

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和2年6月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

令和 2 年 6 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、弱めの動きを続けたあと、感染症拡大の影響に伴う海外経済の 急速な落ち込みから減少した)	3
(鉱工業生産は、昨年来の海外経済の減速に加え、感染症拡大の影響から 減少した)	4
(設備投資は、緩やかな増加傾向を辿ったが、年度末にかけて増勢の鈍化 が明確となった)	5
(住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資は緩やかに増加した)	7
(雇用・所得環境は改善を続けていたが、感染症拡大の影響により弱めの 動きがみられ始めた)	8
(個人消費は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも増加基調にあっ たが、感染症拡大の影響により、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅 な減少となった)	10
(2) 物価	12
(3) 海外経済	15
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	21
(3) 債券市場	22
(4) 株式市場	25
(5) 外国為替市場	26
(6) 企業金融	28

(7) 量的金融指標	32
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	34
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	35
(2) 「経済・物価情勢の展望」	44
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 元年12月の会合	55
ロ. 2年3月の会合	57
(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	60
ロ. 「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価と新たな政策金利のフ ォワードガイダンス	62
ハ. 新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化	63
ニ. 低金利環境の長期化に伴う留意点	66
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	67
3. 金融市場調節の実施状況	69
4. 日本銀行のバランスシートの動き	74
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	76
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	137
3. 金融政策決定会合議事要旨	155
参考計表・資料一覧	246

通貨及び金融の調節に関する報告書

— 要 旨 —

(経済の情勢)

1. わが国経済は、令和元年度下期入り後、海外経済の減速や自然災害などの影響を受けつつも、緩やかな拡大基調を維持していたが、年度末にかけて、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響により厳しさを増していった。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速や自然災害などの影響から弱めの動きとなっていたが、年度末にかけては、感染症が広がるなかで、中国を中心とする外需の減少や生産活動の停滞に伴う国際的なサプライチェーンへの影響により、減少した。設備投資は、総じて高水準の企業収益に支えられて振れを伴いつつも増加傾向を続けていたが、年度末にかけて増勢の鈍化が明確となった。個人消費は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持していたが、感染症拡大の影響が強まるのに伴い、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少した。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資は緩やかに増加した。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばから後半での推移となった。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、年度末にかけて弱めの指標もみられた。

(金融市場・金融環境の動向)

3. 国際金融市場では、2月半ば頃までは、米中通商交渉の進展を始めとする政治情勢の不透明感後退などを背景に、リスク性資産の価格が総じて上昇基調を辿った。それ以降は、新型コロナウイルス感染症の拡大などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり、リスク性資産の価格は大幅に下落した。また、投資家の安全資産選好から米ドルのキャッシュ需要が世界的に大きく高まるもとで、米ドル調達プレミアムの急上昇や米国の短期金融市場における緊張の高まりなどがみられた。このような市場の動向に対し、主要国の中央銀行は、利下げ、潤沢な流動性供給、資産買入れなどの措置を講じたほか、日本銀行を含む

主要中銀による米ドル流動性供給を拡充するためのグローバルな協調行動も実施され、年度末にかけて市場の緊張は幾分緩和された。

4. 国内の金融市場についてみると、短期金融市場では、全般的に、金利は低水準で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。仔細にみると、新型コロナウイルス感染症の拡大などを受け国際金融市場が不安定化するなか、3月半ばには幾分上昇する場面もみられたが、日本銀行が国債買入れの金額や頻度を増やしたこともあって、3月末にかけて低下した。この間、CPの発行金利は、総じて低い水準で推移した。社債の発行金利は、きわめて低い水準で推移した。

株価は、米中通商交渉の進展等を背景に上昇する場面もみられたが、2月下旬以降は新型コロナウイルス感染症の拡大により世界経済の先行き不透明感が高まったこと等を背景に下落に転じ、3月末には18千円台後半となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、10月から2月にかけて、概ね横ばい圏内で推移した。その後、3月上旬には世界経済を巡る不透明感の高まりや米国の金利低下等を背景にいったん円高ドル安の動きとなったが、3月中旬以降はドル資金需要の高まり等を背景に一転して円安ドル高の動きとなり、3月末には108円台となった。円の対ユーロ相場は、期間を通じてみれば概ね横ばい圏内の動きとなった。

5. 企業金融について、資金需要面をみると、これまで設備投資向けや企業買収関連などが資金需要の伸びを支えてきたが、年度末にかけて新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けた売上げの減少や予備的な需要などによる資金需要が増加した。こうしたもと、企業の資金繰りは、感染症拡大の影響を受けた売上げ減少などを背景に悪化した。この間、資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態が続いた。

6. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）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2～3%

程度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)

7. 元年度下期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、10月の会合では「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引き続きみられるものの、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」、12月と1月の会合では「わが国の景気は、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、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」、3月の会合では「わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ弱い動きとなっている」とそれぞれ判断した。

8. 金融政策運営面では、元年度下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を継続することとした。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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。

資産買入れ方針については、10月から1月の会合では、以下の方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、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、社債等については、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。

3月の会合では、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえ、後述する E T F ・ J - R E I T の積極的な買入れおよび C P ・ 社債等買入れの増額を、以下の資産買入れ方針により決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、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。なお、当面は、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う。
- ② C P 等、社債等については、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。これに加え、2年9月末までの間、それぞれ1兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

10月の会合では、9月の会合で示した方針に基づき、経済・物価動向を改めて点検し、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを評価した。そのうえで、「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、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断し、こうした認識を明確にする観点から、以下のとおり、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定した。

日本銀行は、政策金利については、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

3月の会合では、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえ、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、金融緩和を強化することが適当と判断し、以下の決定等を行った。

(1) 一層潤沢な資金供給の実施

積極的な国債買入れなどのほか、以下の企業金融支援のための措置およびETF・J-REITの積極的な買入れも活用しつつ、当面、円資金の一層潤沢な供給に努める。

米ドル資金については、本日、日本銀行は、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行と協調して、資金供給オペについて、貸付金利を0.25%引き下げるとともに、これまでの1週間物に加え、3か月物を週次で実施することを公表した。これにより、米ドル資金の流動性供給にも万全を期す方針である。

(2) 企業金融支援のための措置

① 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入

民間企業債務を担保（約8兆円＜2年2月末＞）に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する新たなオペレーション（残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算）を導入する。同措置は、2年9月末まで実施する。

② CP・社債等買入れの増額

CP・社債等の追加買入枠を合計2兆円設け、CP等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に買入れを実施する。増額買入れは、2年9月末まで継続する。

(3) ETF・J-REITの積極的な買入れ

ETFおよびJ-REITについて、当面は、それぞれ年間約12兆

円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う。

前述の政策金利のフォワードガイダンスを含め、先行きの金融政策運営については、10 月から 1 月の会合では、「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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。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。

3 月の会合では、「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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との考え方を示した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

9. 3 月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、604.5 兆円（前年比+8.5%）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

わが国経済は、令和元年度下期入り後、海外経済の減速や自然災害などの影響を受けつつも、緩やかな拡大基調を維持していたが、年度末にかけて、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響により厳しさを増していった。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速や自然災害などの影響から弱めの動きとなっていたが、年度末にかけては、感染症が広がるなかで、中国を中心とする外需の減少や生産活動の停滞に伴う国際的なサプライチェーンへの影響により、減少した。設備投資は、総じて高水準の企業収益に支えられて振れを伴いつつも増加傾向を続けていたが、年度末にかけて増勢の鈍化が明確となった。個人消費は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持していたが、感染症拡大の影響が強まるのに伴い、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少した。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資は緩やかに増加した。

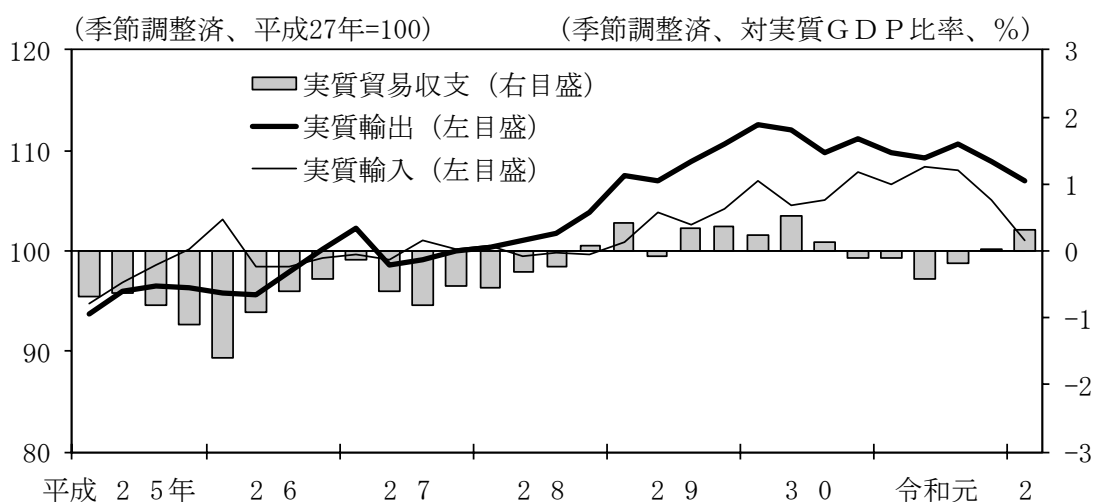
以上の経済情勢を実質GDPで見ると（図表1）、元年度下期は、上期対比で大きめの減少となった。

（輸出は、弱めの動きを続けたあと、感染症拡大の影響に伴う海外経済の急速な落ち込みから減少した）

実質輸出は¹、海外経済の減速を反映して弱めの動きを続けていたが、感染症拡大の影響に伴う海外経済の急速な落ち込みから減少した（図表2）。仔細にみると、先進国向けは、自動車関連や資本財を中心に減少した。新興国・資源国向けは、情報関連には前向きな動きがみられたものの、資本財を中心に弱めの動きを続けた。

実質輸入は、消費税率引き上げの影響を受けつつも緩やかな増加基調にあったが、感染症拡大を背景とした中国における生産活動の停滞もあって、はっきりと減少した（図表2）。

（図表2）実質輸出入と実質貿易収支

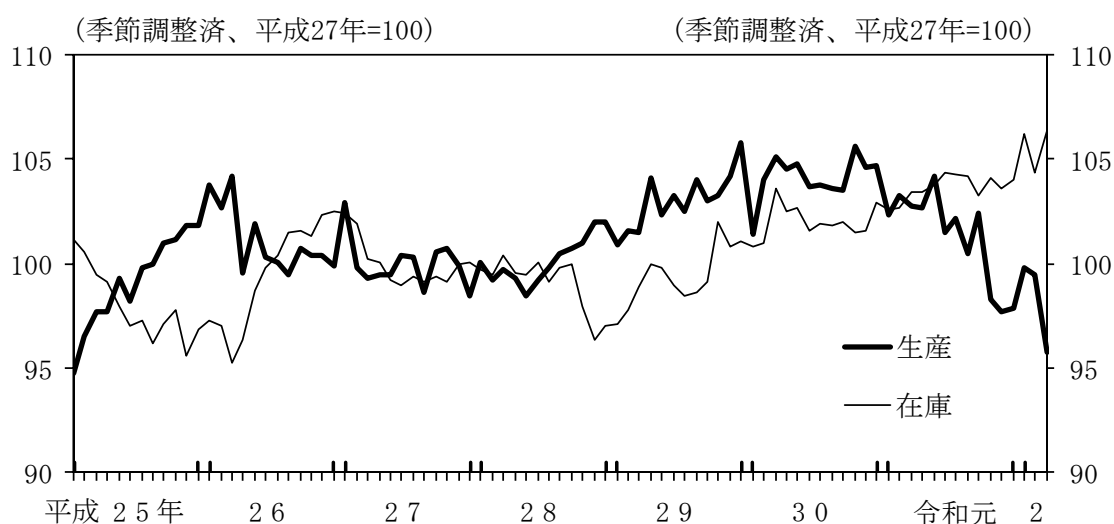


¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。

(鉦工業生産は、昨年来の海外経済の減速に加え、感染症拡大の影響から減少した)

鉦工業生産は、昨年来の海外経済の減速に加え、感染症拡大に伴う外需の減少やサプライチェーン寸断などの影響により減少が続いた(図表3)。業種別にみると、輸送機械(自動車等)は、自然災害などによる供給面の制約に加え、グローバルな自動車販売の減少などを背景に減少基調を辿った。電子部品・デバイスは、データセンター向けや5G関連向けの海外需要の増加を背景に、持ち直した。はん用・生産用・業務用機械は、資本財輸出の弱さを受けて、減少基調が続いた。この間、在庫は振れを伴いつつも、高水準で推移した。

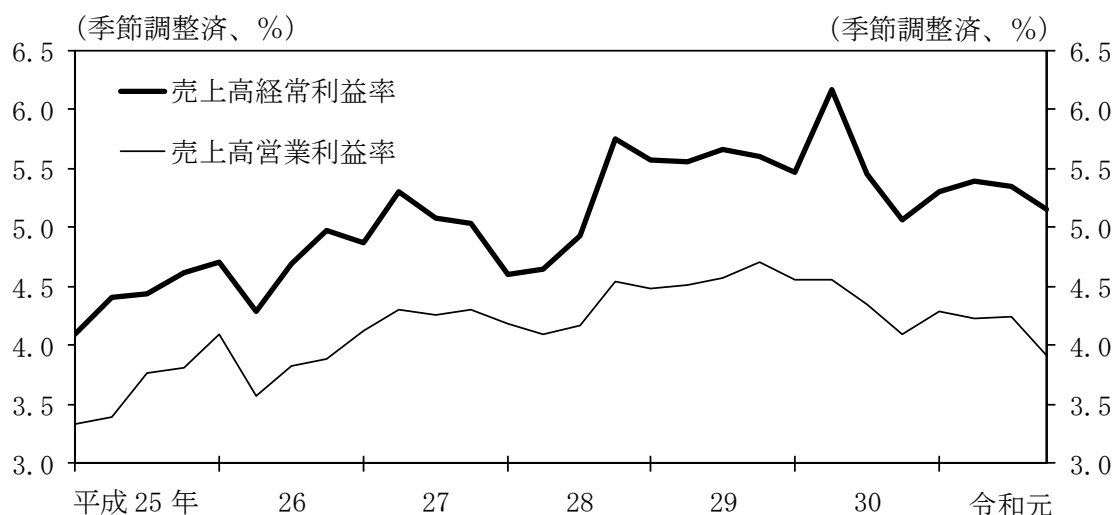
(図表3) 鉦工業生産



(設備投資は、緩やかな増加傾向を辿ったが、年度末にかけて増勢の鈍化が明確となった)

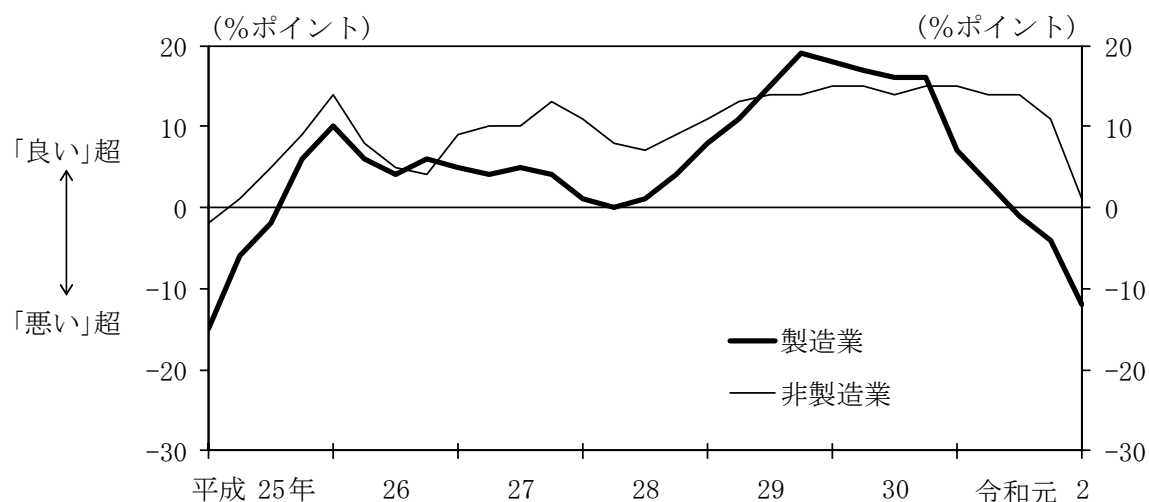
企業収益を法人企業統計の利益率でみると(図表4)、売上高経常利益率、売上高営業利益率ともに、総じてみれば高水準を維持していたが、年度末にかけては感染症拡大の影響により下押し圧力が強まった。短観でみた企業の業況感は、昨年来の海外経済の減速の影響に加え、感染症拡大に伴う売上減少を背景に、製造業、非製造業ともに悪化している(図表5)。

(図表4) 企業収益



(注) 金融業、保険業および純粋持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

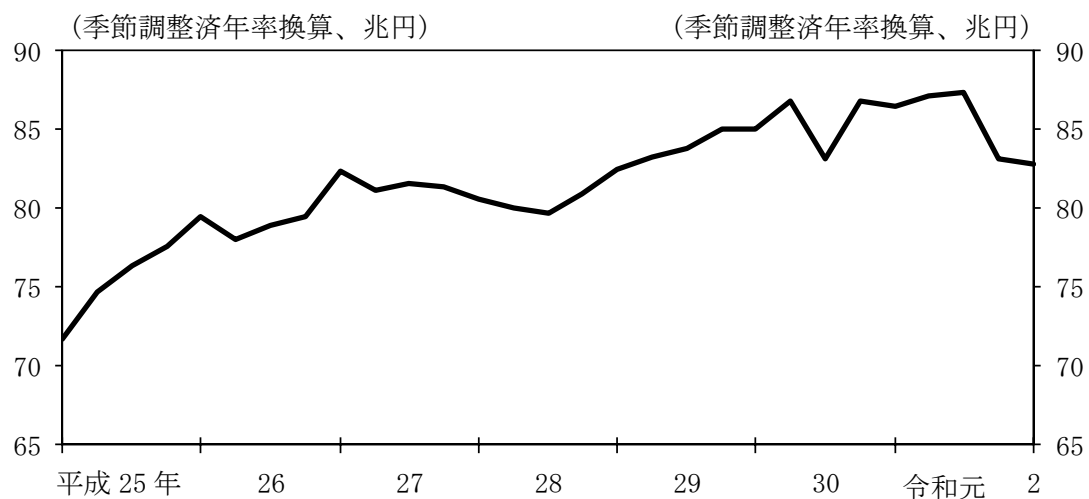
(図表5) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向を辿ったが、年度末にかけて、増勢の鈍化が明確となった（図表6）。

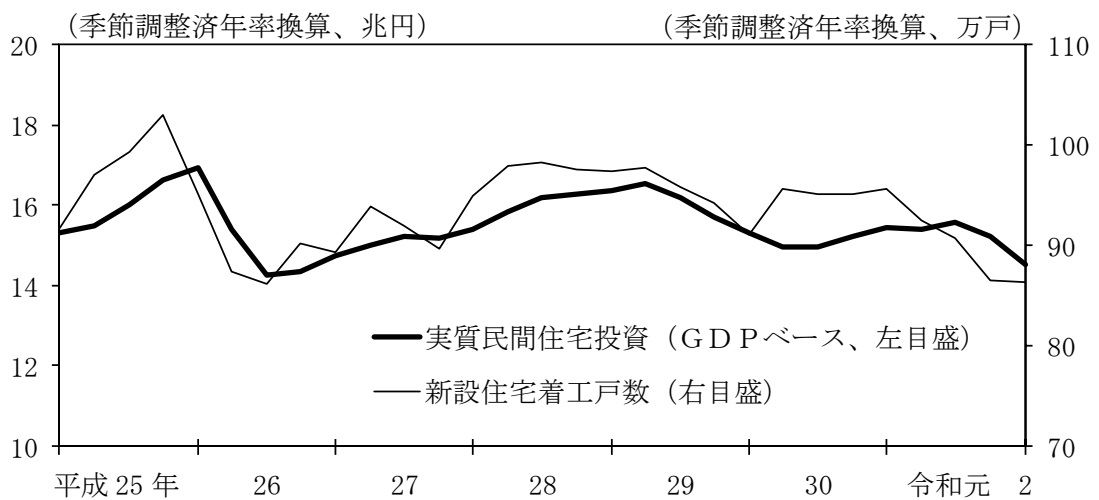
（図表6）設備投資（実質、GDPベース）



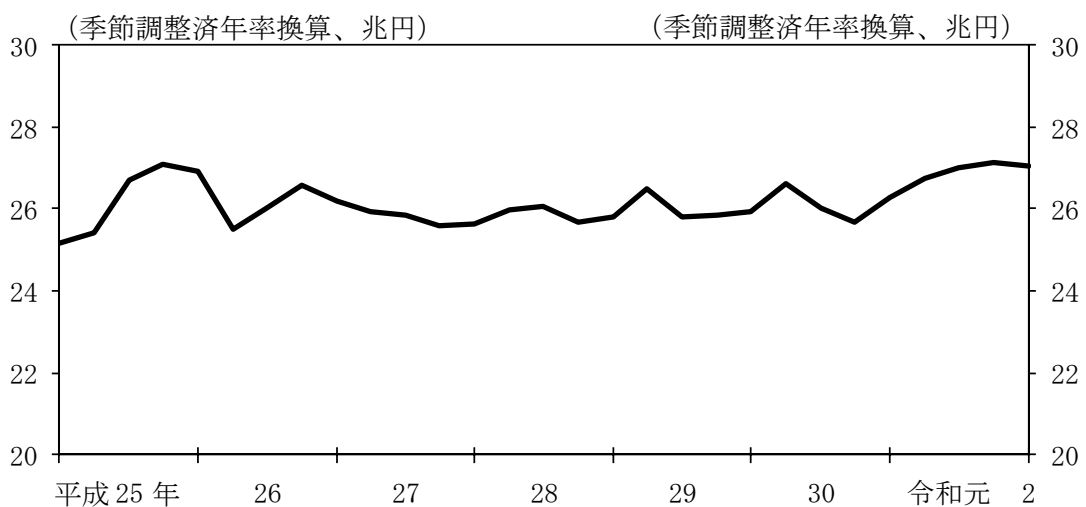
(住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資は緩やかに増加した)

住宅投資は、先行指標である新設住宅着工戸数には弱めの動きがみられているものの、進捗ベースで見れば消費税率引き上げ前の着工増加の影響もあって横ばい圏内で推移した(図表7)。この間、公共投資は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事の進捗を反映して、緩やかに増加した(図表8)。

(図表7) 住宅投資



(図表8) 公共投資(実質、GDPベース)

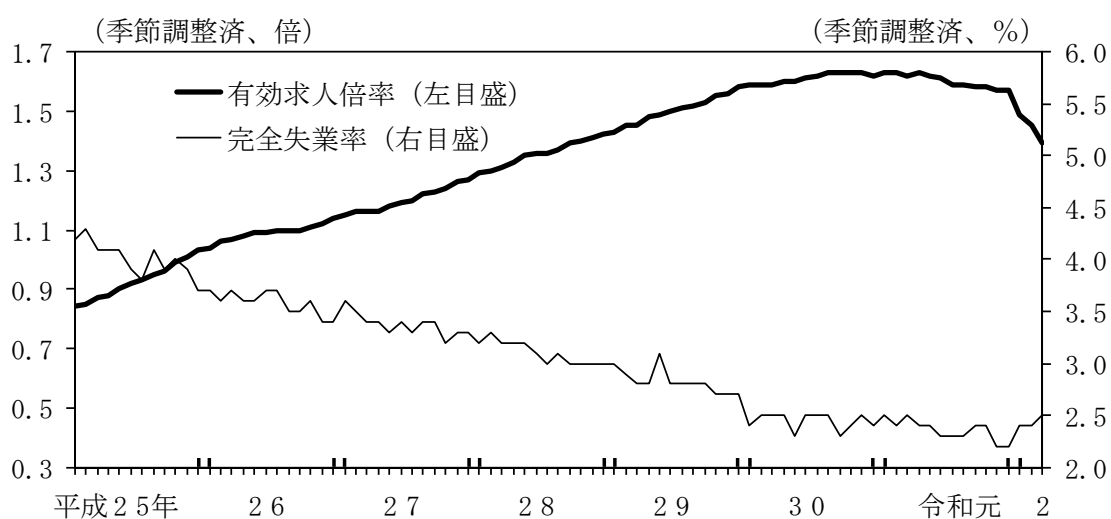


(雇用・所得環境は改善を続けていたが、感染症拡大の影響により弱めの動きがみられ始めた)

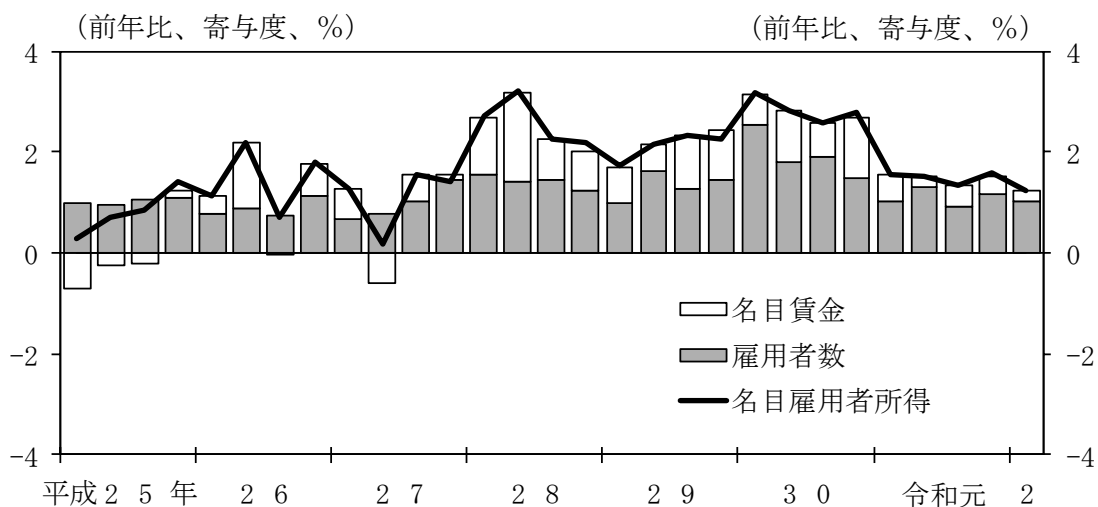
労働需給についてみると、高水準にあった有効求人倍率は、年度末にかけて、海外経済の減速に加え、感染症拡大の影響などから低下した。他方、完全失業率はやや長い目でみれば低水準で推移したが、年度末にかけては感染症拡大の影響がみられ始めた(図表9)。

雇用者所得は(図表10)、増加を続けたが、年度末にかけては感染症拡大の影響もあって伸びの鈍化が明確となった。内訳をみると、名目賃金は、所定内給与を中心に前年比プラスを維持したが、年度末にかけては所定外給与の減少などから、伸び率が低下した。一方、雇用者数は、増加基調を維持した。

(図表9) 労働需給



(図表 10) 雇用者所得



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

(注 2) 毎月勤労統計の 25 年第 1 四半期～元年第 1 四半期は、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、元年第 2 四半期以降は、全数調査した本系列。

(注 3) 毎月勤労統計の 28 年第 1 四半期以降は、共通事業所ベース。

(注 4) 四半期は、以下のように組み替えている。2 年第 1 四半期は、3 月の値。
第 1 四半期：3～5 月、第 2：6～8 月、第 3：9～11 月、第 4：12～2 月。

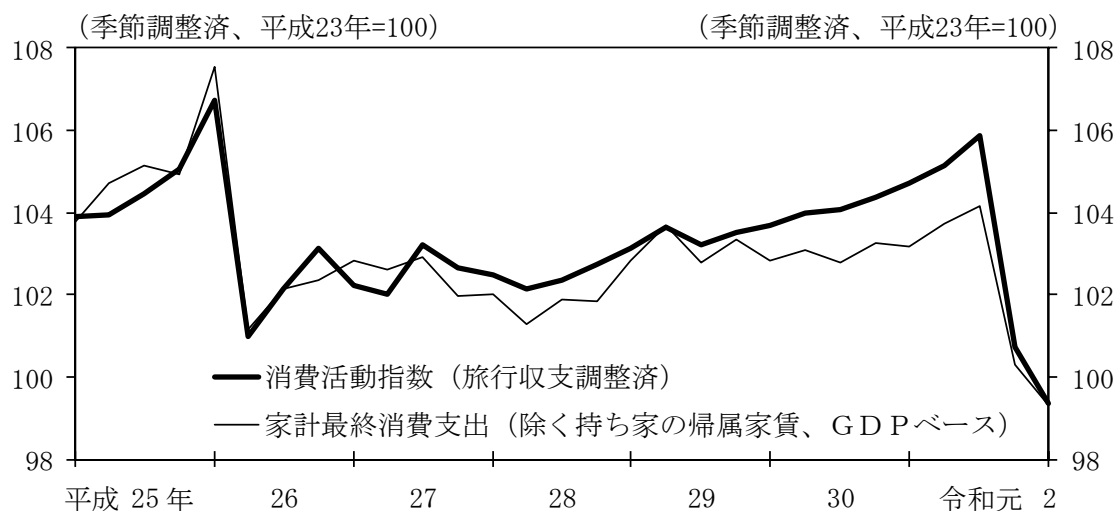
(個人消費は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも増加基調にあったが、感染症拡大の影響により、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅な減少となった)

個人消費は、消費税率引き上げ前の需要増の反動や自然災害の影響などから下期前半に減少したあと、これらの要因の影響が和らぐにつれていったん持ち直した。しかし、感染症拡大の影響が強まるにつれて、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少した(図表 11(1))。耐久財の消費動向をみると(図表 11(2))、乗用車販売は、自然災害による供給制約の影響などから大きめの減少となったあと、感染症拡大の影響もあって低水準で推移した。家電販売は、消費税率引き上げ後に減少したあと、いったん持ち直したが、3月入り後は感染症拡大に伴う外出自粛の影響などから減少した。サービス消費の動向をみると、外食や国内宿泊者数は、消費税率引き上げ後も底堅く推移していたが、感染症拡大の影響が強まるなかで大幅な減少に転じた(図表 11(3))。

この間、個人消費関連のマインド指標は、年初にかけていったん持ち直していたが、感染症拡大の影響から、年度末にかけて大幅に悪化した(図表 12)。

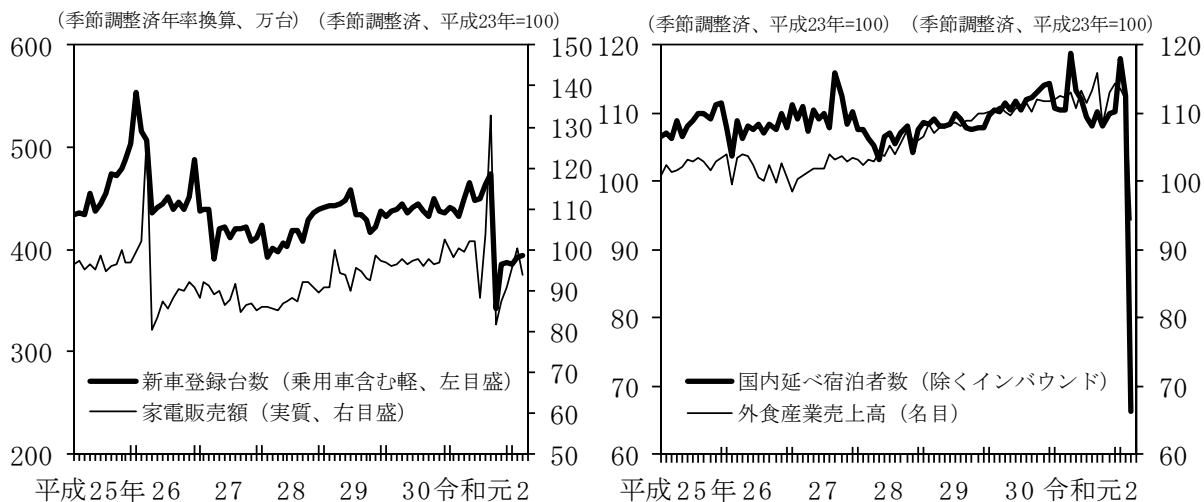
(図表 11) 個人消費

(1) 個人消費 (実質)



(2) 耐久財消費

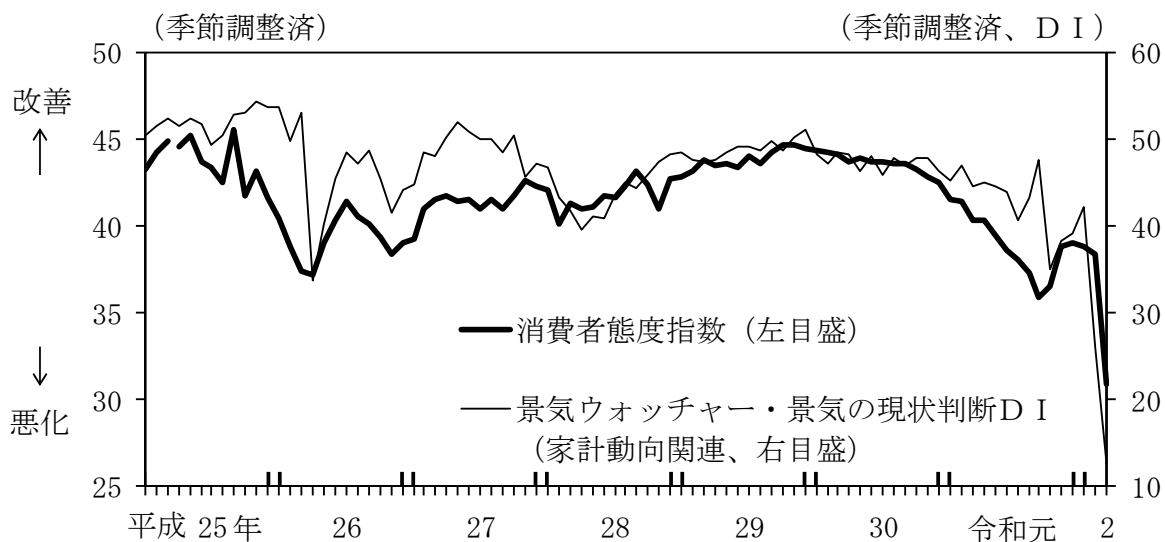
(3) サービス消費



(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) 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 12) 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。

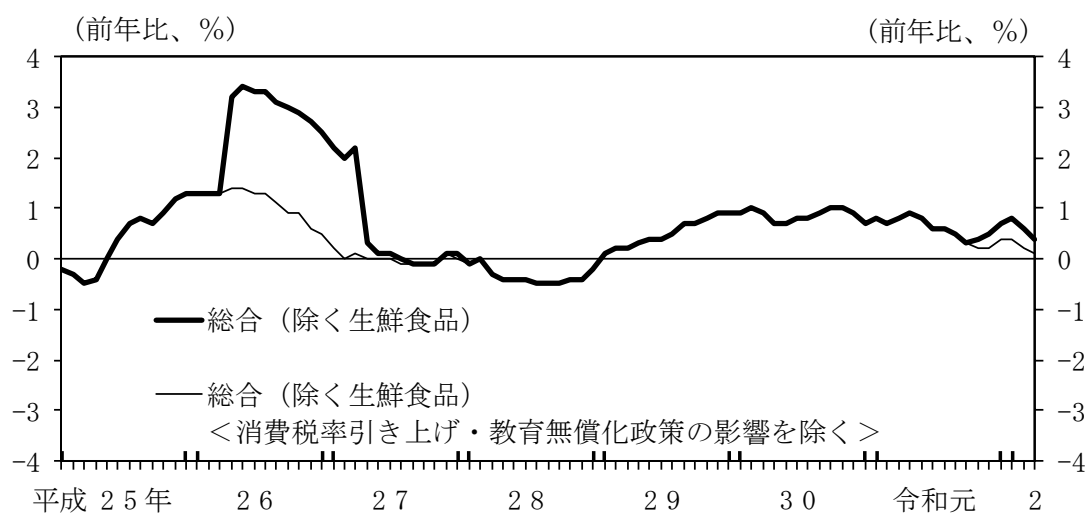
(注2) 消費者態度指数は、25年4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、25年3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。

(2) 物価

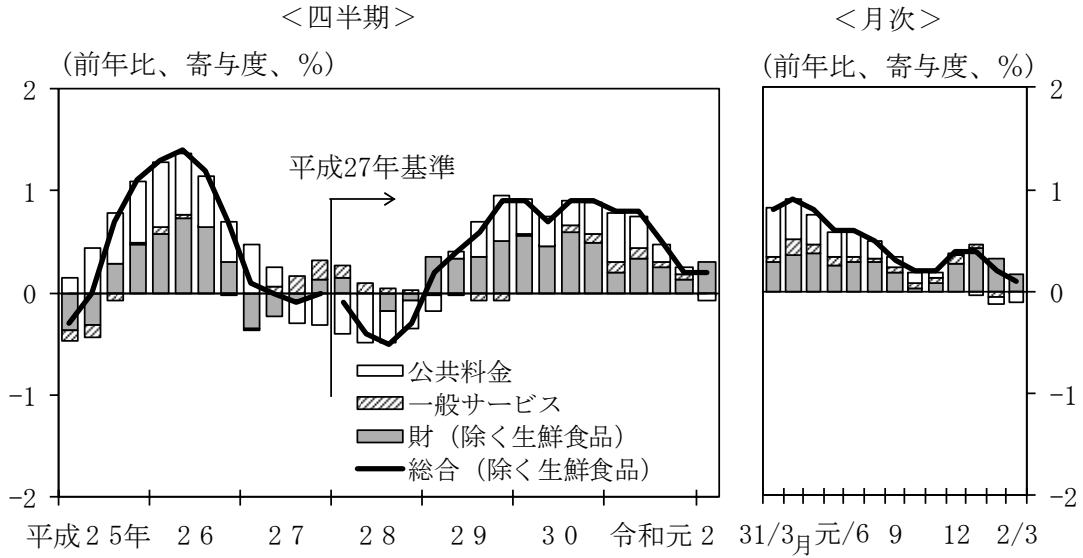
物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばから後半での推移となった（図表 13）。消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くベースで内訳をみると（図表 14）、財は、石油製品による振れを伴いつつも、食料工業製品を中心にプラスで推移した。一般サービスをみると、携帯電話通信料の値下げが下押しに作用するも、年度末にかけては感染症拡大を背景とした宿泊料の下落などから若干のマイナスに転じた。この間、公共料金は、既往の原油価格下落の影響がタイムラグを伴って電気代・ガス代の下押しに作用したことから、伸び率が低下基調を辿り、下期後半にはマイナスに転じた。

予想物価上昇率は（図表 15）、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、年度末にかけて弱めの指標もみられた。

(図表 13) 消費者物価



(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳



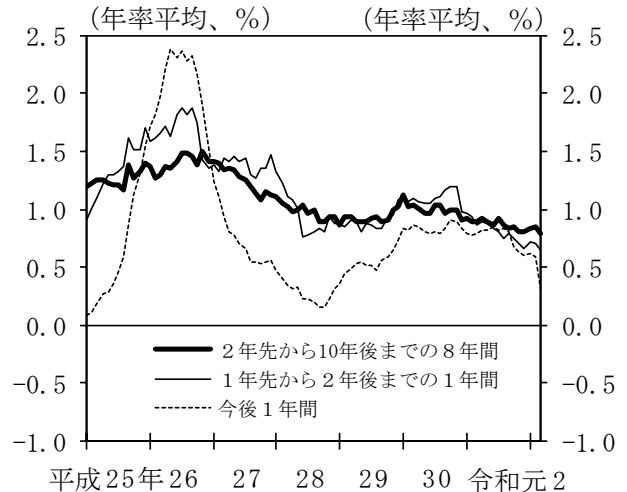
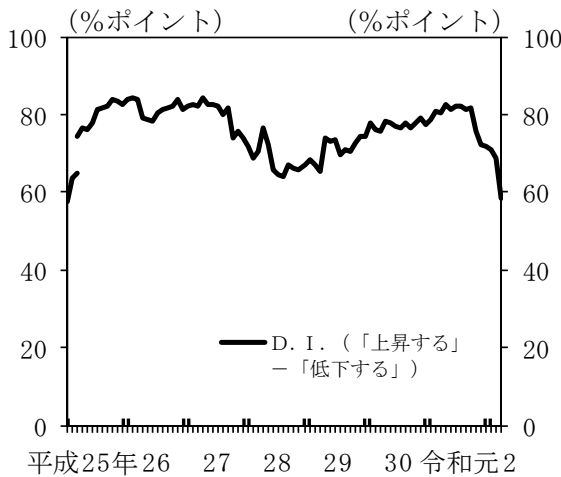
(注1) 分類は組み替えて定義(「」内は総務省公表ベース)。財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」。

(注2) 消費者物価指数は、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く。

(図表 15) 予想物価上昇率

(1) 家計の予想物価上昇率
(消費動向調査<総世帯>)

(2) 市場参加者の予想物価上昇率
(QUICK調査)



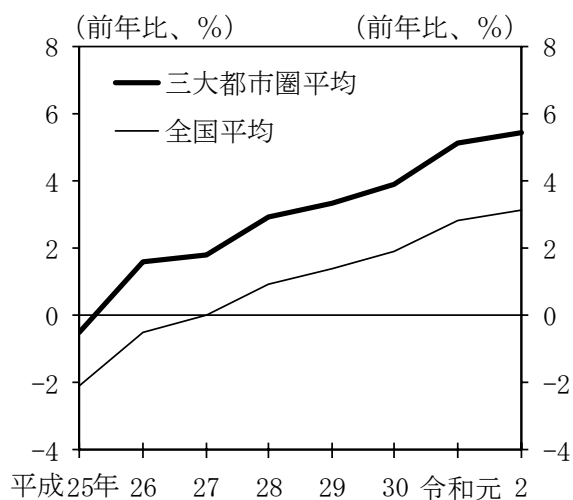
(注1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。25年4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。

(注2) QUICK調査は、25年9月調査から、消費税率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。

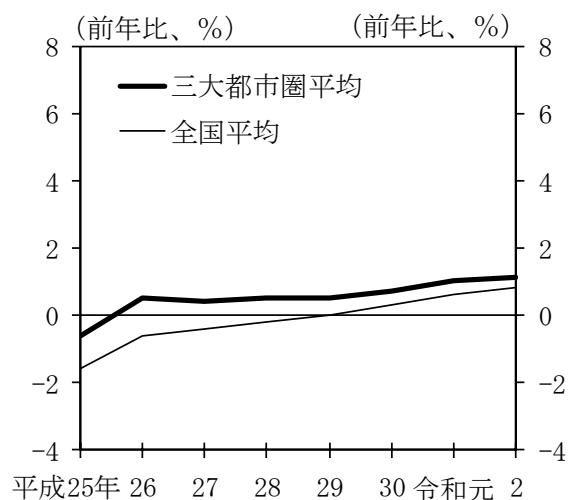
地価を地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表16）、商業地と住宅地のいずれについても、全国平均と三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均ともにプラスとなった。

（図表16）地価公示

（1）商業地



（2）住宅地



（注）地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

元年度下期の海外経済は、年初頃までは減速の動きが続きながらも総じてみれば緩やかに成長してきたが、それ以降は、新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行の影響から急速に落ち込んだ（図表 17）。

(図表17) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		30年	元年	30年 第4四半期	元年 1	2	3	4	2年 1
米 国		2.9	2.3	1.1	3.1	2.0	2.1	2.1	-4.8
ユーロエリア		1.9	1.2	1.6	1.9	0.6	1.2	0.4	-14.2
新興 国・ 地域	中 国	6.7	6.1	6.5	6.4	6.2	6.0	6.0	-6.8
	イ ン ド	6.8	5.3	5.6	5.7	5.6	5.1	4.7	-
	NIEsおよび ASEAN4	4.2	3.4	3.9	3.4	3.5	3.5	3.4	0.8
	ブラジル	1.3	1.1	1.2	0.6	1.1	1.2	1.7	-
	ロ シ ア	2.5	1.3	2.8	0.4	1.1	1.5	2.1	1.6

(注) NIEsおよびASEAN4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、年初頃までは緩やかな拡大基調にあったが、それ以降は、感染症拡大の影響から急速に落ち込んだ。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、均してみれば2%台前半で推移した。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、10月の定例会合で1.50~1.75%へ、3月3日の緊急会合で1.00~1.25%へ、3月15日の緊急会合で0.00~0.25%へ引き下げた。また、先行きの政策金利についてのガイダンスは、3月3日の緊急会合で、「経済を下支えするため適切に行動する」、3月15日の緊急会合では、「この局面を乗り切り、政策目標を達成する経路にあると確信できるまで誘導目標レンジを維持する」とした。さらに、3月15日の緊急会合で、国債やエージェンシー保証付きモーゲージ担保証券について、今後数か月間で、それぞれ保有残高が最低5,000億ドル、

最低 2,000 億ドル増加するよう買入れを実施することが示されたほか、同日、日本銀行を含む主要中銀と協調して行うグローバルな米ドル流動性供給の拡充を発表した。その後、3月中に、コマーシャル・ペーパー（CP）や社債の買入れファシリティ、マネー・マーケット・ミューチャル・ファンドやプライマリー・ディーラー向けの流動性供給ファシリティ、学生ローン等の証券化商品を担保とする貸出制度などの導入を発表した。

ユーロエリア経済は、年初頃までは製造業部門の調整を主因に減速した状態が続き、それ以降は、感染症拡大の影響から急速に落ち込んだ。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、均してみれば1%程度で推移した。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、期中を通じて、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を0.00%に、限界貸出金利を0.25%に、中銀預け金金利を▲0.50%に、それぞれの主要政策金利を据え置いた。また、先行きの政策金利についてのガイダンスは、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について、「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」との文言が3月会合まで維持された。もっとも、3月会合では、既存の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）の貸付条件が緩和されたほか、資産買入れについて、2年末までに保有残高が1,200億ユーロ増加するよう買入れを実施することが決定された。さらに、3月18日の緊急会合では、2年末までの7,500億ユーロの更なる資産買入れ増額と買入れ対象となる資産の拡大が発表された。

新興国・地域をみると、中国経済は、年初頃までは総じて安定した成長を続けていたが、感染症の拡大を受けて急速に落ち込んだ。その後は、感染症拡大による影響が和らぐなか、落ち込んだ状態から持ち直す動きがうかがわれた。物価面をみると、消費者物価の前年比は、元年の政府目標であった3%前後を上回って推移した。財政政策面では、感染症拡大による影響を最小限に抑え、経済成長の安定維持に向けて努力する必要があるとの考えのもと、2月に開催された共産党中央政治局会議において、「積極的な財政政策は一段と積極的に為すべきことを為す」との方針が表明された。こうしたもとで、財政支出は、均してみれば拡大基調にあった。金融政策面でも、同会議において、「穏健な金融政策は一段と柔軟かつ適正に運営する」との方針が示された。こうしたなか、中国人民銀行は、オペ

金利（中期貸出ファシリティ金利、1年物）を、11月に3.25%へ、2月に3.15%へ引き下げた。この間、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・レートも低下した。

中国以外の新興国・地域の経済は、年初頃までは全体として緩やかな回復基調を維持していたが、その後は、感染症拡大の影響から急速に落ちこんだ。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、韓国やタイなど多くの国において、感染症の拡大などを受け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

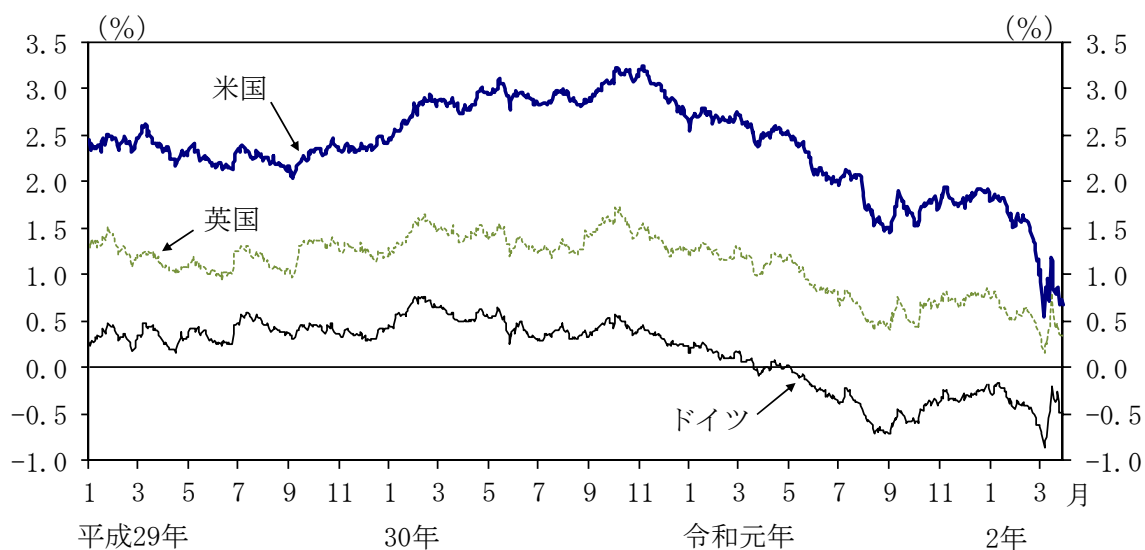
令和元年度下期の国際金融市場をみると、2月半ば頃までは、米中通商交渉の進展を始めとする政治情勢の不透明感後退などを背景に、リスク性資産の価格が総じて上昇基調を辿った。それ以降は、新型コロナウイルス感染症の拡大などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり、リスク性資産の価格は大幅に下落した。また、投資家の安全資産選好から米ドルのキャッシュ需要が世界的に大きく高まるもとの、米ドル調達プレミアムの急上昇や米国の短期金融市場における緊張の高まりなどがみられた。このような市場の動向に対し、主要国の中央銀行は、利下げ、潤沢な流動性供給、資産買入れなどの措置を講じたほか、日本銀行を含む主要中銀による米ドル流動性供給を拡充するためのグローバルな協調行動も実施され、年度末にかけて市場の緊張は幾分緩和された。

この間、主要国の短期金融市場においては、米国のフェデラル・ファンド・レートやターム物金利は²、米国連邦準備制度による利下げなどを受けて低下した。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、中銀預け金金利付近で概ね横ばい圏内の動きとなった。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）は、感染症拡大による投資家のリスク回避姿勢の強まりや金融緩和観測から大幅に低下した（図表18）。

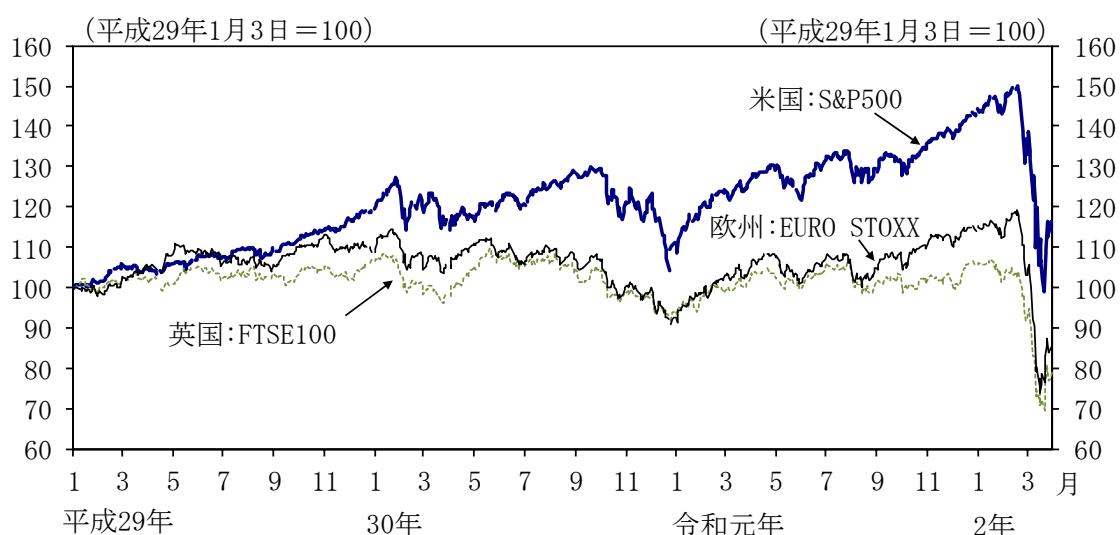
² ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

(図表 18) 米欧の長期金利 (国債 10 年物利回り)



主要国の株価動向をみると、米国株 (S & P 500) は、米中通商交渉の進展などから上昇したあと、感染症の拡大を受けて大幅に下落した (図表 19)。また、欧州株価 (EURO STOXX) や英国株価 (FTSE 100) も、米国株に連れた動きとなった。

(図表19) 米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、株価は、先進国株価と同様、年初頃にかけて上昇したあと、大幅に下落した。通貨は、感染症拡大の影響などから減価した。

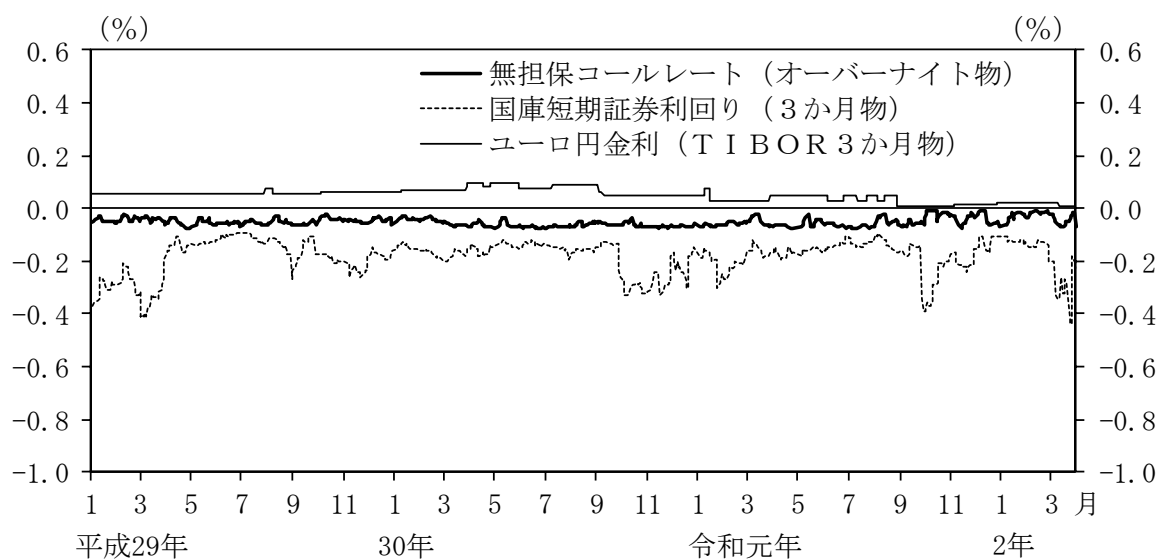
国際商品市況は、エネルギーや非鉄金属で、感染症拡大による需要減退懸念の影響がみられた。原油（WT I）価格は、需要減退懸念などから大幅に下落した。銅価格も、最大の消費国である中国の需要減退懸念などから下落した。農産物価格は、期間を通してみれば振れを伴いつつ横ばいとなった。金価格は、世界経済の先行きを巡る不透明感などから上昇した。

(2) 短期金融市場

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

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表 20）³、小幅のマイナスで安定的に推移した。ターム物金利をみると、国庫短期証券利回り（3か月物）は、海外要因等による振れを伴いつつ、概ね▲0.4%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。

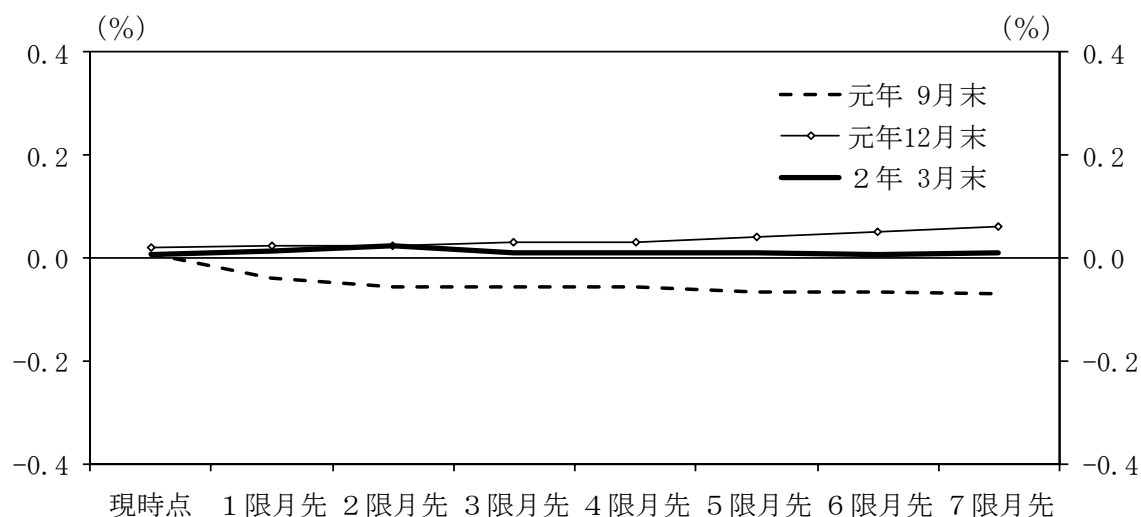
(図表 20) 短期金融市場金利



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

ユーロ円金利先物レートは（図表 21）、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 21）ユーロ円金利先物レート



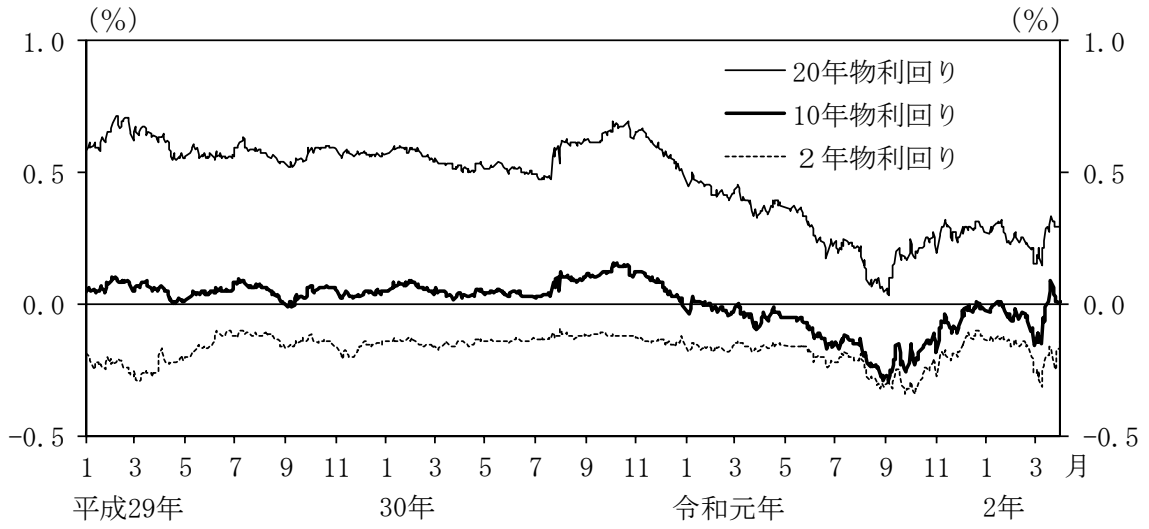
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、2年3月末時点（太い実線）の1限月先は2年6月中央、2限月先は2年9月中央、3限月先は2年12月中央におけるユーロ円金利の市場予想値を表している。

（3）債券市場

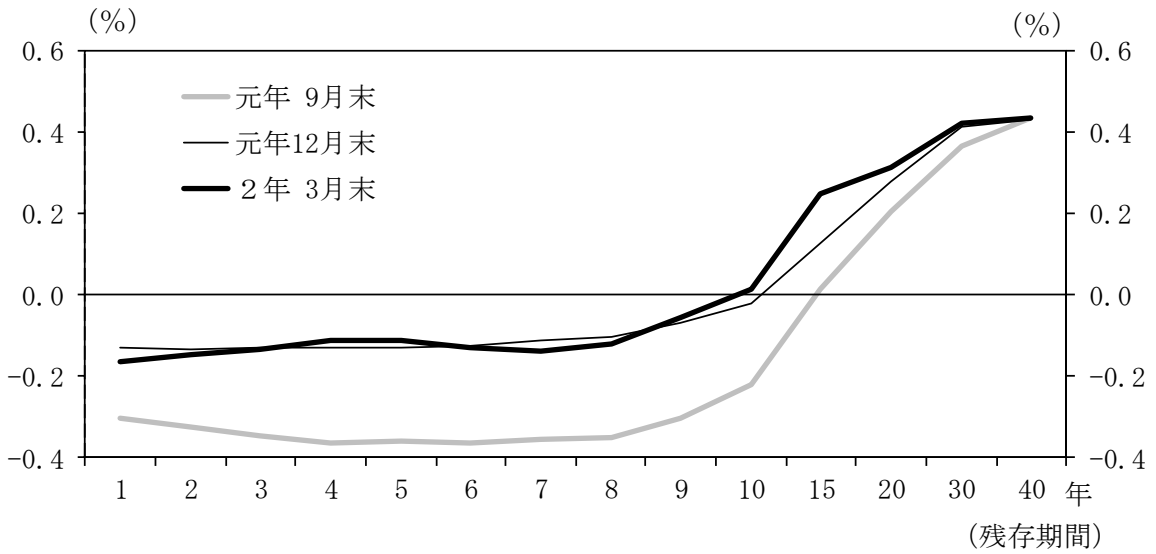
元年度下期の債券市場の動向をみると（図表 22、23）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。仔細にみると、新型コロナウイルス感染症の拡大などを受け国際金融市場が不安定化するなか、3月半ばには幾分上昇する場面もみられたが、日本銀行が国債買入れの金額や頻度を増やしたこともあって、3月末にかけて低下した。

また、短中期国債（2年債）および超長期国債（20年債）の流通利回りは、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば幾分上昇した。

(図表 22) 国債流通利回り

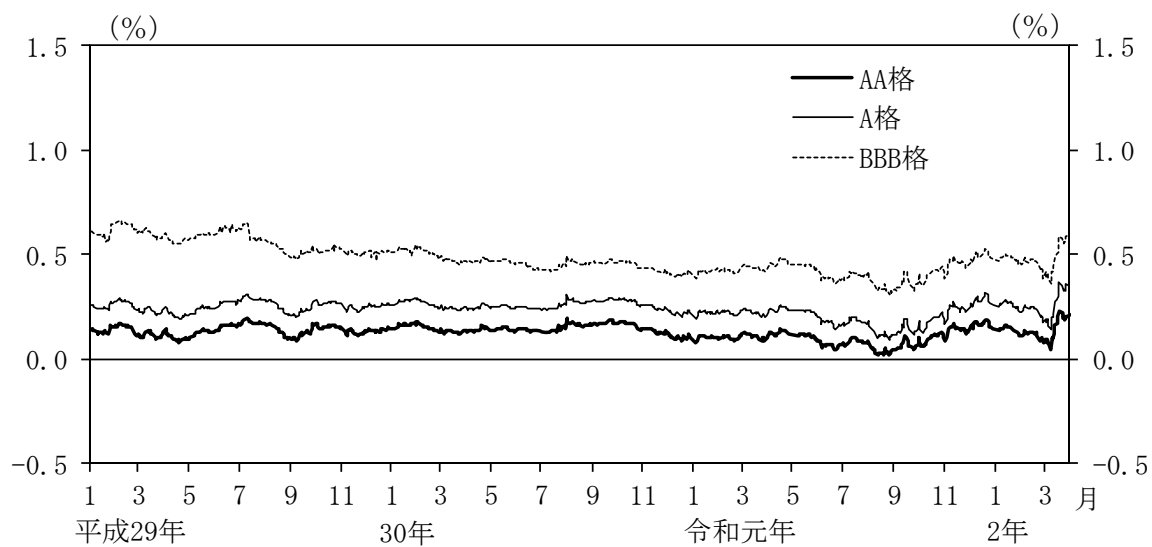


(図表 23) 国債の利回り曲線 (イールドカーブ)



社債流通利回りは（図表 24）、国債の流通利回りに連れる形で幾分上昇した。

（図表 24）社債の流通利回り

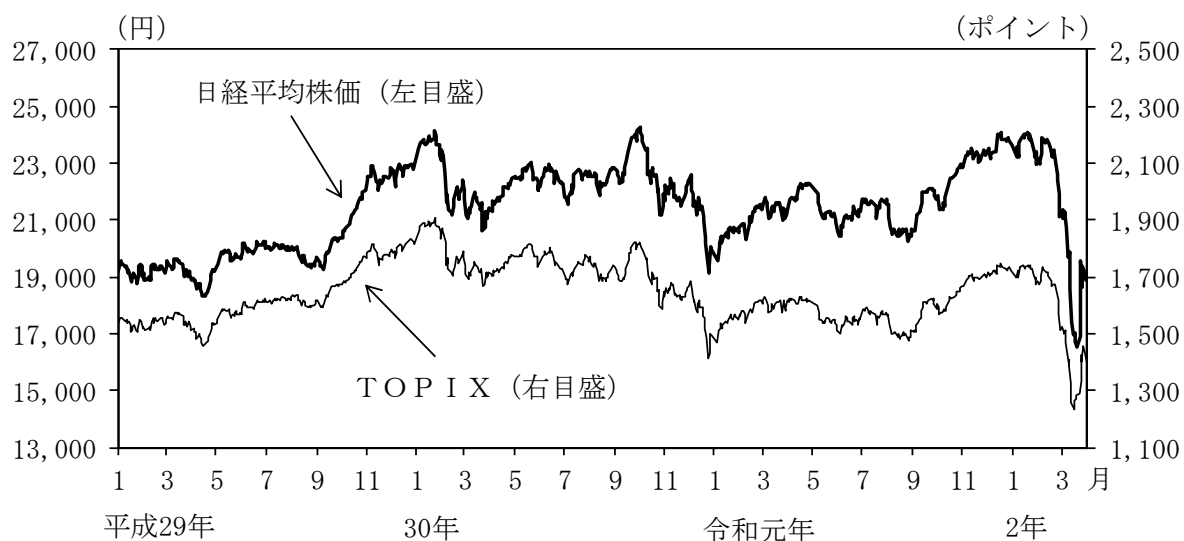


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

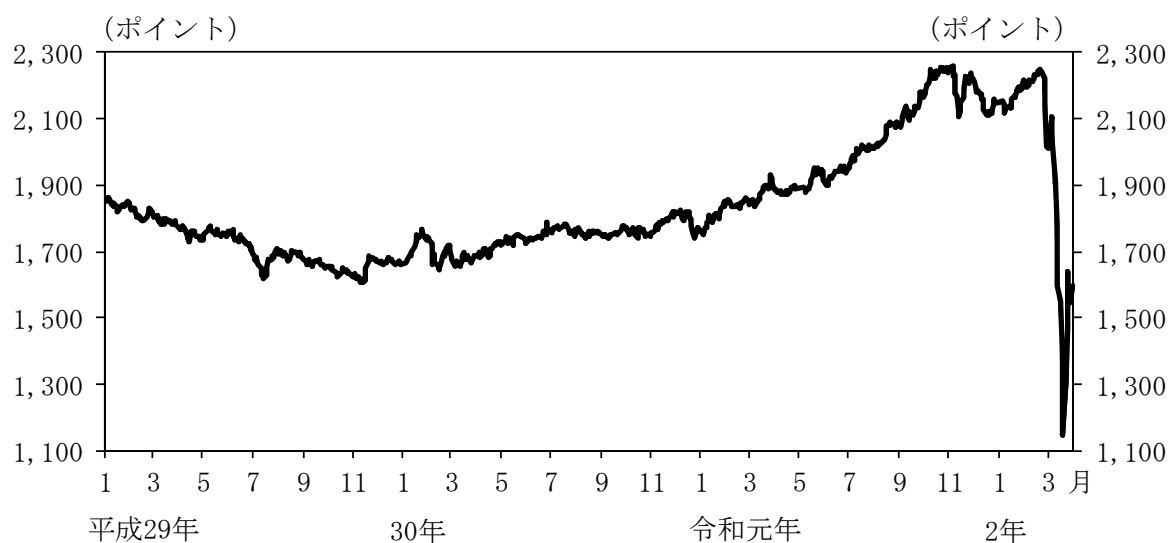
元年度下期の株式市場の動向をみると（図表 25）、日経平均株価は、米中通商交渉の進展等を背景に上昇する場面もみられたが、2月下旬以降は新型コロナウイルス感染症の拡大により世界経済の先行き不透明感が高まったこと等を背景に下落に転じ、3月末には18千円台後半となった。

(図表 25) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 26）、新型コロナウイルス感染症が拡大し投資家のセンチメントが悪化するもとの、2月下旬以降、下落した。

(図表 26) 東証REIT指数

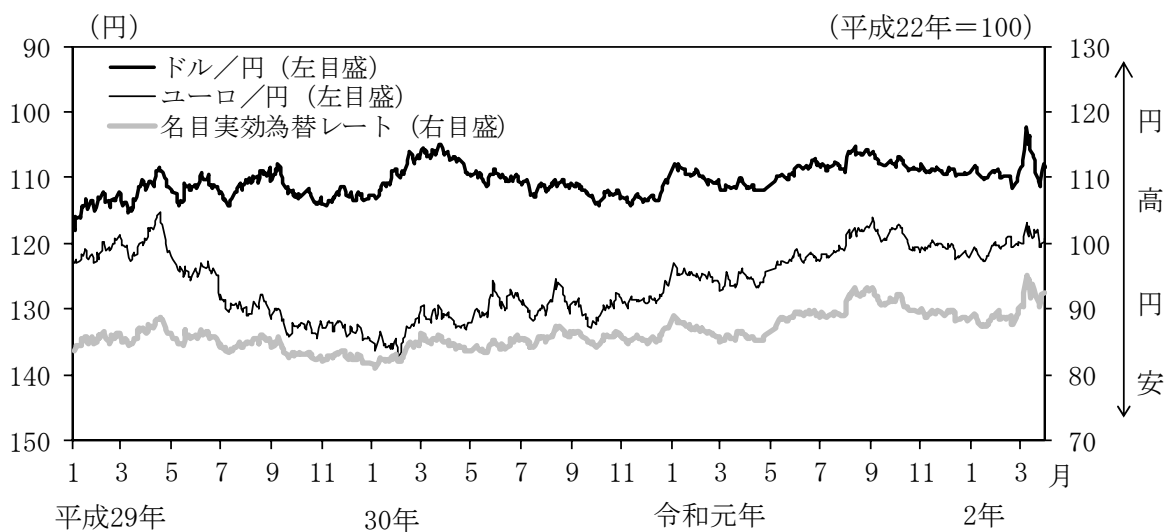


(5) 外国為替市場

元年度下期の外国為替市場の動向をみると（図表 27）、円の対ドル相場は、10月から2月にかけて、概ね横ばい圏内で推移した。その後、3月上旬には世界経済を巡る不透明感の高まりや米国の金利低下等を背景にいったん円高ドル安の動きとなったが、3月中旬以降はドル資金需要の高まり等を背景に一転して円安ドル高の動きとなり、3月末には108円台となった。円の対ユーロ相場は、期間を通じてみれば概ね横ばい圏内の動きとなった。この間、円の名目実効為替レートも⁴、期間を通じてみれば概ね横ばい圏内の動きとなった。

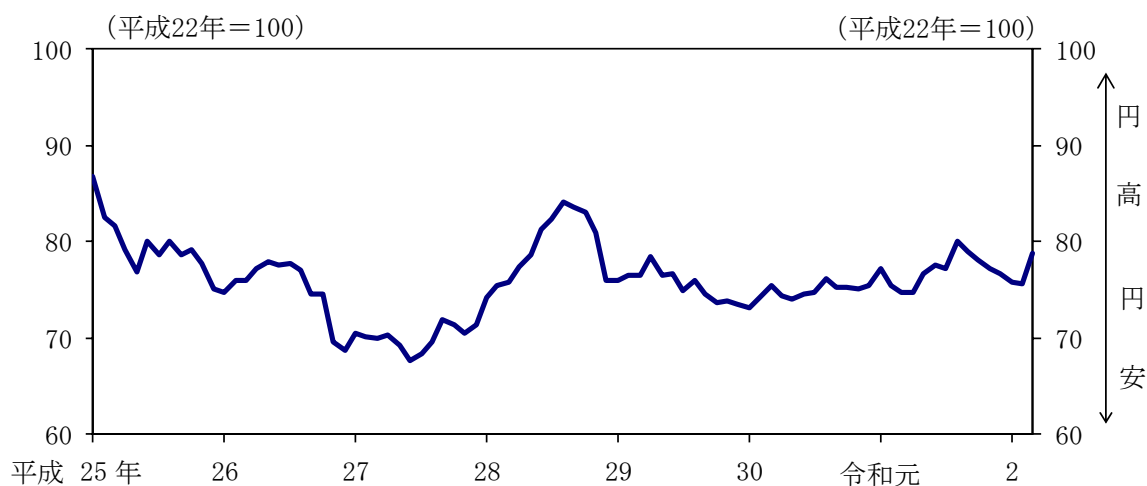
⁴ 円の名目実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

(図表 27) 円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



こうした為替相場動向のなか、円の実質実効為替レートは（図表 28）⁵、期間を通じてみれば概ね横ばい圏内の動きとなった。

(図表 28) 円の実質実効為替レート

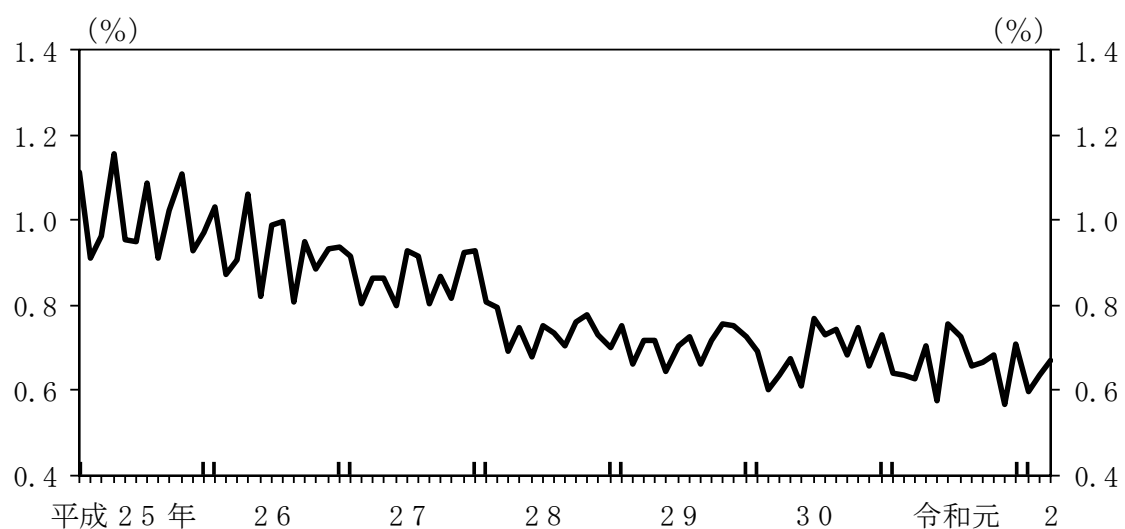


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

(6) 企業金融

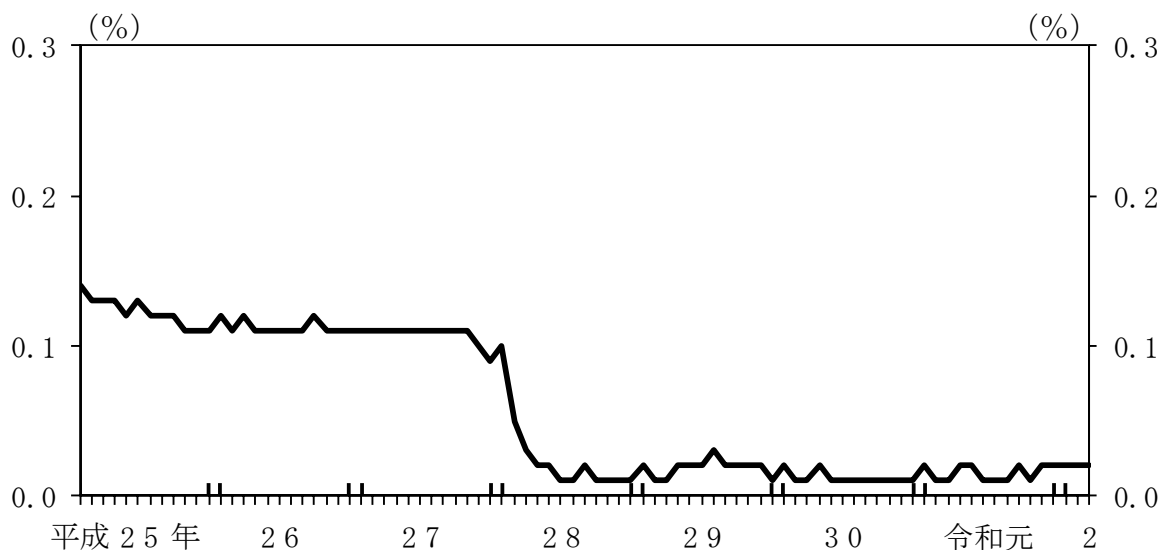
元年度下期において、企業の資金調達コストは、総じてみれば低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表 29）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

(図表 29) 貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CPの発行金利は（図表30）、総じて低い水準で推移した。社債の発行金利は、きわめて低い水準で推移した。

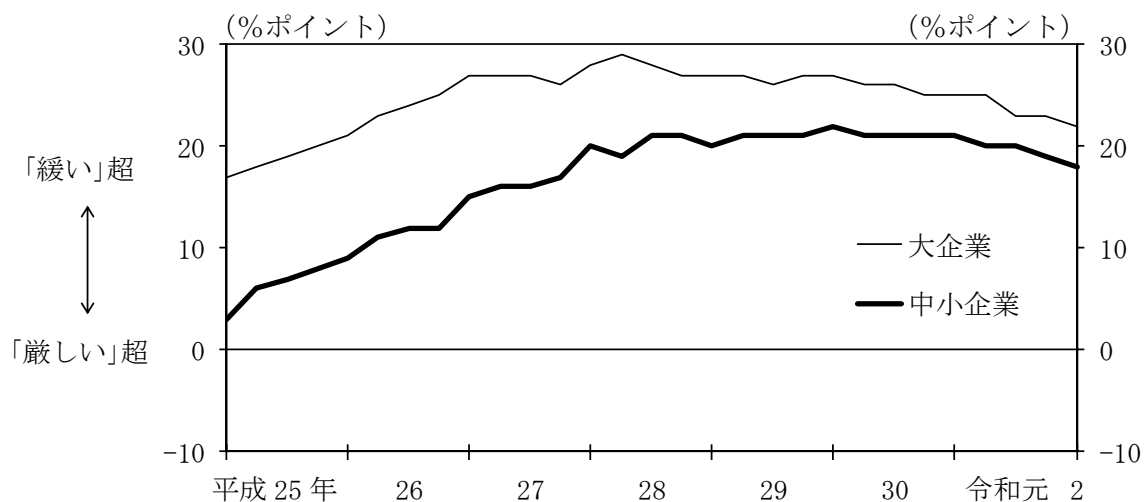
（図表30）CP発行金利（3か月物）



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

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

（図表31）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）

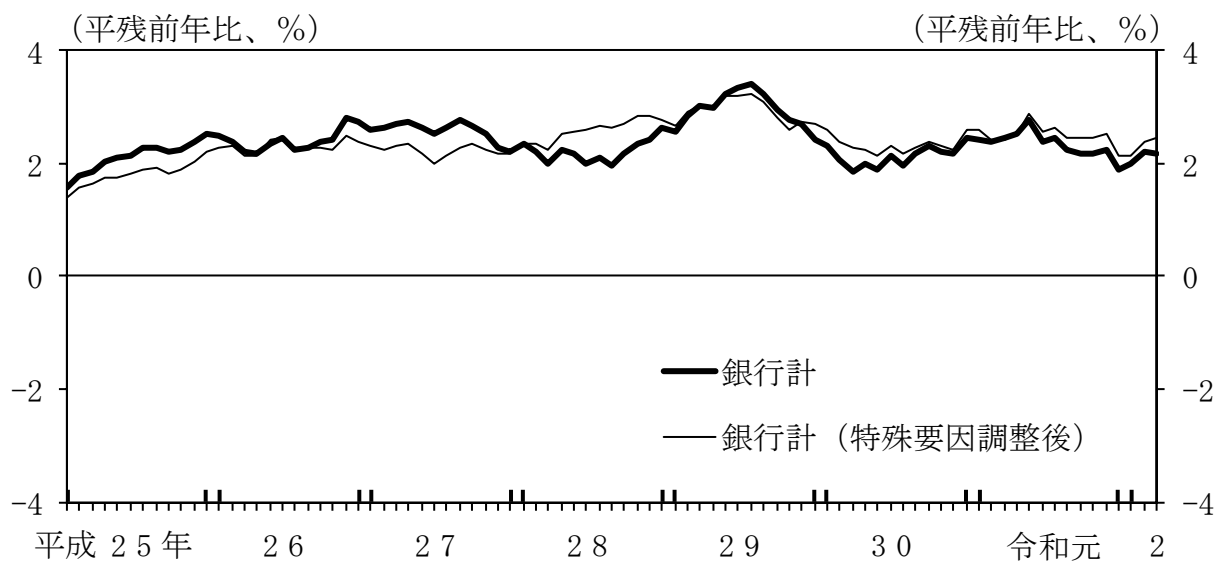


（注）全産業ベース（図表34も同様）。

資金需要面をみると、これまで設備投資向けや企業買収関連などが資金需要の伸びを支えてきたが、年度末にかけて新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けた売上の減少や予備的な需要などによる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 32）⁶、2%程度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 33）、高めの伸び率で推移した。

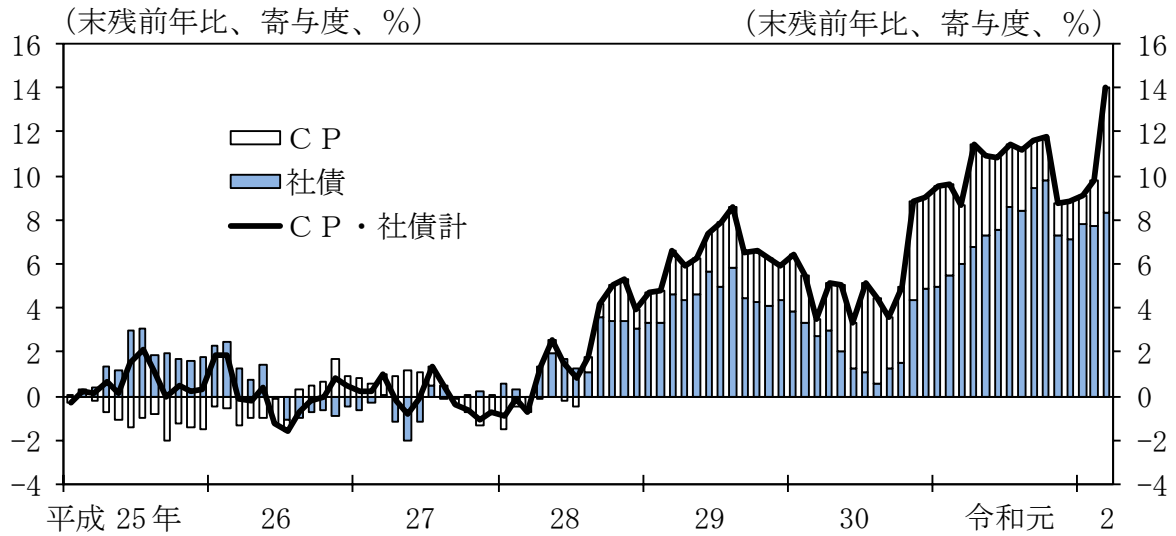
（図表 32）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

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）。

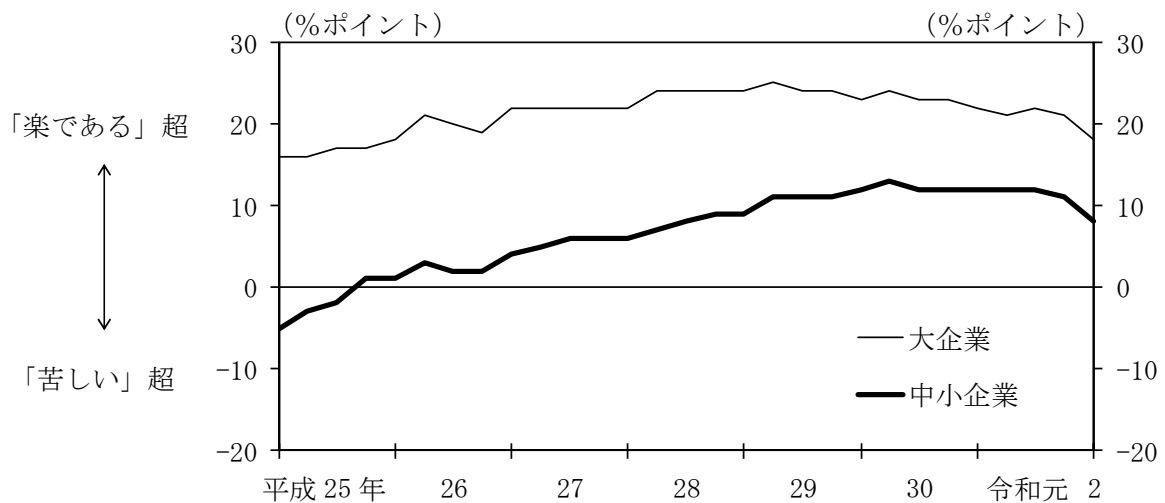
(図表 33) C P ・社債発行残高



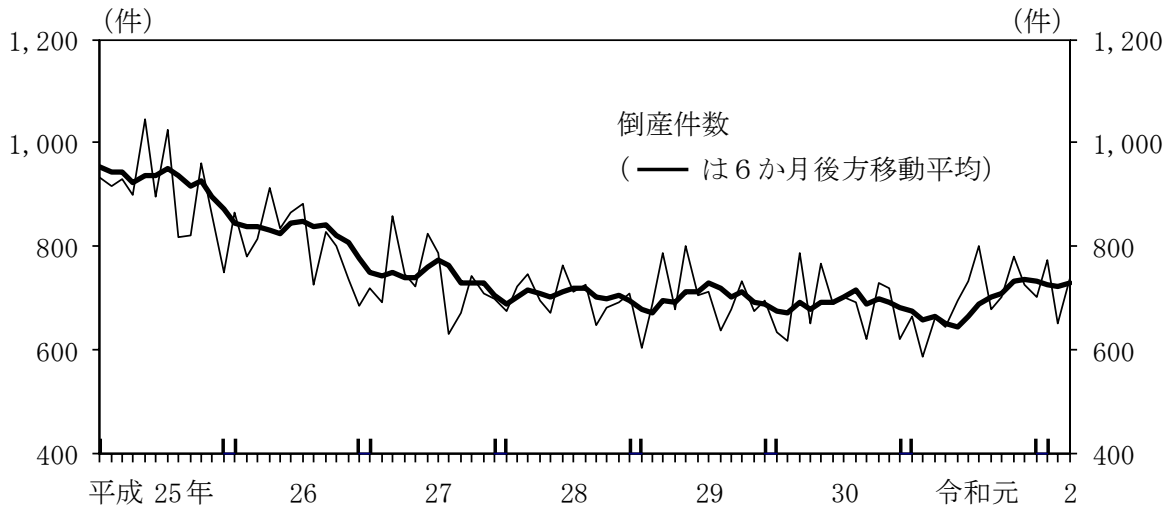
(注) C P 発行残高は、短期社債（電子 C P）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C P は含む）。

企業の資金繰りは（図表 34）、感染症拡大の影響を受けた売上げ減少などを背景に悪化した。企業倒産件数は（図表 35）、低水準で推移したが、感染症拡大に関連する倒産が増加した。

(図表 34) 企業の資金繰り判断 D. I. (短観)



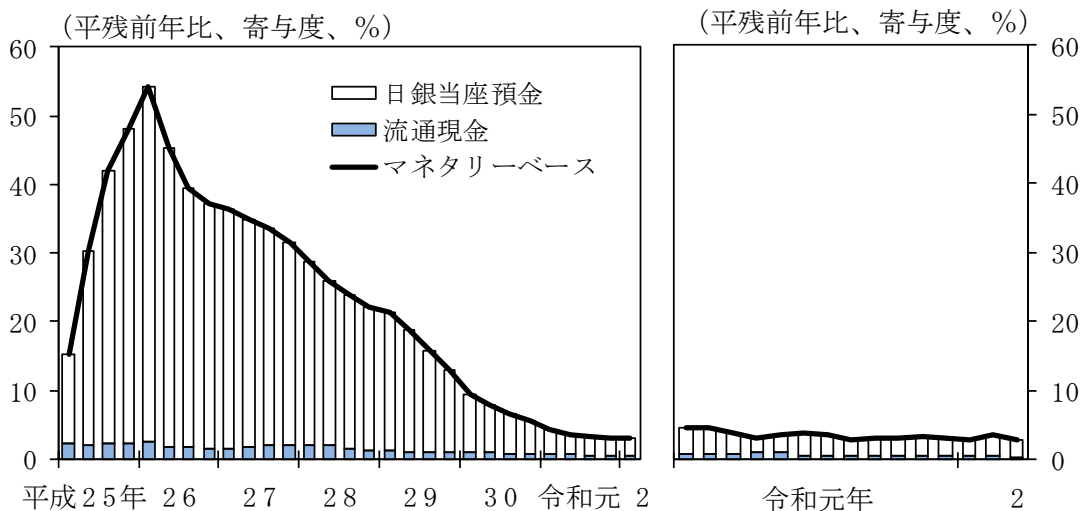
(図表 35) 企業倒産



(7) 量的金融指標

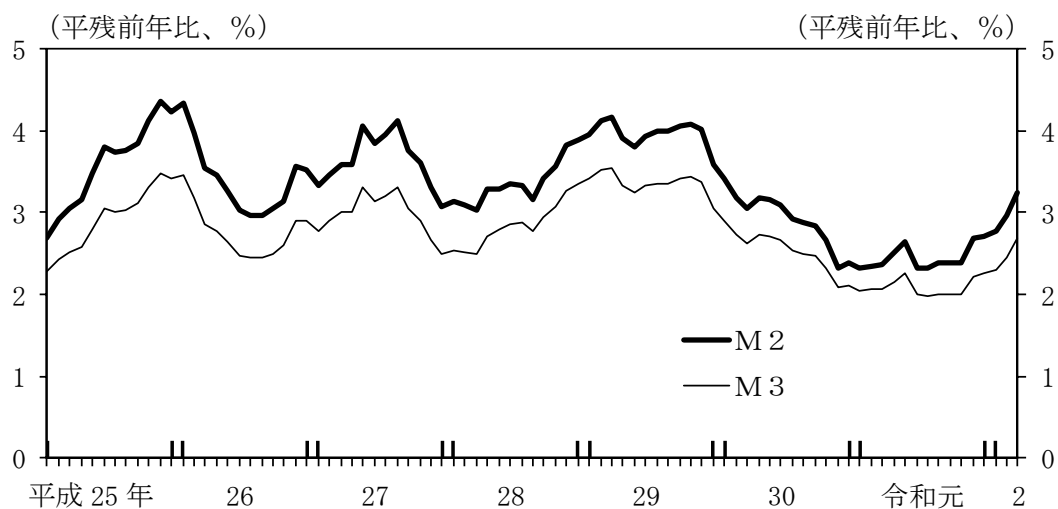
元年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表 36）、前年比で3～4％程度の伸びを続けた。

(図表 36) 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 37）、前年比 2～3%程度のプラスで推移した。

（図表 37） マネーストック



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

II. 金融政策運営及び金融政策手段

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、令和元年10月から2年3月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。このうち、3月の会合は、新型コロナウイルス感染症の拡大による影響など、金融経済情勢の動向を踏まえ、必要な金融調節事項の検討を行うため、3月18・19日開催予定の日程を変更したうえで、3月16日の1日間で開催した。

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

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、令和元年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状について、10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引き続きみられるものの、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」、12月と1月の会合では、「海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、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」、3月の会合では、「新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ弱い動きとなっている」とそれぞれ判断した(図表38)。先行きについては、10月の会合では、「当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、3年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続く」、12月の会合では、「当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、基調としては緩やかな拡大を続ける」、1月の会合では、「当面、海外経済の減速の影響が残るものの、国内需要への波及は限定的となり、3年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続く」、3月の会合では、「当面、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きが続く。その後は、各国の対応などにより感染症拡大の影響が和らいでいけば、所得から支出への前向きの循環メカニズムに支えられて、緩やかな拡大基調に復していく」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、10月の会合では、「0%台前半となっている」、12月と1月の会合では、「0%台半ばとなっている」、3月の会合では、「0%台後半となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、10月から1月の会合では、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、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、3月の会合では、「当面、原油価格の下落の影響もあって弱

含むとみられる。その後は、経済が緩やかな拡大基調に復していけば、そのもとで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、10月から1月の会合では、「横ばい圏内で推移している」、3月の会合では、「やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、このところ弱めの指標もみられている」と判断した。

(図表 38) 政策委員会の経済情勢についての判断

元年10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引き続きみられるものの、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。
12月	わが国の景気は、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、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。
2年1月	わが国の景気は、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、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。
3月	わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ弱い動きとなっている。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、元年度下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を継続することとした(図表 39)。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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。

資産買入れ方針については、10月から1月の会合では、以下の方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、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、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3月の会合では、新型感染症拡大の影響を踏まえ、後述するE T F・J-R E I Tの積極的な買入れおよびC P・社債等買入れの増額を、以下の資産買入れ方針により決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、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。なお、当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う。
- ② C P等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。これに加え、2年9月末までの間、それぞれ1兆円の残高

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。

を上限に、追加の買入れを行う。

10月の会合では、9月の会合で示した方針⁸に基づき、経済・物価動向を改めて点検し、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを評価した。そのうえで、「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、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断し、こうした認識を明確にする観点から、以下のとおり、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定した。

日本銀行は、政策金利については、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

3月の会合では、新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえ、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、金融緩和を強化することが適当と判断し、以下の決定等を行った。

(一層潤沢な資金供給の実施)

積極的な国債買入れなどのほか、以下の企業金融支援のための措置およびETF・J-REITの積極的な買入れも活用しつつ、当面、円資金の一層潤沢な供給に努める。

米ドル資金については、本日、日本銀行は、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行と協調して、資金供給オペについて、貸付金利を0.25%引き下げるとともに、これまでの1週間物に加え、3か月物を週次で実施することを公表した。これにより、米ドル資金の流動性供給にも万全を期す方針である⁹。

⁸ 9月の会合では、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の、「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ことを念頭に置きながら、10月の会合において、経済・物価動向を改めて点検していく考えを示した。

⁹ 「グローバルな米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動」(2年3月15日)。

(企業金融支援のための措置)

① 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入

民間企業債務を担保(約8兆円<2年2月末>)に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する新たなオペレーション(残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算)を導入する。同措置は、2年9月末まで実施する。

② CP・社債等買入れの増額

CP・社債等の追加買入枠を合計2兆円設け、CP等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に買入れを実施する¹⁰。増額買入れは、2年9月末まで継続する。

(ETF・J-REITの積極的な買入れ)

ETFおよびJ-REITについて、当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う¹¹。

前述の政策金利のフォワードガイダンスを含め、先行きの金融政策運営については、10月から1月の会合では、「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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。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。3月の会合では、「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

¹⁰ 追加買入れ枠以外の既存のCP等、社債等については、引き続き、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

¹¹ ETFおよびJ-REITの原則的な買入れ方針としては、引き続き、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い、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。

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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との考え方を示した。

12月の会合では、指数連動型上場投資信託受益権の買入れの一層の円滑化を図る観点から、「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の制定等について、また、貸出増加に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促す観点から、「貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領」の一部改正等について、それぞれ決定した。

3月の会合では、復旧・復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援をより安定的に継続する観点から、「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基本要領」の一部改正等について決定した。

(図表39) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
＜「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」＞	
元年 10 月 31 日	<p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した^(注1)。</p> <p>(長短金利操作＜イールドカーブ・コントロール＞)</p> <p>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)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① 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>また、「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、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断し、こうした認識を明確にする観点から、以下のとおり、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定した。</p> <p>日本銀行は、政策金利については、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。</p> <p>この政策金利のフォワードガイダンスを含め、先行きの金融政策運営に関しては、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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。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恐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。</p>
12 月 19 日	上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した ^(注3) 。

2年1月21日	上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した ^(注4) 。
3月16日	<p>上記の金融市場調節方針を維持し、以下の資産買入れ方針を決定した^(注5)。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① 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。なお、当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う。</p> <p>② C P等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。これに加え、2年9月末までの間、それぞれ1兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。</p> <p>新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえ、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、金融緩和を強化することが適当と判断し、以下の決定等を行った^(注6)。</p> <p>(一層潤沢な資金供給の実施)</p> <p>積極的な国債買入れなどのほか、以下の企業金融支援のための措置およびE T F・J-R E I Tの積極的な買入れも活用しつつ、当面、円資金の一層潤沢な供給に努める。</p> <p>米ドル資金については、本日、日本銀行は、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行と協調して、資金供給オペについて、貸付金利を0.25%引き下げるとともに、これまでの1週間物に加え、3か月物を週次で実施することを公表した。これにより、米ドル資金の流動性供給にも万全を期す方針である。</p> <p>(企業金融支援のための措置)</p> <p>① 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入 民間企業債務を担保(約8兆円<2年2月末>)に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する新たなオペレーション(残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算)を導入する。同措置は、2年9月末まで実施する。</p> <p>② C P・社債等買入れの増額 C P・社債等の追加買入枠を合計2兆円設け、C P等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に買入れを実施する^(注7)。増額買入れは、2年9月末まで継続する。</p> <p>(E T F・J-R E I Tの積極的な買入れ)</p> <p>E T FおよびJ-R E I Tについて、当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う^(注8)。</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</p>

	<p>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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。</p>
<p><その他></p>	
<p>元年 12 月 19 日</p>	<p>指数連動型上場投資信託受益権の買入れの一層の円滑化を図る観点から、「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の制定等について、また、貸出増加に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促す観点から、「貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領」の一部改正等について、それぞれ決定した^(注9)。</p>
<p>2 年 3 月 16 日</p>	<p>新型コロナウイルス感染症の拡大による経済活動への影響を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持する観点から、「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション基本要領」の制定等について、また、復旧・復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援をより安定的に継続する観点から、「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基本要領」の一部改正等について、それぞれ決定した^(注10)。</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。

(注7) 追加買入れ枠以外の既存のCP等、社債等については、引き続き、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(注8) ETFおよびJ-REITの原則的な買入れ方針としては、引き続き、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い、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。

(注9) 全員一致で決定された。

(注10) 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(令和元年10月)」)

10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・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響が引き続きみられるものの、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、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとの、輸出は弱めの動きが続いている。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、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、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、輸出は弱めの動きが続いている一方、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。この間、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%台前半となっている。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が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、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。海外経済については、成長ペースの持ち直し時期がこれまでの想定よりも遅れるとみられる。そのため、輸出は、当面、弱めの動きが続くことが見込まれる。もっとも、海外経済は、各国のマクロ経済政策の効果発現や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。こうしたもとの、わが国の輸出は緩やかな増加基調に復していくと予想される。国内需要については、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
とで、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、海外経済の
減速の影響から製造業を中心にいったん増勢が鈍化するほか、やや長い目で
みれば、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、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力
化投資、成長分野への研究開発投資などを中心に、緩やかな増加を続けると
予想される。個人消費も、消費税率の引き上げの影響¹²からいったん下押し
されると見込まれるが、雇用・所得環境の改善が続くもとで、緩やかな増加
傾向をたどるとみられる。この間、政府支出は、災害復旧・復興関連工事や
オリンピック関連需要、国土強靱化等の支出拡大から2年度にかけて増加を
続けたあと、高めの水準で推移すると予想している。このように、海外経済
の減速の国内需要への影響は、限定的なものにとどまると見込まれる。こう
したもとで、わが国の経済は、いったん、潜在成長率¹³を幾分下回る成長と
なると見込まれるが、その後は、緩やかに成長率を高めていくことから、均
してみれば、潜在成長率並みの成長を続けるとみられる。なお、今回の成長
率の見通しを従来の見通しと比べると、海外経済の成長ペースの持ち直し時
期の遅れから、幾分下振れている。

- 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¹⁴。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

¹² 元年10月に実施された消費税率の引き上げは、税率引き上げ前後の需要変動、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と考えられる。もっとも、その影響は、政府によって各種施策が実施されていることや、今回の税率引き上げ前の需要増加が大幅でなかったことなどから、平成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。

¹³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「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。

¹⁴ 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。

齢者による労働参加の高まり、企業による設備投資や生産性向上に向けた取り組みなどが続くなかで、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、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じて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、原油価格の下落などを背景に、見通し期間の前半を中心に下振れている¹⁵。
- 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

¹⁵ 元年10月に実施された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。

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いる。先行き、海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からプラス幅を縮小する局面もみられるものの、景気の拡大基調が続くことで、均してみれば、現状程度のプラスを維持するとみられる。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、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」¹⁶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が、当面、エネルギー価格の下落を通じて消費者物価を相応に下押しすることが見込まれる。もっとも、その後は、そうした下押しの影響は次第に減衰していくと予想される。この間、女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上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高まりつつあるとみられるもとの、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に注意する必要がある。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

¹⁶ 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。

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¹⁷。

- 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で、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で、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¹⁸。
- 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

¹⁷ 「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。

¹⁸ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（元年10月）を参照。

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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。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。

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、10月31日に公表した(背景説明を含む全文は11月1日に公表)。

〔「経済・物価情勢の展望(2年1月)」〕

1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、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、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。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。そうしたもとで、輸出は弱めの動きが続いており、鉱工業生産は、自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している。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、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内で推移しており、公共投資は緩やかに増加している。この間、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が残るものの、国内需要への波及は限定的となり、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。海外経済の成長ペースの持ち直しにやや時間を要するもとで、輸出は、当面、弱めの動きとなることを見込まれる。もともと、海外経済は、各国のマクロ経済政策の効果発現やグローバルなITサイクルの好転などに伴う製造業部門の持ち直しを背景に成長率を高め、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予想される。国内需要は、足もとでは消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているものの、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、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、海外経済の減速の影響から製造業を中心にいったん増勢が鈍化するほか、やや長い目でみれば、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、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力化投資、成長分野への研究開発投資などを中心に、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費は、消費税率の引き上げなどの影響が次第に減衰し、雇用・所得環境の改善が続くもとで、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。この間、政府支出は、オリンピック関連需要に加え、政府の経済対策を背景とした災害復旧・復興関連工事や国土強靱化等の支出拡大から2年度にかけて着実に増加したあと、高めの水準で推移すると予想している。このように、海外経済の減速の国内需要への影響は、限定的なものにとどまると見込まれる。こうしたもとで、わが国の経済は、足もとは潜在成長率¹⁹を下回る成長となっているものの、その後は、成長率を高めていくことから、均してみれば、潜在成長率並みまたはそれを幾分上回る成長を続けるとみられる。なお、今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、政府の経済対策の効果を背景に、2年度を中心に、上振れている。

¹⁹ 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。

- 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」を推進するもとの、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²⁰。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・制度改革や経済対策に含まれる生産性強化策などの成長戦略の推進、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による設備投資や生産性向上に向けた取り組みなどが続くなかで、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の、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、企業が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、当面、既往の原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じて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²¹。

²⁰ 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。

²¹ 元年10月に実施された消費税率の引き上げが物価に与える影響について、10~11月の実績値を踏まえて計算すると、元年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%

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、足もとでは海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からプラス幅を縮小しているとみられるものの、その後は、見通し期間の終盤にかけて、成長率が潜在成長率を幾分上回って推移することから、プラス幅は緩やかに拡大していくと考えられる。こうしたもて、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、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、横ばい圏内の動きが続いているが、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」²²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が、当面、エネルギー価格の下落を通じて消費者物価を下押しすることが見込まれる。もっとも、そうした下押しの影響は次第に減衰していくと予想される。この間、女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上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

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、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%ポイント程度、-0.4%ポイント程度押し下げられると見込まれる。

²² 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。

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依然として大きいとみられるもとの、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に注意する必要がある。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²³。

- 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。「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、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、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

²³ 「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。

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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。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。

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、1月21日に公表した（背景説明を含む全文は1月22日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した元年10月および2年1月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 元年12月の会合

(国際金融市場では、多くの国・地域で株価や長期金利が上昇し、為替相場は幾分円安方向で推移している)

国際金融市場について、委員は、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の進展、米国の堅調な経済指標などを受けて、投資家のリスクセンチメントは改善しており、多くの国・地域で株価や長期金利が上昇し、為替相場は幾分円安方向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、グローバルな製造業PMIが4か月連続で改善し、11月には節目の50を上回ったほか、IT関連財の受注・在庫バランスも改善するなど、好転の兆しがみられるとの認識を示した。もっとも、このうち複数の委員は、こうした底打ちの兆しはソフトデータではみられているものの、ハードデータでは、まだはっきりと回復に向かう姿はみえていないと指摘した。

海外経済の先行きについて、委員は、成長ペースの持ち直しにはやや時間を要するものの、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現や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、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、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)

景気の現状について、委員は、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、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。複数の委員は、海外経済の減速に加え、消費税率引き上げや自然災害の影響もあって、生産や消費関連を中心に、弱めの指標が増えていると指摘した。もっとも、多くの委員は、わが国の内需は底堅く、これまでのところ、海外経済減速による影響の波及は限定的であると指摘したうえで、所得から支出への前向きの循環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認識を示した。多くの委員は、12月短観の結果は、こうした見方を裏付けるものであったと指摘した。

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が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、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積極的な政府支出などを背景に、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、何人かの委員は、海外経済の減速や消費税率引き上げの影響等には引き続き注意が必要であると指摘した。

(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%台後半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、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、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. 2年3月の会合

（国際金融市場では、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが続いている）

国際金融市場について、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、株式市場だけでなく、債券市場などにおいてもボラティリティが上昇し、非常に神経質な動きとなっていることは特徴的であると述べた。複数の委員は、金融市場の不安定な状況が続けば、家計のマインドや企業の投資スタンスが急速に慎重化するリスクがあると指摘した。

（海外経済は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ減速感が強い状態にある）

海外経済について、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ減速感が強い状態にあるとの認識で一致した。何人かの委員は、中国では感染の収束期に入りつつあることが窺われる一方、感染が世界的に広がっていることを踏まえると、影響が長引き、かつ大きくなる可能性があるとは指摘した。

（わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが続くもとで、このところ弱い動きとなっている）

景気の現状について、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが続くもとで、このところ弱い動きとなっているとの見方で一致した。何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響は、輸出やインバウンド消費の減少、サプライチェーンの毀損、イベントや外出自粛による個人消費の落ち込みなどを介して、わが国経済に深刻な影響を及ぼしつつあると指摘した。複数の委員は、少なくとも現時点においては、高水準の雇用が維持されていると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、当面、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響から弱い動きが続くとみられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、時間はかかる可能性があるが、各国の対応などにより新型コロナウイルス感染症拡大の影響が和らいでいけば、所得から支出への前向きの循環メカニズムに支えられて、緩やかな拡大基調に復していくとの見方を共有した。何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大が収束すれば、抑制されていた需要や各種経済対策の効果が現れてくることが見込まれるとの見方を示した。もっとも、委員は、新型コロナウイルス感染症拡大の帰趨や、それが経済へ与える影響の大きさや期間については、不確実性が大きいとの認識で一致した。委員は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響から、経済・物価の下振れリスクは高まっているとみられ、内外金融市場の動向やわが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要があるという見方で一致した。

(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、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、このところ弱めの指標もみられている)

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%台後半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、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、このところ弱めの指標もみられているとの見方を共有した。

先行きについて、委員は、当面、原油価格の下落の影響もあって弱含むとみら

れるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、その後、経済が緩やかな拡大基調に復していけば、そのもとで物価は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、全体として緩和した状態にあるが、中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下している）

わが国の金融環境について、委員は、全体として緩和した状態にあるが、中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下しているとの認識で一致した。何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、企業は業績悪化に直面しており、特に一部の業種では極端な需要減がみられると述べたうえで、資金繰りが喫緊の課題となりつつあると指摘した。

(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

元年度下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。」

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のは、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、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。

長期国債以外の資産の買入れについては、10月から1月の会合において、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、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い、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、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。なお、3月の会合では、これに加え、委員は、①ETFおよびJ-REITについては、当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行うこと、②CP等、社債等については、2年9月末までの間、それぞれ1兆円の残高を上限に、追加の買入れを行うこと、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、「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。これに加えて、10月から1月の会合では、大方の委員は、①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、②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。また、3月の会合では、大方の委員は、当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

一方、すべての会合において、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必要であり、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と具体的に関連付けた強力な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）

10月から1月の会合では、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もとで、2%に向けたモメンタムは維持されており、モメンタムが損なわれる惧れについても一段と高まる状況ではないことから、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。大方の委員は、「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注意が必要な状況は続いており、金融政策は緩和方向を意識して運営していくことが適切であるとの見方を共有した。

3月の会合では、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大を背景に、株価が大きく変動するなど金融市場で不安定な動きがみられているほか、中小企業など

では資金繰りに対する懸念も生じていることを踏まえると、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、金融緩和を強化することが適当であるとの認識で一致した（詳細は「ハ．新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化」を参照）。

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。12月の会合では、何人かの委員は、金融緩和の効果は、金融資産・負債の収支という部分的な影響だけでなく、雇用や所得の改善を含めたマクロ経済全体に及ぼす影響という観点から評価する必要があるとの認識を示した。このうち複数の委員は、金融緩和の副作用についても、特定の業界や業界の一面など個別の影響だけでなく、経済や金融システム全体の安定性という視点で考えるべきだと指摘した。1月の会合では、ある委員は、強力な金融緩和政策を始めてからの時間の経過を踏まえると、累積的な効果と副作用のバランスを考慮しながら政策の持続性を高める努力を不断にすることが益々重要であると述べた。一人の委員は、企業の借入から預金を差し引いた残高は過去10年間で2割程度減少しており、金利水準の低下が経済・物価にもたらす効果が限定的である可能性を指摘した。

ロ．「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価と新たな政策金利のフォワードガイダンス

10月の会合において、委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムについて、9月の会合以降に公表された短観をはじめとする各種経済指標や国際金融市場の動向なども踏まえつつ、主な要因として、マクロ的な需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率について、評価を行った。これらに関する議論を経て、大方の委員は、①先行きの物価は、当面、原油価格下落の影響などを受けるものの、マクロ的な需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率の動向などを踏まえると、「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一段と高まる状況ではないこと、②海外経済の下振れリスクは引き続き大きく、このリスクが顕在化した場合には、わが国の経済・物価にも相応の影響が及び得る状況にあり、引き続き注意が必要な情勢にあること、について認識を共有した。

そうした認識を踏まえて、委員は、政策金利のフォワードガイダンスについて、

議論を行った。多くの委員は、海外経済の持ち直し時期が後ずれすることを踏まえると、「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、注意が必要な状況がしばらく続くと指摘した。そのうえで、これらの委員は、先行き、相応の長い期間にわたって緩和方向を意識した政策運営をしていく必要があることが確認されたことを踏まえると、フォワードガイダンスの見直しを検討することが適当であると述べた。見直しの方向性に関し、何人かの委員は、これまでの情報発信との連続性の観点から、フォワードガイダンスを「物価安定の目標」に向けたモメンタムと関連付けるとともに、政策金利の下方バイアスを示すことで、7月の会合以降、緩和方向をより意識して政策運営を行っている日本銀行のスタンスを明確にすることができるとの見方を示した。

ハ. 新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化

3月の会合において、議長は、金融市場で不安定な動きがみられているほか、中小企業などでは資金繰りに対する懸念も生じていることを踏まえると、金融政策面での対応策を検討することが適当であると述べた。そのうえで、議長は、執行部に対し、具体的な対応策としてどのようなものが考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、以下のとおり説明を行った。

- 企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点からは、現時点で3つの措置が考えられる。まず、積極的な国債買入れや、本日拡充されたドル資金供給オペにより米ドル資金の流動性供給に万全を期すことを含め、当面、一層潤沢な資金供給を実施することである。また、企業金融を支援するためと金融市場の安定を維持するために、以下の追加的な2つの措置を講じ、金融緩和を強化することが考えられる。
- 企業金融支援のための措置として、具体的には次の措置が考えられる。
 - ・ 「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション」の導入。2年9月末までの時限措置として、民間企業債務を担保に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する。また、金融機関へのインセンティブとして、残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。
 - ・ CP・社債等買入れの増額。それぞれ1兆円、合計2兆円の追加買入れ

枠を設けて買入れを実施することとし、2年9月末まで増額買入れを継続する。

- 金融市場の安定を維持するための措置として、ETF、J-REIT買入れの増額が考えられる。具体的には、当面、それぞれ、従来の2倍となる年間約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、積極的な買入れを行うこととする。なお、原則的な買入れ方針は、維持する。

金融政策面での対応の方向性について、委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大を背景に、株価が大きく変動するなど金融市場で不安定な動きがみられているほか、中小企業などでは資金繰りに対する懸念も生じていることを踏まえると、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、金融緩和を強化することが適当であるとの認識で一致した。ある委員は、感染拡大防止策が講じられている局面で金融政策に求められるものは、需要の刺激ではないとの見方を示した。また、複数の委員は、企業や家計では収益・所得の減少といった影響が大きくなることが予想されるが、政府による休業補償などの支援策が期待されると述べた。

そのうえで、委員は、金融緩和の強化の手段について議論を行った。何人かの委員は、金融機関が仲介機能を十分発揮できるよう潤沢な資金供給を行うべきであると述べた。このうち一人の委員は、円の資金流動性に懸念があるとはみていないが、長期金利の上昇といった動きも生じており、積極的な国債買入れなどを通じて、一層潤沢な流動性を提供することが望ましいと述べた。また、この委員は、ドル資金の流動性供給に万全を期すことも重要であり、本日、先進国の中央銀行が協調してドルオペの拡充を決定したことの意義は大きいと指摘した。何人かの委員は、企業の資金繰りに万全を期すべく、企業金融面での十分な資金繰り支援が重要であると指摘した。ある委員は、金融機関向けに有利なレートで資金供給を行い、企業への貸出を促すことや、CP・社債等買入れの増額は、企業金融を支援するのに有効な手段であると述べた。また、複数の委員は、ETF等の買入れ増額によりリスク・プレミアムの拡大を抑制し、金融市場の安定を確保すべきであると述べた。この間、一人の委員は、こうした対応においては、既存の政策スキームを活用し、金融仲介機能面での副作用にも配慮しつつ、時限的措置としたうえで、状況に応じて柔軟かつ迅速に対応することが重要であると指摘

した。

こうした議論を踏まえ、委員は、執行部が示した対応案は、パッケージとして適切なものであるとの認識で一致した。ある委員は、金融機関が仲介機能を十分発揮できるよう潤沢な資金供給を行う、企業の資金繰りに万全を期す、ETF等の買入れ増額によりリスク・プレミアムの拡大を抑制し金融市場の安定を確保する、という3つの角度から金融緩和を強化すべきであり、執行部が示した対応案はこれに沿ったものであると述べた。このうち、企業金融支援のための措置について、ある委員は、新たな企業金融支援特別オペは、厳しい経営環境の中でも取引先企業の資金繰り支援に積極的に取り組もうとする金融機関の後押しや、資金繰りが悪化した企業経営者の不安軽減に繋がると述べた。また、この委員は、CP・社債市場に今のところ大きなストレスは発生していないと認識しているが、CP・社債等買入れの増額は、先行きの市場悪化を抑制する効果があるとの認識を示した。また、金融市場の安定を維持するための措置について、一人の委員は、ETFやJ-REITの年間買入れ額を倍増させるという思い切った措置は、市場の安定に寄与すると考えられるほか、「当面」としていることで状況に応じた柔軟性も確保できていると指摘した。

ある委員は、市場の状況に応じて一定の柔軟性を持つという現行の枠組みの強みを最大限活かし、金融市場全体の安定回復に努めることが重要との認識を示した。別の一人の委員は、経済・物価情勢によっては臨時会合開催も含めた機動的な対応も可能であるほか、長期国債も、残高の増加額年間約80兆円のめどまでは買入れうると述べた。この間、複数の委員は、こうした局面においては、政府や主要中央銀行との間で、緊密に情報共有しつつ、強固な協力体制を維持することが重要であると指摘した。このうち、一人の委員は、金融資本市場の安定の維持と企業金融の円滑の確保は、世界共通の課題であると述べた。そのうえで、委員は、新型コロナウイルス感染症拡大の帰趨や、それが内外経済へ与える影響の大きさや期間については、不確実性が大きく、経済・物価の下振れリスクが高まっていることを踏まえ、当面、新型感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとの方針で一致した。

二. 低金利環境の長期化に伴う留意点

元年度下期の会合において、3月の会合を除き、委員は、金融政策運営上の留意点として、低金利環境の長期化について議論を行った。10月の会合では、複数の委員は、金融機関の財務状況は現時点では健全であるが、低金利環境が長期化することによる累積的な副作用に留意する必要があると指摘した。12月の会合では、複数の委員は、金融システムは全体として安定性を維持しているが、低金利環境の長期化が金融仲介機能に与える影響など、金融緩和の副作用については、十分に点検していく必要があるとの認識を示した。ある委員は、地域金融機関の貸出の伸びが、収益の低下とともに鈍化している点は気がかりであると述べた。この点に関し、別の一人の委員は、金融機関の貸出が増加を続けていることなどを踏まえると、わが国の金融環境は、リバーサル・レートの議論が想定するような状況にはないとの見方を示した。1月の会合では、何人かの委員は、金融システムは全体として安定性を維持しているが、低金利環境が長期化することによる累積的な効果と副作用のバランスについて引き続き留意する必要があると指摘した。ある委員は、構造問題や低金利環境の影響が累積し続けていることを踏まえ、地域金融機関の状況や経営上の取組みを注視すべきであると指摘した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

元年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、①ETF貸付制度の導入、②貸出増加支援資金供給の見直し、③新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーションの導入、④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の見直しである。

イ. ETF貸付制度の導入

12月の会合において、ETFの買入れの一層の円滑化を図る観点から、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を導入するため、「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の制定等を決定した。

ロ. 貸出増加支援資金供給の見直し

12月の会合において、貸出増加に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促す観点から、一定の条件のもとで借り換えを認めるため、「貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領」の一部改正等を決定した。

ハ. 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーションの導入

3月の会合において、新型コロナウイルス感染症の拡大による経済活動への影響を踏まえ、適切な金融調節の実施を通じて、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持する観点から、「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション基本要領」を制定した。また、当該オペレーションの残高の2倍の金額を日本銀行当座預金のうちゼロ%の金利を適用する「マクロ加算残高」に加算することとし、これに基づき「補完当座預金制度基本要領」の一部改正を決定した。

二. 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の見直し

3月の会合において、復旧・復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援をより安定的に継続する観点から、新たな枠組みに一本化のうえで、期限を廃止するといった所要の見直しを行うため、「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基本要領」の一部改正等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和元年度下期を通じ、以下の金融市場調節方針のもとで、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²⁴、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。

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」で推移した。この間、長期国債の保有残高は増加を続け、3月末時点では、473.5兆円となった(図表40)。

また、10月から1月の会合では、以下の資産買入れ方針を継続することとした。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、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。

3月の会合では、新型感染症拡大の影響を踏まえ、E T F・J-R E I Tの積極

²⁴ 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。

的な買入れおよびC P・社債等買入れの増額を含む、以下の資産買入れ方針を決定した。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、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。なお、当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う。
- ② C P等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。これに加え、2年9月末までの間、それぞれ1兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

上記方針に基づき買入れを行ったE T F、J-R E I T、C P等および社債等の3月末時点の残高は、それぞれ29.7兆円、5,753億円、2.6兆円、3.2兆円となった(図表40)。

3月の会合で導入した「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション」の3月末時点の残高は、3.4兆円となった。また、日本銀行を含む主要中銀によるグローバルな米ドル流動性供給を拡充するための協調行動が実施されたもとで、「米ドル資金供給オペレーション」の3月末時点の残高は、1,747億米ドルとなった。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、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、42.8兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、6.3兆円となった。米ドル特則分についても、2回の貸付を実行し、3月末時点の残高は、240億米ドルとなった。「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、3月末時点の残高は、4,066億円となった。「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、3月末時点の残高は、1,379億円となった(図表40)。

(図表 40) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資金供給

(億円)

	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	国庫短期 証券買入 オペ	共通担保 資金供給 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
30年									
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
10月末	4,746,987	21,814	32,381	279,170	5,317	85,506	7,516	0	0
11月末	4,785,169	21,689	32,775	279,428	5,387	76,846	6,216	0	0
12月末	4,719,439	21,982	31,908	282,509	5,529	71,986	5,997	0	0
2年									
1月末	4,753,521	22,073	32,577	285,114	5,552	86,242	6,998	0	0
2月末	4,797,640	21,819	32,940	288,719	5,575	104,031	7,021	0	0
3月末	4,735,414	25,519	32,208	297,189	5,753	101,854	12,270	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)
・米ドル資金供給オベは100万米ドル>)

	被災地 金融機関 支援資金 供給オベ	熊本被災地 金融機関 支援資金 供給オベ	新型コロナ 企業金融支援 特別オベ	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 オベ	補完貸付
30年								
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
10月末	4,066	1,379	-	59,885	23,846	407,360	0	0
11月末	4,066	1,379	-	59,885	23,846	407,360	0	0
12月末	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,369	0	0
2年								
1月末	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,369	0	0
2月末	4,066	1,379	-	64,779	24,000	410,341	1	0
3月末	4,066	1,379	33,968	63,465	24,000	428,138	174,707	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
小口投融资に関する特則分を含む。

(2) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補充 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	
30年						
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
10月末	0	0	0	37	0	5,229,820
11月末	0	0	0	540	0	5,172,843
12月末	0	0	0	906	0	5,182,425
2年						
1月末	0	0	0	189	0	5,172,075
2月末	0	0	0	233	0	5,158,833
3月末	0	40,107	0	8,609	192,447	5,098,069

(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2年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、604.5兆円（前年比+8.5%）となった（図表41）。

資産をみると、資産買入れを進める中、長期国債は473.5兆円（前年比+3.0%）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）の残高も増加した。貸付金は、新型コロナ企業金融支援特別オペ等の増加により、54.3兆円（前年比+14.5%）となった。外国為替は、米ドル資金供給オペ等の増加により、26.0兆円（前年比3.9倍）となった。一方、負債をみると、当座預金は395.3兆円（前年比+0.3%）となった。発行銀行券、政府預金は、それぞれ109.6兆円（前年比+1.9%）、12.6兆円（前年比-27.9%）となった。売現先勘定は、米ドル資金供給用担保国債供給等の増加により、24.1兆円（前年比126倍）となった。

（図表41）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

—— 兆円、かっこ内は前年比%

	31年3月末		元年9月末		2年3月末	
(資産)						
国債	470.0	(4.8)	479.7	(3.8)	485.9	(3.4)
[うち長期国債]	459.6	(7.7)	469.4	(4.9)	473.5	(3.0)
[うち短期国債]	10.4	(-52.4)	10.3	(-30.3)	12.4	(19.4)
コマーシャル・ペーパー等	2.0	(-0.7)	2.2	(1.1)	2.6	(25.0)
社債	3.2	(0.5)	3.1	(-1.2)	3.2	(0.4)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	0.9	(-14.5)	0.8	(-15.1)	0.7	(-18.9)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	24.8	(30.9)	27.5	(26.9)	29.7	(19.9)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.52	(8.8)	0.54	(7.5)	0.58	(11.1)
貸付金 ^(注4)	47.4	(2.2)	47.8	(2.2)	54.3	(14.5)
外国為替	6.7	(5.7)	6.6	(-2.5)	26.0	(3.9倍)
資産計	557.0	(5.4)	569.8	(4.4)	604.5	(8.5)
(負債・純資産)						
発行銀行券	107.6	(3.4)	107.2	(2.3)	109.6	(1.9)
当座預金	393.9	(4.1)	408.3	(3.2)	395.3	(0.3)
政府預金	17.5	(15.9)	15.7	(25.3)	12.6	(-27.9)
売現先勘定	0.2	(-38.7)	0.1	(-63.6)	24.1	(126倍)
負債・純資産計	557.0	(5.4)	569.8	(4.4)	604.5	(8.5)

(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、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および新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別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51.7兆円となった(図表42)。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は8.9兆円、貸出増加を支援するための資金供給は42.8兆円となった。

(図表42)「貸出支援基金」の残高

—— 億円

	31年3月末	元年9月末	2年3月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	89,227	85,658	89,276
貸出増加を支援するための資金供給	397,226	407,360	428,138
合計	486,453	493,018	517,414

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表41の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

元年度下期中に償還期限が到来した長期国債のうち2.2兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。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、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。