

2. 金融政策決定会合議事要旨

(令和2年4月27日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年4月27日(9:00～12:01)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	布野幸利	(審議委員)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	遠山 清彦	財務副大臣
内閣府	西村 康稔	経済財政政策担当大臣

(執行部からの報告者)

理事	前田 栄治
理事	内田 眞一
企画局長	加藤 毅
金融市場局長	清水 誠一
調査統計局長	神山 一成
国際局長	福本 智之

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	山城 吉道
政策委員会室企画役	本田 尚
企画局政策企画課長	飯島 浩太
企画局企画調整課長	矢野 正康
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	法眼 吉彦
調査統計局経済調査課長	川本 卓司

I. 金融政策決定会合の日程変更の趣旨説明および承認

冒頭、議長より、本日の金融政策決定会合の日程変更の趣旨について、以下のとおり説明があった。

- 新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、政府の緊急事態宣言が発出されている。こうした状況を踏まえ、今回の金融政策決定会合については、感染症の拡大防止に万全を期す観点から、会合の時間を短縮することが適当である。

そのうえで、議長は、4月27、28日に開催を予定していた金融政策決定会合の日程を変更し、本日昼頃を目途に会合を終了するよう議事を進めることを提案した。本提案は、全員一致で承認された。

II. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月16日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、積極的な国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。また、同会合における決定等に基づき、一層潤沢な資金供給の実施、企業金融支援のための措置、ETF・J-REITの積極的な買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.07\sim-0.01\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、担保需要等から3月末にかけて大きく低下したあと、4月入り後は $-0.2\sim-0.1\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、各国・地域の政府や中央銀行が積極的な対応を行うもとで、米欧株価と同様に上昇している。長期金利は、3月半ばに幾分上昇する場面もあったが、日本銀行による機動的な国債

（注） 「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。」

買入れ等もあって、期間を通じてみれば、ゼロ%程度で概ね横ばいで推移している。為替相場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は、円高方向の動きとなっている。株価、債券、通貨のボラティリティはともに、3月に大きく上昇したあと、4月入り後は低下しているが、引き続き高めの水準にとどまっている。国債市場では、市場参加者の取引執行体制が分散勤務体制へ移行するもとの、先物・現物の取引高が大幅に減少するなど、流動性が低下している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行の影響により、急速に落ち込んでいる。3月のグローバルPMIは、製造業・サービス業ともに大幅に低下しており、特にサービス業は既往最低水準となっている。先行きについては、感染症の拡大が収束に向かうまで、経済活動の抑制が続くと予想され、その間、落ち込んだ状態が続くと考えられる。その後は、ペントアップ需要や挽回生産が押し上げに作用し、各国・地域の積極的なマクロ経済政策の効果も発現すると予想されることから、成長ペースは高まっていくと考えられる。もっとも、先行きについては、感染症の拡大が収束する時期や経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。

地域別に動きをみると、中国経済は、感染症拡大による影響が和らぐ中、落ち込んだ状態から持ち直す動きが窺われる。生産や輸出、個人消費、固定資産投資は、感染症拡大の影響によって大きく減少した水準から持ち直しつつある。製造業関連の石炭消費量や非製造業関連の都市の渋滞遅延指数などの高頻度データをみても、経済活動が持ち直しつつある様子が窺われる。

欧州経済は、感染症拡大の影響から、急速に落ち込んでいる。ユーロエリアでは、都市封鎖など厳格な感染拡大防止策によって、営業・生産活動が大きく制約されている。こうしたもとの、PMIなど企業の業況感が大幅に悪化しているほか、雇用・所得環境にも深刻な影響が生じ、消費者マインドも急速に冷え込んでいる。

米国経済は、感染症拡大の影響から、急速に落ち込んでいる。外出・出入国制限や営業・生産活動の停止措置などの感染拡大防止策が、米国のほぼ全域でとられた結果、製造業、非製造業ともに、企業の業況感が大幅に悪化している。また、新規失業保険申請数が急増するなど、雇用・所得環境にも深刻な影響が生じており、消費者マインドも急速に冷え込んでいる。

中国以外の新興国経済でも、感染症拡大の影響から、急速に落ち込

んでいる。多くの国・地域で、外出・出入国制限や営業・生産活動の停止措置などの感染拡大防止策が導入、強化されており、経済活動が大きく抑制されている。この間、新興国の金融環境をみると、資金流出が一時的に増加したものの、米国をはじめとする各国の政策対応の効果もあり、足もとでは落ち着きつつある。

海外の金融市場をみると、各国・地域の積極的な金融・財政政策等を受けて、市場センチメントは幾分改善したが、不安定な状況がなお続いている。株価は、米欧とも3月下旬以降、上昇に転じている。クレジット・スプレッドは、米欧とも低格付け社債を中心に3月下旬頃にいったん大幅に拡大したあと、幾分縮小している。長期金利は米欧ともいったん上昇したが、足もとでは低位で推移している。この間、原油価格は、産油国による減産に向けた動きがみられているものの、原油在庫の急増などから大幅に下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、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、厳しさを増している。先行きについては、当面、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、厳しい状態が続くとみられる。

輸出や鉱工業生産は、海外経済が急速に落ち込んでいるもとで、減少している。実質輸出を財別にみると、情報関連はデータセンター向けや5G関連向けを中心に底堅く推移しているものの、自動車関連と資本財は、先進国を中心に需要が大きく落ち込んでおり、ここにきて減少基調が一段と明確になっている。訪日入国者数の急減に伴い、インバウンド需要はほぼ蒸発している。

個人消費は、感染症拡大の影響が強まる中で、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している。サービス需要に関連して、携帯電話の位置情報データを用いて人々の動きをみると、旅行需要を表すとみられる国内の世界文化遺産の滞在者数や、飲食需要を表すとみられる東京の繁華街における夜間人口は、3月に大きく減少したあと、4月7日の緊急事態宣言を受けて一段と減少している。財消費については、自動車や家電、衣服等の販売は来店客減少の影響から減少する一方、いわゆる「巣ごもり消費」の拡大からスーパー販売額が前年を上回るなど、区々の動きとなっている。

企業の業況感、企業収益にかかる下押し圧力が強まっていること

を反映して、悪化している。設備投資はこのところ増勢の鈍化が明確となっている。

感染症拡大の影響が強まる中で、有効求人倍率や新規求人倍率の低下傾向がより明確になるなど、雇用・所得環境には弱めの動きがみられ始めている。

物価面について、企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、マイナスに転化した。消費者物価の前年比は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのいずれも0%台半ばとなっている。先行きの消費者物価は、当面、感染症の拡大や原油価格の下落の影響を受けて弱含むとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面で緩和度合いが低下している。

予想物価上昇率は、弱めの指標がみられている。

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ているが、CPを中心に市場調達レートが上昇する場面もみられている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。発行環境について、社債市場では、総じてみれば良好な発行環境が続いている。CP市場では、発行残高は前年比プラスを維持しているが、需給環境にタイト化の動きがみられる。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、足もとでは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ている。企業の資金繰りについて、3月短観や商工会議所の調査結果をみると、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けた売上の急減などから、宿泊・飲食などのサービス業や小売業、とりわけ相対的に規模の小さい企業を中心に資金繰りが悪化している。大企業の資金繰りについても、CP市場で発行需要が旺盛な中、4月入り後、発行レートが急上昇するなど、資金調達面のストレスが強まっている。

Ⅲ. E T F 等の銘柄別買入れ方法の見直しについて

1. 執行部からの説明

E T F 等の買入れ方法について、引き続き、円滑な買入れを行う観点から、従来の、銘柄毎の買入れ割合を、各銘柄の時価総額に概ね比

例する方法から、時価総額から本行保有残高を減じた銘柄毎の市中流通高に概ね比例する方法へと変更したい。

2. 委員会の検討・採決

上記を内容とする「『指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領』の一部改正に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。

IV. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、各国・地域の政府・中央銀行の積極的な対応もあり、ひと頃の緊張が幾分緩和しつつあるが、流動性の低い状態が続くなど、引き続き、神経質な状況にあるとの認識で一致した。多くの委員は、中央銀行による潤沢な資金供給や機動的な資産買入れにより、各市場が連鎖的に不安定化する事態はひとまず回避されたとの認識を示した。このうち、ある委員は、主要6中銀によるドル資金供給オペの拡充は、所期の効果を発揮しており、市場で好感されているとの見方を示した。複数の委員は、低迷が続く実体経済と株価の間に乖離が生じつつあることを注視していると述べた。何人かの委員は、感染症が世界的に拡大する中、多くの地域で市場運用業務がBCP体制に移行していることもあり、債券市場などで流動性が低下していると指摘した。また、何人かの委員は、経済活動の停滞により原油価格が急落していることを受けて、OPECプラスなどで協調減産が合意されたものの、当面、石油需要の回復は見込みがたいとの見方を示した。

海外経済について、委員は、新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行の影響により、急速に落ち込んでいるとの認識で一致した。多くの委員は、感染症が世界中で急速に拡大するもとの、各国・地域では、外出・出入国制限や営業・生産活動の停止措置などの感染拡大防止策がとられるもとの、経済活動が大きく制約されているとの認識を示した。何人かの委員は、中国では国内感染が落ち着き、経済活動が再開されているものの、感染症が世界的に広がっていることを踏まえると、その影響は長引き、かつ大きくなっていると述べた。何人かの委員は、各国における企業や家計のマインドは急速に悪化しており、歴史的な低水準となっていると指摘した。何人かの委員は、世界経済は、IT関連や日用品などを除けば、需要が著しく減少しており、特

にこれまで成長を牽引してきたサービス業で深刻さが増しているとの認識を示した。

中国経済について、複数の委員は、感染症の流行が落ち着くもとで、工場の操業率が回復するなど、落ち込んだ状態から持ち直す動きが窺われていると述べた。一方で、米欧経済について、委員は、感染症拡大の影響から、急速に落ち込んでいるとの見方で一致した。何人かの委員は、感染者数の急増により、経済活動が制限されるもとで、米国では、新規失業保険申請数が急増するなど、雇用・所得環境にも深刻な影響が生じているとの認識を示した。ある委員は、社会生活の制約、雇用環境の悪化、株式市場の逆資産効果などから、米国の個人消費がどの程度下押しされるか注視していると述べた。別の一人の委員は、欧米の一部で経済再開に向けた議論が始まっているが、感染症の収束に向けた展望はひらけておらず、当面、強い下押し圧力がかかり続ける可能性が高いとの見方を示した。

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、企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面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、感染症拡大の影響により売上げが減少しており、企業規模を問わず、資金繰りが悪化していると指摘した。このうち、複数の委員は、手許流動性の薄い零細企業から資金繰りが枯渇し始めており、資金繰りのために破綻する企業も出てきていると指摘した。複数の委員は、CP市場では、発行需要が旺盛で、4月以降発行レートが急上昇しているほか、社債の調達金利も幾分上昇するなど、大企業の資金繰りでもストレスが強まっていると指摘した。

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

わが国の景気について、委員は、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、厳しさを増しているとの見方で一致した。多くの委員は、感染症拡大の影響は、輸出・生産やインバウンド消費への影響に加え、外出自粛など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ているとの認識を示した。何人かの委員は、わが国における感染者数は他国対比抑えられているものの、感染症の収束までには相応の時間がかかるとの認識を示した。このうち、ある委員は、感染症の収束に向けた医療面、経済面での政策措置について、その内容、タイミング、規模、ロジスティクスを含む展開状況等の影響を注視していると述べた。雇用・所得環境に関して、委員は、弱めの動きがみられ始めているとの認識を共有した。そのう

えで、何人かの委員は、雇用は、現時点では、大きく悪化していないものの、感染症の影響が長引くほど、企業業績の悪化や倒産を通じて、その影響は大きくなると指摘した。そのうえで、複数の委員は、本年4～6月期の実質GDP成長率は、1～3月期に続き、相当低くなる可能性が高いと述べた。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのいずれも0%台半ばとなっており、予想物価上昇率については、弱めの指標がみられているとの見方を共有した。

2. 経済・物価情勢の展望

2020年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、当面の経済・物価の見通しについて議論を行った。わが国経済について、委員は、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、当面、厳しい状況が続くとの認識を共有した。委員は、海外経済について、感染症拡大が収束に向かうまでは落ち込んだ状態が続くとの認識を共有した。そのうえで、委員は、インバウンド消費を含めたわが国の輸出は低迷した状態を続けるとの認識を共有した。国内需要について、委員は、政府の経済対策が下支えとなるものの、感染症拡大の影響を受けて経済活動が抑制されるなか、個人消費を中心に落ち込んだ状態が続くとの見方で一致した。物価について、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているものの、先行きは、当面、感染症の拡大や原油価格の下落などの影響を受けて弱含むとの認識を共有した。

続いて、委員は、やや長い目でみた経済・物価の見通しについて議論を行った。経済の見通しについて、委員は、先行きはきわめて不確実性が大きいですが、今回の見通しでは、感染症拡大の経済への影響が、世界的にみて、本年後半にかけて和らいでいくことを想定するのが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、感染症拡大が収束に向かうタイミングについて確たることはいえないが、現時点では、IMF同様、本年後半頃を前提とするしかないとの見方を示した。委員は、そうした想定のもとで、海外経済は、本年後半頃から、ペントアップ需要や挽回生産が押し上げに作用し、各国・地域の積極的なマクロ経済政策の効果も発現すると予想されることから、成長ペースは高まっていくとの見方を共有した。わが国経済についても、委員は、内外で感染症拡大の影響が和らいでいけば、改善していくとの認識を共有した。委員は、輸出は、海外経済の成長ペースが高まっていくもとで再

び増加に向かっていくほか、国内需要は、ペントアップ需要の顕在化が予想されることに加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて持ち直しに転じ増加していくとの見方を共有した。

物価の見通しについて、委員は、景気が改善していくもとの、消費者物価の前年比は、徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。ある委員は、先行きの経済動向や適合的なインフレ予想形成を踏まえると、見通し期間の終期にあたる2022年度でも、物価が2%にしっかりと近づいていく姿は見通しがたいと述べた。別の一人の委員は、感染症拡大の影響の帰趨にもよるが、短期的には、1930年代の大恐慌以来の急激な経済収縮も起きかねないもとの、「物価安定の目標」の達成は後ずれするとの見方を示した。ある委員は、経済成長率の低下に伴い需給ギャップと予想インフレ率に下押し圧力がかかり、原油価格の大幅下落も加わることで、物価上昇率は来年度までマイナス圏で推移し、その後、小幅のプラスに戻る公算であると述べた。

次に、委員は、見通しの背景となる金融環境について議論を行った。委員は、感染症拡大の影響を受けて、内外の金融資本市場で不安定な動きがみられているほか、世界的にみて企業金融に影響が生じているとの認識を共有した。もっとも、委員は、わが国を含め各国・地域の政府・中央銀行が金融市場の安定を維持し、企業金融の円滑を確保するために、積極的な対応を行っているもとの、緩和的な金融環境は維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることが回避されると想定されるとの見方を共有した。

そのうえで、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について、感染症拡大の影響が収束するまでの間、特に注意が必要な点について、議論を行った。

まず、経済のリスク要因について、委員は、先行きの見通しは、新型コロナウイルス感染症の拡大が収束する時期や内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強いとの見方を共有した。何人かの委員は、仮に感染症拡大が収束に向かったとしても、パンデミックの再燃懸念から人やモノの移動が回復しないリスクがあるほか、所得の減少や資金繰り悪化を受けて、家計や企業の行動が以前より慎重化してしまうリスクがあると指摘した。ある委員は、現時点における、日本経済の中長期的な見通しは、きわめて不確実性が高いため、楽観、悲観、両方のシナリオを想定することが可能であると述べた。別の一人の委員は、経済見通しの不確実性の大きさに鑑みて、海外中銀の中には、見通しの公表を見送る先や、複数のシナリオを示す先などがみられていると指摘した。ある委員は、歴史

を紐解けば、人類は何度も感染症を乗り越えながら、グローバル化、都市化、サービス化を進めてきたため、こうした傾向は今後とも維持されると考えられるが、公衆衛生に配慮したサプライチェーンの再構築など、一定の変化は起こり得るため、先行きの不確実性は大きいと述べた。

また、委員は、今回の見通しは、感染症拡大の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下しないことや、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されることなどを前提としており、そうした前提には大きな不確実性があるとの認識で一致した。ある委員は、新型コロナウイルス感染症の拡大を契機に、人々の需要行動に構造的な変化が生じ、そうしたもとで企業や家計の中長期的な成長期待が低下する可能性があるとは指摘した。これに対し、ある委員は、わが国経済への下押し圧力は、感染拡大防止策に伴い経済活動が制約されることによる面が大きいと述べた。こうした短期的な経済の落ち込みが、中長期的な成長経路を規定するとは必ずしもいえないと述べた。金融システムのリスクについて、何人かの委員は、感染症の影響で実体経済の悪化が長引き、企業の信用力が低下するようであれば、銀行の信用コストの増加などから金融仲介機能が低下する可能性があるとの認識を示した。ある委員は、感染症の影響で資金繰りが悪化した企業を金融機関が支援していく中では、貸出の一定割合が不良化する可能性を念頭に、金融システムの状況を慎重に注視していく必要があると述べた。

次に、物価のリスク要因について、委員は、経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶとの見方で一致した。また、委員は、原油価格をはじめとする国際商品市況の動向や今後の為替相場の変動が物価に与える影響についても、注意してみていく必要があるとの認識を共有した。

以上の議論を経て、委員は、リスクバランスについては、経済・物価のいずれの見通しについても、新型コロナウイルス感染症の影響を中心に下振れリスクの方が大きいとの見方を共有した。

V. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

金融政策面での対応の方向性について、委員は、内外における新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、わが国経済は厳しさを増しており、金融環境も企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面で緩和度合いが低下していることを踏まえると、金融緩和を一段と強化する

ことが適当であるとの認識で一致した。多くの委員は、感染症拡大の収束に目途が着くまでの間は、雇用や事業、国民生活を守ることが何よりも大事であり、金融政策の面からは、円滑な資金調達環境と金融市場の安定維持に全力を傾ける必要があると述べた。ある委員は、今回も、流動性供給を中心としたさらなる緩和措置が必須であるほか、一層の状況悪化の可能性にもしっかりと備えておくことが肝要であると指摘した。別のある委員は、大恐慌の再来を避けるべく、政策当局は果敢に対応しなければならないと述べた。一人の委員は、政策対応においては、政府と中央銀行間、および主要中央銀行間で緊密な情報交換を行い、課題認識を共有するなど協力体制を維持することが肝要であると指摘した。

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。委員は、企業金融面でのストレスが強まっていることを踏まえ、C P・社債等買入れの増額や3月に導入・開始した特別オペなどを拡充すべきであるとの認識を示した。複数の委員は、C P・社債等買入れを増額するに当たっては、発行体毎の買入限度などの要件を緩和すべきであると述べた。特別オペの拡充について、複数の委員は、金融機関が、企業を中心に幅広く民間部門に対する金融仲介機能を一層発揮することを、しっかりと支援するために、対象担保範囲と対象先金融機関を拡大するべきであるとの見方を示した。ある委員は、金融緩和の一層の長期化が想定される中、厳しい状況にある金融機関経営を念頭に、融資に対する金融機関の積極姿勢を後押しする措置を講じることが重要であると指摘した。このほか、何人かの委員は、中小企業等の資金繰り支援の工夫を、政府の緊急経済対策における制度なども踏まえて検討すべきであるとの意見を述べた。

金融市場の安定維持に資する措置として、何人かの委員は、政府の緊急経済対策を受けた国債発行の増加の影響も踏まえ、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、国債買入れをさらに積極的に行うことが望ましいとの認識を示した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールのもとで金利目標を実現していくために必要な金額の国債買入れを、上限を設けずに行っていくべきであると述べた。そのうえで、この委員は、同措置は、政府と日本銀行が連携して厳しい経済情勢に対応していくという姿勢を訴える効果もあると付け加えた。

こうした委員の意見を踏まえ、議長は、執行部に対し、金融緩和を一段と強化する具体策として、どのような対応が考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、以下を主な内容とする政策案を提示した。

- CP・社債等買入れの増額等については、CP・社債等の追加買入枠を、CP等、社債等それぞれ1兆円から7.5兆円へと大幅に拡大し、既存分と合わせ、最大約20兆円まで買入れを可能とする。発行体毎の買入限度については、現在の一発行体当たりの上限1,000億円、発行総額に占める割合の上限25%を、CP等については5,000億円と50%、社債等については3,000億円と30%に緩和する。さらに、社債については、買入対象とする残存期間を、現在の1～3年から、1～5年に延長する。
- 3月に導入・開始した特別オペの拡充策としては、次の3つが考えられる。①対象担保に家計債務を含めた幅広い民間債務を追加する。これに伴い、オペの名称は「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」と改める。この結果、対象担保は、3月末時点で、約8兆円から約23兆円に増加する。②対象先に、系統会員金融機関および政策投資銀行を追加する。③本オペの利用残高に相当する当座預金へ+0.1%を付利する。

これに加えて、中小企業等の資金繰りをさらに支援するため、政府の緊急経済対策等における資金繰り支援制度も踏まえた金融機関への新たな資金供給手段を早急に検討することも考えられる。新たな資金供給手段の骨子は以下のとおり。

- ・ 資金供給を受けられる金額は、対象先の金融機関が、緊急経済対策における信用保証付き融資の保証料・利子減免制度を利用して行う貸出の状況等を踏まえて算出した金額とする。対象とする貸出の範囲などについては、今後、検討する。
- ・ 資金供給の方法は、全ての共通担保を担保とする貸付とする。
- ・ 金融機関が、民間部門に対する金融仲介機能を発揮することを促すため、日本銀行から金融機関に対して有利な条件で資金供給を行う。特別オペと同様、貸付利率はゼロ%とし、利用残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算するほか、利用残高に相当する当座預金へ+0.1%を付利する。
- 金融市場の安定維持に資する措置については、債券市場の流動性の低下と国債増発の影響を踏まえ、さらに積極的な国債買入れを行う旨を公表する。また、金融市場調節方針でも、イールドカーブ・コントロールの実現に必要なだけ、金額の上限を設けず国債買入れを行うことを明示する。

執行部が提示した政策案について、委員は、金融機関や企業等の資金調達の円滑確保や金融市場の安定維持の観点から、金融緩和を強化

する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、経済情勢が厳しさを増す中、執行部の提案は思い切った施策であり、これを迅速に実行することは、国民の中央銀行への信認を維持することにも繋がるとの見方を示した。一人の委員は、日本銀行が中小企業の資金需要を直接把握することが容易でないことを踏まえると、提案にあるように、系統会員金融機関と協力して中小企業を支援することは望ましいことであると述べた。複数の委員は、金融機関経営が厳しくなる中で、特別オペの残高に付利することは、金融機関の積極的な融資姿勢を後押しするために有効な手段であるとの見方を示した。ある委員は、新たな資金供給手段については、議長から執行部に検討を指示し、改めて金融政策決定会合に報告する形にするのが良いと述べた。

委員は、政策金利のフォワードガイダンスについても議論を行った。ある委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムは、いったん損なわれていると判断せざるを得ず、政策金利のフォワードガイダンスは「感染症の影響」に紐付けたものに変更することが適当であるとの見方を示した。別の一人の委員は、政策金利のフォワードガイダンスは、「物価安定の目標」に向けたモメンタムではなく、金融経済活動の下支えに資する対応を最優先し、必要があれば政策対応するという、現在の政策スタンスと紐付けることが適切であると述べた。そのうえで、この委員は、こうしたガイダンスは、企業や家計のマインドが急落するもとでは、人々の安心感に繋がる可能性があるとして付け加えた。

以上の議論に加えて、一人の委員は、大きな経済危機においては、財政・金融政策の緊密な連携・協調が必要不可欠であるとしたうえで、インフレ率の高騰リスクは、「物価安定の目標」が堅持されている限り制御することができ、現在はデフレが懸念される局面であるため、更なる財政・金融政策の連携は十分に可能であると述べた。ある委員は、経済・物価に強烈な逆風が吹き、不確実性がきわめて高い現況下では、感染症が早期に収束する、あるいは収束前後で経済に構造変化が起きない、といった前提が満たされない可能性を考慮に入れて、金融政策を運営する必要があると述べた。一人の委員は、デフレの再定着を避け、「物価安定の目標」を実現するには何が必要なのか、現行政策の有効性の評価も踏まえた検討を行っていくべきであると指摘した。ある委員は、政府の緊急経済対策と合わせ、金利の低下を企図して積極的な国債買入れを行うことで、政府との連携強化をより明確にし、企業・家計の金利負担の軽減を図るとともに、今後のデフレ圧力を可能な限り抑制することが適切であると述べた。これに対し、一人

の委員は、感染症に伴う経済の悪化により金融機関のバランスシートが毀損していくと考えられる中、既に貸出利鞘がきわめて小さくなっている状況で、金利がさらに低下することになれば、リバーサル・レートへの抵触が早まるとの見方を示した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

そのうえで、以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の方針と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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する。」

これに対し、ある委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、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こと、②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2020年9月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、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について、委員は、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、との考え方を共有した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、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ことで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利について、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。

これに対し、ある委員は、新型感染症の深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、デフレの定着を容認せず、かつ具体的な条件下で行動することを約束する観点から、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

VI. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時00分中断、11時27分再開）。

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は新型コロナウイルス感染症の影響により急速に悪化しており、極めて厳しい状況にある。政府は、今月、全都道府県を対象に緊急事態宣言を発出した。外出自粛や休業要請により経済活動は抑制されており、短期的には経済の相当な落ち込みが避けられない。早期の収束こそが経済の回復に何よりも重要であり、政府としては、収束に向けて全力で取り組んでいく。
- 先日、過去最大規模となる「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」を閣議決定した。本経済対策の迅速な実行に向けて、裏付けとなる令和2年度補正予算の早期成立を図っていく。政府としては、必要に応じて臨機応変かつ果敢に対応していく。
- 今回の提案は、企業金融のさらなる円滑化とともに、政府・日本銀行のポリシーミックスをより強化するものであり、現下の金融経済情勢を踏まえた時宜を得たものと認識している。日本銀行には、事態の推移を注視して、引き続き、適切な金融政策運営を行っていただきたい。
- 引き続き、政府との間で危機感を共有しつつ、緊密な連携を行っていただきたい。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 新型コロナウイルス感染症の経済的影響に対しては、政府・日本

銀行が危機感を共有し、緊密な連携の下、難局に立ち向かうことが重要である。提案の事項は、企業金融の円滑確保や金融市場の安定維持に万全を期す観点などから実施するものであり、適切な対応と評価している。

- 感染症は内外経済に甚大な影響をもたらしており、先行きも、極めて厳しい状況が続くと見込まれる。こうしたもと、先週、事業規模 117 兆円の「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」を閣議決定した。また、この緊急経済対策の実行等のため、令和 2 年度補正予算を、本日、国会に提出する。政府としては、引き続き、内外における感染症の収束までの期間と拡がり、経済や国民生活への影響を注意深く見極め、必要な対応策を迅速に取ることで、経済財政運営に万全を期していく。
- 日本銀行には、引き続き、企業金融の円滑確保や金融市場の安定維持等に万全を期すとともに、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

Ⅶ. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、
政井委員、鈴木委員、安達委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2020年9月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、
政井委員、鈴木委員、片岡委員、安達委員

反対：なし

3. 「コマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」の一部改正等および「系統中央機関の会員である金融機関による新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションの利用に関する特則」の制定等

上記の執行部説明を内容とする「『コマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領』の一部改正等に関する件」および「『系統中央機関の会員である金融機関による新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションの利用に関する特則』の制定等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。

4. 対外公表文（「金融緩和の強化について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、新型感染症の深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「金融緩和の強化について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VIII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、4月28日に公表することとされた。

IX. 議事要旨の承認

議事要旨（2020年3月16日開催分）が全員一致で承認され、5月1日に公表することとされた。

以上

2020年4月27日
日本銀行

金融緩和の強化について

1. わが国の景気は、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、厳しさを増している。また、金融環境も、政府や日本銀行の対応が一定の効果を発揮しているものの、企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面で緩和度合いが低下している。
2. こうした情勢を踏まえ、日本銀行は、金融機関や企業等の資金調達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、①CP・社債等買入れの増額、②新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、③国債のさらなる積極的な買入れ、により金融緩和を一段と強化することが適当と判断した。
3. このため、本日の政策委員会・金融政策決定会合では、以下の決定等を行った。

(1) CP・社債等買入れの増額等（全員一致）

CP・社債等の追加買入枠を大幅に拡大し、合計約20兆円の残高を上限に買入れを実施する¹。あわせて、CP・社債等の発行体毎の買入限度を大幅に緩和するほか、買入対象とする社債等の残存期間を5年まで延長する（別紙）。

(2) 新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充（全員一致）

3月に導入・開始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について、金融機関が、企業を中心に幅広く民間部門に対する金融仲介機能を一層発揮することを、しっかりと支援するため、①対象担保範囲の家計債務を含めた民間債務全般への拡大（対象担保：約8兆円→約23兆円<3月末>）、②対象先の拡大（新たに、系統会員金融機関等を含める）、③本オペの利用残高に相当する当座預金への+0.1%の付利、の3つの措置を講じる²。なお、名称は「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」と改める。

これに加えて、日本銀行として、中小企業等の資金繰りをさらに支援するため、政府の緊急経済対策等における資金繰り支援制度も踏まえた金融機関への新たな

¹ CP等、社債等の追加買入枠を、それぞれ1兆円から7.5兆円に増額する。追加買入枠以外の既存のCP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。増額買入れは、2020年9月末まで継続する。

² 付利は5月積み期（5月16日～6月15日）から実施する。利用残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する措置は継続する。本オペは、2020年9月末まで実施する。

資金供給手段（骨子は別紙）の検討を早急に行い、その結果を改めて金融政策決定会合に報告するよう、議長より執行部に対し、指示がなされた。

（３）国債のさらなる積極的な買入れ

債券市場の流動性が低下しているもとで、政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえ、債券市場の安定を維持し、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、当面、長期国債、短期国債ともに、さらに積極的な買入れを行う。

４．金融市場調節方針、ETFおよびJ-REITの買入れ方針については以下のとおりとする。

（１）長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成８反対１）^{（注１）}

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する^３。

（２）ETFおよびJ-REITの買入れ方針（全員一致）

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^４。

５．日本銀行は、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。

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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している^{（注２）}。

６．日本銀行は、本日の決定を含め現在実施している強力な金融緩和措置が、新型コロナウイルス感染症拡大への政府の各種対策や各国・地域の政府・中央銀行による

^３ 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。

^４ 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。

様々な対応と相俟って、金融経済活動の下支えに貢献するものと考えている。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員。反対：片岡委員。片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

(注2) 片岡委員は、新型コロナウイルスの深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連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。

CP・社債等の発行体毎の買入限度の緩和等
および新たな資金供給手段の骨子

1. CP・社債等の発行体毎の買入限度の緩和等

- (1) 一発行体当りの買入残高の上限を、これまでの1,000億円から、CP等は5,000億円、社債等は3,000億円に緩和する。
- (2) 一発行体の総発行残高に占める日本銀行の保有割合の上限を、これまでの25%から、CP等は50%、社債等は30%に緩和する。
- (3) 買入対象とする社債等の残存期間を、これまでの1年以上3年以下から、1年以上5年以下に延長する。

2. 新たな資金供給手段の骨子

(1) 資金供給を受けられる金額

対象先の金融機関が、緊急経済対策における信用保証付き融資の保証料・利子減免制度を利用して行う貸出の状況等を踏まえて算出した金額。対象とする貸出の範囲などについては、今後、検討する。

(2) 資金供給の方法

全ての共通担保を担保とする貸付け。

(3) 貸付利率

貸付利率はゼロ%。

(4) 「マクロ加算残高」への加算措置

利用残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。

(5) 当座預金への付利

利用残高に相当する当座預金へ+0.1%を付利する。

以 上

(2 年 5 月 22 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年5月22日(9:00～9:54)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	布野幸利	(審議委員)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	神田 眞人	大臣官房総括審議官
内閣府	宮下 一郎	内閣府副大臣

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
企画局長	加藤 毅
企画局審議役	藤田研二

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	本田 尚
政策委員会室企画役	山城吉道
企画局政策企画課長	飯島浩太
企画局企画調整課長	矢野正康
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	土川 顕
金融市場局長	清水誠一

I. 臨時金融政策決定会合開催の趣旨説明

冒頭、議長より、今回の臨時金融政策決定会合開催について、以下のとおり趣旨説明があった。

- 4月27日の金融政策決定会合では、執行部に対して、中小企業等の資金繰りをさらに支援するため、政府の緊急経済対策等における資金繰り支援制度も踏まえた金融機関への新たな資金供給手段の検討を早急に行い、決定会合で報告するように指示した。
- 本日は、執行部の検討結果について報告を受け、必要な金融調節事項の検討を行うため、日本銀行法第17条第3項に基づき、臨時金融政策決定会合を開催することとした。

II. 新たな資金供給手段等についての執行部からの提案

4月27日の金融政策決定会合で議長よりなされた指示に基づく「新たな資金供給手段」についての検討結果を報告する。当該資金供給は、貸付先が報告する適格融資の残高を限度に、共通担保を担保として、期間1年以内、利率ゼロ%で貸付けること、利用残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算すること、利用残高に相当する当座預金へ+0.1%を付利すること、が考えられる。対象となる適格融資については、①緊急経済対策における無利子・無担保融資や新型コロナウイルス感染症対応として信用保証協会による保証の認定を受けて実行した融資（制度融資）、②融資条件面でこれに準じるプロパー融資とすることとしたい。適格融資の規模感は、約30兆円と見込まれる。また、本措置については、系統会員金融機関等も利用可能とするほか、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ（特別オペ）」と一体的に運営することとしたい。さらに、本措置の導入にあわせて、特別オペ、CP・社債等の増額買入れ等の実施期限を半年間延長して、2021年3月末までとすることが考えられる。

本日、これらが決定されれば、5月末時点の金融機関の融資実績を踏まえて、6月中に資金供給を開始できるよう、準備を進めたい。

III. 討議

委員は、企業等の資金繰りを支援する観点から、執行部から提案があったように、新たな資金供給手段を導入するとともに、資金繰り支援のための各種措置の実施期限を半年間延長することが適当である、

との見解で一致した。

新たな資金供給手段について、ある委員は、中小企業等への貸出比率が高い系統会員金融機関等を制度開始当初から対象に加えることは、中小企業等の資金繰りをさらに支援するために重要であると指摘した。また、この委員は、最近の経済・金融情勢を踏まえると、今回、臨時の会合を開くことで、新たな資金供給手段を速やかに導入する意義は大きいと付け加えた。別のある委員は、緊急経済対策における民間金融機関による無利子・無担保融資を一段と促進していくために、新しい資金供給手段で金融機関の取り組みをさらに後押しすることが適当であるとの意見を述べた。

資金繰り支援のための各種措置の実施期限について、何人かの委員は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響は長引く可能性があり、日本銀行として、企業等の資金繰りを、かなり長い期間にわたって支援していく必要が生じる可能性もあると指摘した。そのうえで、これらの委員は、こうした可能性を踏まえると、念のため、期限を延長することが適当であるとの見方を示した。このうちの複数の委員は、今後、新型感染症の影響が長期化すれば、企業の資本が毀損したり、貸出債権が不良債権化したりするリスクがある点にも注意が必要であるとの見解を示した。

続いて、委員は、新たな資金供給手段を含め、新型感染症の拡大を受けて日本銀行が採用してきた諸措置について、市場や国民から十分に理解されるよう、分かりやすく説明していくことが重要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、C P・社債等の買入れ（残高上限：約 20 兆円）と特別オペ（資金供給の対象となる日本銀行に担保として差入れられている民間債務：約 25 兆円＜4 月末現在＞）に新たな資金供給手段（資金供給の対象となる適格融資：約 30 兆円）をあわせて、新型感染症の拡大に対応した、総枠約 75 兆円からなる資金繰り支援のための特別プログラムとして説明していくことが考えられると述べた。このうち、一人の委員は、日本銀行の資金繰り支援策は、大企業から個人事業主まで、幅広い先を対象としていることを、明確に示していく必要があると述べた。また、別のある委員は、3 月以降の金融緩和の強化は、①上記の企業等の資金繰り支援を企図した特別プログラム、②金融市場の安定を維持する観点からの円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ E T F および J - R E I T の積極的な買入れ、の 3 つの柱に整理されるとの見方を示した。

この間、委員は、当面の金融政策運営について、今回の会合では上記の執行部提案に関連する論点に絞って討議し、その他の論点につい

ては、6月15、16日に開催を予定している次回の金融政策決定会合で、改めて経済・物価・金融情勢を点検したうえで、しっかりと議論することが望ましいとの見解で一致した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 新たな資金供給手段は、政府が導入した無利子・無担保の資金繰り支援を実施する民間金融機関に、日本銀行が積極的に資金供給を行うものであり、政府・日本銀行の新たな連携を示すものと評価。新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムとして、全体像を構成したことは、対外説明のうえで有効と思料。
- 政府は、事業規模117兆円の緊急経済対策および第1次補正予算を速やかに実行に移しており、政策金融機関、民間金融機関による無利子・無担保融資を含め、総額45兆円規模の強力な資金繰り支援を講じている。さらに総理の指示に基づき、資金繰り対策の積み増しと資本性資金の活用等による金融機能の強化を含む第2次補正予算案の編成を行っているところである。
- 日本銀行には、引き続き、企業金融の円滑確保や金融市場の安定維持等に万全を期すとともに、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 2020年1～3月期の実質GDP成長率は-0.9%（年率換算-3.4%）と、わが国経済の厳しい実態を示すものとなった。緊急事態宣言発出後、個人消費等はさらに厳しくなっているほか、海外経済も低迷が続いており、当面、わが国経済は、相当程度落ち込むことが想定される。感染症が内外経済をさらに下振れさせるリスクにも十分注意する必要がある。
- 政府は、緊急経済対策および第1次補正予算を迅速に執行している。また、総理の指示に基づき、第2次補正予算案を直ちに編成したうえで、早期の国会提出・成立を目指すとともに、経済や国民生活への影響を見極めつつ、臨機応変に対応していく。
- 新たな資金供給手段は、政府の経済対策における資金繰り支援を日本銀行の立場からさらにしっかりと支えるものと認識している。日本銀行には、事態の推移を注視して、今後も、適切な金融政策運営を行うことを期待する。

- 引き続き、政府との間で危機感を共有しつつ、緊密な連携を行っていただきたい。

V. 採決

1. 「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領」の一部改正等

前記執行部提案を内容とする「『新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領』の一部改正等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。

2. 金融市場調節方針

議長から、金融市場調節方針について、前回4月27日の金融政策決定会合での決定を維持するとの議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

3. 資産買入れ方針

議長から、資産買入れ方針について、CP・社債等買入れの増額措置については執行部提案どおり期限延長し、それ以外については前回4月27日の金融政策決定会合での決定を維持するとの議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. ETF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。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. CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、
政井委員、鈴木委員、片岡委員、安達委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」、「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、議長からは、2つの対外公表文（「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」＜別紙1＞および「当面の金融政策運営について」＜別紙2＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、何れも全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認日程と「主な意見」の取り扱い

本日の臨時金融政策決定会合の議事要旨は、6月15、16日に開催を予定している次回の会合で承認し、6月19日に公表することとされた。また、本日の会合の「主な意見」については、①議事要旨を公表する次回会合までの期間が短いこと、②本日の会合では、執行部提案に絞って討議が行われたこと、を踏まえ、政策委員会議事規則の規定に関わらず、作成しないこととされた。

以 上

2020年5月22日
日 本 銀 行

中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入

1. 日本銀行は、4月の政策委員会・金融政策決定会合において、新型コロナウイルス感染症拡大に対応する観点から、中小企業等の資金繰りをさらに支援するため、「新たな資金供給手段」の検討を早急に行うこととしたが、本日開催した臨時の金融政策決定会合において、その具体的な内容を決定した（全員一致、別紙）。
2. これにより、企業等の資金繰り支援のための日本銀行の措置として、①CP・社債等の買入れ（残高上限：約20兆円）、②新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ（資金供給の対象＜担保として差入れられている民間債務＞：約25兆円＜4月末現在＞）に、③新たな資金供給手段（資金供給の対象＜緊急経済対策における無利子・無担保融資を中心とする適格融資＞：約30兆円）、が加わることとなった。日本銀行は、この3つの措置をあわせて「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（特別プログラム）」（総枠約75兆円）とし、期限を半年間延長して、2021年3月末までとすることとした（全員一致）。
3. 加えて、日本銀行では、金融市場の安定を維持する観点から、国債買入れやドルオペなどによって、円貨および外貨を上限を設けずに潤沢に供給しているほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを行っている。
4. 日本銀行は、引き続き、上記の措置をしっかりと実施していくことにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。そのうえで、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。

以 上

新たな資金供給手段

1. 概要

貸付先が報告する適格融資の残高を限度に、共通担保を担保として、期間1年以内、利率ゼロ%で資金供給を行う制度。

2. 対象となる適格融資

(1) 制度融資

緊急経済対策における無利子・無担保融資や新型コロナウイルス感染症対応として信用保証協会による保証の認定を受けて実行した融資

(2) (1) に準じるプロパー融資

プロパー融資のうち、新型コロナウイルス感染症の影響を受けた中小企業等に対して行う、融資条件面で(1)に準じる融資(1先当りの上限:1,000億円)

3. 「マクロ加算残高」への加算措置

利用残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。

4. 当座預金への付利

利用残高に相当する当座預金へ+0.1%を付利する。

5. 対象先

系統会員金融機関等も利用可能とする。

6. 実施のタイミング

本措置による資金供給は、5月末時点の金融機関の融資実績を踏まえて、6月中に開始する予定。

7. その他

本措置については、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」と一体的に運営する。

以 上

2020年5月22日
日 本 銀 行当面の金融政策運営について^(注1)

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針および資産買入れ方針について、以下のとおり決定した。

1. 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注2)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。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する¹。

2. 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- (1) 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²。
- (2) C P等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

以 上

¹ 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。

² E T FおよびJ-R E I T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1) 今回の金融政策決定会合の「主な意見」は作成しないが、議事要旨は、6月15、16日に予定されている金融政策決定会合で承認し、6月19日に公表する。

^(注2) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員。反対：片岡委員。片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

(2年6月15、16日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年6月15日(14:00～15:11)
6月16日(9:00～11:26)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	布野幸利	(審議委員)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	神田 眞人	大臣官房総括審議官 (15日)
	遠山 清彦	財務副大臣 (16日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	衛藤公洋
理事	内田眞一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	神山一成
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局長	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	本田 尚
政策委員会室企画役	山城吉道
企画局企画役	長江真一郎
企画局企画役	稲場広記

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前々回会合（4月27日）、前回会合（5月22日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^{（注）}に従って国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

企業等の資金繰り支援のための措置として、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを実施した。また、国債買入れやドルオペなどによって、円貨および外貨を潤沢に供給したほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.07\sim-0.02\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、発行が増額されるもとで幾分上昇し、足もとでは -0.1% 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、各国・地域の積極的な財政・金融政策や経済活動再開の動きなどから、上昇している。長期金利は、仔細にみると海外金利上昇や国債発行計画の増額等を受け幾分上昇したものの、日本銀行による国債の積極的な買入れもあり、期間を通じてみれば、ゼロ%程度で推移している。国債市場の流動性については、緊急事態宣言の解除後、一部に改善の動きがみられるが、取引高が低位にとどまるなど、水準としては低い状態が続いている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米経済指標の予想比上振れ等を受けて円安方向の動きとなる場面もみられたが、期間を通じてみれば、概ね横ばいの動きとなっている。また、円の対ユーロ相場は、ユーロエリアの財政・金融政策による経済下支えへの期待感などから、ユーロ高方向の動きとなっている。

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する。」

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行の影響により、大きく落ち込んだ状態にある。4月会合以降、中国に続き、欧米などの主要国や新興国においても、感染拡大防止策が緩和され、経済活動が再開し始めているが、主要国の中には感染拡大の収束ペースが緩慢な国もあるほか、新興国の一部では感染症が急速に拡大している。また、世界貿易量も大きく落ち込んだ状態にある。先行きの世界経済については、感染症の影響から、落ち込んだ状態が続くとみられるが、そうした影響が徐々に和らぐにつれ、ペントアップ需要や挽回生産が押し上げに作用し、各国・地域の積極的なマクロ経済政策の効果も発現すると予想されることから、持ち直していくと考えられる。もっとも、先行きについては、感染症の帰趨やそれが世界経済に与える影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にある。外出制限や営業・生産活動の停止措置などの感染拡大防止策は、各州でペースは異なるものの緩和され始めている。もっとも、企業収益の減少などを背景に、企業の業況感の悪化が継続しており、設備投資は大きく落ち込んだ状態にある。また、雇用に対しても深刻な影響が生じており、消費者マインドは冷え込んだ状態にある。

欧州経済は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にある。ユーロエリアでは、感染拡大防止策が緩和され始めている。もっとも、企業収益への影響などを背景に、企業の業況感の悪化が継続しており、設備投資は大きく落ち込んでいる。雇用も深刻な影響が生じており、消費者マインドは冷え込んでいる。

中国経済は、持ち直している。生産と輸出は、供給面の制約が和らいでいることなどから、感染症拡大前の水準と同程度まで回復している。個人消費と固定資産投資は、感染症拡大の影響によって大きく減少した水準から、持ち直している。

中国以外の新興国経済は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にある。N I E s・A S E A Nでは、感染症の流行が落ち着きつつある国・地域を中心に、外出制限や営業・生産活動の停止措置などの感染拡大防止策が緩和され始めているものの、景気は大きく落ち込んだ状態にある。また、インドやブラジル、ロシアでは、感染症の急拡大の影響から、景気は大きく落ち込んだ状態にある。

海外の金融市場をみると、各国・地域で積極的なマクロ経済政策が

実施されるもと、感染拡大防止策が緩和され経済活動が再開する動きや、治療薬・ワクチン開発への期待感などもあって、市場センチメントが改善している。こうした中、米欧の株価や長期金利は上昇し、クレジット・スプレッドは、米欧ともに幾分縮小している。新興国通貨は、一部に弱めの動きもみられているものの、全体としては上昇している。この間、原油価格は、市場センチメントが改善する中、需給バランスの改善などから、上昇に転じている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響により、きわめて厳しい状態にある。先行きについては、経済活動が徐々に再開していくとみられるが、当面、新型コロナウイルス感染症の影響から、厳しい状態が続くと考えられる。その後、感染症の影響が収束していけば、ペントアップ需要の顕在化や挽回生産が予想されることに加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、わが国経済は改善していくとみられる。

輸出や鉱工業生産は、海外経済が大きく落ち込んだ状態にあるもとで、大幅に減少している。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、米欧を中心とする海外販売の急速な落ち込みなどを背景に、大幅に減少しているほか、資本財は、グローバルな設備投資先送りの動きを反映して、はっきりとした減少が続いている。一方、情報関連は、データセンター向けやパソコン関連の堅調さに支えられて、基調としては底堅く推移している。訪日入国者数は、入国制限が継続していることから、ほぼ皆減の状態にある。先行きの輸出や生産は、当面、感染症の影響による海外経済の落ち込みなどから大幅に減少したあと、感染症の影響が世界的に和らいでいくのに伴い、下げ止まりから持ち直しに向かうと予想される。

個人消費は、感染症の影響が続く中で、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している。サービス消費は、感染症の影響による外出自粛の強まりや休業・営業時間短縮の動きから、外食や旅行などの選択的支出を中心に大幅に減少している。サービス需要に関連して、携帯電話の位置情報データを用いて人々の動きをみると、4月中旬にかけて一段と減少し、5月中旬まで低水準が続いた後、緊急事態宣言が解除された5月末にかけてようやく幾分持ち直す姿となっている。財消費については、いわゆる「巣ごもり消費」の拡大からスーパー販売額が前年を上回って推移しているほか、家電販売も、テレワークの

拡がりを受けたパソコンや、テレビ、白物家電を中心に、5月下旬以降、持ち直している。先行きの個人消費は、当面、サービス消費を中心に低水準が続くとみられるが、営業活動の段階的な再開の動きに伴い、各種の所得支援策にも支えられて緩やかに持ち直していくとみられる。

企業収益は、1～3月にはっきりとした減益となり、4月以降、更に落ち込んでいるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、不急の投資を先送りする動きなどから、増勢の鈍化が明確となっている。先行きの設備投資は、需要減の影響が大きい自動車や一般機械、資金繰り悪化が流動性制約に直結しやすい飲食・宿泊・個人向けサービス等で減少基調が明確になってくるとみられる。もっとも、政府・日本銀行の対応により緩和的な金融環境が維持されるもとで、ソフトウェア・研究開発投資や建設投資など、中長期的な案件の多くは継続されると考えられる。

感染症の影響が続く中で、雇用・所得環境には、弱めの動きがみられている。4月の労働力調査の雇用者数は、感染症の影響からパート等の非正規がはっきりと減少し、前年比-0.6%と2012年12月以来のマイナスに転じている。4月の名目賃金は、所定外給与の減少幅拡大に加え、パートの労働時間減少もあり、前年比-2%程度の下落となっている。先行きの雇用者所得については、感染症の影響による経済活動の落ち込みや企業収益の減少の影響から、減少基調で推移する可能性が高い。

物価面について、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのいずれも0%程度となっている。先行きについては、当面、感染症や原油価格下落などの影響を受けてマイナスで推移するとみられる。その後は、景気が改善していくもとで、プラスに転じたあと、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面で緩和度合いが低下している。

予想物価上昇率は、弱めの指標がみられている。

企業の資金繰りは、新型コロナウイルス感染症の影響を受けた売上げ減少などを背景に悪化している。もっとも、日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。企業の資金調達コストは、CPを中心に上昇していた市場調達レートが低下に転じるもとで、低水準で推移している。資

金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、需給悪化懸念が後退するもとの、総じて良好な発行環境となっている。資金需要面をみると、新型コロナウイルス感染症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ている。企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、5%程度のプラスとなっており、C P・社債の発行残高の前年比は、10%を超える高めプラスで推移している。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、各国・地域の積極的な財政・金融政策や、先進国などでの経済活動再開に向けた動きから、ひと頃の緊張が緩和しているとの認識で一致した。もっとも、委員は、内外経済の不透明感が強いもとの、株式市場では、依然としてボラティリティが高い水準で推移するなど、引き続き、神経質な状況にあるとの見方を共有した。複数の委員は、米国株式市場のS K E W指数（市場参加者のリスク認識の偏りを示す指標）が高止まりしており、市場では下方のテールリスク（大幅な株価下落）が意識されていると指摘したうえで、実際、6月中にダウ平均株価が1,800ドル超急落する場面がみられるなど、不安定な動きとなっていると述べた。ある委員は、金融市場では、先行きへの期待から、足もとの実体経済の厳しさと比べると高値となっているとの見方を示したうえで、資産価格に修正が生じないか、今後の市場動向を注視する必要があると指摘した。別のある委員は、原油価格の動向について、4月末にかけて急落したあと、産油国の減産の動きなどから、徐々に値を戻しているが、原油需要の本格的な回復は当面期待できないため、原油価格の低迷は長期化する可能性があるとの見方を示した。

海外経済について、委員は、新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行の影響により、大きく落ち込んだ状態にあるとの認識で一致した。多くの委員は、中国や先進国では、感染症の拡大がピークアウトし、経済活動を再開する動きもみられているが、新興国を中心に感染症の急速な拡大が続いており、グローバルにみれば未だ収束の目処は立っていないとの認識を示した。海外経済の先行きについて、委員は、感染症の影響から、落ち込んだ状態が続くとみられるが、そうした影響が徐々に和らぐにつれ、ペントアップ需要や挽回生産が押し上げに作用し、各国・地域の積極的なマクロ経済政策の効果も発現すると予

想されることから、持ち直していくとの認識を共有した。複数の委員は、感染症が収束しつつある国では、経済活動が再開されており、ごく足もとでは明るさもみられているが、有効なワクチンや治療薬がない中では、感染症が世界経済に与える影響の長期化は避け難いと指摘した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、財政・金融政策の下支えのほか、経済活動も徐々に再開されていることから、5月の経済指標は予想以上のリバウンドをみせたが、失業率は依然歴史的な高水準にあると指摘した。複数の委員は、感染症の帰趨だけでなく、デモの発生など社会情勢にも不透明感が出てきている点に懸念を示した。一人の委員は、米国の高頻度データをみると、人々の移動自体は戻ってきているが、消費や雇用といった経済活動の戻りは鈍いことが特徴的であると述べた。

欧州経済について、委員は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、積極的な財政・金融政策のもとで、経済活動も徐々に再開されつつあるが、感染状況の差異などによって、各国の回復ペースは区々であるとの見方を示した。このうち、一人の委員は、財政余力のあるドイツでは回復が早いと見込まれる一方、観光産業へのウエイトが大きい南欧では回復が遅れることが見込まれると付け加えた。

中国経済について、委員は、持ち直しているとの見方で一致した。多くの委員は、感染症拡大が収束するもとの、生産や輸出は、感染症拡大前の水準へと戻りつつあるとの認識を示した。もっとも、多くの委員は、感染症の影響から世界経済の回復が遅れば、世界貿易量の低迷が長期化し、ひいては中国からの輸出も停滞する可能性があるとの見方を示した。何人かの委員は、足もとの米中関係の悪化も経済の下押し要因として作用する恐れがあると指摘した。

新興国経済について、委員は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にあるとの認識を共有した。多くの委員は、インド、ブラジル、ロシアなどでは感染症が急速に拡大しており、経済への影響は深刻化しているとの認識を示した。

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

わが国の景気について、委員は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響により、きわめて厳しい状態にあるとの認識を共有した。

多くの委員は、世界経済の落ち込みから、わが国の輸出や生産は大幅に減少しているほか、緊急事態宣言に基づく外出自粛を主因に、4月の消費関連指標は記録的な落ち込みとなっており、4月会合で懸念していたような状況がデータでも確認できたと指摘した。また、何人かの委員は、4月の就業者数は非正規労働者を中心にはっきりと減少し、求職活動をやめた結果、非労働力人口も増加するなど、雇用・所得環境に弱めの動きがみられているとの認識を示した。もっとも、何人かの委員は、わが国では感染者数を他国比抑えることに成功したほか、5月には、緊急事態宣言も解除され、マインド指標も改善に転じるなど、ごく足もとでは、底打ちの兆しも窺えるとの見方を示した。この間、一人の委員は、感染症の影響によって回収率が低下するなど、統計データの精度が落ちているため、経済の実態が掴みづらいことは悩ましいと述べた。

景気の先行きについて、委員は、経済活動が徐々に再開していくとみられるが、当面、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から厳しい状態が続くとの認識で一致した。そのうえで、委員は、感染症の影響が収束していけば、ペントアップ需要の顕在化や挽回生産が予想されることに加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、わが国経済は改善していくとの見方を共有した。このうち、一人の委員は、本年後半以降、感染症の影響が収束に向かうことを前提に、内外経済の成長ペースが高まっていくという、4月の展望レポートで示したメインシナリオは大きく変わっていないとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、経済活動再開に伴い、今後は、やや長い目でみて、家計や企業のマインドセットや行動様式がどのように変化していくかといった、感染症のセカンド・ラウンド・エフェクトに注目していく必要があるとの見方を示した。このうち、一人の委員は、現下の状況が唐突かつ予期しないかたちで到来しただけに、前向きの変化が生じる可能性もある一方、経済への下押し圧力ともなりうる点には警戒が必要であると指摘した。別のある委員は、労働市場の悪化が総需要を下押しする公算が高いこと、感染症のリスクに配慮する新しい生活様式のもとでは従来型サービスの稼働率が低下する可能性があることから、景気回復のテンポは緩慢になる可能性が高いと述べた。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのいずれも、原油価格の下落の影響などにより、0%程度となっており、予想物価上昇率については、弱めの指標がみられているとの認識で一致した。もっとも、複数の委員は、ス

ーパーなどを対象にした日次・週次のCPIや、最頻値などの基調的な物価指標の底堅さをみると、現時点では、日常的な財・サービスの分野で、値引きで需要を奪い合うというデフレ的な価格設定行動が広がる状況にはなっていないと指摘した。

先行きの物価について、委員は、当面、感染症や原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとみられるが、その後は、景気が改善していくもとで、プラスに転じたあと、徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。そのうえで、ある委員は、やや長い目でみた物価の動向については、現時点では、需要の急速な回復が期待しにくいもとで、予測可能な将来に、物価がモメンタムをもって2%に近接していく姿を予想することは難しいと指摘した。別のある委員は、雇用・所得環境の改善と物価上昇の好循環に弱めの動きがみられる中、消費者物価の低迷が長引く場合には、予想物価上昇率の適合的形成に及ぼす影響が懸念されると述べた。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きいとの認識で一致した。更に、委員は、感染症の影響が収束するまで、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、また、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されるかについても注意が必要であるとの認識を共有した。多くの委員は、感染症の第2波が発生した場合には、経済活動が再び大きく抑制される可能性があるとの認識を示した。何人かの委員は、こうした感染症再拡大への懸念などから、企業や家計が防衛的な行動を続ければ、成長期待が下方屈折するとともに、需要が長期にわたり低迷する可能性もあると指摘した。一人の委員は、経済の回復の遅れは、企業の財務悪化や金融資本市場の不安定化をもたらし、更には金融システム不安に波及するリスクを内包しているため、その動向には十分注意を払う必要があると述べた。物価面について、複数の委員は、感染症の影響が需要・供給の双方に及ぶ中で、企業がどのような価格設定行動をとるかには不確実性が大きいとの見方を示した。複数の委員は、現時点では企業倒産の急増は起きていないが、感染症の影響は業種・規模を問わず幅広い企業・個人事業主に及んでおり、仮に、企業の倒産・休廃業が増加すれば、雇用や資本ストックの調整を通じて、再びデフレに陥るリスクもあるため警戒すべきであると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、売上げの減少などを背景に企業の資金繰りが悪化するなど、企業金融面の緩和度合いが低下しているとの認識で一致した。もっとも、委員は、日本銀行・政府の措置と金融機関の積極的な取り組みにより、銀行貸出が大きく増加しているほか、一時拡大していたC P・社債の発行スプレッドも縮小するなど、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されているとの見方を共有した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

まず、委員は、3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、議論を行った。委員は、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②円貨・外貨の上限を設けない潤沢な供給、③E T Fなどの積極的な買入れ、の3つの柱に基づく金融緩和措置は、所期の効果を発揮しているとの認識を共有した。何人かの委員は、企業等の資金繰りには依然ストレスがかかっているが、間接・直接金融の双方で緩和的な資金調達環境が維持されており、企業は必要な資金を低利で確保できていると指摘した。また、何人かの委員は、金融市場をみても、株式のボラティリティはなお高めであるなど神経質な動きも残ってはいるが、全体としてはひと頃に比べ安定を取り戻してきているとの見方を示した。

こうした認識を踏まえて、委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。多くの委員は、3月以降、感染症への影響に対する金融緩和措置を相次いで打ち出してきており、当面は、一連の政策の効果を丁寧かつ慎重に点検していくことが重要であるとの認識を共有した。このうち、一人の委員は新型コロナ対応を企図した日本銀行の政策措置は概ね出揃ったと付け加えた。ある委員は、現在の3つの柱に基づく金融緩和は、様々な情勢変化に対応する余地が大きい柔軟な枠組みであると述べたうえで、特別プログラムの総枠は、第2次補正予算による民間金融機関を通じた無利子・無担保融資の拡充などによって、約110兆円にまで大きく拡大していると指摘した。そのうえで、委員は、引き続き、3つの柱に基づく金融緩和措置により、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくことが重要であるとの認識を共有した。また、多くの委員は、現在の局面に

において、3つの柱によって緩和的な金融環境を維持し、企業の事業継続や雇用維持に貢献することは、危機への対応としてだけでなく、その後の回復のためにも重要であると指摘した。一人の委員は、感染症の影響の長期化を見据え、国全体で経済成長を確保していく取り組みや必要な支援を継続し、企業や家計の成長期待が大きく損なわれないようにしていくことが肝要であると述べた。この間、ある委員は、予想物価上昇率が2%にアンカーされていないもとのデフレに陥ることは、「物価安定の目標」の実現に向けて重大な障害になりうるため、先を見越した追加緩和が現時点で必要であると述べた。

そのうえで、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認識で一致した。ある委員は、今後も、更なる政策対応の必要があれば、迅速に対応すべきであり、政府と中央銀行、および中央銀行間の緊密な情報交換や課題・認識の共有など、協力体制を堅持することが重要であると指摘した。別のある委員は、経済政策運営においては、まずはデフレが定着するリスクを最小限に抑制し、その後、経済が年率2%程度の物価上昇が持続可能となるような成長軌道に乗るまで、アベノミクスの3本の矢を継続して働かせることが求められると述べた。一人の委員は、緊急支援から回復推進へと局面が徐々に移行する状況で、現在の金融政策の経済刺激効果を改めて検討すべきと述べたうえで、自然利子率、予想物価上昇率ともに下振れする可能性を踏まえながら、今後の物価動向に細心の注意を払うべきとの見方を示した。

委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。何人かの委員は、感染症の影響が長期化すると見込まれるもとの、今後は流動性の問題から、ソルベンシーの問題に移行する可能性があるとの見方を示した。この点に関連し、複数の委員は、政府が、信用保証や資本金の供給といった制度を拡充している点を指摘したうえで、中央銀行の基本的な機能は流動性供給であり、それぞれの役割を明確にしたうえで連携していくことが重要であるとの認識を示した。何人かの委員は、感染症の影響の長期化から、企業倒産が増加し、金融機関の信用コストが増加すれば、金融システム全体や金融仲介機能にも波及するリスクがあるため、丹念に点検していく必要があると指摘した。一人の委員は、感染症により「物価安定の目標」の達成が後ずれし、金融緩和の一層の長期化が想定される中、副作用のさらなる累積にも配慮しながら、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を及ぼすことがないように、これまで以上に慎重に検討していく必要があると述べた。この間、ある委員は、企業が利益を賃金や設備投

資に振り向けずに内部留保として積みあげることがコロナ禍を乗り越えるための有効打として再評価されており、そうした内部留保至上主義が続く場合には、企業の投資スタンスが慎重化し、企業の資金需要に働きかける金融政策の効果は限定的となる可能性があるとの見解を示した。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する。」

これに対し、ある委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、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こと、②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、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、委員は、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、との考え方を共有した。

また、3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、委員は、引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくとの認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、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ことで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、新型感染症の深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、デフレの定着を容認せず、かつ具体的な条件下で行動することを約束する観点から、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 新型コロナウイルス感染症は内外経済に甚大な影響をもたらしている。今後とも感染拡大の防止の取り組みを進めつつ、社会経済の活動レベルを引き上げていくことになるが、完全な日常を取り戻すまでには時間を要することが想定される。こうした中、引き続き、困難な状況にある国民、事業者の方々をしっかりと支え、雇用・事業・生活を守り抜くため、民間金融機関の無利子・無担保融資の規模の拡充を含む事業規模 117 兆円の令和2年度第2次補正予算を編成し、先週12日に国会において成立した。政府としては、この補正予算の速やかな執行に努めるとともに、引き続き、経済財政運営に万全を期していく。
- また、こうした政府の取り組みや、日本銀行が5月に決定した無利子・無担保融資等を行う民間金融機関に対する資金供給制度などの取り組みが、今後も企業の円滑な資金繰りの確保と金融市場の安定維持のために、一層効果的な役割を發揮すると考えている。
- 日本銀行には、引き続き、企業金融の円滑確保や金融市場の安定維持等に万全を期すことで、金融経済活動の下支えに貢献されることを期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 2020年1～3月期のGDP 2次速報では、前期比年率で-2.2%と2四半期連続のマイナス成長となったが、設備投資は上方改訂された。基礎統計である法人企業統計は、感染症の影響により通常よりも回収率が低いとはいえ、感染症の影響が出始めた1～3月期に、設備投資がプラスとなったことは心強い。4月から5月にかけては、外出自粛などにより経済活動が抑制されたため、経済指標も厳しい数字が出ているが、足もとでは段階的に経済活動が再開されている。緊急事態宣言が発動されていた4月、5月を底に、今後は経済を成長軌道に戻していくことができるよう、しっかりと経済を下支えしながら、感染拡大防止と社会経済活動の両立を図っていく。
- 6月12日には、令和2年度第2次補正予算が成立した。緊急経済対策と併せ、一連の経済財政政策が直接的に実質GDPを下支え・押し上げる効果は6.4%と見込んでいる。また、企業の資金繰り支援についても、実質無利子・無担保融資、危機対応融資の積み増し、劣後ローンなど資本金による支援など140兆円規模に拡充しており、雇用・事業・生活を守り抜いていく万全の枠組みとなっている。引き続き、補正予算のできる限り迅速な執行に努めていく。
- 政府としては、感染症との長期戦も見据え、状況の変化に応じ、臨機応変に対応することとしており、日本銀行におかれても事態の推移を注視して、引き続き、適切な金融政策運営を行っていただきたい。日本経済を新型コロナウイルス感染症の影響から早期に回復させるべく、引き続き、政府との間で危機感を共有しつつ、緊密な連携を行っていただきたい。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、
政井委員、鈴木委員、片岡委員、安達委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、新型コロナウイルスの深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2020年4月27日開催分、5月22日開催分）が全員一致で承認され、6月19日に公表することとされた。

以 上

2020年6月16日

日本銀行

当面の金融政策運営について

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。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する¹。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、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。

②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

2. わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響により、きわめて厳しい状態にある。海外経済は、感染症の世界的な大流行の影響により、大きく落ち込んだ状態にある。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は大幅に減少している。企業収益や業況感は悪化しており、設備投資は増勢の鈍化が明確となっている。感染症の影響が続くなかで、雇用・所得環境には弱めの動きがみられており、個人消

¹ 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。

² 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。

費は飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している。住宅投資は緩やかに減少している。この間、公共投資は緩やかに増加している。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りが悪化するなど企業金融面で緩和度合いが低下している。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、原油価格の下落の影響などにより、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱めの指標がみられている。

3. 先行きのわが国経済は、経済活動が徐々に再開していくとみられるが、当面、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から、厳しい状態が続くと考えられる。その後、感染症の影響が収束していけば、ペントアップ需要（抑制されていた需要）の顕在化や挽回生産が予想されることに加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、わが国経済は改善していくとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や原油価格下落などの影響を受けてマイナスで推移するとみられる。その後は、景気が改善していくもとで、プラスに転じたあと、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

4. リスク要因としては、新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きい。さらに、感染症の影響が収束するまで、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、また、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されるかについても注意が必要である。

5. 日本銀行は、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。

引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。

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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している^(注2)。

以上

(注1) 賛成：黒田委員、兩宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員。反対：片岡委員。片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

(注2) 片岡委員は、新型コロナウイルスの深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連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。

(2年7月14、15日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年7月14日(14:00～15:31)
7月15日(9:00～11:50)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)
	中村豊明	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	神田 眞人	大臣官房総括審議官 (14日)
	遠山 清彦	財務副大臣 (15日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (14日)
	宮下 一郎	内閣府副大臣 (15日)

(執行部からの報告者)

理事	衛藤公洋
理事	内田眞一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	神山一成
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局長	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	松下 顕
政策委員会室企画役	本田 尚
政策委員会室企画役	山城吉道
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	長江真一郎
企画局企画役	稲場広記

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月15、16日）で決定された短期政策金利（ -0.1% ）および長期金利操作目標^(注)に従って、国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

企業等の資金繰り支援のための措置として、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを実施した。また、国債買入れやドルオペなどによって、円貨および外貨を潤沢に供給したほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、 $-0.07\sim-0.02\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、 -0.1% 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、情報技術関連を中心に幾分上昇している。長期金利は、国債発行の増額を受けて幾分上昇する場面もみられたが、日本銀行による国債の積極的な買入れもあり、期間を通じてみれば、ゼロ%程度で推移している。国債市場の流動性については、緊急事態宣言の解除後、取引高など一部に改善の動きがみられるが、金利の変動が落ち着いている中で、水準としては低い状態が続いている。為替相場をみると、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場とも概ね横ばいとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、持ち直しに向かう動きもみられるが、新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行の影響により、大きく落ち込んだ状態にある。多くの国では、外出制限や営業・生産活動の停止などの厳格な公衆衛生上の措置が段階的に緩和されてきており、経済活動を再開す

(注) 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する。」

る動きがみられている。もっとも、感染症への警戒感に加え、グローバルな雇用環境の悪化や企業収益の減少もあって、家計や企業の経済活動は引き続き抑制的である。先行きの海外経済については、感染症の影響が和らいでいくのに伴い、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、大きく落ち込んだ状態から回復していくとみられるが、そのペースは緩やかなものにとどまると予想される。ただし、世界的に感染者数の増加に依然として歯止めがかかっておらず、感染症の帰趨や、それが海外経済に与える影響の大きさといった点については、きわめて不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、一部に持ち直しに向かう動きもみられるが、大きく落ち込んだ状態にある。個人消費や住宅投資は、厳格な公衆衛生上の措置が段階的に解除されてきたことなどから、一部に持ち直しに向かう動きがみられている。もっとも、引き続き厳しい雇用環境に加え、このところの南部や西部の諸州を中心とした感染者数の急増などに伴う感染症への警戒感もあって、全体として大幅に減少した状態にある。設備投資は、企業収益の減少などにより、大きく落ち込んだ状態にある。

欧州経済は、一部に持ち直しに向かう動きもみられるが、大きく落ち込んだ状態にある。ユーロエリアでは、個人消費は、厳格な公衆衛生上の措置が段階的に解除されてきたことなどから、一部に持ち直しに向かう動きがみられるものの、感染症への警戒感やこれまでの雇用環境の悪化などにより、全体として大幅に減少した状態にある。設備投資は、企業収益の減少などから、大きく落ち込んだ状態にある。

中国経済は、積極的なマクロ経済政策の効果発現やペントアップ需要の顕在化から、持ち直している。輸出は、マスクを含む繊維関連やパソコン関連などの大幅増加もあって、増加している。個人消費は、一部で感染症の影響が残るものの、ペントアップ需要の顕在化により、全体として持ち直している。固定資産投資は、積極的なマクロ経済政策の効果発現から、持ち直している。

中国以外の新興国経済は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にある。N I E s ・ A S E A N 経済は、一部に持ち直しに向かう動きもみられるが、全体として大幅に減少した状態にある。また、インドやブラジル、ロシア経済は、感染症が急速に拡大するもとの、大きく落ち込んだ状態にある。

海外の金融市場をみると、株価は、米欧で情報技術関連を中心に幾分上昇しているほか、中国でも景気の持ち直し期待から上昇している。

通貨については、感染症の拡大が続いている中南米などで下落している。長期金利は、米国では感染症への警戒感から幾分低下した一方、欧州では横ばいとなっている。この間、原油価格は、概ね横ばいとなっている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、経済活動は徐々に再開しているが、内外で新型コロナウイルス感染症の影響が引き続きみられるもとで、きわめて厳しい状態にある。先行きについては、経済活動が再開していくもとで、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、本年後半から徐々に改善していくとみられる。

輸出や鉱工業生産は、海外経済が大きく落ち込んだ状態にあるもとで、大幅に減少している。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、米欧を中心とする海外販売の急速な落ち込みなどを背景に、大幅に減少している。資本財は、グローバルな設備投資先送りの動きを反映して、はっきりとした減少が続いている。一方、情報関連は、データセンター向けやパソコン関連の堅調さに支えられて、落ち込みは相対的に小幅にとどまっている。訪日入国者数は、入国制限が継続していることから、引き続きほぼ皆減の状態にある。先行きの輸出や生産は、当面、感染症の影響による海外経済の落ち込みなどから低水準となるが、感染症の影響が世界的に和らいでいくのに伴い、下げ止まりから持ち直しに向かうと予想される。

個人消費は、飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少してきたが、足もとでは、持ち直しの動きがみられる。サービス消費は、感染症の影響による外出自粛や休業・営業時間短縮の動きから、外食や旅行などの選択的支出を中心に大幅に減少している。緊急事態宣言の解除に伴い、5月の外食は若干の持ち直しに転じているが、旅行は国内・海外ともに大幅に落ち込んだ状態が続いている。この間、高頻度データで、選択的サービス支出と相関の強い人出の動きをみると、6月入り後は緩やかに持ち直している。財消費については、6月に自動車販売が持ち直しに転じたほか、家電販売も特別定額給付金の効果もあって持ち直しが続いている。一方、「巣ごもり消費」の拡大から堅調な動きを続けてきた食料品や日用品は、外食へのシフトもあって、足もとにかけて増勢が鈍化している。先行きの個人消費は、当面、感染症への警戒感などからサービス消費を中心に低水準が続くとみられるが、

営業活動の段階的な再開の動きに伴い、各種の所得支援策や需要刺激策にも支えられて緩やかに持ち直していくとみられる。

企業収益や業況感は、感染症の影響により悪化している。6月短観の業況判断DIは、産業・企業規模を問わず大幅に悪化し、全産業・全規模ベースで前回からの低下幅が過去最大となるなど、大きく落ち込んだ。設備投資は、横ばい圏内の動きとなっている。6月短観の設備投資計画（全産業・全規模、含む金融機関・持ち株会社）は、ソフトウェア投資の底堅さもあって、現時点では前年比プラスを維持しているが、6月調査時点の数値としては、2009年度以来の低さとなっている。先行指標をみると、中長期的な案件の多い建設投資の先行指標である建築着工は横ばい圏内で推移している一方、先送りの比較的容易な機械投資の先行指標である機械受注は、このところ減少基調が明確となってきている。先行きの設備投資は、輸出や消費の大幅な減少の影響を強く受ける業種を中心に減少したあと、感染症の影響が和らぐもとの持ち直していくとみられる。

感染症の影響が続く中で、雇用・所得環境には、弱い動きがみられている。6月短観の雇用人員判断DIは、製造業・非製造業ともに人手不足感が大きく後退している。5月の労働力調査の雇用者数は、感染症の影響からパート等の非正規がはっきりと減少し、前年比-1.2%と前月からマイナス幅が拡大している。5月の名目賃金は、所定外給与の減少幅拡大などから、前年比-3%程度と前月からマイナス幅が拡大している。先行きの雇用者所得については、当面、感染症の影響による経済活動の落ち込みや企業収益の減少の影響から、はっきりと減少すると見込まれる。

物価面について、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品は0%程度、除く生鮮食品・エネルギーは0%台半ばとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りは悪化しているなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている。

予想物価上昇率は、弱含んでいる。

企業の資金繰りは、新型コロナウイルス感染症の影響を受けた売上げ減少などを背景に悪化している。もっとも、日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が

維持されている。こうした中、中小企業の資金繰り判断D Iには、足もとで持ち直しの動きもみられている。企業の資金調達コストは、低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。資金需要面をみると、新型コロナウイルス感染症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ている。企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、6%台半ばのプラスとなっている。C P・社債の発行残高の前年比は、10%を超える高めプラスで推移している。

この間、マネタリーベースは、前年比で6%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、7%台前半の伸びとなっている。

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、各国・地域の積極的な財政・金融政策や、経済活動再開の動きなどから、ひと頃の緊張は緩和しているとの認識で一致した。もっとも、委員は、内外経済の不透明感が強いもとで、株式市場では、依然としてボラティリティが高め水準で推移するなど、引き続き、神経質な状況にあるとの見方を共有した。このうち、何人かの委員は、先進国の株価について過熱感が指摘されていることや、株式市場のS K E W指数（市場参加者のリスク認識の偏りを示す指標）が高い水準にあり、市場では下方のテールリスク（大幅な株価下落）が意識されていることなどを踏まえると、資産価格に修正が生じないか、今後の市場動向を注視する必要があると指摘した。この間、ある委員は、為替市場はこのところ安定しているものの、取引高が低下するなど、流動性が低下している点は気がかりであると述べた。

海外経済について、委員は、持ち直しに向かう動きもみられるが、新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行の影響により、大きく落ち込んだ状態にあるとの認識で一致した。多くの委員は、多くの国で、厳格な公衆衛生上の措置が段階的に緩和されてきており、経済活動を再開する動きがみられているとの認識を示した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、一部に持ち直しに向かう動きもみられるが、大きく落ち込んだ状態にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、経済指標からは、経済が底打ちし、持ち直しに転じている姿が確認できるものの、足もとでは、南部や西部の諸州

で感染症が再拡大する中で、高頻度データなどでは頭打ち感もみられるほか、設備投資にも慎重なスタンスが残っていると指摘した。また、複数の委員は、特に高所得者層において消費の減少が大きく、その後の戻りも弱いと指摘したうえで、消費が回復するためには、こうした動きの背景にある感染症への警戒感が払拭される必要があると指摘した。

欧州経済について、委員は、一部に持ち直しに向かう動きもみられるが、大きく落ち込んだ状態にあるとの見方を共有した。ある委員は、感染症の拡大に落ち着きが見られる中、移動制限の緩和が始まるなど、経済活動が再開しつつあるが、PMIが依然として低水準にあるなど、大きく落ち込んだ状態にあると述べた。一人の委員は、減税などの政策対応余力のある国と、そうでない国で回復ペースに差が生じる可能性があるとの見方を示した。

中国経済について、委員は、積極的なマクロ経済政策の効果発現やペントアップ需要の顕在化から持ち直しているとの認識で一致した。多くの委員は、相対的にみれば、中国は感染症の抑制に成功しており、経済の回復も順調であるとの見方を示した。もっとも、複数の委員は、個人消費は、新車販売を中心に持ち直しつつあるものの、旅行関連は依然として前年比マイナスとなるなどサービス消費の戻りは弱く、全体としてみた回復ペースも緩やかであると指摘した。

新興国経済について、委員は、感染症の影響から、大きく落ち込んだ状態にあるとの認識を共有した。複数の委員は、特にブラジルやインドなどでは、感染が拡大しており、経済への悪影響が懸念されると述べた。

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、企業の資金繰りは悪化しているなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっているとの認識で一致した。何人かの委員は、短観の資金繰り判断DIが大幅に悪化するなど、企業の資金繰りには売上の急減という強いストレスが加わっていると指摘した。そのうえで、これらの委員は、企業等の資金繰り支援策が講じられるもとで、貸出態度判断DIは緩和的な水準が維持されるなど、外部資金の調達環境は引き続き緩和的であるとの認識を示した。何人かの委員は、企業倒産件数についても、これまでのところ大幅な増加はみられていないと指摘した。

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

わが国の景気について、委員は、経済活動は徐々に再開しているが、内外で新型コロナウイルス感染症の影響が引き続きみられるもとで、きわめて厳しい状態にあるとの見方で一致した。複数の委員は、個人消費について、緊急事態宣言の解除などを受けて、家電販売や外食等のサービス消費に持ち直しの動きがみられているものの、旅行関連のように需要が消滅しているセクターもあり、サービス消費を中心に厳しい状況が続いていると指摘した。設備投資について、ある委員は、省力化投資や研究開発投資を中心に、現時点では何とか堅調さを維持しているとの見方を示した。もっとも、一人の委員は、機械受注をみると下落傾向がみられていると指摘した。また、何人かの委員は、海外経済が大きく落ち込む中、輸出や生産は、自動車関連や一般機械を中心に大幅に減少していると述べた。この間、雇用・所得関係について、ある委員は、休業者数の高止まりや失業率の上昇など、雇用環境の悪化が明確になっていると述べた。もっとも、一人の委員は、雇用調整助成金などの政府による施策もあって、経済の落ち込みに比べると、雇用の悪化は抑制されているとの見方を示した。こうした中、複数の委員は、短観の業況感は、現状は大幅に悪化したものの、先行きはほぼ横ばいとなるなど底打ち感がみられており、景気は、厳しい感染症抑制策を受けて大きく落ち込んだ局面から、回復に向けての移行局面にフェーズが変化しているのではないかと指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品は0%程度、除く生鮮食品・エネルギーは0%台半ばとなっており、予想物価上昇率については、弱含んでいるとの認識を共有した。複数の委員は、家計や企業の中長期の予想物価上昇率は低下しているものの、小幅なものにとどまっており、下方屈折したとまでは言えないと述べた。また、これらの委員は、短観の販売価格判断DIは過去のストレス時のような大幅な落ち込みとなっていないほか、最頻値などの基調的な物価指標も底堅く推移しており、現時点では、デフレ的な価格設定行動は拡がっていないとの見方を示した。この点に関連して、ある委員は、価格引き下げによる需要喚起が見込みにくい中で、企業がコスト割れを防ぐことを重視しているのではないかと述べた。この間、一人の委員は、通常粘着的であるサービス価格に弱めの動きがみられる点は、賃金との関連性の高さも含めて気がかりであると述べた。ある委員は、物価との相関の強い賃金について、今年度もベアは確保されたものの小幅であったほか、感染症の影響が長引くとみられることを踏まえると、賃金にも当面下押し圧力が続くとの見方を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

2020年7月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、経済活動が再開していくもとで、本年後半から徐々に改善していくとみられるが、世界的に感染症の影響が残る中で、そのペースは緩やかなものにとどまるとの見方で一致した。更に、委員は、その後、感染症の影響が収束すれば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、さらに改善を続けるとの見解を示した。委員は、先行きはきわめて不確実性が大きいですが、今回の見通しについては、大規模な感染症の第2波が生じないことを前提とすることが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、世界的に感染症が収束するまでは、企業や家計の自主的な感染防止への取り組みが、経済活動を抑制する力として、徐々に和らぎながらも、作用し続けるとの見方で一致した。

海外経済の先行きについて、委員は、感染症の影響が和らいでいくのに伴い、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、大きく落ち込んだ状態から回復していくが、そのペースは緩やかなものにとどまるとの見方で一致した。何人かの委員は、新興国では感染拡大が収まらず経済への厳しい下押し圧力が続いている地域も多いほか、米国では感染が再拡大する中で一進一退の動きもみられるなど、海外経済の回復ペースについては慎重にみる必要があると指摘した。

国内需要について、委員は、感染症の影響が和らいでいくのに伴い、水準を回復していくと考えられるが、感染症の影響が残る間は、低い水準にとどまるとの見方を共有した。個人消費などの家計支出について、委員は、経済活動の再開に伴い、ペントアップ需要の顕在化に加え、政府の経済対策や緩和的な金融環境も支えとなり、大きく落ち込んだ状態から持ち直していくとの認識を示した。もともと、委員は、人々の感染症に対する警戒感が続くもとは、家計支出は抑制的な状態が続くとの見方で一致した。設備投資などの企業支出について、委員は、輸出や消費の大幅な減少の影響を強く受ける業種を中心に減少したあと、感染症の影響が和らぐもとで持ち直していくとの認識を共有した。

この間、委員は、政府の経済対策や緩和的な金融環境などによって、事業の継続や雇用の維持が支えられるとともに、わが国の企業や家計の中長期的な成長期待は大きく低下しないとみられるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、その後、グローバルに感染症の影響が収束すれば、海外経済の成長を背景に輸出は増加を続け、家計や企業の支出は、再び、安定した増加基調に復していくとの認識で一致した。

こうした議論を経て、委員は、今回の経済の見通しは、概ね前回の見通しの範囲内であるとの見方で一致した。この間、一人の委員は、感染症を乗り越えるための構造変化には時間がかかることから、2022年度においても、経済は感染拡大前の水準には戻らないと述べた。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとの見方で一致した。委員は、感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで、景気感応的な財やサービスの価格が下押しされるほか、ひと頃に比べて大きく下落した原油価格が、エネルギー価格を通じて消費者物価を押し下げるとの認識を共有した。委員は、そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率も、引き続き弱含むとの見方で一致した。

その後の物価の展望について、委員は、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、エネルギー価格下落の影響が剥落していくことから、消費者物価の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくとの見方で一致した。また、委員は、中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくとの認識を共有した。そのうえで、委員は、時間はかかるものの、消費者物価の前年比は「物価安定の目標」に向けて上昇率を高めていくとの見方を示した。もっとも、複数の委員は、景気回復テンポが緩やかなもとで、見通し期間中に物価が2%に向けたモメンタムを取り戻す姿は想定しにくいと述べた。

こうした議論を経て、委員は、今回の物価の見通しは、概ね前回の見通しの範囲内であるとの見方で一致した。

次に、委員は、見通しの背景となる金融環境について議論を行った。委員は、感染症の影響による売上げ減少などから、企業の資金繰りにはストレスが加わっているものの、日本銀行・政府の措置や、そうしたもとの民間金融機関の取り組みから、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されているとの認識で一致した。先行きについても、日本銀行・政府の措置や民間金融機関の取り組みのもとで、緩和的な金融環境は維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることが回避されると考えられるとの見方を共有した。

そのうえで、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について、感染症拡大の影響が収束するまでの間、特に注意が必要な点に関し、議論を行った。

まず、経済のリスク要因について、委員は、先行きの見通しは、感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさによって変わらうるため、不透明感がきわめて強いとの見方を共有した。また、委員は、感染症が収束するまでの間、人々が自主的に感染予防を図るもとで、内外の家計や企業の行動がどのようなものとなるかも不確実であるとの認識を共有した。何人かの委員は、世界的に感染拡大ピッチはむしろ加速しているほか、わが国も含め、感染の再拡大リスクが浮上している点には警戒が必要であると指摘した。ある委員は、感染症が再拡大する事態になれば、経済回復の時期は更に後ずれするため予断を許さないと述べた。また、何人かの委員は、感染症の影響が収束するまでの間、経済は、感染症の帰趨、マクロ経済政策、公衆衛生政策のバランスによって決定され、それらの間にはトレードオフも生じうると指摘した。このうち、一人の委員は、経済の回復は、財政・金融政策のほか、公衆衛生政策にも依存しており、その道のりは国やセクターで均一ではないと述べた。また、別のある委員は、感染症の影響が長引くと経済への下押し圧力も続き、支払い能力の問題の顕在化や休業者の失業者化などを通じて、雇用から所得・支出への循環が逆回転する可能性があるとの見方を示した。

更に、委員は、今回の見通しは、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下しないことや、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されることなどを前提としているが、そうした前提には大きな不確実性があるとの認識で一致した。複数の委員は、ミクロ情報からは、多くの企業が研究開発投資やデジタル化投資になお積極的である姿が窺われるほか、6月短観の設備投資計画でも増加計画が維持されていたことを踏まえると、現時点で企業の成長期待が下方屈折しているとはみられないと指摘した。このうちの一人の委員は、設備投資や雇用の調整は、短期的なものにとどまるとの見方を示した。もっとも、別のある委員は、感染症が人々のマインドへ与える影響や、企業の中長期的な成長期待の動向は、引き続き注視していく必要があると述べた。また、ある委員は、感染症によってもたらされる産業構造の変化を巡る不確実性も、消費や投資を手控える要因になると指摘した。

金融システムのリスクについて、委員は、感染症の影響が想定以上に大きくなった場合には、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を及ぼし、それが実体経済への更なる下押し圧力として作用するリスクがあるとの認識を共有した。何人かの委員は、感染症の影響による実体経済の悪化が長期化すれば、流動性の問題からソルベンシー

の問題に移行し、信用コストの増加を通じて、金融システムの安定性に影響が生じる恐れがあるため、金融機関との対話の機会も十分に活用しつつ、状況を慎重に点検していく必要があると述べた。委員は、日本銀行や政府が、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持のために積極的な対応を講じていることに加え、金融機関が資本・流動性の両面で相応に強いストレス耐性を備えていることから、現時点で、こうしたリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要があるとの認識で一致した。

以上に加えて、複数の委員は、海外経済を巡っては、地政学的リスク、政治イベント、各国政府による支援が夏場以降も延長されるかといった点などについても不確実性が高く、見通し期間を通じて下方にリスクの厚い状況が続くとの見方を示した。一人の委員は、外需を中心に先行きの不透明感が強く、回復ペースは緩やかなものになると思われるため、慎重に内外の経済指標を点検することが肝要であると述べた。

次に、物価のリスク要因について、委員は、経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶとの認識を共有した。また、委員は、物価固有のリスク要因として、感染症の影響が、経済活動の需要・供給両面に及ぶもとでの、企業の価格設定行動に不確実性があるとの見方で一致した。ある委員は、感染症の影響による需給の変化が物価に与える影響は上下両方向あるうえ、予想物価上昇率の形成メカニズムなどを含め、わが国固有の不確実性もあるため、見極めが難しいと指摘した。これに対し、ある委員は、感染症の影響は負の需要ショックが大きいとみられ、需給ギャップの改善が緩慢とみられることや、短期の予想物価上昇率の低下が中長期に波及する兆候があることを踏まえると、物価には、当面、下押し圧力が掛かりやすいとの見方を示した。複数の委員は、企業の価格設定行動や予想物価上昇率の動向など、やや長い目でみた二次的な影響も含め、慎重かつ丁寧に点検していく必要があると指摘した。また、委員は、原油価格をはじめとする国際商品市況の動向や今後の為替相場の変動が物価に与える影響についても、注意してみていく必要があるとの認識を共有した。

以上の議論を経て、委員は、リスクバランスについては、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に下振れリスクの方が大きいとの見方を共有した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

金融政策の基本的な運営スタンスについて、大方の委員は、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②円貨・外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFなどの積極的な買入れ、の「3つの柱」に基づく金融緩和措置は所期の効果を発揮しており、引き続き、この「3つの柱」により、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくことが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、その理由として、当面、景気の改善が緩やかなもとの資金繰りにはストレスがかかり続けるとみられるほか、金融市場の神経質な地合いも続くともみられることを強調した。複数の委員は、当面、「3つの柱」による対応の政策効果を丁寧かつ慎重に点検していくことが重要であると指摘した。このうち、一人の委員は、金融政策面の当面の最優先課題は、引き続き企業の資金繰り支援により、事業や雇用の維持に資することであると述べた。もう一人の委員は、物価には短期的には低下圧力が強まるとみられるものの、現時点では中長期的な予想物価上昇率は概ね維持されており、2%の「物価安定の目標」に向けた政策対応は、感染症の影響の収束がみえてきた段階で検討することが適切であるとの見方を示した。この間、ある委員は、「3つの柱」による対応は効果を発揮しているとしつつも、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げることによって、金融緩和をより強化することが望ましいと述べた。

そのうえで、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認識で一致した。ある委員は、当面、政府と中央銀行、および主要中央銀行間での緊密な情報共有を継続し、既往の政策枠組みの十分性を見極め、政策対応が必要であれば迅速に実行することが重要であると述べた。また、一人の委員は、経済危機においては、財政政策と金融政策の適切かつ緊密な連携が必要不可欠であるとの見方を示した。ある委員は、財政政策との間だけでなく、ニューノーマルへの対応に向けた構造改革政策との間でも、それぞれの役割のもとで連携することが重要であると述べた。

次に、委員は、金融政策運営の観点から重視すべきリスクのうち、より長期的な視点からみた金融面の不均衡について議論を行った。委員は、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった従来

からの環境に加え、今般の感染症の影響もあって、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があるとの認識を共有した。一人の委員は、実質無利子貸出が一般の貸出の利鞘縮小圧力にもなりうる指摘したうえで、低金利下での金融機関の自己資本利益率の低下を含め、金融仲介機能面への副作用の累積には注意が必要であると述べた。一方で、委員は、現在の環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もあるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、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、先行きの動向は注視していく必要があるとの認識で一致した。

更に、委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。ある委員は、今回の危機の経験を踏まえ、ウィズ・コロナ時代の金融政策のあり方について、検討を深めるべきであり、予想物価上昇率や成長期待の更なる下振れと長期化のリスクに注意を払いつつ、政策の波及経路と効果の検証が必要であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、経済を確実に回復軌道に乗せるためには、企業自身が成長戦略を立案・実行するマインドに早く戻す必要があり、中期的な視点から金融政策が企業経営に与える影響についても、慎重に点検すべきであると述べた。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する。」

これに対し、ある委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、①ETF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こと、② C P 等、社債等については、それぞれ約 2 兆円、約 3 兆円の残高を維持する。これに加え、2021 年 3 月末までの間、それぞれ 7.5 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、委員は、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、との考え方を共有した。

また、3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、委員は、引き続き、①新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ E T F および J - R E I T の積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくとの認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、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ことで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、新型感染症の深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、デフレの定着を容認せず、かつ具体的な条件下で行動することを約束する観点から、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 現在、政府においては、「経済財政運営と改革の基本方針 2020」（「骨太方針 2020」）や成長戦略等について、閣議決定に向けて与党

とも調整しながら、議論を進めているところである。今回の「骨太方針 2020」の原案でも確認されているとおり、これまでの累次の閣議決定や改革課題については、決められた方針に沿って、後退させることなく検討を進め、経済再生と財政健全化の両立にしっかり取り組んでいく方針である。

- 日本銀行には、引き続き、企業金融の円滑確保や金融市場の安定維持等に万全を期すことで、金融経済活動の下支えに貢献されることを期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は、感染症の影響により、輸出・生産が低迷するなど、極めて厳しい状況にあるが、個人消費に持ち直しの動きがみられるなど、下げ止まりつつある。先行きは、段階的に経済活動が再開されている中で、極めて厳しい状態から持ち直しに向かうことが期待される。今後は経済を成長軌道に戻していくことができるよう、緊急経済対策、補正予算を可能な限り迅速に実行することを通じて、事業の継続と雇用の維持により、経済をしっかりと下支えする。また、感染拡大防止と社会経済活動の両立を図っていく。
- 政府は7月8日に「骨太方針 2020」の原案を示した。コロナ対策と激甚化・頻発化する災害への対応の双方により、国民の生命・生活・雇用・事業を守り抜くとともに、行政分野を中心とするデジタル化の遅れや東京一極集中の危機管理上のリスクといった今般の感染症に際して浮き彫りとなった課題等の克服、「新たな日常」の早期実現に向け、実行すべき施策を5つの柱に整理している。
- 政府としては、感染症との長期戦も見据え、状況の変化に応じ、臨機応変に対応することとしており、日本銀行においても事態の推移を注視して、引き続き、適切な金融政策運営を行っていただきたい。日本経済を新型コロナウイルス感染症の影響から早期に回復させるべく、引き続き、政府との間で危機感を共有しつつ、緊密な連携を行っていただきたい。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員、安達委員、中村委員

反対：なし

3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、新型コロナウイルスの深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表する

こととされた。また、背景説明を含む全文は、7月16日に公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2020年6月15、16日開催分）が全員一致で承認され、7月20日に公表することとされた。

VIII. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2021年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、公表することとされた。

以 上

当面の金融政策運営について

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。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する¹。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、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。

②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

2. 日本銀行は、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。

¹ 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。

² 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。

引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。

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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員。反対：片岡委員。片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

^(注2) 片岡委員は、新型感染症の深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連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。

(2年9月16、17日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2020年9月16日(14:00～15:40)
9月17日(9:00～11:44)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)
	安達誠司	(〃)
	中村豊明	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	阪田 渉	大臣官房総括審議官
内閣府	茨木 秀行	大臣官房審議官(経済財政運営担当)(16日)
	田和 宏	内閣府審議官(17日)

(執行部からの報告者)

理事	内田眞一
理事	清水季子
理事	貝塚正彰
企画局長	清水誠一
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	大谷 聡
調査統計局長	亀田制作
調査統計局経済調査課長	川本卓司
国際局長	福本智之

(事務局)

政策委員会室長	中島健至
政策委員会室企画役	本田 尚
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	門川洋一

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月14、15日）で決定された短期政策金利（-0.1%）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、国債買入れを行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

企業等の資金繰り支援のための措置として、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のもとで、CP・社債等の買入れや、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを実施した。また、国債買入れやドルオペなどによって、円貨および外貨を潤沢に供給したほか、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、-0.07~-0.01%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、幾分低下している。

株価（日経平均株価）は、企業業績の回復期待の高まりや予想を上回る経済指標などを背景とした米国株価の上昇に連れるかたちで、上昇している。長期金利は、長短金利操作のもとで、ゼロ%程度で推移している。国債市場の流動性について、8月の「債券市場サーベイ」をみると、5月調査と比べて、市場の機能度判断DI（「高い」-「低い」）は、マイナス幅が大きく縮小している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、幾分円高方向の動きとなっている一方、円の対ユーロ相場は、欧州復興基金の設立合意等を背景に、ユーロ高方向の動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しつつある。前回会合以降に公表された各国の4~6月の実質GDPをみると、多くの国で過去最大のマイナス幅となっており、感染症拡大とロックダウン

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する。」

等の措置から、海外経済が大きく落ち込んだことが改めて確認された。その後の展開をみると、経済活動の再開やペントアップ需要の顕在化、挽回生産の動きなどから、企業の業況感は改善しており、世界生産や世界貿易量も足もと反発している。一方、夏場にかけて、米国などの一部国・地域では、感染者数が増加するもとのサービス消費の増勢テンポは緩やかなものとなるなど、海外経済ははっきりと持ち直すには至っていない。先行きの海外経済については、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、各国・地域の積極的なマクロ経済政策にも支えられて、持ち直していくとみられる。もっとも、当面は、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。また、感染症の帰趨や、それが海外経済に与える影響の大きさといった点については、引き続き、きわめて不確実性が大きい。

地域別に動きをみると、米国経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しつつある。個人消費は、夏場にかけての感染者数急増もあってサービス消費が落ち込んだ状態にあるものの、政府による家計所得の補填政策やペントアップ需要の一部顕在化などを受けて、財消費を中心に持ち直しつつある。住宅投資は、住宅ローン金利が既往最低水準を更新するもとの、ペントアップ需要もあって、増加している。設備投資は、機械投資の一部に持ち直しの動きがみられるものの、企業収益の減少などにより、全体としてみれば、依然として落ち込んだ状態にある。

欧州経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しつつある。ユーロエリアでは、個人消費は、最近の感染者数の増加もあってサービス消費が落ち込んだ状態にあるものの、政府による自動車の購入補助金の拡大やペントアップ需要の一部顕在化などを受けて、財消費を中心に持ち直しつつある。輸出や生産も持ち直しに転じている。設備投資は、一部に持ち直しの動きもみられるが、企業収益の減少などから、全体としてみれば、依然として落ち込んだ状態にある。

中国経済は、積極的なマクロ経済政策の効果発現やペントアップ需要の顕在化から、回復している。輸出は、増加している。個人消費は、一部で感染症の影響が残るものの、ペントアップ需要の顕在化により、全体として持ち直している。固定資産投資は、積極的なマクロ経済政策の効果発現に伴い、引き続き増加している。

中国以外の新興国経済は、一部に持ち直しの動きもみられるが、落ち込んだ状態が続いている。N I E s ・ A S E A N 経済は、内需は落ち込んだ状態にあるが、輸出や生産面では持ち直しの動きもみられている。また、インドやブラジル、ロシア経済は、感染症が拡大するも

とで、落ち込んだ状態が続いている。

海外の金融市場をみると、株価は、ワクチンの早期開発期待や、一部の良好な経済指標などを手掛かりに、期間を通してみれば上昇傾向を続けている。米国の長期金利は幾分上昇している。為替市場では、FRBによる低金利政策の長期化が意識されるもとの、小幅のドル安が進んだが、新興国通貨は、一部で下落がみられ、全体としてみれば横ばい圏内で推移している。この間、原油価格は、9月に入り、米国株価の調整などを受け、下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が徐々に再開するもとの、持ち直しつつある。先行きについては、経済活動が再開していくもとの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、緩やかな改善基調を辿るとみられる。

輸出や鉱工業生産は、海外経済の動きを反映して、持ち直しに転じている。実質輸出を財別にみると、自動車関連は、米欧中の自動車販売の回復を反映して、持ち直しに転じている。情報関連は、データセンター向けやパソコン関連を中心に増加している。一方、資本財は、世界的な設備投資先送りの動きを反映して、金属加工機械や建設用・鉱山用機械を中心に落ち込んでいる。先行きの輸出や生産は、世界的に感染症の影響が和らいでいくのに伴い、持ち直しを続けるとみられる。

個人消費は、飲食・宿泊等のサービスは依然として低水準となっているが、全体として徐々に持ち直している。財消費については、自動車販売は、6月以降は3か月連続で増加し、足もとでは年始の水準を回復している。家電販売は、在宅時間の長期化や特別定額給付金の効果もあって、持ち直し傾向にある。また、食料品や日用品などは、ひと頃に比べ増勢は鈍化しているが、「巣ごもり消費」の拡大を背景に底堅さを維持している。サービス消費は、緊急事態宣言が発令されていた4～5月をボトムに持ち直しの動きがみられるものの、7月以降の感染者数の増加もあって、そのペースは緩慢なものにとどまっている。水準でみても、外食や旅行などの対面型サービスを中心に、依然として低い状態にある。外食産業売上高は、5月以降、徐々に水準を切り上げているが、なお落ち込みの半分程度しか取り戻していない。旅行は、国内旅行は都道府県をまたぐ移動の自粛の緩和や「Go Toト

ラベル事業」を受けて低水準ながらも徐々に持ち直している一方、海外旅行は渡航制限の継続によりほぼ皆減の状態が続いている。先行きの個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費は相対的に低水準を続けるとみられるが、全体としては感染症の影響が和らいでいく中で、各種の所得支援策や需要刺激策にも支えられて、持ち直しが明確となっていくとみられる。

企業収益や業況感は、感染症の影響により悪化している。法人企業統計で4～6月の売上高経常利益率をみると、昨年後半から低下傾向にあったが、足もとでは、感染症の影響から一段と低下している。企業の業況感は、一部指標には持ち直しに向けた動きがみられるものの、中小企業を中心に大幅に悪化した状態にある。設備投資は、減少傾向にある。4～6月のGDPベースの実質設備投資（2次速報値）は、前期比-4.7%の減少となった。機械投資の一致指標である資本財総供給は、企業収益の悪化や先行き不透明感の高まりから、はっきりと減少している。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）も、オリンピック関連の大型案件の一巡もあって、緩やかな減少傾向にある。先行きの設備投資は、企業収益の悪化や感染症に関する先行き不透明感の高さを背景に、減少傾向を続けるとみられる。

感染症の影響が続く中で、雇用・所得環境には、弱い動きがみられている。7月の労働力調査の就業者数は、前年比-1.1%と、4～6月並みの減少幅となった。この間、4月の緊急事態宣言を受けて急増した休業者数は、5～6月以降ははっきりと減少しており、7月は概ね3月並みの水準に復している。7月の名目賃金は、所定外給与と夏季賞与の減少を主因に、前年比-2%台の下落となっている。先行きの雇用者所得については、当面、感染症の影響による経済活動の落ち込みや企業収益の減少の影響から、減少傾向が続くと見込まれる。

物価面について、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品は0%程度、除く生鮮食品・エネルギーは0%台半ばとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている。

予想物価上昇率は、弱含んでいる。

企業の資金需要は、新型コロナウイルス感染症の影響を受けた売上

げの減少や予備的な需要などを背景に増加している。企業の資金繰りは、感染症の影響を受けた売上げ減少などを背景に厳しさがみられる。中小企業の資金繰り判断D Iは、緩やかに改善しているが、感染症拡大前の水準には復していない。もっとも、日本銀行・政府の措置と金融機関の取り組みにより、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、総じて良好な発行環境となっている。企業の資金調達コストは、低水準で推移している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、6%台後半のプラスとなっている。C P・社債の発行残高の前年比は、10%を超える高めのプラスで推移している。

この間、マネタリーベースは、前年比で11%台半ばの伸びとなっている。マネーストックの前年比は、8%台半ばの伸びとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、米国を中心とした企業業績の回復期待の高まりなどから、ひと頃の緊張は緩和しているとの認識で一致した。もっとも、委員は、内外経済の不透明感が強いもとで、株式市場のボラティリティは依然として感染拡大前よりも高めの水準で推移するなど、引き続き、神経質な状況にあるとの見方を共有した。このうち一人の委員は、足もとでは、世界共通のショックに対して、各国・地域の財政・金融政策が同じ方向で実施されていることが金融市場の安定に繋がっているが、今後の情勢次第では、再びボラティリティが高まり得るため注意が必要であると述べた。また、別の委員は、市場参加者のリスク認識の偏りを示す指標について、株式市場のS K E W指数は高止まっており下方のテールリスク（大幅な株価下落）が意識されているほか、ドル/円のリスクリバーサルでは円高警戒感が高まっていると指摘した。

海外経済について、委員は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しつつあるとの認識で一致した。もっとも、多くの委員は、世界的に新型コロナウイルス感染症の影響が残る中で、経済活動の水準は依然として低いほか、サービス消費を中心に持ち直しのペースは緩慢であるとの認識を示した。また、一人の委員は、回復の軌道がはっきりとしたV字となっているセクターがある一方、未だ需要の回復目途が立たないセクターがあり、リーマン・ショック時と比較しても徐々にセク

ター間の対比が鮮明になりつつあると述べた。海外経済の先行きについて、委員は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとので、各国・地域の積極的なマクロ経済政策にも支えられて、持ち直していくとみられるが、そのペースは緩やかなものにとどまるとの認識を共有した。また、何人かの委員は、先行き、感染症の帰趨に加え、米中間の緊張の高まり、英国とEUの通商交渉、米国大統領選挙などのリスク要因もあり、不確実性が大きいと指摘した。

地域別にみると、米国経済について、委員は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しつつあるとの認識を共有した。複数の委員は、住宅投資や自動車販売などに、実質金利の低下を通じた金融緩和効果が現れていると指摘した。また、一人の委員は、米国経済は財消費を中心に持ち直しつつあり、若年・中年層の成長期待が下振れているようには窺えないことから、先行きも持ち直しが続くとの認識を示した。ある委員は、経済の回復ペースに比べると、雇用の回復の勢いが鈍化していることが気がりであると述べた。

欧州経済について、委員は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しつつあるとの見方を共有した。複数の委員は、ロックダウン解除後、欧州経済は持ち直しつつあるが、夏場にかけて、感染者数が再び拡大基調となっているもとので、高頻度データによれば、8月以降は景気の回復ペースが鈍っている点は気がりであると述べた。また、一人の委員は、輸出・生産・財消費を中心に持ち直しつつあるが、輸出の動向を見通すうえでは、足もとのユーロ高の影響が懸念されると述べた。

中国経済について、委員は、積極的なマクロ経済政策の効果発現やペントアップ需要の顕在化から、回復しているとの認識で一致した。複数の委員は、相対的にみれば、中国は感染症の抑制に成功していると指摘した。もっとも、何人かの委員は、世界経済の回復ペースが緩慢である中、米中間の緊張の高まりなどの影響もあって、当面は外需主導での回復は見込み難いとの認識を示した。また、一人の委員は、中国のマクロ経済政策はバランスのとれた成長を重視したものとなっており、総需要は勢いを欠いているため、世界経済を牽引するほどの力強さはないとの見方を示した。

新興国経済について、委員は、一部に持ち直しの動きもみられるが、大きく落ち込んだ状態が続いているとの認識を共有した。ある委員は、感染症の影響が長引いた場合、財政余力が乏しく対外債務の大きな国では、政策対応が難しくなる可能性があるとして述べた。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に

関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が徐々に再開するもとで、持ち直しつつあるとの見方で一致した。このうち何人かの委員は、わが国景気は4～6月に底打ちしたとみられると指摘した。この間、ある委員は、国内経済情勢は、前回会合時点でみていたよりも、幾分改善ペースが鈍いように窺われると指摘した。輸出や生産について、委員は、持ち直しに転じているとの認識で一致した。このうち、複数の委員は、内外の経済活動の再開に伴って、特に自動車関連を中心に復調の動きが明確になっていると述べた。ただし、別の複数の委員は、サービス輸出であるインバウンド需要は引き続き大きく落ち込んでいると指摘した。個人消費について、委員は、サービス消費は依然として低水準となっているが、財消費を中心に、全体として徐々に持ち直しているとの見方を共有した。一人の委員は、特別定額給付金の支給にも支えられて、最悪期は脱したとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、感染症の影響が残るもとで、特にサービス消費の持ち直しのペースは緩慢であるとの認識を示した。このうち一人の委員は、夏場には、外食や宿泊など対面型サービスは感染再拡大により足踏みしたと述べた。設備投資について、委員は、減少傾向にあるとの認識を共有した。一人の委員は、4～6月の法人企業統計では、収益の不透明感が強いもとで投資を手控える動きが窺われたとの見解を述べた。ある委員は、4～6月のGDPベースの設備投資の減少は概ね想定通りであったとの見方を示した。雇用・所得環境に関しては、委員は、弱い動きがみられているとの認識で一致した。そのうえで、複数の委員は、政府・日本銀行の政策の効果もあって、経済情勢の悪化に比べれば雇用の落ち込みは抑制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、経済活動が再開していくもとで、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、改善基調を辿ると考えられるが、世界的に感染症の影響が残る中で、そのペースは緩やかなものにとどまるとの見方で一致した。また、委員は、その後、感染症の影響が収束すれば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済はさらに改善を続けるとの見解を共有した。一人の委員は、先行きについて、7月の展望レポートで示したメインシナリオの見方を大きく変える必要はないとの認識を述べた。その理由として、この委員は、わが国は、これまでの経験を活かし、経済社会全体として、感染防止と経済活動

のバランスをとりながら、その双方を両立させ得る局面に入ってきているとの見方を付け加えた。ある委員は、当面は、感染症抑制と経済活動拡大の両立を模索しつつ、経済の回復ペースを慎重に点検することが肝要であるとの認識を示した。一人の委員は、わが国経済は、目先、輸出や生産に支えられて比較的是っきりと回復すると予想されるが、感染症の影響によりサービス消費を中心に内需の低迷が続く可能性が高いため、大幅な反発は見込みにくいと述べた。ある委員は、設備投資は、短観等の計画が例年よりも慎重に設定されており、雇用環境が悪化している中で、個人消費も回復の重石になるとみられることから、景気の回復ペースは緩やかと見込まれると述べた。そのうえで、多くの委員は、政策効果もあって、倒産や失業者の大幅な増加が回避されているもとの、現時点で成長期待は大きく低下していないが、今後、企業収益や雇用者所得が弱い状態が暫く続くと見込まれるため、企業や家計の支出行動が想定以上に慎重化することがないか、しっかりと点検する必要があるとの認識を示した。このうち一人の委員は、年金不安や長寿リスクが消費の重石となっていたもとの、今回の感染症により予期せず将来の所得が減少するリスクが認識されたことで、家計の貯蓄性向が更に高まり、消費の下押し圧力となることが懸念されると述べた。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、除く生鮮食品は既往の原油価格下落の影響などにより0%程度、除く生鮮食品・エネルギーは0%台半ばとなっており、予想物価上昇率については、弱含んでいるとの認識を共有した。何人かの委員は、消費者物価の品目別価格分布がマイナス方向に歪んでいくといった状況にはなく、現時点では、デフレ期にみられたような、値下げにより需要喚起を図る価格設定行動は広がっていないとの見方を示した。このうちのある委員は、需要減少が感染防止のための経済活動抑制によるもとの、企業は価格引き下げによる需要喚起が見込めないと考えているのではないかと述べた。

先行きについて、委員は、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとみられるが、その後は、景気が改善していくもとの、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。一人の委員は、企業が余剰人員を抱えた状況が続くと、感染症の収束後も賃金の上昇が抑制され、サービス価格が上がりにくくなる惧れがあるものの、必要な政策対応を続け、需給ギャップがプラスに転じる過程で、物価上昇のモメンタムを取り戻すことが可能であるとの見方を

示した。別のある委員は、構造改革や規制改革の機運は高まっており、こうした改革が奏功して成長期待が高まれば、雇用慣行の見直しや消費および投資行動の前向きな変化を通じて、やや長い目でみて、物価上昇率も高まっていくのではないかと述べた。他方、一人の委員は、消費者物価の前年比は、当面、はっきりとしたマイナスになると見込まれる中、追加的な悪材料が重なれば、家計や企業のコンフィデンスが一段と損なわれる惧れがあり、物価上昇のモメンタムが再び強まっていく時期にも影響し得ると指摘した。ある委員は、需給ギャップや予想物価上昇率が下押し圧力として作用しているもとで、予測可能な将来に、消費者物価の前年比が勢いをもって2%に近接していく姿を見通すことは、引き続き困難であると述べた。

経済・物価見通しのリスク要因として、委員は、新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさといった点について、引き続き、きわめて不確実性が大きいとの認識で一致した。更に、委員は、感染症の影響が収束するまで、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、また、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されるかについても注意が必要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、感染症の影響を中心に、下振れリスクについて、慎重にみていくべきとの考えを示した。このうち一人の委員は、感染症の影響を受けて、家計や企業のマインドや行動様式、企業の価格設定行動や予想物価上昇率の形成がどのように変化していくかといった、セカンド・ラウンド・エフェクトについて、慎重に点検していく必要があると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、全体として緩和した状態にあるが、売り上げの減少などを背景に企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっているとの認識で一致した。もっとも、委員は、日本銀行・政府の措置と民間金融機関による積極的な取り組みにより、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されているとの見方を共有した。ある委員は、こうしたもとで、現時点では、倒産や廃業の増加は抑制されており、金融システムは引き続き全体として安定性を維持しているとの認識を示した。そのうえで、この委員は、感染症の影響が続くと、年末・年度末にかけて資金繰りから支払い能力へと問題が移行していく中で、経済・物価に下押し圧力がかかる可能性には注意が必要であると述べた。この間、別のある委員は、金融仲介機能は適切に発揮され、かつてない規模で貸出の増加が続いているもの

の、銀行の株価純資産倍率の低迷などにみられている市場の評価は、金融システムの安定に対する懸念を映じている可能性がある」と指摘した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

当面の金融政策の基本的な運営スタンスについて、大方の委員は、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②円貨・外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFなどの積極的な買入れ、の「3つの柱」に基づく金融緩和措置は所期の効果を発揮しており、引き続き、この「3つの柱」により、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくことが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、その理由として、企業金融面へのストレスはかかり続けるとみられるほか、金融市場も感染症の帰趨により再び大きく不安定化し得ることを強調した。一人の委員は、当面の金融政策の優先課題は、企業の資金繰り支援と雇用の維持に努めることであると述べた。ある委員は、失業や倒産の急速な増加は回避されており、企業の資金繰り対応も進んでいるとみられるため、当面は政策効果を見極めていくことが適切であると指摘した。一人の委員は、当面は、現在の金融政策の方針を維持し、その効果と副作用を慎重に点検すべきとの認識を示した。また、ある委員は、「3つの柱」により金融緩和を続けることは、経済の下支えを通じて「物価安定の目標」を実現することに繋がると述べた。この間、別のある委員は、「3つの柱」による対応は効果を発揮しており、成長分野への投資など企業の前向きな動きに繋がるよう継続的に後押ししていくことが重要としつつも、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいと述べた。

そのうえで、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認識で一致した。ある委員は、仮に今後の回復が遅れる場合には、企業の信用コストの上昇と金融仲介機能の低下を招き、これが倒産の増加や雇用情勢の悪化に繋がる可能性があるため、必要と判断される場合には、躊躇なく政策対応を行うことが重要であるとの考えを強調した。

委員は、金融政策運営に関連する各種の留意点についても議論を行った。何人かの委員は、政府とは、引き続き、それぞれの役割を踏ま

えてしっかりと連携していくことが必要であるとの認識を示した。このうち一人の委員は、迅速な政策対応を行ううえでは、政府と中央銀行、および主要中央銀行間の緊密な情報交換などの協力・連携体制を堅持しておくことが重要であるとの見解を述べた。また、別のある委員は、政府との連携・協調は、特に、経済危機の際に効果的であるとしたうえで、大規模金融緩和は、生産年齢人口が減少する中でも雇用者数や所得を増加させ、新卒者の就職難をもたらさずに、貧困数も減らすなど雇用・所得面の効果があったこと、また、世界標準である2%の「物価安定の目標」を掲げて主要中央銀行と政策スタンスを揃えたこと、といったこれまでの成果と教訓を踏まえ、ウィズ・コロナ時代の金融政策のあり方について検討を深めるべきであると述べた。

委員は、成長戦略や構造改革の重要性についても議論した。ある委員は、中長期的には、わが国が構造改革や成長戦略に取り組んでいく中で、金融機関の目利き力や市場メカニズム等を通じて企業の成長を促し、潜在成長率を高めていくという視点が重要であると指摘した。また、別の委員は、「物価安定の目標」の実現には、中小企業を中心に、費用削減にとどまらない生産性向上のための改革が不可欠であり、政府や民間の取り組みをしっかりと分析・評価し、必要に応じて金融政策面から、民間の改革を支援していくべきであるとの考えを示した。もう一人の委員は、今後、感染症の抑制と経済活動を両立させていくというウィズ・コロナの視点から、デジタル化や非正規雇用の脆弱性の是正といった構造問題に、金融政策としてどのように貢献しうるか、議論していく必要性が生じると述べた。

その他の留意点として、ある委員は、2%の「物価安定の目標」を堅持することが必要であるが、金融緩和の長期化が見込まれる中、副作用への対応も含め、政策の持続性を確保していくことが重要であるとの認識を示した。この間、一人の委員は、経済情勢が大きく変化する中で「物価安定の目標」達成への筋道が見えなくなっている状況を踏まえ、目標達成に向けた戦略について改めて総合的に検討することが必要ではないかと述べた。

委員は、F R Bの新たな金融政策の戦略等との関連についてもコメントした。複数の委員は、日本銀行では、オーバーシュート型コミットメントを採用し、従来から、インフレ率が景気の変動などを均してみて平均的に2%となることを目指しており、今回、F R Bがインフレ目標について、時間を通じて平均して2%を目指すこととしたのは、日本銀行のこれまでの政策運営の考え方と軌を一にしたものであるとの認識を示した。また、何人かの委員は、日本銀行の政策金利のフ

ワードガイダンスについて、緩和方向を意識しながら金融緩和を継続していくという政策運営スタンスを明確化したものである旨を強調した。委員は、これらの点を、対外的に明確に説明していくべきとの意見を共有した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。その際、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する。」

これに対し、ある委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、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こと、②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、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、委員は、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、との考え方を共有した。

また、3月以降、日本銀行が新型コロナウイルス感染症の影響への対応として、導入・拡充してきた措置について、委員は、引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくとの認識で一致した。

当面の政策運営スタンスについて、委員は、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ことで一致した。そのうえで、大方の委員は、政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しているとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、感染症の深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、デフレの定着を容認せず、かつ具体的な条件下で行動することを約束する観点から、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、新型コロナウイルス感染症への対応として、2度にわたる補正予算を策定し、過去最大となる事業規模約230兆円を超える措置を講ずるとともに、医療提供体制の確保などに向けて予備費使用を決定するなど、感染拡大防止と社会経済活動の両立に取り組んできた。引き続き、感染拡大の防止に努めるとともに、雇用の維持、事業の継続、生活の下支えに万全を期していく。
- また、7月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2020」（「骨太方針2020」）などに沿って、ポストコロナ時代を見据え、新たな日常の構築による質の高い経済社会の実現を目指していく。
- 新内閣の組閣に際し、菅総理より、麻生財務大臣に対し、「日本銀行と緊密に連携し、新型コロナウイルス感染症の経済、資本市場への影響について、企業金融の円滑化と金融市場の安定に努め、事態を収束させるためにあらゆる手段を講ずるとともに、感染収束後に経済を再び確かな成長軌道へと回復させていくために、政府・日本銀行一体となって取り組む」との指示があった。日本銀行におかれても、これまでと同様に、感染症への対応をはじめ、必要とされ

る措置を適切に講じられることを期待している。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 4～6月期のGDP 2次速報は、実質成長率が年率換算で－28.1%と、比較可能な1980年以降で最大の落ち込みとなった。わが国では、4～5月に緊急事態宣言のもとで、経済をいわば人為的に止めていた影響によって、個人消費をはじめ、内需が大きく下押しされるなど、大変厳しい結果となった。一方で、月次の動きをみると、個人消費は感染者数の増加や豪雨災害の影響等で一部に足踏み感もみられるが、6月以降、持ち直しが続いている。
- 昨日、菅総理のもとで新内閣が発足したところである。政府としては、経済を内需主導で成長軌道に戻していくことができるよう、引き続き、緊急経済対策や補正予算の迅速な執行を通じて、事業・雇用・生活を守り抜くとともに、感染拡大防止と社会経済活動の両立をしっかりと図っていく。また、「骨太方針2020」に基づき、新たな日常を通じ、誰もが成長を実感できる質の高い経済社会を早期に実現することを目指し、デジタル・ニューディールをはじめ、必要施策について政策目標とスケジュール等を明らかにする実行計画を年末までに策定し、来年度予算、税制、規制改革など制度改革を含めて、強力かつ総合的に実行していきたいと考えている。政府は、感染状況や内外の経済動向を見極めながら、必要に応じて臨機応変に、かつ時機を逸することなく対応することとしている。
- 日本銀行におかれても、事態の推移を注視して、引き続き、適切な金融政策運営を行って頂きたい。日本経済を新型コロナウイルス感染症の影響から早期に回復させるべく、これまで同様、政府との間で危機感を共有しつつ、緊密な連携を行っていただきたい。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

資産買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債以外の資産の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. E T FおよびJ-R E I Tについて、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2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員、安達委員、中村委員

反対：なし

3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、新型コロナウイルスの深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2020年7月14、15日開催分）が全員一致で承認され、9月24日に公表することとされた。

以 上

当面の金融政策運営について

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。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する¹。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、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。

②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

2. わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が徐々に再開するもとで、持ち直しつつある。海外経済は、大きく落ち込んだ状態から、持ち直しつつある。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は持ち直しに転じている。一方、企業収益や業況感は悪化しており、設備投資は減少傾向にある。雇用・所得環境をみると、感染症の影響が続くなかで、弱

¹ 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。

² 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。

い動きがみられている。個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費は依然として低水準となっているが、全体として徐々に持ち直している。住宅投資は緩やかに減少している。この間、公共投資は緩やかな増加を続けている。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の原油価格下落の影響などにより、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含んでいる。

3. 先行きのわが国経済は、経済活動が再開していくも、ペントアップ需要（抑制されていた需要）の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる。もっとも、世界的に新型コロナウイルス感染症の影響が残るなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後、世界的に感染症の影響が収束すれば、海外経済が着実な成長経路に復していくも、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落などの影響を受けて、マイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落の影響が剥落していくことから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

4. リスク要因としては、新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きい。さらに、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、また、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されるかについても注意が必要である。

5. 日本銀行は、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。

引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。

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。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、安達委員、中村委員。反対：片岡委員。片岡委員は、今後の物価下押し圧力の強まりへの対応と、企業・家計の金利負担軽減を企図して、長短金利を引き下げること、金融緩和をより強化することが望ましいとして反対した。

^(注2) 片岡委員は、新型コロナウイルスの深刻な影響を念頭におくと、財政・金融政策の更なる連携が必要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連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。

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 3) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 4) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 5) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 7) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 10) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「宿泊旅行統計調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 12) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 13) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK 月次調査（債券）」
- (図表 16) 国土交通省「都道府県地価調査」
- (図表 17) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 18) ブルームバーグ社
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) 日本銀行、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券

- (図表 21) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 22) 日本相互証券
- (図表 23) ブルームバーグ社
- (図表 24) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 25) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 26) 東京証券取引所
- (図表 27) 日本銀行、国際決済銀行
- (図表 28) 国際決済銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 30) 日本銀行「短期社債等平均発行レート」、証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債等平均発行レート」
- (図表 31) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 33) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 37) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 40) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」