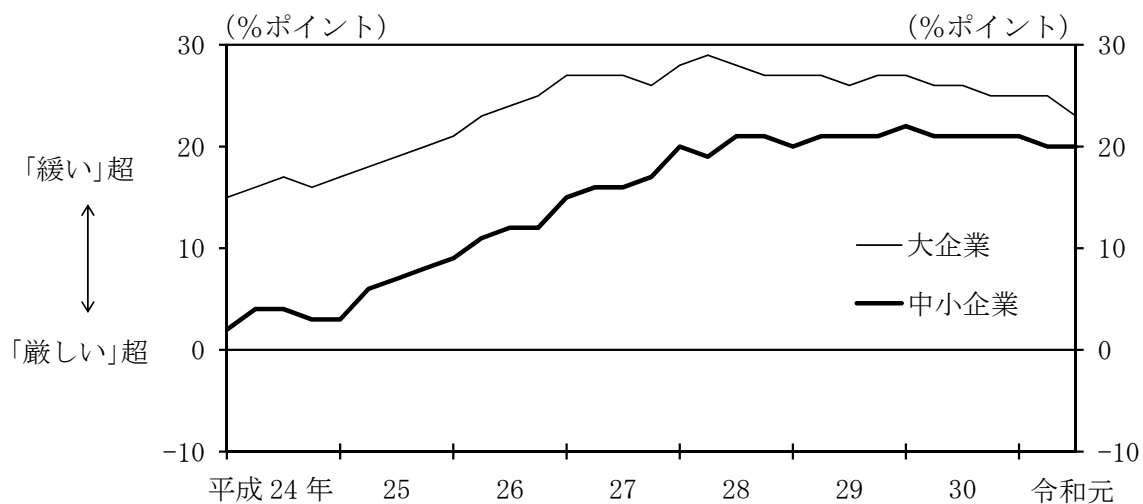
（図表 32）CP発行金利（3か月物）



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

資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 33）、大幅に緩和した状態が続いた。

（図表 33）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）

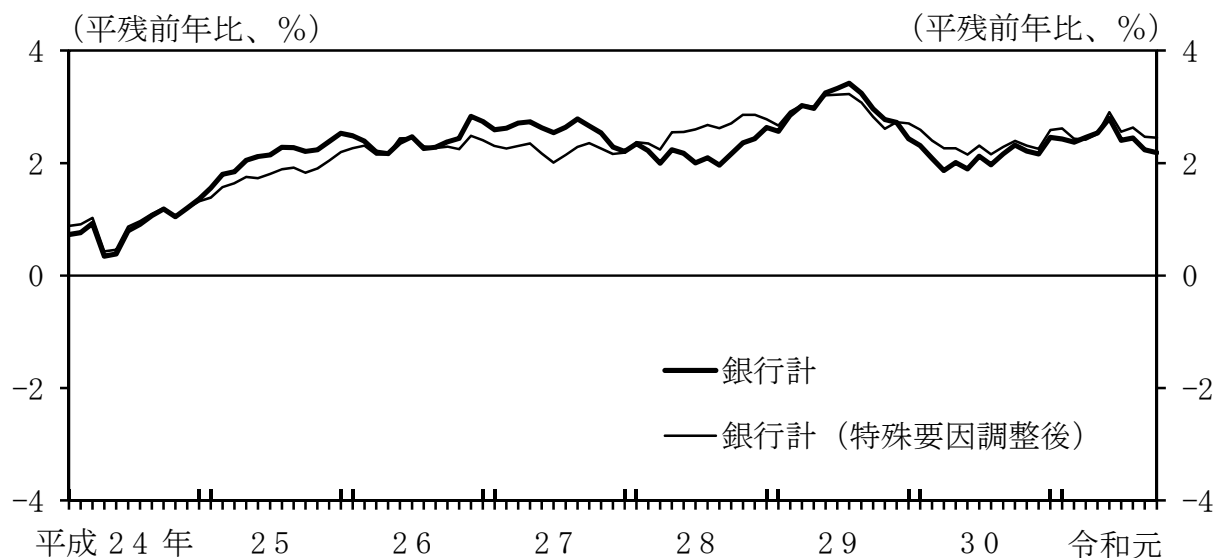


（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連などの資金需要が増加した。

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 34）⁶、2% 台のプラスで推移した。CP および社債の発行残高の前年比は（図表 35）、高めの伸び率で推移した。

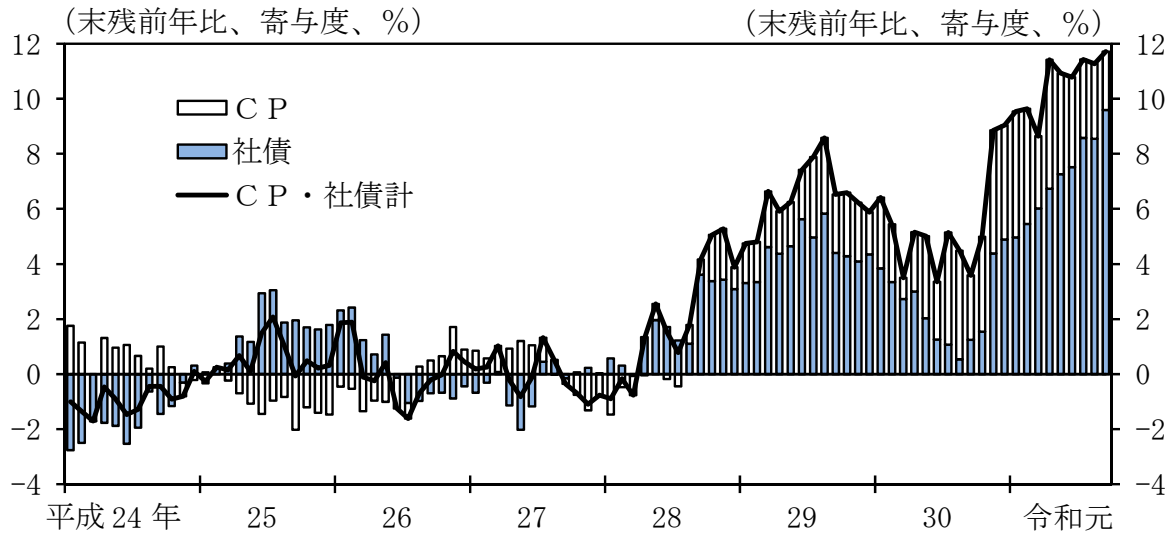
（図表 34）民間銀行貸出残高



（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。

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（月中平均残高ベース）。

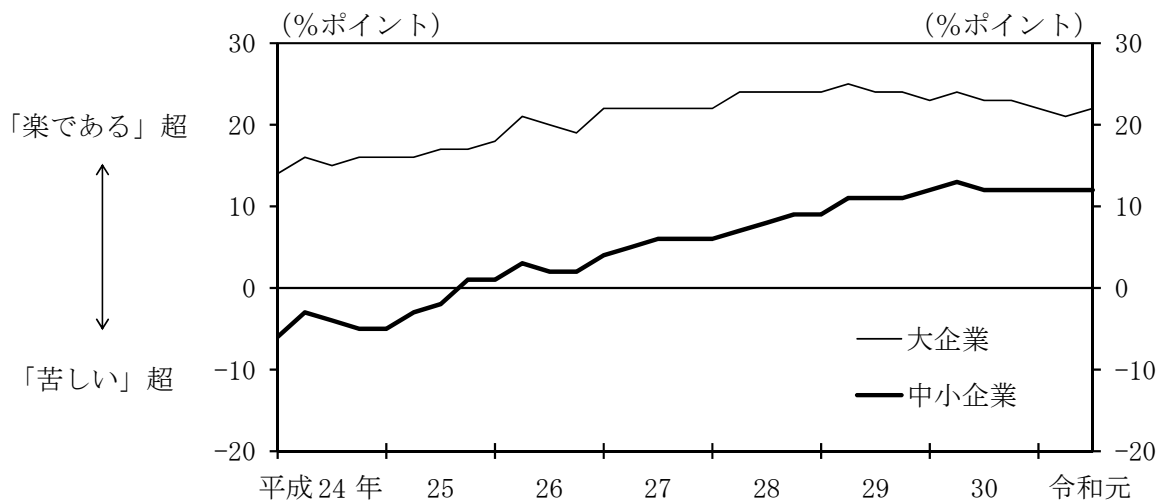
(図表 35) C P ・社債発行残高



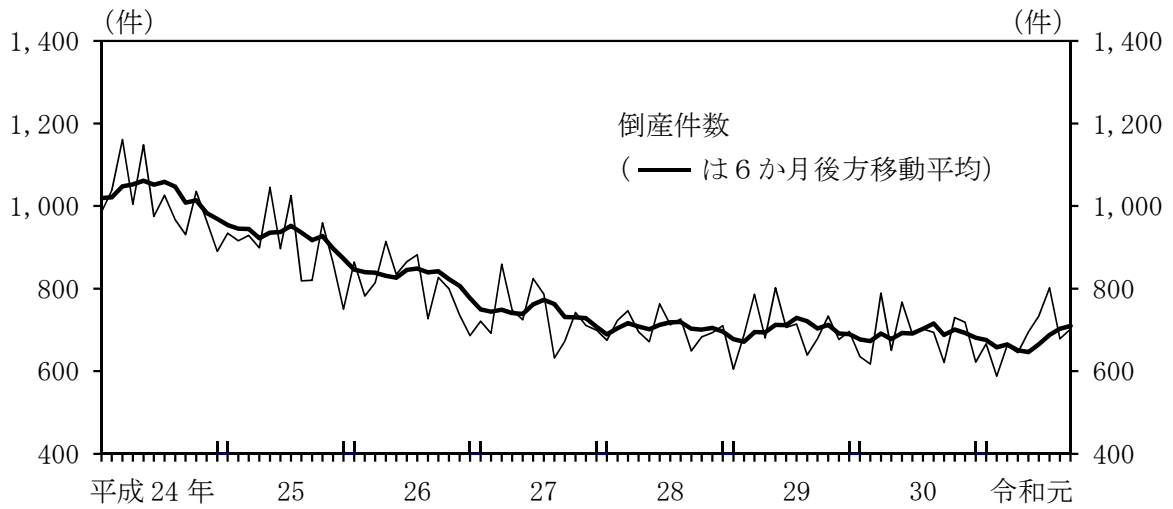
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC CPは含む）。

企業の資金繰りは（図表 36）、良好であった。企業倒産件数は（図表 37）、低水準で推移した。

(図表 36) 企業の資金繰り判断D. I. (短観)



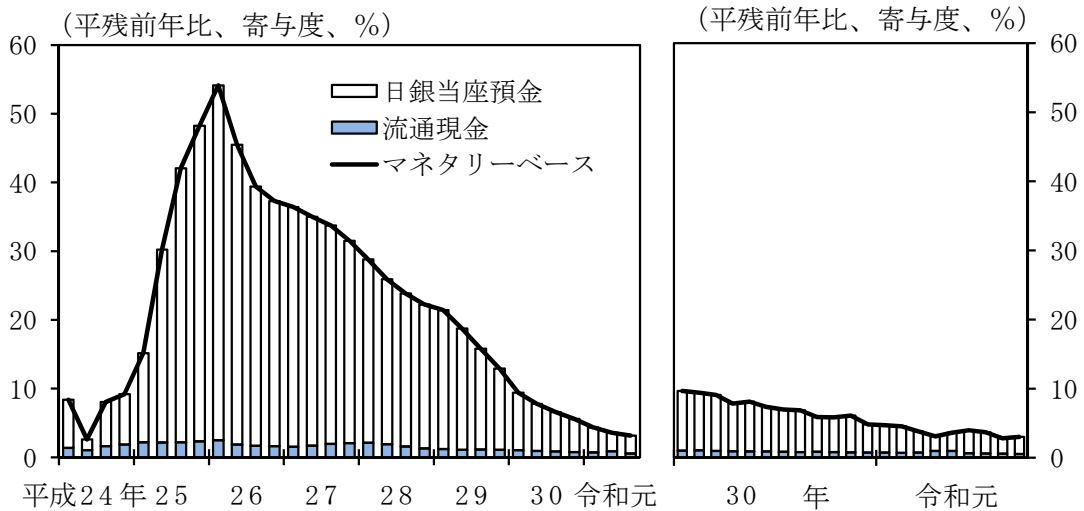
(図表 37) 企業倒産



(7) 量的金融指標

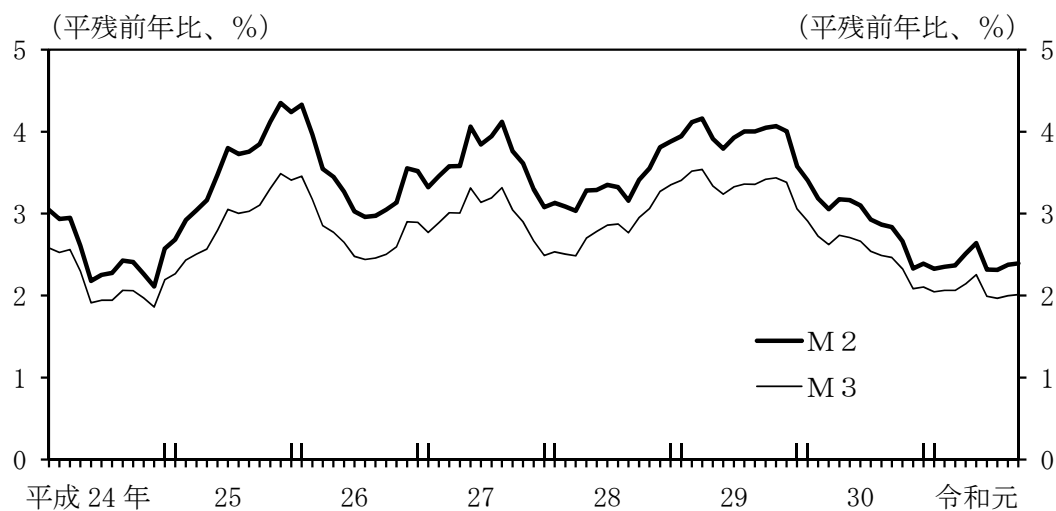
元年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表 38）、前年比で3～4％程度の伸びを続けた。

(図表 38) マネタリーベース



マネーストック（M2）の動向をみると（図表39）、前年比2%台前半から半ばのプラスで推移した。

（図表39）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、平成31年4月から令和元年9月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	黒田東彦	(総裁)
	雨宮正佳	(副総裁)
	若田部昌澄	(副総裁)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(審議委員)
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	(審議委員)
	鈴木人司	(審議委員)
	片岡剛士	(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、元年度上期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、令和元年度上期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状について、4月と6月の会合では「輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くことで、基調としては緩やかに拡大している」、7月と9月の会合では「輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くことで、基調としては緩やかに拡大している」とそれぞれ判断した(図表40)。先行きについては、4月と7月の会合では「当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、3年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続く」、6月と9月の会合では「当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続ける」との見方をそれぞれ示した。

物価の現状については、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比でみて、4月と6月の会合では「0%台後半となっている」、7月と9月の会合では「0%台半ばとなっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、すべての会合で、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合で、横ばい圏内で推移していると判断した。

(図表 40) 政策委員会の経済情勢についての判断

31年 4月	わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している。
元年 6月	わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している。
7月	わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している。
9月	わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、元年度上期のすべての会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続することとした(図表 41)。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回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、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし⁷、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

⁷ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

(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 E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。
- ② C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

4月の会合では、強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示すため、以下のとおり決定した。

(政策金利のフォワードガイダンスの明確化)

日本銀行は、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(強力な金融緩和の継続に資する措置の実施)

以下のとおり、強力な金融緩和の継続に資する諸措置⁸を実施する。

- ① 日本銀行適格担保の拡充
 - (i) 企業債務に関する信用力要件を、以下の基本方針のとおり緩和する。
 - ・ 外部格付けを取得している企業の債務については、当該企業がBB格相当以上の格付けを取得していること。
 - ・ 外部格付けを取得していない企業の債務については、金融機関の自己査定で当該企業が正常先に区分されていること。
 - (ii) 地方公共団体に対する証書貸付債権等については、貸付条件の決定方法として入札等の実施を求めない。非公募地方債については、公募地方債との表面利率および発行価格較差要件を求めない。
 - (iii) セカンダリー市場で取得した政府向け証書貸付債権等を適格担保

⁸ ①から③までの措置については、実務上の準備が整い次第速やかに実施する。ただし、①(i)、(ii)および②の措置については、次回以降の金融政策決定会合における基本要領等の所要の改正が必要となる。

として受入れ得ることとする。

② 成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進

(i) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」(円貨)の利用先に本資金供給の実績を踏まえた利用枠を付与し、その範囲内で資金供給を受けられることとする。

(ii) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「貸出増加を支援するための資金供給」について、新規貸付の実行日の期限を3年6月まで延長する。

③ 国債補完供給(SLF)の要件緩和

最低品貸料の引き下げ、銘柄別の売却上限額の撤廃等の要件緩和を行う。

④ ETF貸付制度の導入

日本銀行が保有するETFを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度の導入を検討する。

6月の会合では、強力な金融緩和の継続に資する観点から、「企業および地方公共団体等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定等について決定した。

先行きの金融政策運営については、すべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」との考え方を示した。これに加えて、7月と9月の会合では、「特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、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。

9月の会合では、「このところ、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、日本銀行は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している。こうした情勢にあることを念頭に置きながら、日本銀行としては、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していく考えである」との認識を示した。

(図表41) 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
31年4月25日	<p>＜「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」＞</p> <p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した^(注1)。 (長短金利操作＜イールドカーブ・コントロール＞) 次回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、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし^(注2)、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。</p> <p>(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。</p> <p>① E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。</p> <p>② C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p> <p>このほか、強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示すため、以下のとおり決定した。</p> <p>(政策金利のフォワードガイダンスの明確化) 日本銀行は、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。</p> <p>(強力な金融緩和の継続に資する措置の実施) 適格担保の拡充などの諸措置を実施する。</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>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。</p>
元年6月20日	<p>上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した^(注3)。</p>

7月30日	<p>上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した^(注4)。</p> <p>これに加えて、先行きの金融政策運営に関して、「特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、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。</p>
9月19日	<p>上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した^(注5)。</p> <p>また、「このところ、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、日本銀行は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している。こうした情勢にあることを念頭に置きながら、日本銀行としては、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していく考えである」との認識を示した。</p>
<その他>	
元年6月20日	<p>強力な金融緩和の継続に資する観点から、「企業および地方公共団体等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定等について決定した^(注6)。</p>

(注1) 金融市場調節方針は賛成7反対2、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注2) 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

(注3) 金融市場調節方針は賛成7反対2、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注4) 金融市場調節方針は賛成7反対2、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注5) 金融市場調節方針は賛成7反対2、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注6) 全員一致で決定された。

(2) 「経済・物価情勢の展望」

(「経済・物価情勢の展望(平成31年4月)」)

4月の会合では、元年度から3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、3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、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとの、輸出や鉱工業生産は、足もとでは弱めの動きとなっている。一方、企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。この間、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品、以下同じ)の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。
- ② 先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、3年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続くとみられる。すなわち、当面のわが国の経済を展望すると、海外経済の減速の影響を受けて、輸出が弱めの動きとなるほか、設備投資についても、幾分減速することが見込まれる。もっとも、個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くもとの、元年10月に予定されている消費税率引き上げ前の需要増もあって、増加を続けるとみられる。公共投資も、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から増加すると考えられる。その後についてみると、海外経済は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関

連財の調整の進捗などを背景に幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。こうしたもとで、わが国の輸出は緩やかな増加基調に復していくと見込まれる。国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりなどが減速圧力として作用するものの、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力化投資などで、緩やかに増加していくと予想される。個人消費も、消費税率の引き上げの影響⁹から下押しされる局面もみられるものの、雇用・所得環境の改善が続くもとで、政府の消費税率引き上げに伴う対応の効果もあって、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。この間、公共投資は、2年度にかけて増加を続けたあと、3年度も高めの水準を維持すると予想している。こうしたもとで、わが国の経済は、均してみれば、潜在成長率¹⁰並みの成長を続けると見込まれる。なお、2年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

- ③ こうした見通しの背景とな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、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると想定している¹¹。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えらる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなどが続く中で、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。

⁹ 元年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、下押し効果は、26年度の前回増税時と比べると、不確実性はあるものの、小幅なものにとどまると予想される。

¹⁰ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「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も左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

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。

- ④ 消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。この背景としては、基本的には、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考え方や慣行が根強く残っており、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていないことがある。加えて、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重なスタンスを維持することを可能にしている。また、技術進歩などは、分野によっては競争環境を厳しくしている面もある。公共料金や家賃などが鈍い動きを続けていることも、物価の上がりにくさに影響しているとみられる。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には時間を要しており、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適格的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が続いていると考えられる。
- ⑤ 先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、2年度までの物価の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である¹²。
- ⑥ 消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、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、労働需給の着実な引き締まりや資本稼働率の上昇を背景に均してみればプラス幅を拡大してきており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。こうしたもとの、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高まり、企業の価格設定スタンスも積極化していけば、実際に価格引き上

¹² 元年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、元年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（元年度と2年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策が物価に与える影響について一定の仮定に基づき計算すると、元年度と2年度の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイント押し下げられると見込まれる。

げの動きが広がっていくと考えられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」¹³の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格下落を受けて、エネルギー価格が消費者物価の前年比を押し上げる効果は減衰していくと予想される。この間、最近の女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みの強化は、長い目でみれば、物価上昇圧力を高める方向に作用していくと予想される。すなわち、こうした動きを受けて、経済全体の成長力が高まっていけば、企業や家計の支出行動が積極化していくことが期待できる。また、日本経済の成長率の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

- ⑦ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、以下のような点が指摘できる。経済情勢については、海外経済の動向、消費税率引き上げの影響、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性といった要因がある。物価情勢については、以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因として、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

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

¹³ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（28年9月）参照。

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

- 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、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられること、が背景である。
- 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と、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。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、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとの、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある¹⁵。
- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

¹⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（31年4月）を参照。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、4月25日に公表した（背景説明を含む全文は4月26日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（令和元年7月）」）

7月の会合では、元年度から3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、3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、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとで、輸出は弱めの動きとなっている。一方、企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加しており、一部では前回増税時よりも小幅ながら消費税率引き上げ前の需要増もみられ始めている。住宅投資と公共投資は、横ばい圏内で推移している。以上のように、輸出は弱めの動きとなる一方、国内需要が増加していることから、鉱工業生産は横ばい圏内の動きとなっており、労働需給は引き締まった状態が続いている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。
- ② 先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、3年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続くとみられる。すなわち、当面のわが国の経済を展望すると、海外経済の減速の影響を受けて、輸出が弱めの動きとなるほか、設備投資についても、幾分減速することが見込まれる。もっとも、個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くもとで、元年10月に予定されている消費税率引き上げ前の需要増もあって、増加を続けるとみられる。公共投資も、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、

国土強靱化等の支出拡大から増加すると考えられる。その後についてみると、海外経済は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。こうしたもとで、わが国の輸出は緩やかな増加基調に復していくと見込まれる。国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりなどが減速圧力として作用するものの、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力化投資などで、緩やかに増加していくと予想される。個人消費も、消費税率の引き上げの影響¹⁶から下押しされる局面もみられるものの、雇用・所得環境の改善が続くもとで、政府の消費税率引き上げに伴う対応の効果もあって、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。この間、公共投資は、2年度にかけて増加を続けたあと、3年度も高めの水準を維持すると予想している。こうしたもとで、わが国の経済は、均してみれば、潜在成長率¹⁷並みの成長を続けると見込まれる。なお、今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

- ③ こうした見通しの背景とな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、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると想定している¹⁸。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えらるると考えられる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなど

¹⁶ 元年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、下押し効果は、26年度の前増税時と比べると、不確実性はあるものの、小幅なものにとどまると予想される。

¹⁷ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「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も左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

¹⁸ 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。

が続くなかで、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。また、日本経済の成長力の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

- ④ 消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。こうした動きには、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残るもとで、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が明確に転換するには至っていないことに加え、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みや近年の技術進歩、弾力的な労働供給なども影響している。また、公共料金や家賃などが鈍い動きを続けていることも、物価の上がりにくさに影響しているとみられる。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には時間を要しており、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適合的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が続いていると考えられる。
- ⑤ 先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である¹⁹。
- ⑥ 消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、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、引き締まった状態にある労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっており、先行きについても、そうした状態を維持するとみられる。こうしたもとで、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高ま

¹⁹ 元年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、元年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（元年度と2年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策が物価に与える影響について一定の仮定に基づき計算すると、元年度と2年度の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイント押し下げられると見込まれる。

り、企業の価格設定スタンスも積極化していけば、価格引き上げの動きが広がっていくと考えられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」²⁰の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格下落は、当面、エネルギー価格を通じた消費者物価の下押し圧力となると予想される。この間、最近の女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みの強化は、長い目でみれば、物価上昇圧力を高める方向に作用していくと予想される。すなわち、こうした動きを受けて、経済全体の成長力が高まっていけば、企業や家計の支出行動が積極化していくことが期待できる。

- ⑦ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、以下のような点が指摘できる。経済情勢については、海外経済の動向、消費税率引き上げの影響、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性といった要因がある。物価情勢については、以上のような経済のリスク要因のうち、特に海外経済を巡る下振れリスクが大きく、これらが顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶ可能性がある。このほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因として、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

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²¹。

²⁰ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（28年9月）参照。

²¹ 「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

- 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、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しており、先行き、価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられること、が背景である。
- 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と、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きい。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、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとの、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。
- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目

営の枠組みのもとの「物価安定の目標」について」（25年1月22日）参照。

標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、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」を賛成多数で決定し、7月30日に公表した（背景説明を含む全文は7月31日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した31年4月および元年7月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 元年6月の会合

(国際金融市場では、多くの国で株価が下落したが、その後は、株価が上昇に転じるなど、市場は落ち着きを取り戻してきている)

国際金融市場について、委員は、米国の通商政策を巡る不透明感の高まりなどを背景に、6月上旬にかけて、多くの国で株価が下落したが、その後は、FRBによる利下げ観測の高まりや、米国の対メキシコ追加関税措置の実施見送りなどを受けて、株価が上昇に転じるなど、市場は落ち着きを取り戻してきているとの認識を共有した。

(海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している)

海外経済について、委員は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。複数の委員は、グローバルな製造業PMIが5月に50を下回り、世界貿易量にも戻りがみられないことから、世界的な製造業部門の調整は続いているとの認識を示した。もっとも、何人かの委員は、良好な雇用・所得環境などに支えられ、多くの国で内需が堅調に推移しており、海外経済の緩やかな成長トレンドは維持されていると指摘した。

海外経済の先行きについて、委員は、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。

(わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している)

景気の現状について、委員は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大しているとの認識で一致した。何人かの委員は、1～3月期の実質GDPははっきりとしたプラス成長となったが、これは、輸入の減少が主因であり、個人消費や設備投資といった国内需要の伸びはヘッドラインの印象よりは強くないと指摘した。このうち、複数の委員は、景気ウォッチャー調査などマインド関連指標が低下を続けていることにも注意が必要であると述べた。もっとも、多くの委員は、4月までのハードデータをみると、輸出・生産面の弱さは続いているが、内需は堅調であり、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムは維持されているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。そのうえで、委員は、海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響を引き続き注視していく必要があるとの認識を共有した。

(消費者物価の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している)

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、0%台後半となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。

（金融環境は、きわめて緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、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ほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

ロ. 9月の会合

（国際金融市場では、多くの国で株価が下落したが、その後は、株価は上昇に転じ、前回会合時点と概ね同水準で推移している）

国際金融市場について、委員は、8月入り後、米中の通商問題を巡る緊張感の高まりや世界経済の減速懸念などを背景に、多くの国で株価が下落したが、その後は、米中通商交渉の再開に対する期待感などから、株価は上昇に転じ、前回会合時点と概ね同水準で推移しているとの認識を共有した。

（海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している）

海外経済について、委員は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。多くの委員は、米中貿易摩擦の拡大・長期化などを背景に、グローバルな製造業PMIが50を下回り続けており、世界的に製造業部門の弱めの動きが続いているとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、良好な雇用・所得環境などを背景に、多くの国で内需は堅調に推移しており、製造業と非製造業のコントラストが明確になっているとの見方を示した。

海外経済の先行きについて、委員は、当面は減速の動きが続くものの、その後は各国の景気刺激策の効果発現や、IT関連財や資本財を中心に弱めの動きがみられる製造業部門の持ち直しなどにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。もっとも、委員は、海外経済は減速の動きが続いており、現時点で、持ち直しに転じるはっきりした兆しは確認できていないほか、保護主義的な動きの影響や新興国経済の不透明感、英国のEU離脱を巡

る展開、中東の地政学的リスクなど、海外経済を巡る下振れリスクも高まりつつあるとの見方で一致した。

(わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大している)

景気の現状について、委員は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、基調としては緩やかに拡大しているとの認識で一致した。何人かの委員は、海外経済の減速の影響は、製造業の設備投資や新規求人倍率にも及んでいる可能性があるとして指摘した。もっとも、多くの委員は、非製造業を中心に将来を見据えた戦略投資や省力化投資の需要が根強いなど、内需は堅調であり、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムは維持されているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、海外経済を巡る様々な不確実性が高まりつつあることを踏まえると、海外経済の動向がわが国経済に及ぼす影響を慎重にみていく必要があるとして指摘した。

(消費者物価の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している)

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、0%台半ばとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。

（金融環境は、きわめて緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、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ほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

(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

元年度上期のすべての会合において、大方の委員は、以下の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、すべての委員は、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする事、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

一方、すべての会合において、二人の委員が、上記の金融市場調節方針に反対した。このうち一人の委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとする事は、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。別の一人の委員は、4月と6月の会合では、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強化することが望ましいとして反対し、7月と9月の会合では、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

先行きの金融政策運営の考え方について、すべての会合において、大方の委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②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、③政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。これに加えて、7月と9月の会合では、委員は、特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

一方、すべての会合において、二人の委員が、こうした考え方に反対した。このうち一人の委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。別の一人の委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であるとしたうえで、4月と6月の会合では、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要であるとして反対し、7月と9月の会合では、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関係付けたものに修正することが適当であるとして反対した。

（金融政策の基本的な運営スタンス）

元年度上期のすべての会合において、大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けるもとで、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。多くの委員は、プラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、現在の政策のもとで、きわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であると述べた。

この間、委員は、金融政策の効果と副作用を踏まえた政策運営のあり方について議論を行った。4月の会合では、ある委員は、足もとの金融経済情勢をみると、

金融政策の効果が実体経済に波及していく時間軸とその副作用が累積的に強まっていく時間軸の両方に留意することや、そうした効果と副作用を慎重に比較衡量することが、一段と必要な状況になってきているとの認識を示した。一人の委員は、現在の政策枠組みは、市場の状況に対応するための一定の柔軟性を有しており、副作用を軽減しつつ、市場環境が変化するもとでも緩和的な金融環境を維持しやすい政策であると指摘した。6月の会合では、ある委員は、海外経済の先行きの不確実性は高いが、これまで以上に金融仲介機能や市場機能面への副作用に留意しつつ、現行の金融緩和政策を粘り強く続けることで、「物価安定の目標」の達成を目指すべきであるとの見方を示した。7月の会合では、ある委員は、仮に、今後海外経済が一段と悪化し、わが国の経済・物価に悪影響を与える場合には、金融・財政のポリシーミックスの中で迅速に政策対応を行うべきだが、当面は金融システム面への副作用に留意して、現行の緩和政策を継続することが重要であると述べた。一人の委員は、現行の緩和を続けるためには、金融システム面により留意すべきとの見方を示した。複数の委員は、副作用を緩和する方法を不断に検討する必要があると指摘した。一人の委員は、仮に追加緩和により副作用が生じるならば、それを緩和する方法を検討する必要があると指摘した。9月の会合では、ある委員は、マイナス金利を含む金融緩和の効果については、それが銀行経営に与える影響よりも、あくまでも、経済全体に与える影響を優先して考えるべきであると述べた。これに対し、一人の委員は、金融システムがひとたび不安定化すると、物価安定の確保が困難になることには、十分留意する必要があるとの見方を示した。

また、委員は、経済・物価の下振れリスクが大きいもとでの金融政策運営スタンスについて議論を行った。6月の会合では、一人の委員は、各国中央銀行が世界経済の減速と不確実性の高まりを警戒している中、物価見通しの基調に変調が起きれば何らかの政策対応を行うとの姿勢を維持することが、デフレ脱却のカギであると述べた。別のある委員は、米欧で金融緩和期待が高まるなど外部環境が変化する中、日本銀行としても金融緩和を強化する必要があり、幅広い追加緩和オプションの実現可能性や効果と副作用について、更に検討を深めておく必要があると述べた。これに対し、複数の委員は、各国中央銀行は、あくまでも自国の経済・物価の安定を目的として適切な金融政策運営に努めており、日本銀行も、わが国の経済・物価・金融情勢を踏まえ、適切な金融政策運営を行っていく必要があるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、従来から対外的にも発

信しているように、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために必要と判断される場合には、政策の調整を行うべきであると指摘した。7月の会合では、一人の委員は、早期の2%の達成が見通せない状況のもとで、米欧中銀による緩和姿勢の強まりが、為替等を通じてわが国の物価を下押しするリスクも高まっており、現時点において、物価の下振れリスクに対して予防的・先制的に政策対応を行うことが必要であると述べた。これに対し、別のある委員は、他国の金融政策運営の影響は、経済情勢や市場動向に応じて変化するものであり、短期的な変動にとらわれずに総合的に判断していくことが重要であると指摘した。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じることが適切であり、こうした政策運営スタンスを明確化するような情報発信を行うことが望ましいという認識を示した。9月の会合では、委員は、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとで、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあることを念頭に、展望レポートを取りまとめる次回の決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していくことが必要であるとの認識で一致した。また、委員は、こうした認識について公表文に記述し、対外的に明確にすることが望ましいとの見方を共有した。そのうえで、複数の委員は、経済・物価動向を改めて点検していく際には、それまでに公表された指標とともに、短観や支店長会議での報告なども踏まえて判断していくことが重要であるが、現時点で点検結果について予断を持つべきではないと指摘した。

ロ. 強力な金融緩和を継続していくにあたって点検すべき課題

4月の会合において、委員は、「物価安定の目標」の実現にはなお時間を要する見込みであることを踏まえ、強力な金融緩和を継続していくにあたって点検すべき課題について議論を行った。

(政策金利のフォワードガイダンスの明確化)

多くの委員は、経済・物価の先行きを巡る不確実性が大きく、2%の実現にはなお時間がかかることを踏まえると、「物価安定の目標」の達成に向けて、現在の

強力な金融緩和を粘り強く続けていくという日本銀行の政策運営方針をより明確に示すことが重要であるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、こうした金融緩和姿勢に対する信認の強化に資するよう、先行きの経済・物価見通しが1年延びるこのタイミングで、平成30年に導入した政策金利のフォワードガイダンスを明確化することを検討してはどうか、との意見を述べた。何人かの委員は、最近の海外経済を巡る不確実性の高まりを踏まえ、その動向についても、フォワードガイダンスの判断要素に加えることが適切であると指摘した。ある委員は、現行のフォワードガイダンスにおける「当分の間」が、相応に長い期間を想定していることを分かりやすく示すため、海外中銀の例を参考に、何らかのかたちで具体的な時期に言及することが考えられると述べた。

こうした委員の意見を踏まえ、執行部は、政策金利のフォワードガイダンスの明確化に関し、一案として、現在の文言を一部変更し、「海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも令和2年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」とすることが考えられると述べた。「少なくとも令和2年春頃まで」という時期について、執行部は、海外経済やグローバルなITサイクルが持ち直すタイミングや、消費税率引き上げの影響を見極めるのに要する期間などを勘案したものであると説明した。また、「少なくとも」との記述により、「令和2年春頃」を超える可能性を示すことで、「当分の間」が相応に長い期間を念頭に置いていることを明らかにする効果があると述べた。

執行部が提示したフォワードガイダンスの案について、多くの委員は、日本銀行の金融緩和姿勢に対する市場や国民からの信認強化に資するものとして、適切であるとの認識を示した。ある委員は、「少なくとも令和2年春頃まで」とすることで、具体的な時期の情報を示しつつ、オープンエンドの要素も維持しているとしたうえで、コミットメントの実効性確保と政策運営の柔軟性確保という2つの要請がバランスよく考慮されていると述べた。この間、一人の委員は、フォワードガイダンスを明確化すること自体には賛成であるが、その場合には、物価目標との関係をより明確化し、いわゆるデータ・ディペンデントな内容とすることが望ましいと述べた。この点に関し、ある委員は、その時々々のデータや情報を用いて経済・物価の不確実性を判断するという点で、現在のフォワードガイダンスもデータ・ディペンデントであり、今回の見直しも、そうした判断を行う時間軸を

分かりやすく示すためのものと理解していると述べた。何人かの委員は、消費税率引き上げが予定されている10月が近づくにつれて、「当分の間」が示す時間軸が分かりにくくなり、市場参加者の見方が日本銀行の想定以上に短くなるおそれもあることから、このタイミングで、「当分の間」が相応に長い期間を想定していることを明確化することは、金融緩和の効果を持続していくためにも必要であると述べた。

(強力な金融緩和の継続に資する措置)

多くの委員は、強力な金融緩和の継続を確かなものとしていくためには、円滑な資金供給や市場機能の確保に資するような措置の導入を検討する必要があるとの認識を示した。この点に関し、何人かの委員は、施策の効果や金融機関からの要望などを踏まえると、日本銀行適格担保の拡充や日本銀行の保有する国債やETFの有効活用などが、検討対象になり得ると述べた。

こうした委員の意見を踏まえ、執行部は、金融機関の要望等も踏まえつつ、強力な金融緩和の継続に資する措置として、以下を主な内容とする案を提示した。

- ・ 企業・地方公共団体等債務に関する要件緩和や、セカンダリー市場で取得した政府向け証書貸付債権の受け入れなどにより、日本銀行適格担保の範囲を拡充する。
- ・ 成長基盤強化支援資金供給の利便性を高めるため、利用先に利用実績を踏まえた利用枠を付与し、その範囲内で資金供給を実施する。
- ・ 最低品貸料の引き下げや銘柄別の売却上限額の撤廃等により、国債補完供給の要件緩和を行う。
- ・ 日本銀行が保有するETFを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度の導入について、日本銀行法上の認可取得を条件に検討する。

これらの措置について、多くの委員は、執行部案に沿って検討を進めることが望ましいとの認識を示した。何人かの委員は、適格担保の拡充や成長基盤強化支援資金供給の利便性向上に向けた取り組みは、日本銀行による円滑な資金供給をサポートするものとして、前向きに評価できると述べた。ある委員は、金融機関が保有する国債の残高が、資金調達などの担保として最低限必要な水準に近付き

つつあることを踏まえると、適格担保となり得る資産の範囲を拡充しておくことは、この先、日本銀行が国債買入れを円滑に進めていく観点からも重要であると指摘した。何人かの委員は、国債市場やETF市場において市中流通残高が少ない銘柄が増加し、市場参加者のヘッジやマーケットメイクの余地が狭まっているとの指摘があることを踏まえると、国債補完供給の要件緩和やETF貸付制度の導入は、こうした問題を緩和し、市場機能の維持・改善に繋がる可能性があるとして述べた。

ハ. 低金利環境の長期化に伴う留意点

元年度上期の会合において、委員は、低金利環境の長期化に伴う留意点として、金融面の不均衡や市場機能への影響について議論を行った。

金融面の不均衡に関しては、6月の会合で、複数の委員は、低金利環境が長期化するもとで、先行き、地域金融機関を中心に、収益性が更に低下していく可能性や、収益を確保するために、過度なリスクをとる動きが広がる可能性には留意する必要があるとの認識を示した。これに対し、複数の委員は、金融システムレポートのヒートマップをみても、赤が点灯したのは不動産業向け貸出のみであり、現時点では、わが国の金融システムは安定性を維持していると評価してよいと指摘した。ある委員は、金融機関によっては、貸出先が限られるもとで預金が集まりやすいという構造的な課題を抱える先もあり、金融システムが将来にわたって安定を確保していくためには、金融機関間の統合・連携といったことも有効な選択肢となり得ると述べた。このほか、一人の委員は、国債買入れは主として金利の変化を通じて経済・物価に波及しており、金利低下圧力を伴わない量の効果は限定的であるとの見方を示した。また、この委員は、現在の貸出金利の水準は、金融緩和の効果を反転させる「リバーサル・レート」に近付きつつあると述べたうえで、一段と貸出のベースレートが低下した場合には、銀行貸出が減少しかねないほか、中央銀行が金融機関に対してマイナス金利の資金供給を行うことも、経済・金融情勢次第では、銀行貸出の増加にはつながらない恐れがあると述べた。9月の会合で、何人かの委員は、低金利環境が長期化するもとでも、金融機関の財務は健全であり、金融仲介機能も維持されているが、先行き、収益性が更に低下していく可能性や、過度なリスクをとる動きが広がる可能性について多面的に点検していく必要があるとの認識を示した。これに関連し、複数の委員は、金融

機関経営に影響を及ぼす構造的な問題と、金融緩和に伴う影響は、区別して議論する必要があると指摘した。

また、市場機能への影響に関しては、6月の会合で、何人かの委員は、長期金利の変動幅については、従来から「概ね±0.1%の倍程度」を念頭に置いていると指摘したうえで、強力な金融緩和による市場機能への影響を軽減するという観点を踏まえると、金利変動の具体的な範囲を、過度に厳格に捉える必要はなく、今後も、弾力的に対応していくことが適当であるとの認識を示した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

元年度上期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、強力な金融緩和の継続に資する諸措置である。

4月の会合において、円滑な資金供給および資産買入れの実施と市場機能の確保に資するよう、適格担保の拡充などの諸措置の実施を決定した。

これに基づき、6月の会合において、「企業および地方公共団体等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和元年度上期を通じ、以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針のもとで、金融市場調節を行った。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし²²、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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 E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。
- ② C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

上記方針のもとで金融市場調節を行った結果、10年物国債金利は、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。この間、長期国債の保有残高は増加を続け、9月末時点では、469.4兆円となった。また、E T F、J-R E I T、C P等および社債等についても、上記方針に基づき買入れを行い、9月末時点の残高は、それぞれ27.5兆円、5,355億円、2.2兆円、3.1兆円となった(図表42)。

貸出支援基金の運営状況について、「貸出増加を支援するための資金供給」をみると、日本銀行は、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高が40.7

²² 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高は、6.0兆円となった。米ドル特則分についても、2回の貸付を実行し、9月末時点の残高は、238.5億米ドルとなった。また、「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」は、月に1度の頻度で実施を続け、9月末時点の残高は、4,086億円となった。「平成二十八年熊本地震にかかる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」は、月に1度の頻度で実施を続け、9月末時点の残高は、1,379億円となった（図表42）。

(図表 42) 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 資金供給 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
29年									
10月末	4,115,443	22,171	32,296	160,913	4,417	230,807	3,281	0	0
11月末	4,185,519	21,781	32,221	166,189	4,441	192,493	4,889	0	0
12月末	4,185,169	21,809	31,748	172,353	4,476	180,620	9,522	0	0
30年									
1月末	4,237,132	22,169	32,464	177,106	4,501	191,888	2,923	0	0
2月末	4,299,640	23,014	32,798	182,749	4,596	188,228	3,684	0	0
3月末	4,265,674	20,574	31,921	189,348	4,761	187,730	3,682	0	0
4月末	4,337,575	23,289	32,239	194,977	4,724	172,333	3,642	0	0
5月末	4,398,965	22,941	32,607	197,674	4,782	165,073	3,704	0	0
6月末	4,353,655	20,891	31,786	204,854	4,818	168,188	3,792	0	0
7月末	4,441,725	21,616	31,863	210,656	4,892	169,672	3,817	0	0
8月末	4,500,212	21,122	32,233	213,041	4,915	156,042	3,305	0	0
9月末	4,473,603	21,680	31,803	216,514	4,981	137,701	4,023	0	0
10月末	4,542,876	22,925	32,186	222,797	4,951	123,530	3,644	0	0
11月末	4,585,418	24,031	32,398	228,959	4,960	110,031	4,103	0	0
12月末	4,561,131	19,747	32,092	235,497	5,030	89,472	7,411	0	0
31年									
1月末	4,606,610	22,134	32,610	241,258	5,041	82,913	8,721	0	0
2月末	4,658,205	23,432	32,716	244,739	5,075	79,442	5,624	0	0
3月末	4,595,863	20,420	32,067	247,849	5,179	78,749	6,765	0	0
4月末	4,647,069	21,975	32,261	252,262	5,203	72,660	5,603	0	0
元年									
5月末	4,689,352	21,970	32,750	256,030	5,236	80,004	3,367	0	0
6月末	4,659,494	22,133	31,550	262,366	5,260	84,416	4,259	0	0
7月末	4,694,367	21,850	31,593	266,293	5,260	85,016	3,061	0	0
8月末	4,740,187	21,611	32,229	271,711	5,270	77,690	3,244	0	0
9月末	4,693,821	21,917	31,429	274,695	5,355	87,088	5,296	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 支援資金 供給オペ	熊本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	成長基盤強化 支援資金供給 (円貨)	成長基盤強化 支援資金供給 (米ドル特則)	貸出増加 支援資金 供給	米ドル 資金供給 オペ	補完貸付
29年							
10月末	4,043	1,045	68,863	23,542	387,670	0	0
11月末	4,043	1,044	68,863	23,542	387,670	0	0
12月末	4,039	1,044	68,609	23,387	402,101	160	0
30年							
1月末	4,039	882	68,609	23,387	402,101	1	0
2月末	4,039	882	68,609	23,387	402,101	5	0
3月末	4,039	882	68,880	23,211	386,636	0	0
4月末	4,039	1,079	68,875	23,211	386,636	0	0
5月末	4,039	1,379	68,875	23,211	386,636	1	0
6月末	4,039	2,773	70,348	22,747	384,544	1	0
7月末	4,039	2,773	70,348	22,747	384,544	0	0
8月末	4,039	2,773	70,348	22,747	384,544	0	1
9月末	4,039	2,773	68,631	22,496	388,160	0	0
10月末	4,055	2,773	68,631	22,496	388,160	0	0
11月末	4,055	2,773	68,631	22,496	388,160	0	0
12月末	4,075	2,773	65,800	22,909	381,915	10	0
31年							
1月末	4,075	2,773	65,800	22,909	381,915	1	0
2月末	4,075	2,773	65,800	22,909	381,915	0	0
3月末	4,075	2,773	63,523	23,187	397,226	0	0
4月末	4,075	2,773	63,523	23,187	397,226	0	0
元年							
5月末	4,075	2,773	63,523	23,187	397,226	0	0
6月末	4,075	1,379	61,469	23,455	399,132	0	0
7月末	4,086	1,379	61,469	23,455	399,132	0	0
8月末	4,086	1,379	61,469	23,455	399,132	0	1
9月末	4,086	1,379	59,885	23,846	407,360	0	0

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

(2) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補完 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	
29年						
10月末	0	0	0	567	0	4,766,167
11月末	0	0	0	468	0	4,715,342
12月末	0	0	0	3,893	0	4,799,976
30年						
1月末	0	0	0	147	0	4,767,186
2月末	0	0	0	1,669	0	4,751,797
3月末	0	0	0	3,113	0	4,870,044
4月末	0	0	0	1,452	0	4,983,048
5月末	0	0	0	1,120	0	4,926,269
6月末	0	0	0	1,358	0	5,029,173
7月末	0	0	0	13,766	0	5,029,788
8月末	0	0	0	1,756	0	5,019,637
9月末	0	0	0	2,926	0	5,049,881
10月末	0	0	0	151	0	5,068,552
11月末	0	0	0	2,590	0	5,015,917
12月末	0	0	0	657	0	5,042,166
31年						
1月末	0	0	0	207	2	5,001,924
2月末	0	0	0	332	0	4,972,997
3月末	0	0	0	1,908	0	5,062,932
4月末	0	0	0	0	0	5,145,598
元年						
5月末	0	0	0	205	0	5,118,113
6月末	0	0	0	28	0	5,232,198
7月末	0	0	0	329	0	5,181,020
8月末	0	0	0	261	0	5,159,445
9月末	0	0	0	1,065	0	5,203,934

(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

令和元年9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、569.8兆円（前年比+4.4%）となった（図表43）。

資産をみると、資産買入れを進める中、長期国債は469.4兆円（前年比+4.9%）となったほか、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）、金銭の信託（信託財産不動産投資信託）の残高も増加した。貸付金は、成長基盤強化を支援するための資金供給が減少した一方、貸出増加を支援するための資金供給等が増加したことから、47.8兆円（前年比+2.2%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、上述の資産買入れ等を通じた資金供給により、408.3兆円（前年比+3.2%）となった。発行銀行券は、107.2兆円（前年比+2.3%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ15.7兆円（前年比+25.3%）、0.1兆円（前年比-63.6%）となった。

（図表43）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、カッコ内は前年比%

	30年9月末	31年3月末	元年9月末
(資産)			
国債	462.1 (6.0)	470.0 (4.8)	479.7 (3.8)
[うち長期国債]	447.4 (10.7)	459.6 (7.7)	469.4 (4.9)
[うち短期国債]	14.8 (-53.3)	10.4 (-52.4)	10.3 (-30.3)
コマーシャル・ペーパー等	2.2 (11.8)	2.0 (-0.7)	2.2 (1.1)
社債	3.2 (-0.3)	3.2 (0.5)	3.1 (-1.2)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.0 (-12.9)	0.9 (-14.5)	0.8 (-15.1)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	21.7 (36.7)	24.8 (30.9)	27.5 (26.9)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.50 (14.5)	0.52 (8.8)	0.54 (7.5)
貸付金 ^(注4)	46.8 (-0.2)	47.4 (2.2)	47.8 (2.2)
外国為替	6.8 (1.0)	6.7 (5.7)	6.6 (-2.5)
資産計	545.7 (6.3)	557.0 (5.4)	569.8 (4.4)
(負債・純資産)			
発行銀行券	104.7 (3.9)	107.6 (3.4)	107.2 (2.3)
当座預金	395.5 (7.1)	393.9 (4.1)	408.3 (3.2)
政府預金	12.5 (-29.9)	17.5 (15.9)	15.7 (25.3)
売現先勘定	0.3 (-24.7)	0.2 (-38.7)	0.1 (-63.6)
負債・純資産計	545.7 (6.3)	557.0 (5.4)	569.8 (4.4)

(注1) 信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式(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) 共通担保資金供給オペ、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)、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および平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給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49.3兆円となった(図表44)。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は8.6兆円、貸出増加を支援するための資金供給は40.7兆円となった。

(図表44)「貸出支援基金」の残高

— 億円

	30年9月末	31年3月末	元年9月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	94,207	89,227	85,658
貸出増加を支援するための資金供給	388,160	397,226	407,360
合計	482,367	486,453	493,018

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表43の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

30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、各種の資産買入に当たっては、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。