

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和4年12月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

令和 4 年 12 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	1
(2) 物価	12
(3) 海外経済	15
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	20
(3) 債券市場	22
(4) 株式市場	24
(5) 外国為替市場	25
(6) 企業金融	27
(7) 量的金融指標	31
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績	33
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	34
(2) 「経済・物価情勢の展望」	41
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 4年6月の会合	51
ロ. 9月の会合	54
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続	58
ロ. 感染症の影響への対応	64

ハ. 金融政策運営上の留意点	66
（５）金融政策手段に係る事項の決定又は変更	69
3. 金融市場調節の実施状況	70
4. 日本銀行のバランスシートの動き	75
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	77
2. 金融政策決定会合議事要旨	126
参考計表・資料一覧	216

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4年度上期中、資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直した。
輸出や鉱工業生産は、上期前半には供給制約の影響が強まったものの、その後は同影響が和らぐもとで、基調として増加した。企業収益は全体として高水準で推移し、企業の業況感は横ばいとなった。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた。雇用・所得環境をみると、全体として緩やかに改善した。個人消費は、夏場の感染再拡大の影響を受けつつも、緩やかに増加した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった。
2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、プラス幅を拡大し、上期末には3%程度となった。予想物価上昇率は、上昇した。

(金融市場・金融環境の動向)

3. 国際金融市場をみると、中央銀行の利上げペースの加速が意識されるもとで、米欧の長期金利は大幅に上昇した。各国のリスク性資産の価格は、長期金利が上昇傾向を辿るもとで、先行きの景気減速懸念もあって、大きく下落した。この間、国際商品市況は、地政学的リスクの影響が残るもとで引き続き高水準で推移したものの、グローバルな需要見通しの悪化を受けて、総じて下落した。
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。CPの発行金利は、

きわめて低い水準で推移した。社債の発行金利は、幾分上昇したものの、低い水準で推移した。

株価は、米欧株に連れて下落し、9月末には25千円台後半となった。ただし、米国株対比での割安感や為替円安などが意識されるもとの、米欧株価に比べると、下落幅は小幅となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、日米間の金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、本邦輸入企業のドル買いなどもあって、円安ドル高方向の動きとなり、9月末には144円台となった。この間、円買いドル売りの為替介入が実施された。円の対ユーロ相場も、欧州金利の上昇を受けて、円安ユーロ高方向の動きとなった。

5. 企業金融について、資金需要面をみると、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要が総じて落ち着いて推移するもとの、経済活動の再開や原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりから、緩やかに増加した。企業の資金繰りは、一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い、中小企業も含めて改善傾向を維持した。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）の前年比は、新型コロナ対応金融支援特別オペの残高が減少したことを主因に徐々に低下し、9月にはマイナスに転じた。マネーストック（M2）の前年比は、3%台前半で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

7. 4年度上期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、4月と6月の会合では、「新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」、7月の会合では、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとの、持ち直している」、9月の会合では、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑

制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している」とそれぞれ判断した。

8. 金融政策運営面では、4月の会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を決定した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

- ① 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。
短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。
長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。
- ② 連続指値オペの運用
上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

その後の各会合では、上記の金融市場調節方針を維持した。

資産買入れ方針については、すべての会合において、以下の方針を維持することとした。

(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 ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

9月の会合では、新型コロナ対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していくことを決定した。

(1) 新型コロナ対応金融支援特別オペの取り扱い

- ① 感染症対応にかかる中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、5年3月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。
- ② 感染症対応にかかる中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、4年12月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。

(2) 金額無制限の共通担保資金供給オペの実施

上記オペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している「共通担保資金供給オペ」について、金額に上限を設けずに実施することとする（9月27日に予定している次回実施分から変更）。

先行きの金融政策運営については、すべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。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」との考え方を示した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

9. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、685.8兆円（前年比-5.3%）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)

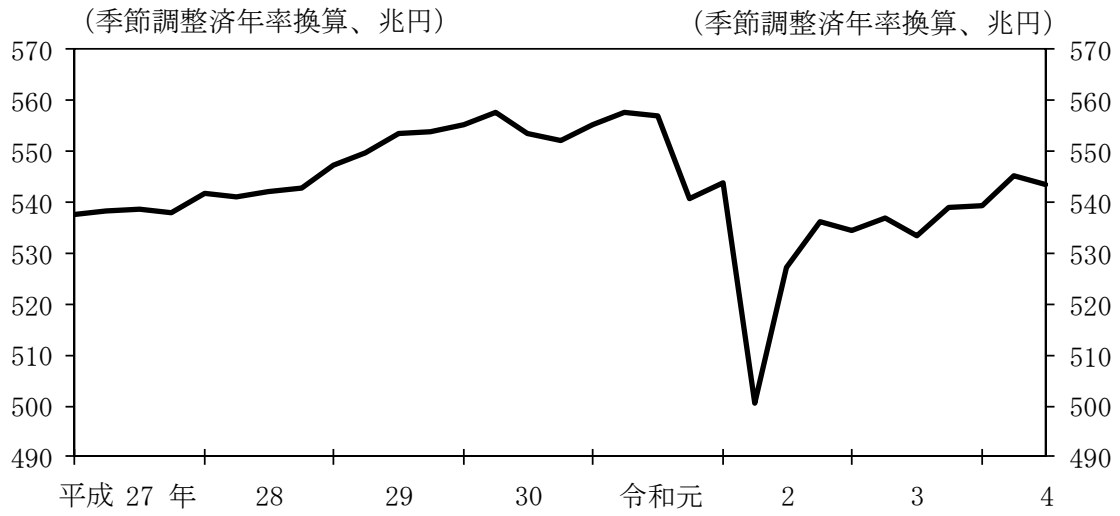
わが国経済は、令和4年度上期中、資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直した。

輸出や鉱工業生産は、上期前半には供給制約の影響が強まったものの、その後は同影響が和らぐもとで、基調として増加した。企業収益は全体として高水準で推移し、企業の業況感は横ばいとなった。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた。雇用・所得環境をみると、全体として緩やかに改善した。個人消費は、夏場の感染再拡大の影響を受けつつも、緩やかに増加した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった。

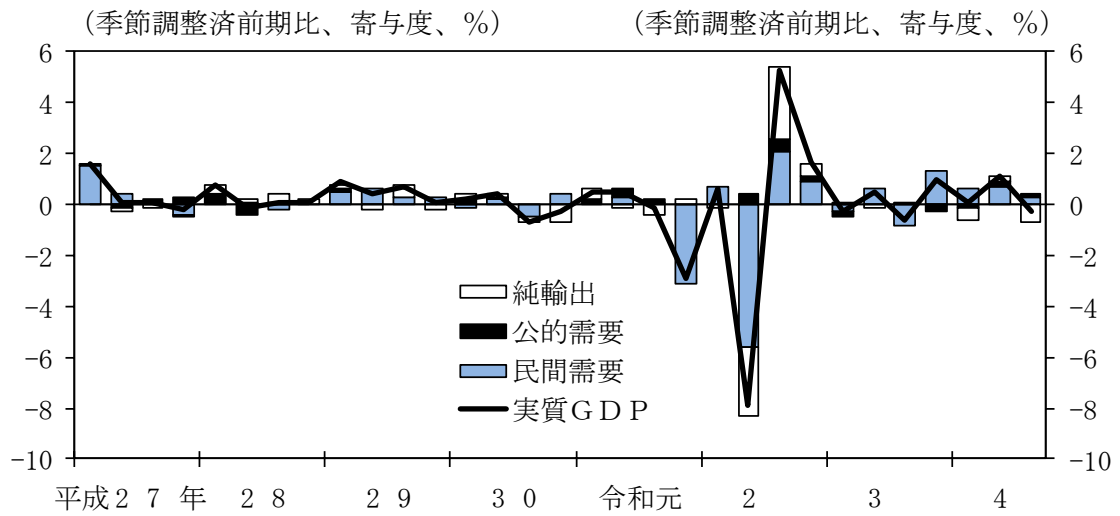
以上の経済情勢のもとで、実質GDPは、4年度上期は、3年度下期対比で増加した(図表1)。

(図表1) 実質GDPの推移

(1) レベル



(2) 前期比



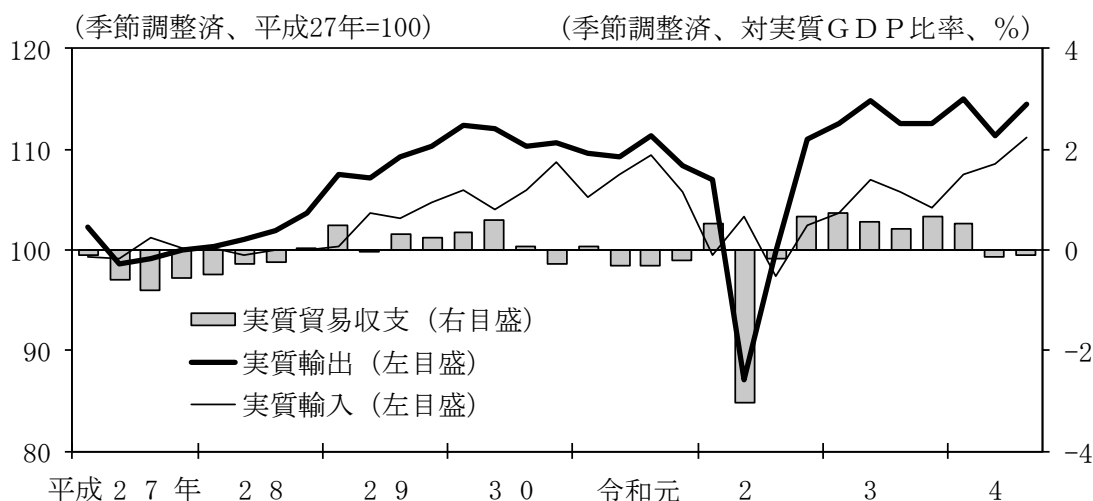
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

(輸出は、上期前半には供給制約の影響が強まったものの、その後は同影響が和らぐもとで、基調として増加した)

実質輸出は¹、上期前半には世界的な半導体需給のひっ迫や上海でのロックダウンなどに伴う供給制約の影響から幅広い財が下押しされたものの、その後は同影響が和らぐもとで、自動車関連や資本財を中心に基調として増加した(図表2)。子細にみると、先進国向けは、上期前半には、供給制約の強まりから減少したが、その後は、上海でのロックダウンの影響が概ね解消するもとで、自動車関連や資本財を中心に増加した。新興国向けでは、NIEs・ASEAN等向けは、中長期的なデジタル関連需要の拡大観測等を背景とした資本財の増加に支えられて、高水準で推移した。中国向けは、上期前半にロックダウンの影響から大幅に減少したあと、後半には同影響の緩和から全体としては増加に転じた。ただし、中国向け、NIEs・ASEAN等向けともに、上期後半には中間財や情報関連の一部に弱さがみられた。

実質輸入は、上期前半には供給制約の影響がみられたものの、均してみれば、国内需要の持ち直しを反映して増加基調を続けた(図表2)。

(図表2) 実質輸出入と実質貿易収支



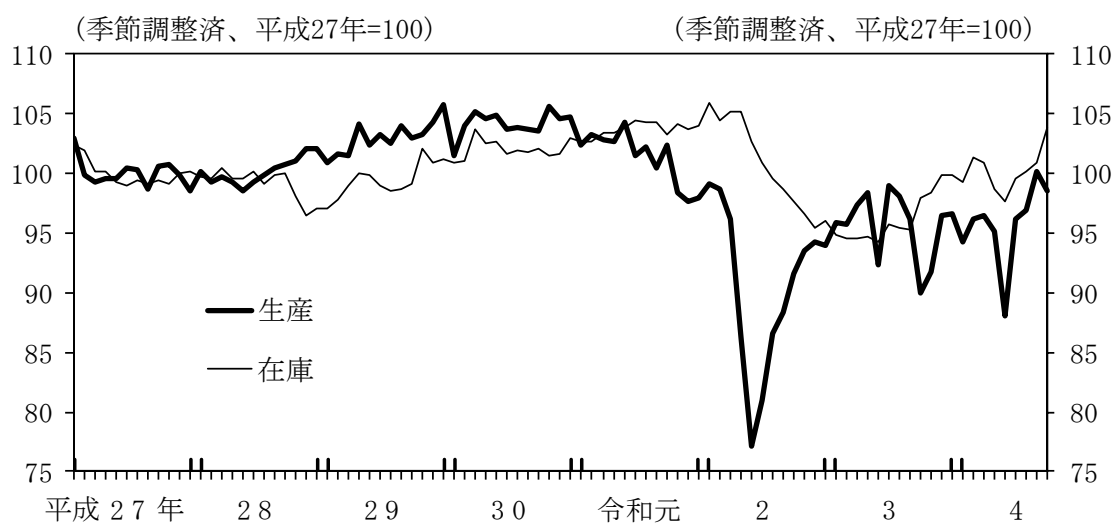
¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。

（鉦工業生産は、上期前半には供給制約の影響が強まったものの、その後は同影響が和らぐもとで、基調として増加した）

鉦工業生産は、上期前半には世界的な半導体需給のひっ迫や上海でのロックダウンなどに伴う供給制約の影響から幅広い業種が下押しされたものの、その後は、同影響の緩和や内外の堅調な設備投資需要を背景に、基調として増加した（図表3）。業種別にみると、輸送機械は、上期前半には、供給制約の強まりから減少したが、その後は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫は改善しつつも継続したが、上海でのロックダウンの影響が概ね解消したことなどから、増加に転じた。はん用・生産用・業務用機械は、内外の堅調な設備投資（機械投資）需要を背景に増加した。電子部品・デバイス、自動車向けなどは堅調に推移したが、グローバルな需要減速を受けたスマートフォンやパソコン向けの大幅な減少を主因に全体としても減少した。

在庫は、供給制約の影響による振れを均せば、横ばい圏内の動きとなった。

（図表3）鉦工業生産

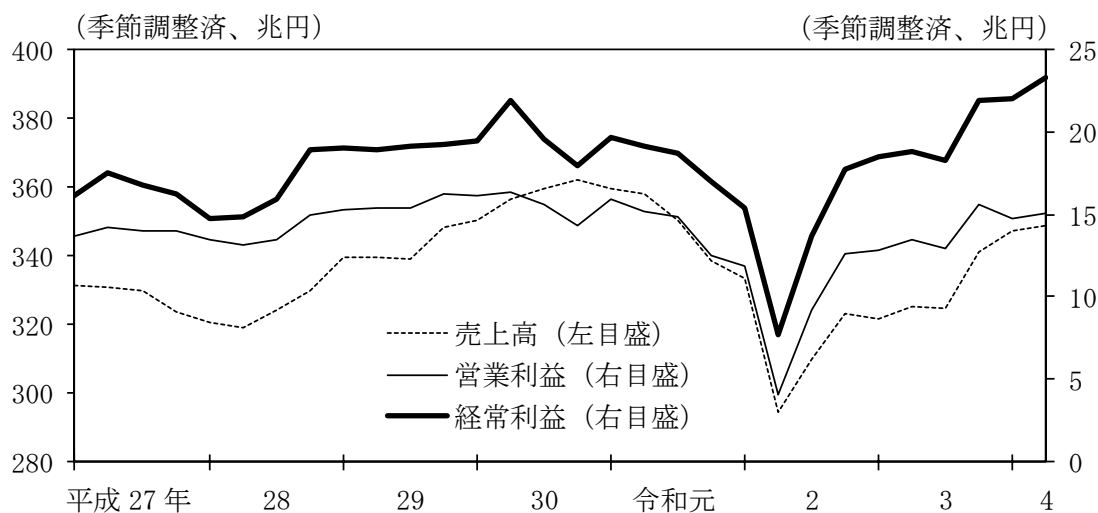


（企業収益は全体として高水準で推移し、企業の業況感は横ばいとなった。設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた）

企業収益について、法人企業統計の経常利益をみると（図表4）、全体として高水準で推移した。原材料コスト上昇に伴う交易条件の悪化や供給制約の影響が収益の押し下げ要因として作用した一方、国内における感染症の影響緩和に加え、為替円安による海外子会社等からの受取配当金の増加などが収益の押し上げ要因となった。また、雇用調整助成金などの感染症拡大以降の各種の財政支援策も、一頃と比べると減少しているものの、引き続き中小企業の収益を下支えする方向に作用した。

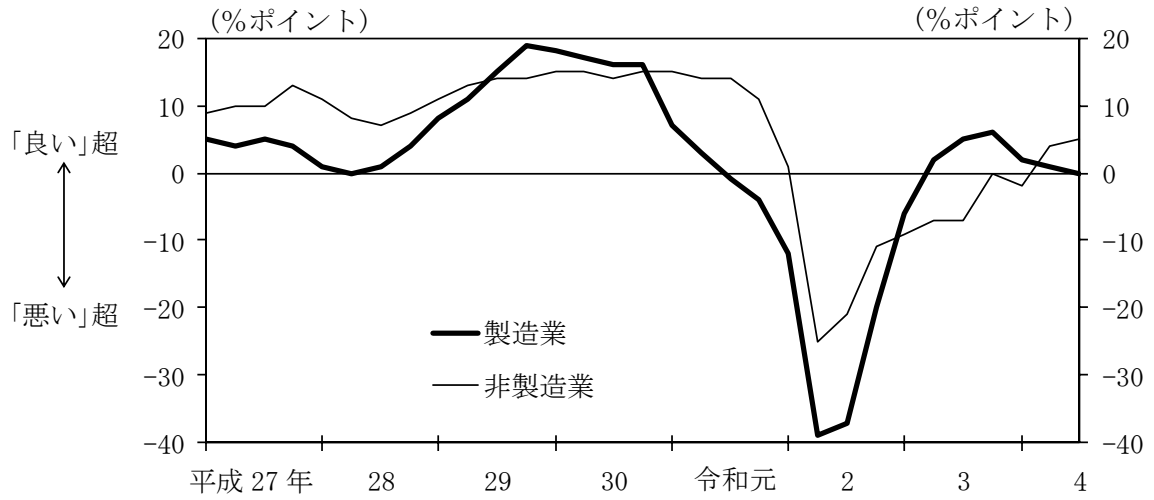
短観でみた企業の業況感は、原材料コスト上昇に伴う交易条件の悪化が押し下げに作用した一方、感染抑制と経済活動の両立の進展が押し上げに作用したことから、全体として横ばいとなった（図表5）。製造業は、供給制約の影響は徐々に緩和したものの、原材料コスト上昇などを背景に幾分悪化した。非製造業は、原材料コスト上昇の影響はみられたが、感染抑制と経済活動の両立が進むもとで、対面型サービスや不動産、運輸を中心に小幅に改善した。

（図表4）企業収益



（注）金融業、保険業および純粋持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

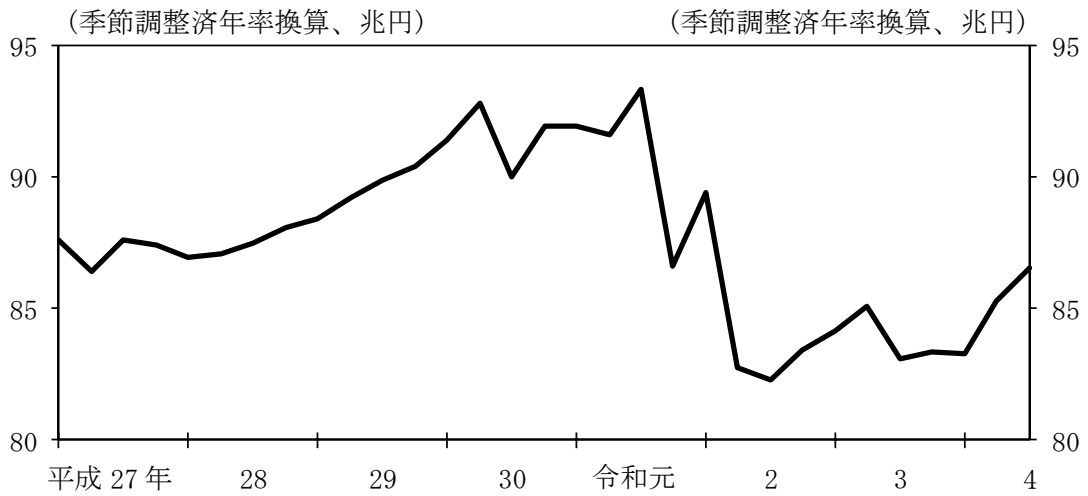
(図表5) 企業の業況判断D I (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は、一部業種に弱さがみられたものの、持ち直しを続けた(図表6)。

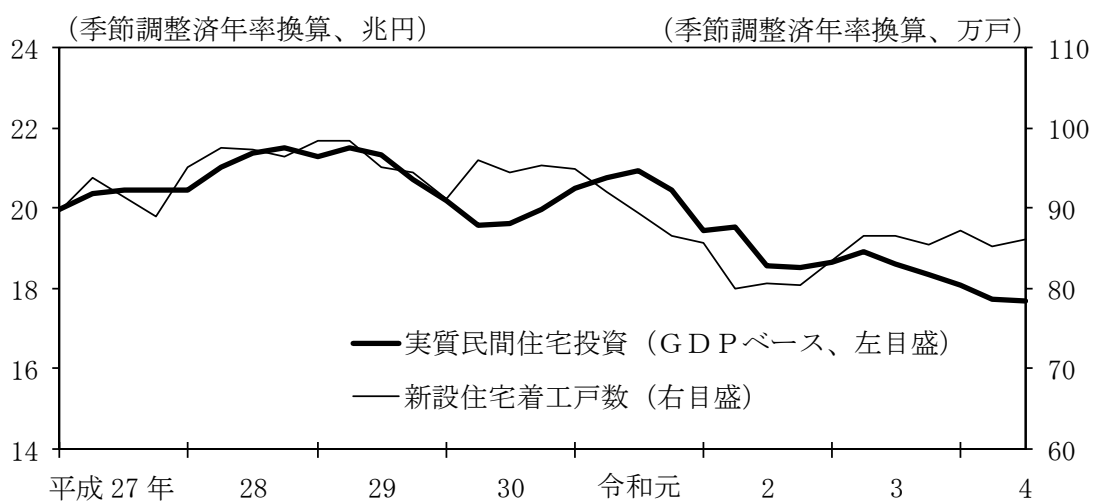
(図表6) 設備投資 (実質、GDPベース)



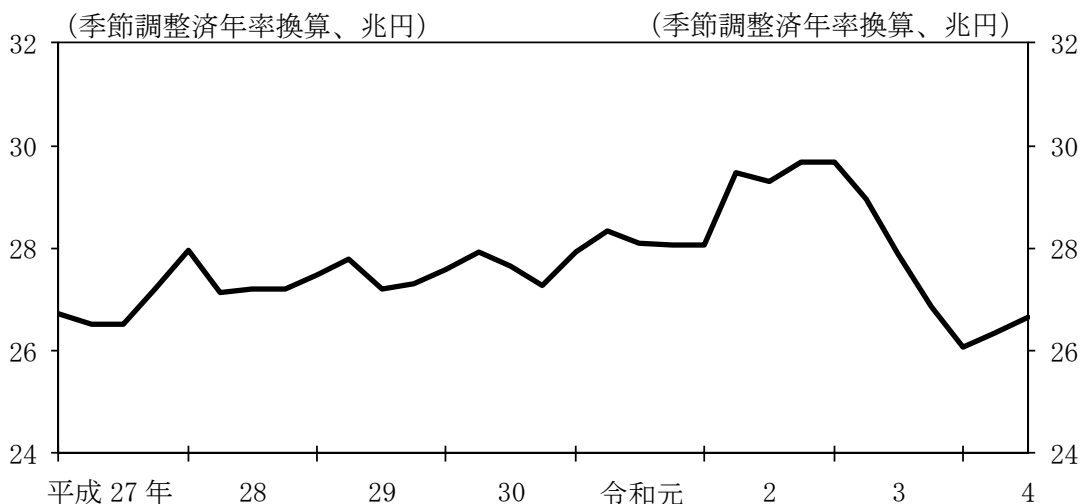
(住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった)

住宅投資は、ペントアップ需要の一巡などから、弱めの動きとなった(図表7)。公共投資は、国土強靱化関連工事等が進捗するもとの、横ばい圏内の動きとなった(図表8)。

(図表7) 住宅投資



(図表8) 公共投資 (実質、GDPベース)

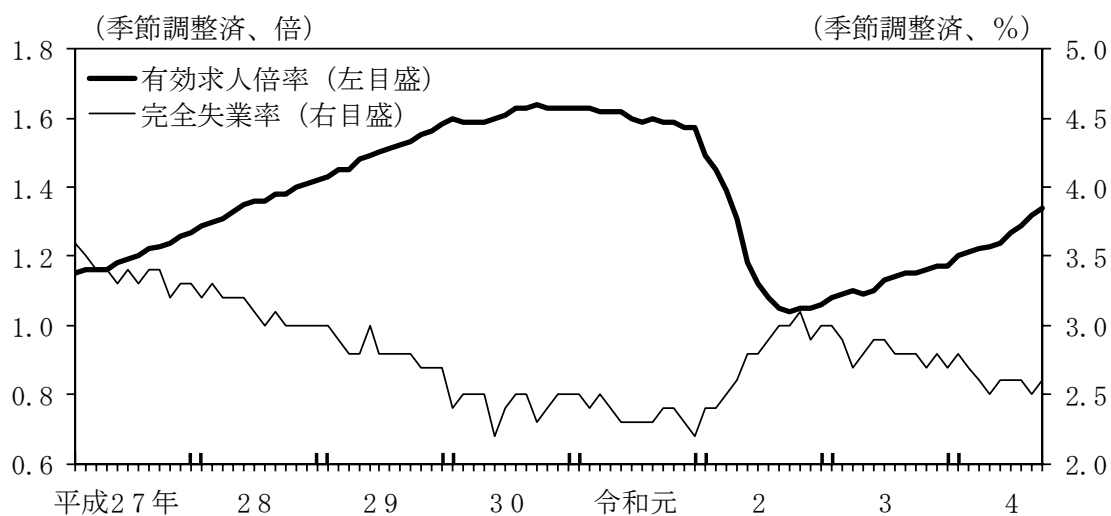


（雇用・所得環境をみると、全体として緩やかに改善した）

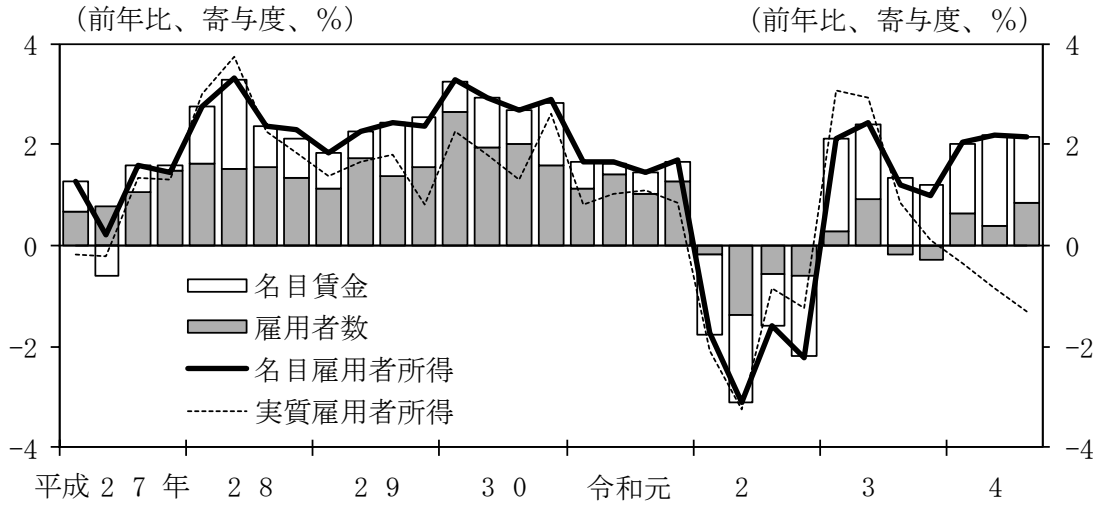
労働需給についてみると（図表9）、完全失業率は、振れを伴いつつも、緩やかに低下し、上期末には2%台半ばとなった。有効求人倍率は、正社員求人が人手不足業種で堅調に推移しているほか、パート求人も経済活動の再開が進む対面型サービス等で増加していることから、緩やかに上昇した。

雇用者所得は、名目ベースでは改善したが、実質ベースでは、物価上昇を反映して前年比で小幅のマイナスとなった（図表10）。内訳をみると、名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、緩やかに増加した。人手不足感が意識されるもとで所定内給与が緩やかな増加を続けたほか、高水準の企業収益を反映して特別給与（夏季賞与）がはっきりと増加した。雇用者数は、正規雇用が人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に緩やかな増加傾向をたどったほか、非正規雇用も、経済活動の再開が進むもとで、緩やかに増加した。

（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) 毎月勤労統計の平成 28 年第 1 四半期以降は、共通事業所ベース。

(注 3) 雇用者所得の実質値は、消費者物価指数（総合除く持家の帰属家賃）を用いて算出。

(注 4) 四半期は、以下のように組み替えている。4 年第 3 四半期は、9 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。

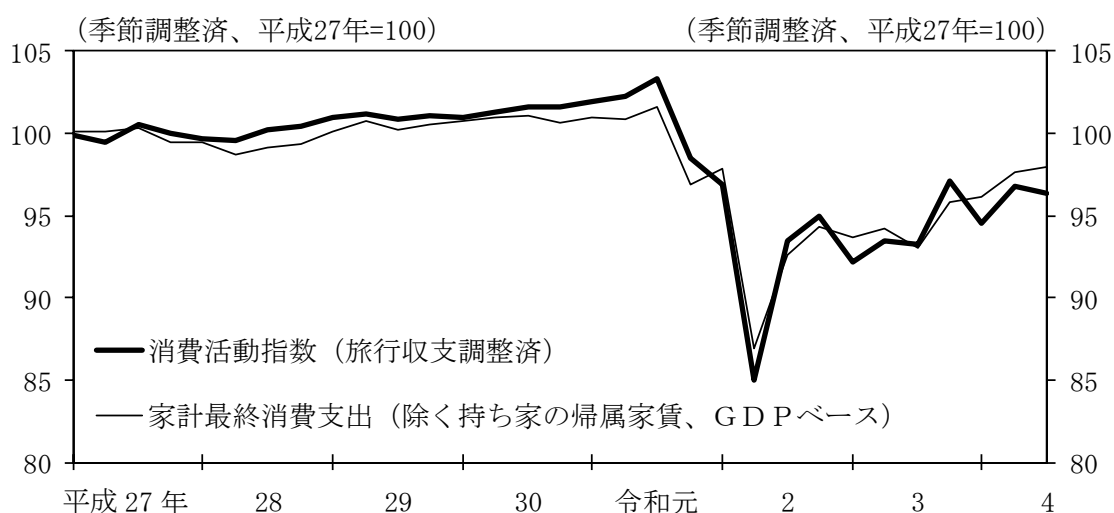
(個人消費は、夏場の感染再拡大の影響を受けつつも、緩やかに増加した)

個人消費は、上期前半に感染状況が落ち着くもとの、サービス消費を中心にはっきりと持ち直した。その後、夏場には感染再拡大の影響を受ける局面もみられたが、期間を通してみれば、感染抑制と消費活動の両立が進むもとの、個人消費は緩やかな増加を続けた(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、上期前半に供給制約の強まりから減少したが、その後は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫の影響を残しつつも、上海でのロックダウンの影響が概ね解消するもとの、振れを伴いつつも、緩やかに持ち直した。家電販売は、感染症拡大下でのパソコン等への需要増が一巡したことなどから減少した。サービス消費の動向をみると(図表 11(3))、外食は、上期前半にはっきりと増加したあと、夏場には感染再拡大の影響から小幅に下押しされる局面もみられたが、上期末にかけて、感染状況の落ち着きに伴い再び増加した。国内宿泊者数も、感染抑制と消費活動の両立が進むもとの、均してみれば、近距離旅行を中心に増加した。

個人消費関連のマインド指標は、感染抑制と経済活動の両立の進展が下支えとなったものの、物価上昇が意識されるもとの、水準を切り下げた(図表 12)。

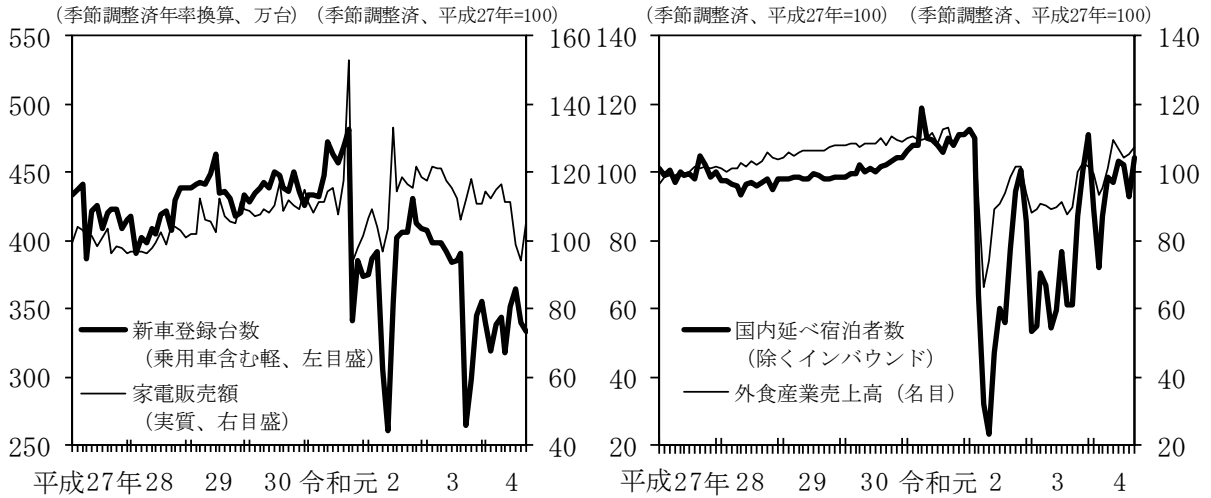
(図表 11) 個人消費

(1) 個人消費 (実質)



(2) 耐久財消費

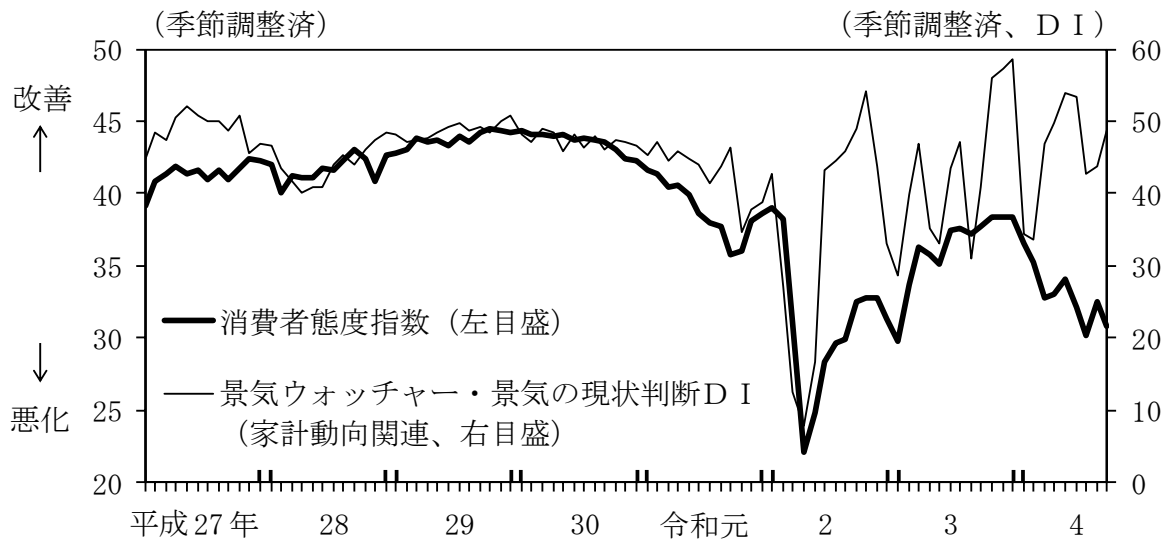
(3) サービス消費



(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



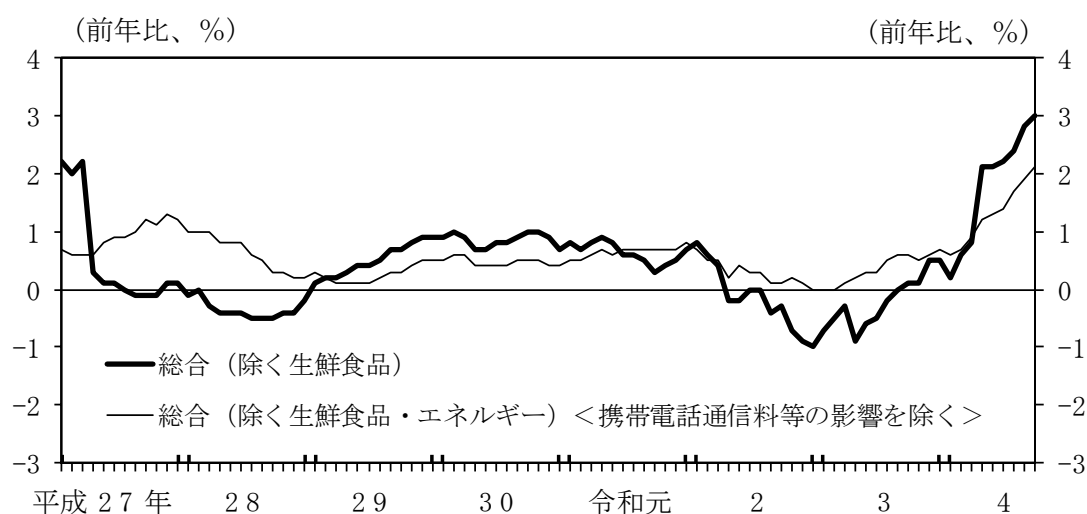
(注) 消費者態度指数(調査客体：全国・二人以上の世帯 約5,400世帯)は、消費者意識を尋ねたアンケート調査。景気ウォッチャー調査(同<家計動向関連>：全国約1,400人)は、家計動向を敏感に反映する現象を観察できる職種の人々に尋ねたアンケート調査。

(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、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、プラス幅を拡大し、上期末には3%程度となった（図表13）。内訳をみると（図表14）、財は、石油製品が伸び率を縮小したが、食料工業製品や日用品、耐久財で原材料コスト上昇を転嫁する動きが一段と進んだことから、前年比プラス幅の拡大が続いた。一般サービスをみると、前年の携帯電話通信料の下落の影響が段階的に剥落したほか、外食や家事関連サービスを中心に原材料コスト上昇を転嫁する動きが進んだことから、上期末にはプラスに転化した。公共料金をみると、化石燃料価格の上昇を反映した電気代・都市ガス代の上昇継続から、高めの前年比プラス幅が続いた。

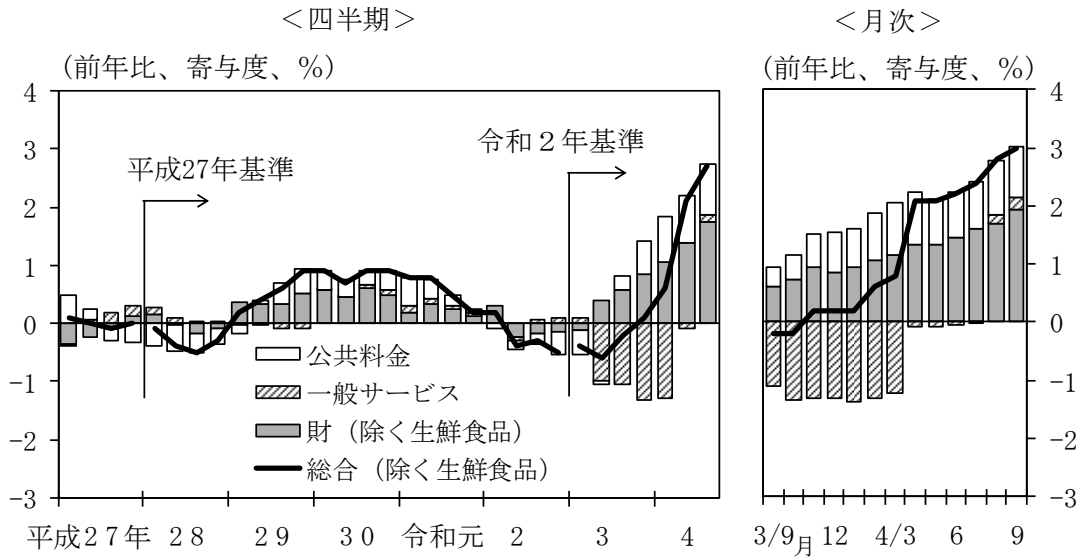
予想物価上昇率は（図表15）、上昇した。

(図表13) 消費者物価



(注) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）＜携帯電話通信料等の影響を除く＞は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go Toトラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳

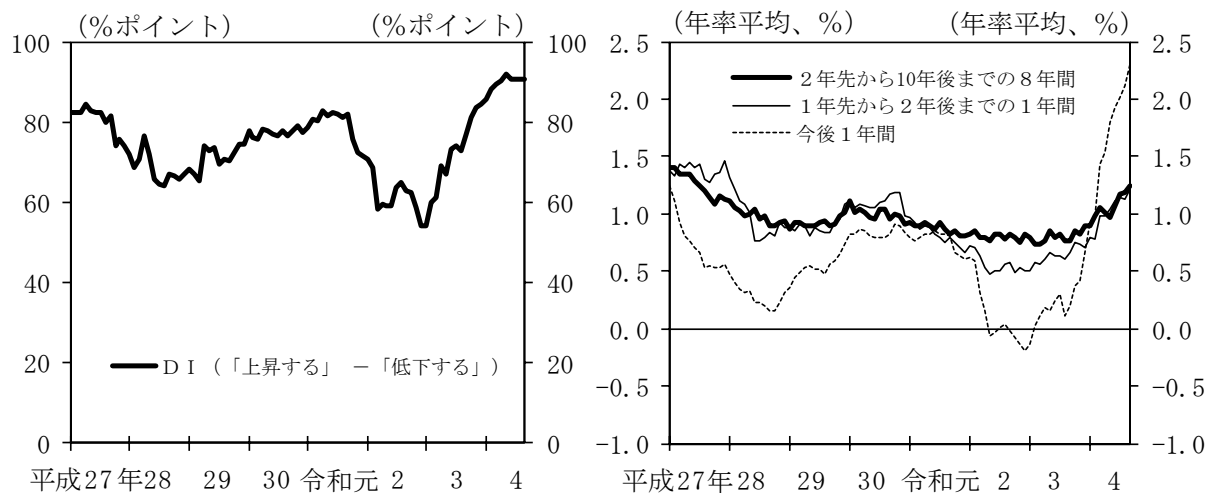


(注 1) 分類は組み替えて定義（「」内は総務省公表ベース）。財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」。

(注 2) 消費者物価指数は、消費税引き上げ・教育無償化政策、G o T o トラベルの影響を除く（2年 4 月以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値）。

(図表 15) 予想物価上昇率

- (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。

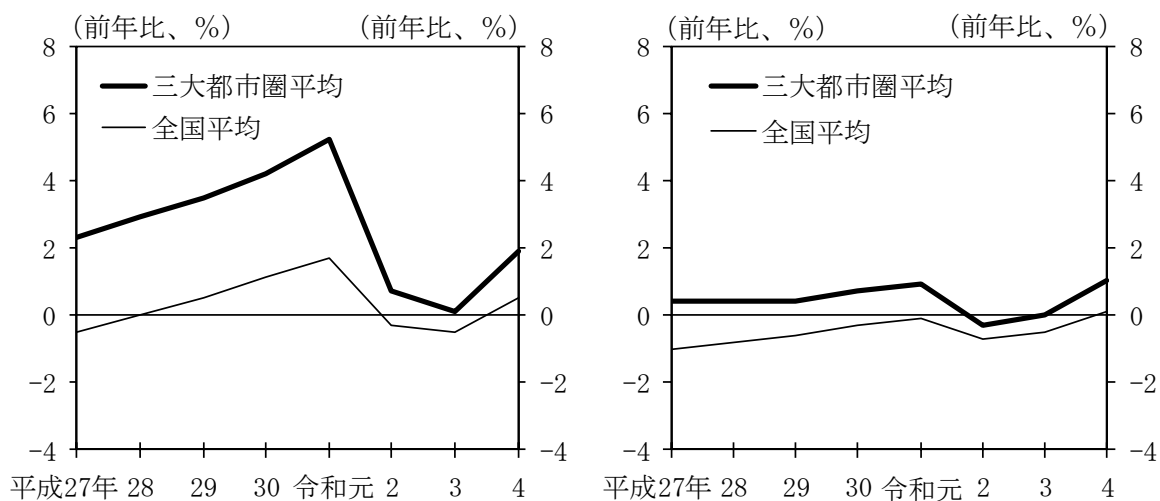
(注 2) QUICK調査は、消費税引き上げの影響を含むベース。

地価を都道府県地価（7月時点）の前年比で見ると（図表16）、全国平均は、住宅地、商業地ともに、経済の持ち直しなどを背景に小幅のプラスに転じた。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均についても、住宅地は横ばいからプラスに転じたほか、商業地はプラス幅が拡大した。

（図表16）都道府県地価

（1）商業地

（2）住宅地



（注）都道府県地価は、7月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

4年度上期の海外経済は、前半には中国など一部に弱めの動きがみられ、後半には先進国を中心に減速の動きがみられたものの、総じてみれば回復を続けた(図表17)。

(図表17) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		2年	3年	3年 4-6月期	7-9月	10-12月	4年 1-3月	4-6月	7-9月
米 国		-2.8	5.9	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.6
ユーロエリア		-6.1	5.3	8.2	9.3	2.1	2.4	3.3	0.8
新興 国・ 地域	中 国	2.2	8.1	7.9	4.9	4.0	4.8	0.4	3.9
	イ ン ド	-6.6	8.3	20.1	8.4	5.4	4.1	13.5	-
	N I E s および A S E A N 4	-2.8	4.3	8.7	3.2	4.7	4.0	4.4	-
	ブラジル	-3.9	4.6	12.3	4.0	1.6	1.7	3.2	-
	ロ シ ア	-2.7	4.7	10.5	4.0	5.0	3.5	-4.1	-4.0

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

米国経済は、回復を続けたあと、大幅な物価上昇や米国連邦準備制度の利上げの継続を受けて、内需を中心に幾分減速した。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の変動の影響などを受けて、8%台前半から9%程度の間で推移した。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、5%台後半から6%台半ばで推移した。

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、5月の会合で0.50%引き上げたあと、6月、7月、9月の会合でそれぞれ0.75%引き上げ、3.00~3.25%とした。この間、政策金利についてのフォワード・ガイダンスに関して、「誘導目標レンジの継続的な引き上げが適切になると見込んでいる」との表現を維持した。バランスシートの縮小については、5月の会合で、国債とエージェンシー債、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の保有額の削減を6月初から開始することを決定した。具体的に

は、当初3か月間は、国債については1か月あたり300億ドル、エージェンシー債とエージェンシー保証付きモーゲージ担保証券については同175億ドルをそれぞれ上限として削減し、その後は、上限をそれぞれ2倍に引き上げて削減した。

ユーロエリア経済は、基調としては回復を続けたものの、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、上期の後半には減速の動きがみられた。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格上昇などの影響を受けて、7%台半ばから10%程度まで上昇を続けた。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、3%台半ばから4%台後半へと上昇した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、7月の会合において、平成23年7月以来11年ぶりに政策金利をそれぞれ0.50%引き上げ、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を0.50%、限界貸出金利を0.75%、中銀預け金金利を0.00%とした。その後の9月の会合でも政策金利をそれぞれ0.75%引き上げ、主要リファイナンス・オペにおける適用金利を1.25%、限界貸出金利を1.50%、中銀預け金金利を0.75%とした。資産買入れプログラム（APP）については、6月上旬の会合において、純資産買入れを7月初に終了することを決定した。パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）については、6月半ばの臨時会合において、市場の分断リスクへの対応として、パンデミックに起因する脆弱性がユーロエリア経済に残存していること等を踏まえて、償還元本の再投資を柔軟に行うことを決定した。また、7月の会合では、金融政策の効果がユーロエリア全体に円滑に波及していくことを確保するため、特定地域の市場環境がファンダメンタルズでは説明できないほど悪化した場合に行う新たな資産買入れ手段として、TPI（Transmission Protection Instrument）の導入を決定した。

新興国・地域をみると、中国経済は、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う厳格な公衆衛生上の措置を受けて下押しされたあと、当該措置の影響が和らぐもとで回復に転じた。この間、不動産投資は減少を続けた。物価面では、消費者物価の前年比は、引き続き政府目標（3%前後）を下回って推移した。財政政策面では、昨年を上回る規模の地方专项債の早期発行を通じてインフラ投資が増加したほか、中小・零細企業を主な対象とする減税・還付や自動車購入税の減税といった景気刺激策も講じられた。金融政策面では、中国人民銀行は、預金準備率を4月に0.25%ポイント引き下げた。また、オペ金利（中期貸出ファシリティ金利、1年物）についても、8月に2.75%に引き下げた。

中国以外の新興国・地域の経済は、ウクライナ情勢の影響により下押しされる国・地域がみられたほか、上期の後半には一部で外需に弱さがみられたものの、経

経済活動の再開が進展するもとの、総じてみれば持ち直しを続けた。また、ロシア経済は、経済制裁を受けたインフレ率の高止まりなどを背景に、内需を中心に大きく下押しされた。物価面では、インフレ率は、エネルギー価格や食料品価格の上昇を主因に伸び率が高まり、多くの国でインフレ目標を大きく上回って推移した。金融政策面では、インフレ率の上昇などを受けて、ブラジルやハンガリー、ポーランドなどで引き続き利上げが実施されたほか、アジア諸国でも利上げの動きが広がった。

2. 金融面の動向

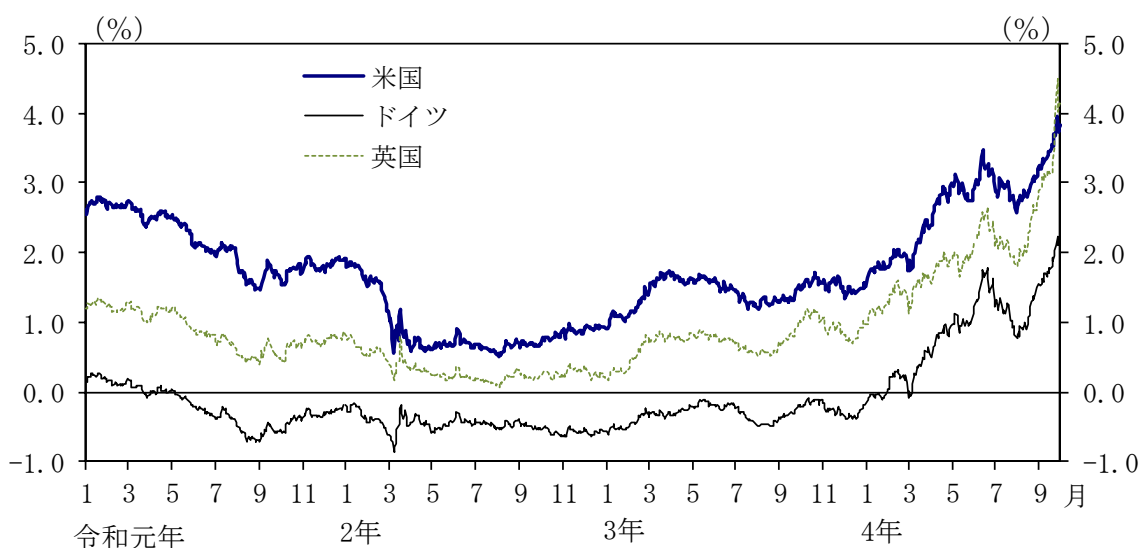
(1) 国際金融市場

令和4年度上期の国際金融市場をみると、中央銀行の利上げペースの加速が意識されるもとの、米欧の長期金利は大幅に上昇した。各国のリスク性資産の価格は、長期金利が上昇傾向を辿るもとの、先行きの景気減速懸念もあって、大きく下落した。この間、国際商品市況は、地政学的リスクの影響が残るもとの引き続き高水準で推移したものの、グローバルな需要見通しの悪化を受けて、総じて下落した。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートは、米国連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。ターム物金利は²、米国連邦準備制度による利上げを織り込みながら上昇した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、欧州中央銀行による利上げを受けて上昇した。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）は、先行きの景気減速懸念が強まるなかで低下する局面もみられたが、インフレ率の高進が続くもとの、中央銀行の利上げペースの加速が意識されたことなどから、期間を通じてみれば大幅に上昇した（図表18）。

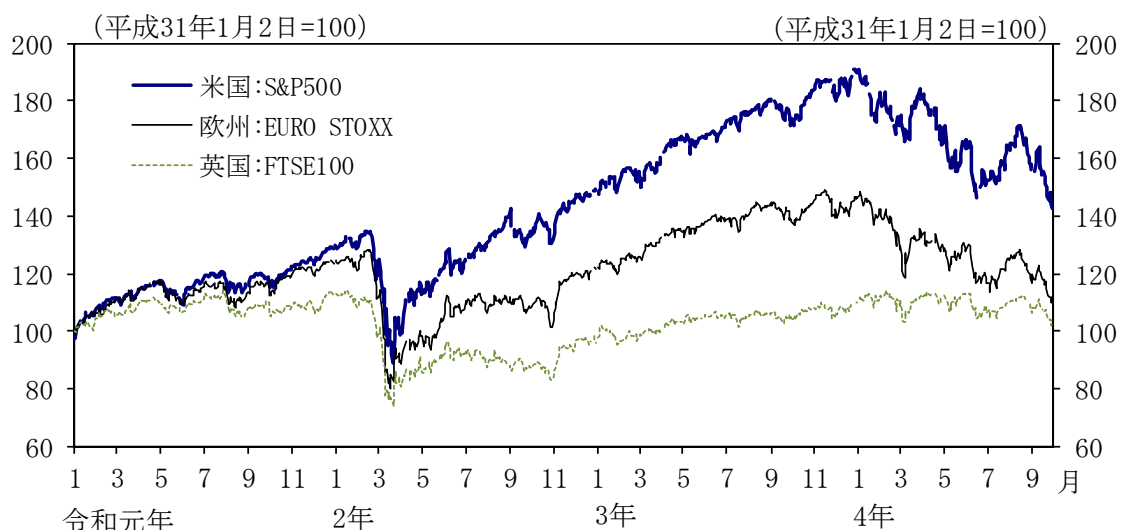
(図表18) 米欧の長期金利（国債10年物利回り）



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。

主要国の株価動向をみると、米国株価（S & P 500）や欧州株価（EURO STOXX）は、長期金利が振れを伴いつつも上昇傾向を辿るもとの、先行きの景気減速懸念もあって、期間を通じてみれば大きく下落した（図表 19）。この間、英国株価（FTSE 100）も、米欧の株価に連れて下落した。

（図表19）米欧の株価



新興国・地域の金融市場においては、株価は、世界的なインフレ率の高まりや中央銀行の利上げを受けて、先行きの景気減速懸念が強まるもとの、多くの国・地域で下落した。

為替市場をみると、米国連邦準備制度による利上げが続くもとの、多くの国・地域の通貨は、ドルに対して減価した。もっとも、ロシア・ルーブルは、大きく増価した。

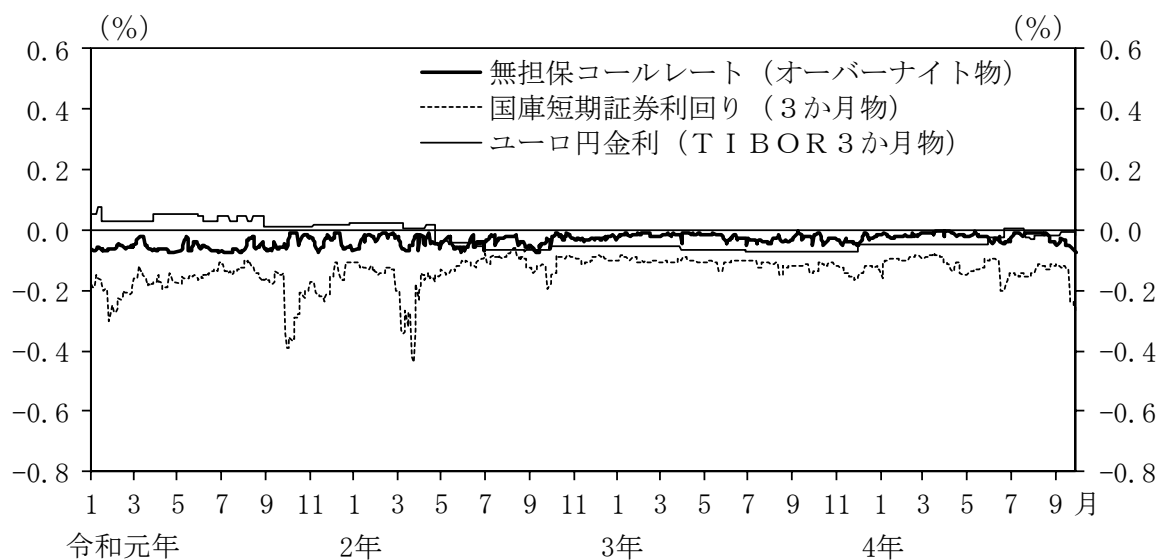
国際商品市場では、原油（WT I）価格や銅価格、農産物価格は、ロシアやウクライナからの供給減少懸念の影響が残るもとの引き続き高水準で推移したものの、グローバルな需要見通しの悪化などを受けて、下落した。また、金価格も、米国の金利上昇とドルの増価が続くもとの下落した。

(2) 短期金融市場

4年度上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、概ね▲0.2%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。

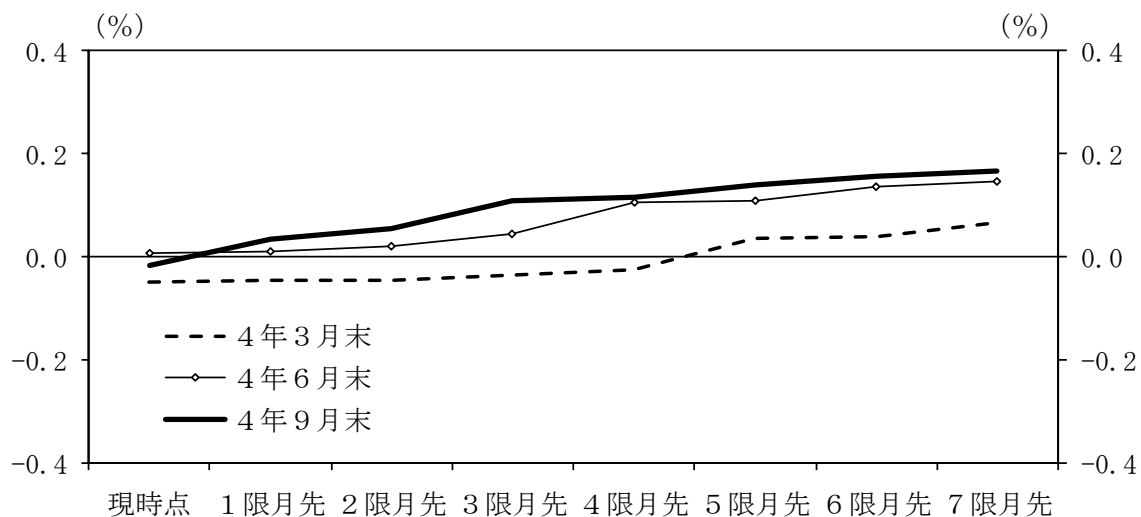
（図表20）短期金融市場金利



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）、全体として幾分上方シフトした。

（図表 21）ユーロ円金利先物レート



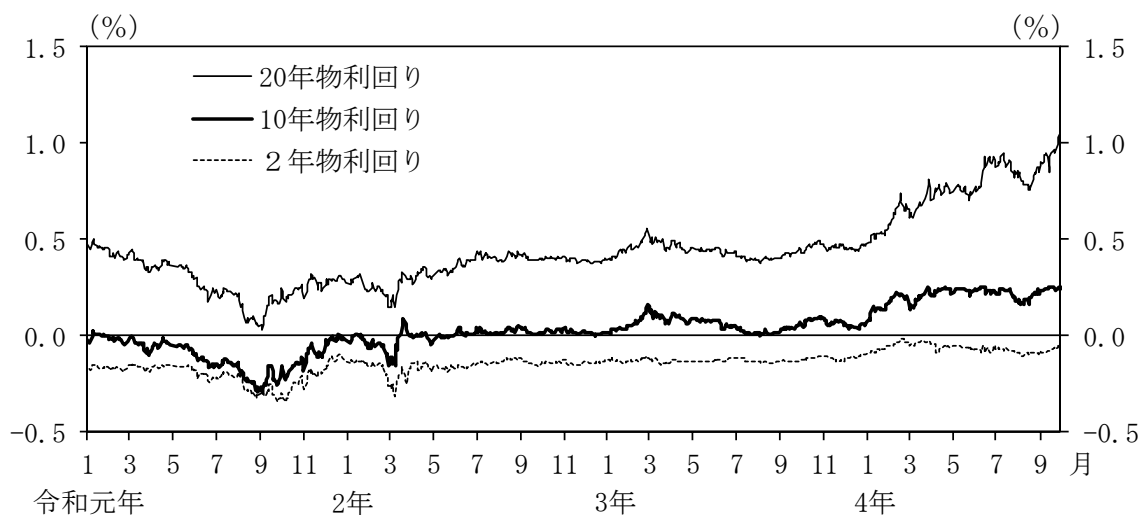
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、4年9月末時点（太い実線）の1限月先は4年12月央、2限月先は5年3月央、3限月先は5年6月央におけるユーロ円金利の市場予想値を表している。

(3) 債券市場

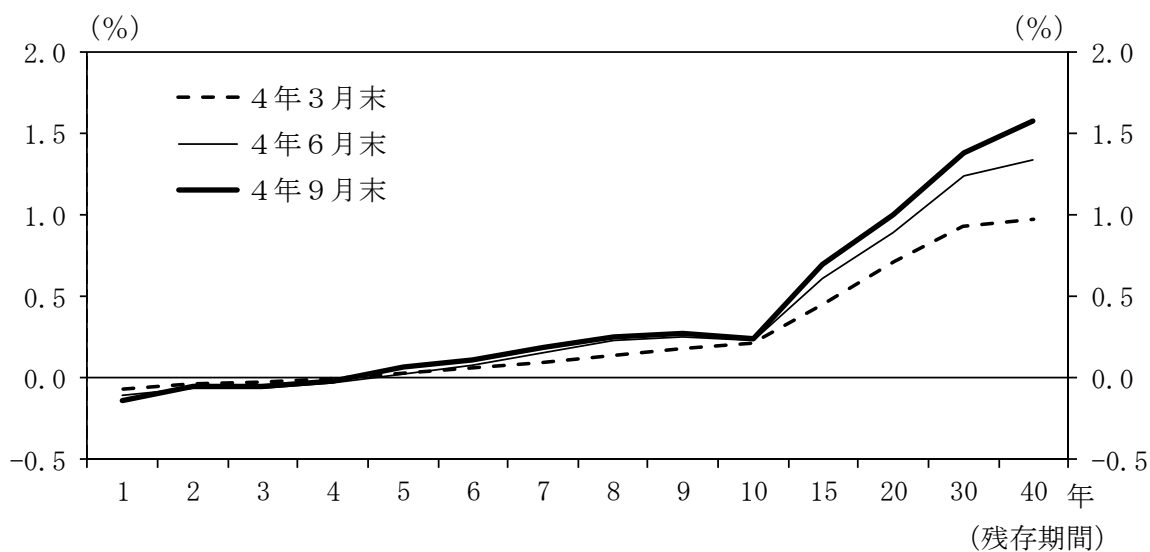
4年度上期の債券市場の動向をみると（図表 22、23）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で推移した。

また、短中期国債（2年債）の流通利回りが概ね横ばいで推移するもとで、超長期国債（20年債）の流通利回りは上昇し、わが国のイールドカーブはスティープ化した。

(図表 22) 国債流通利回り

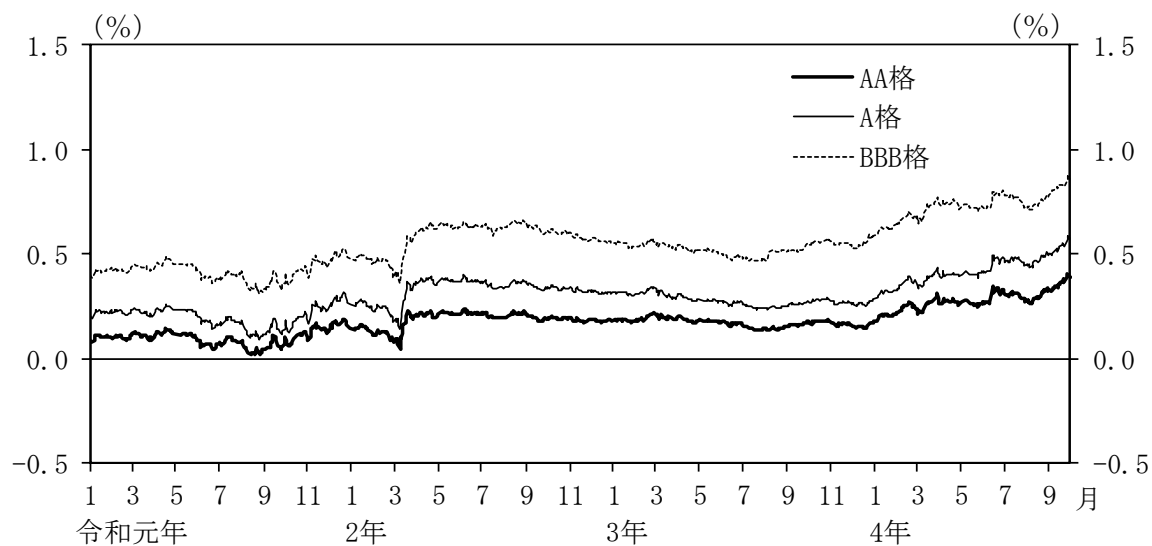


(図表 23) 国債の利回り曲線（イールドカーブ）



社債流通利回りは（図表 24）、幾分上昇したものの、水準としては低位で推移した。

（図表 24）社債流通利回り

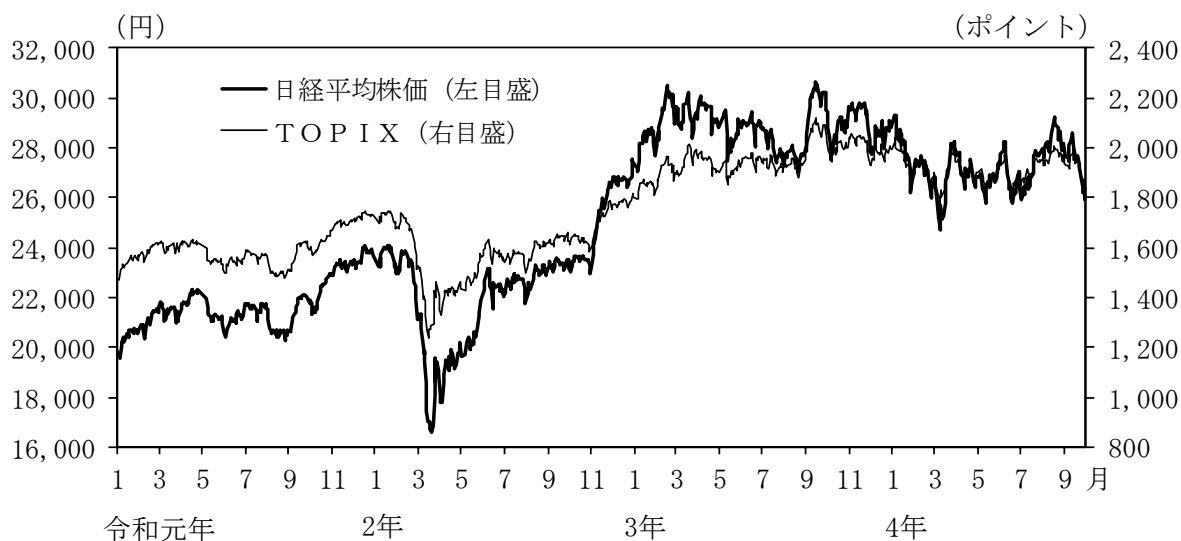


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

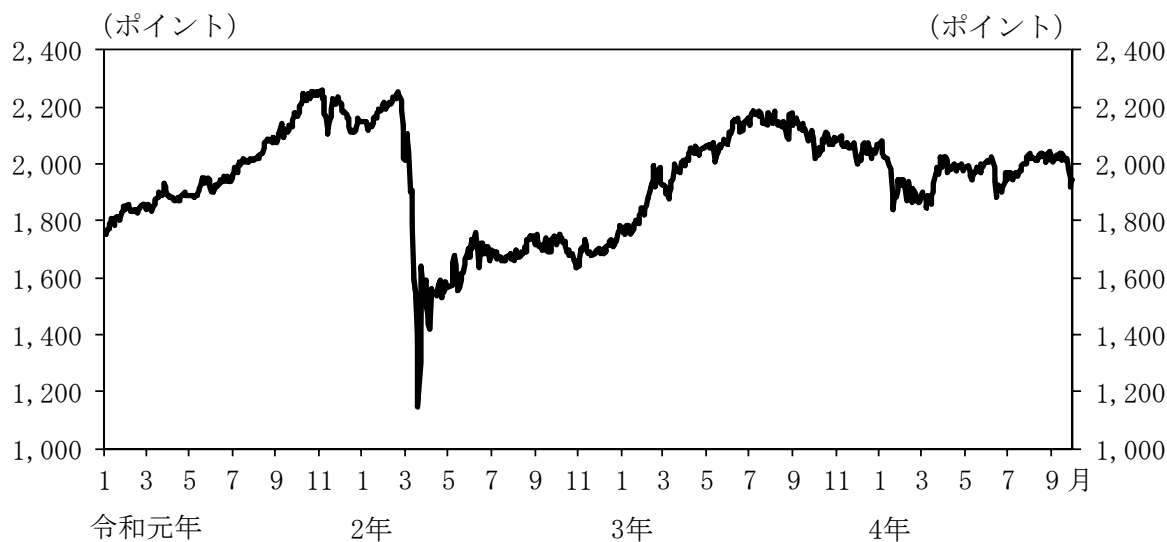
4年度上期の株式市場の動向をみると（図表 25）、日経平均株価は、米欧株に連れて下落し、9月末には 25 千円台後半となった。ただし、米国株対比での割安感や為替円安などが意識されるもとの、米欧株価に比べると、下落幅は小幅となった。

(図表 25) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表 26）、経済活動再開への期待感などから上昇する場面もみられたが、期間を通じてみれば、米国のREIT価格に連れて下落した。

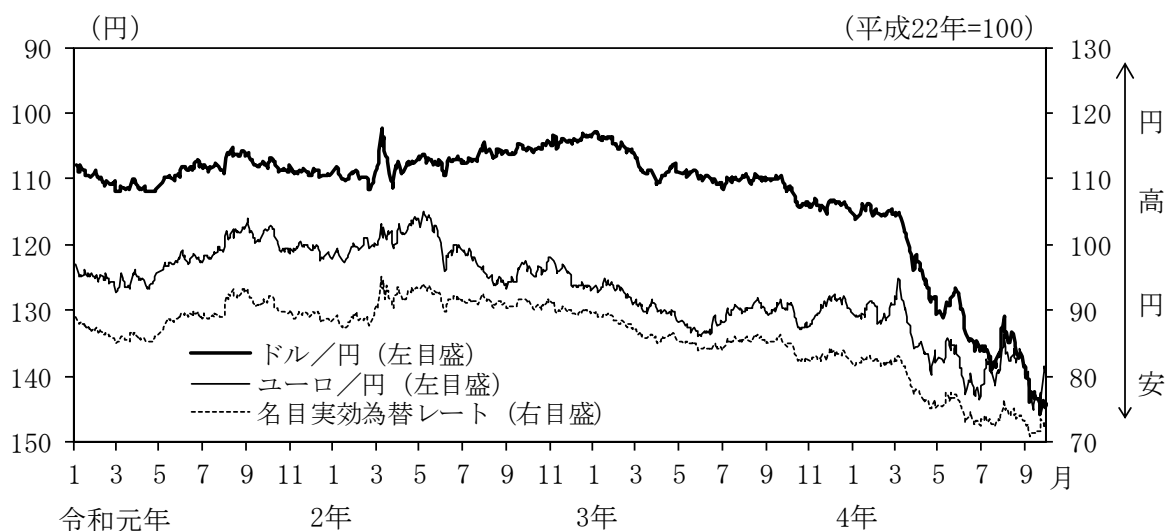
(図表 26) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

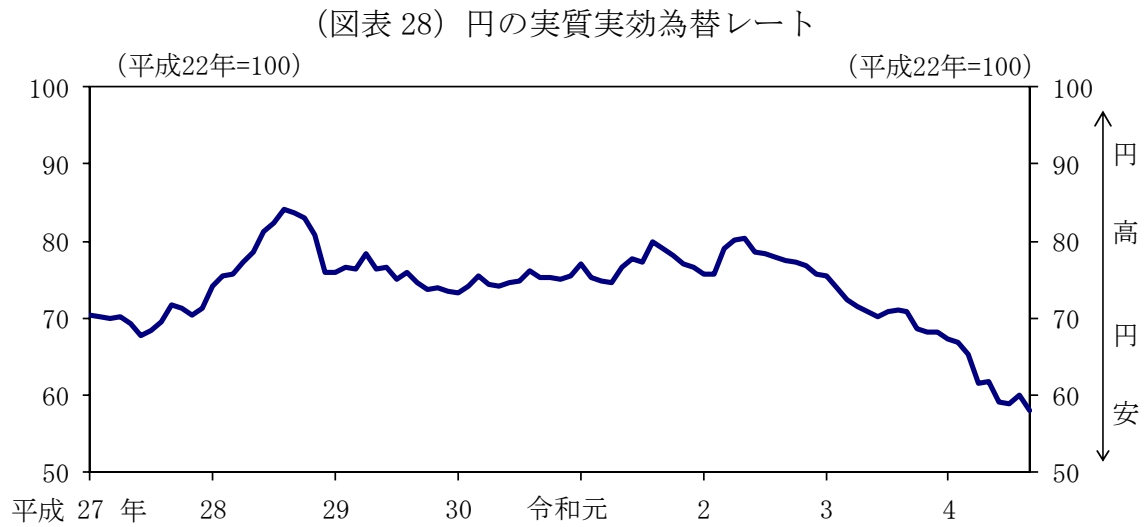
4年度上期の外国為替市場の動向をみると（図表 27）、円の対ドル相場は、日米間の金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、本邦輸入企業のドル買いなどもあって、円安ドル高方向の動きとなり、9月末には144円台となった。この間、円買いドル売りの為替介入が実施された。円の対ユーロ相場も、欧州金利の上昇を受けて、円安ユーロ高方向の動きとなった。円の名目実効為替レートは⁴、円安方向の動きとなった。

(図表 27) 円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



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

こうした為替相場動向のなか、円の実質実効為替レートも（図表 28）⁵、円安方向の動きとなった。

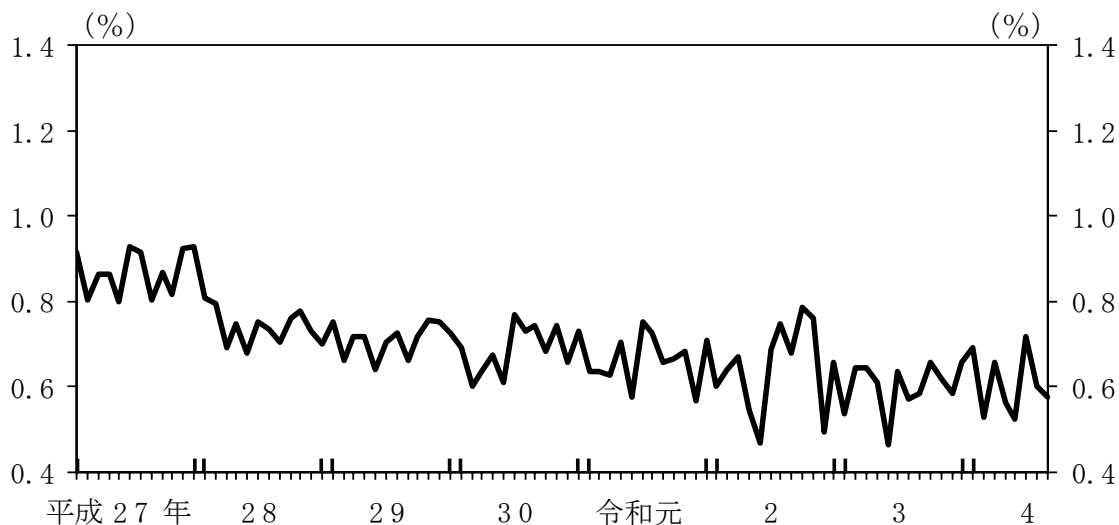


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

(6) 企業金融

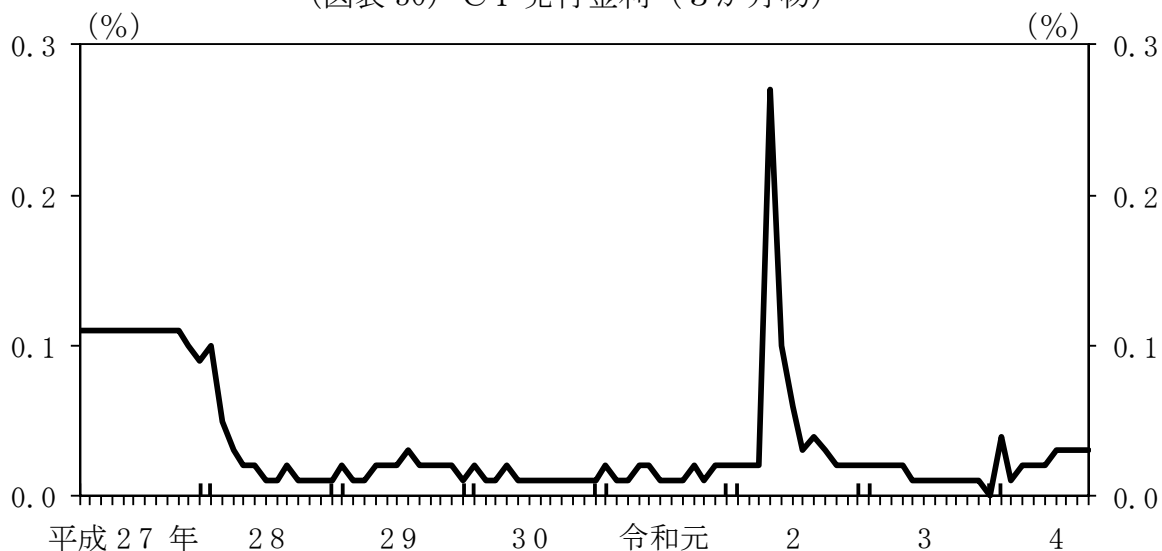
4年度上期において、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表 29）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、振れを伴いつつも、既往ボトム圏の水準で推移した。

(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）、きわめて低い水準で推移した。社債の発行金利は、幾分上昇したものの、低い水準で推移した。

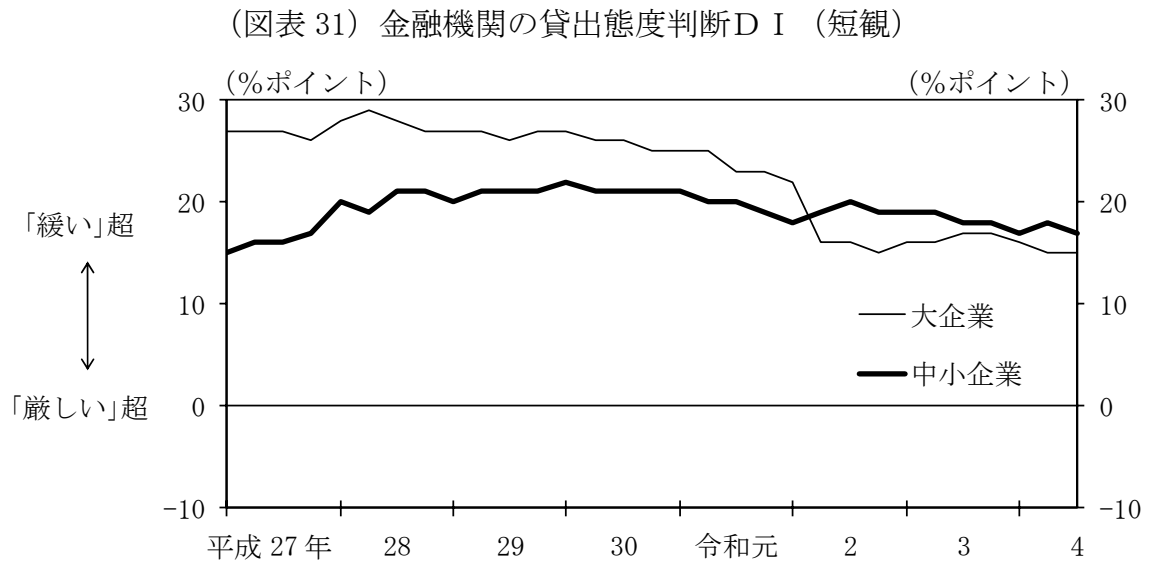
(図表 30) CP発行金利（3か月物）



(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。

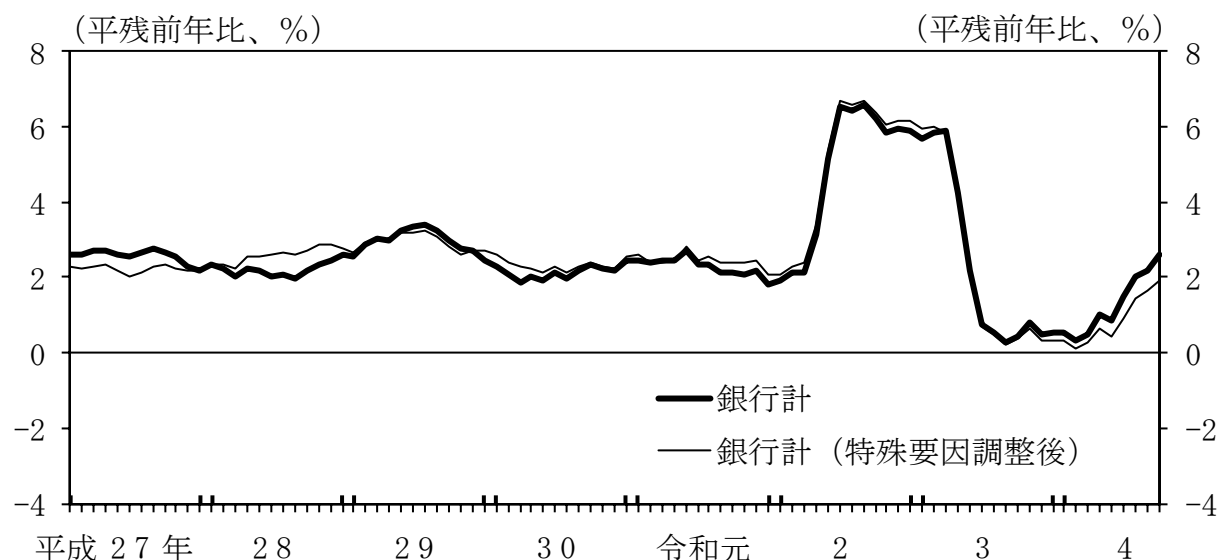
資金需要面をみると、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要が総じて落ち着いて推移するも、経済活動の再開や原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりから、緩やかに増加した。



(注) 全産業ベース（図表 34 も同様）。

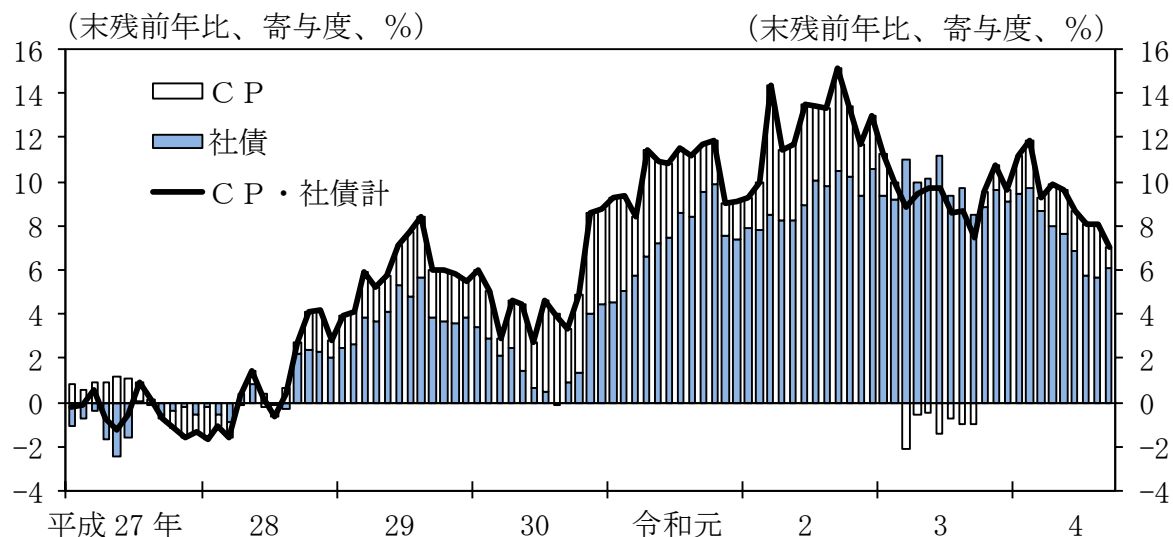
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 32）⁶、感染症関連の資金需要が落ち着いて推移するもとの、経済活動の再開や原材料コストの上昇に伴う運転資金需要の高まりなどから、プラス幅が拡大した。C P・社債計の発行残高の前年比は（図表 33）、高水準で推移した。

（図表 32）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

（図表 33）C P・社債発行残高

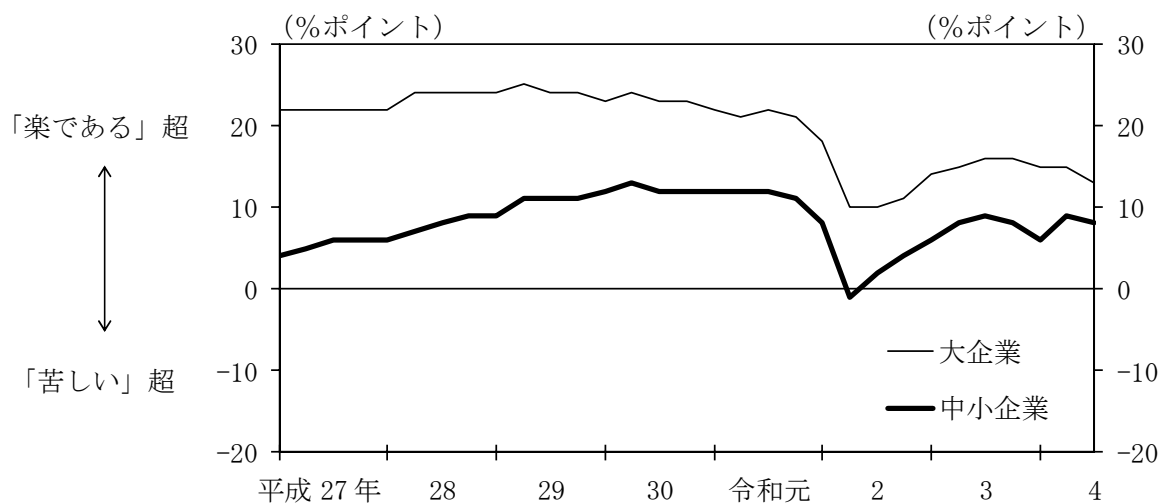


（注）C P発行残高は、短期社債（電子C P）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C Pは含む）。

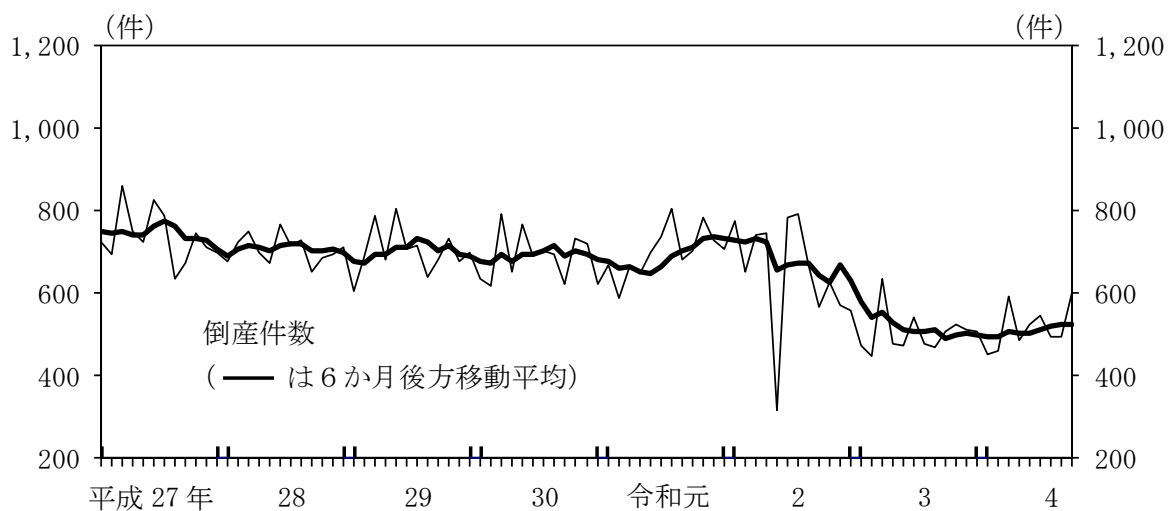
⁶ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

企業の資金繰りは（図表 34）、一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い、中小企業も含めて改善傾向を維持した。企業倒産件数は（図表 35）、引き続き低水準で推移した。

（図表 34）企業の資金繰り判断D I（短観）



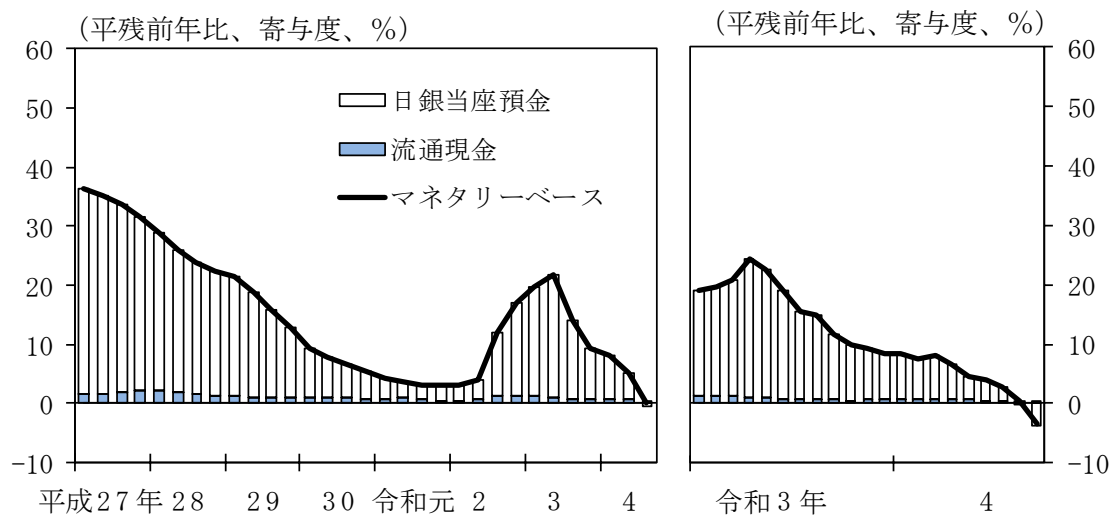
（図表 35）企業倒産



(7) 量的金融指標

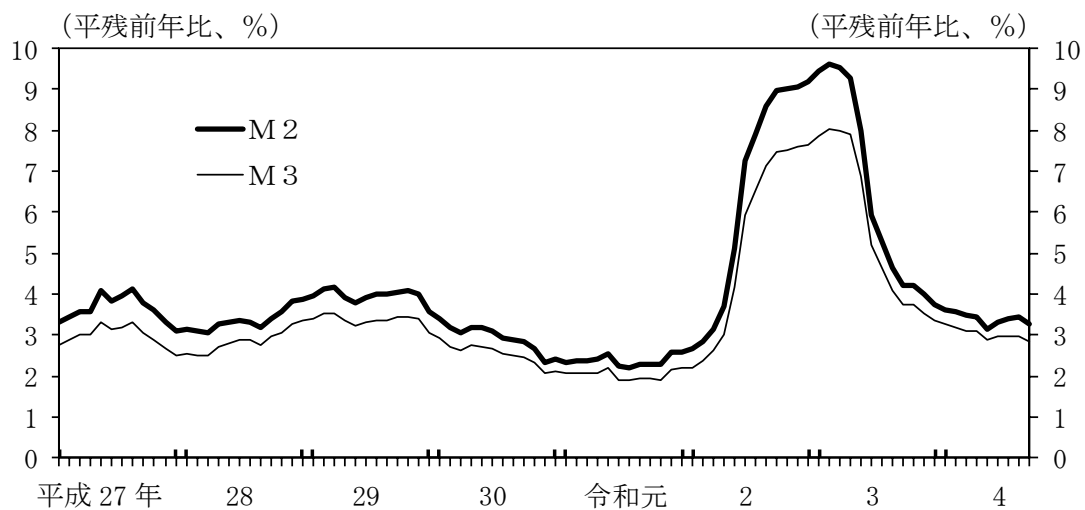
4年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 36）、新型コロナ対応金融支援特別オペの残高が減少したことを主因に徐々に低下し、9月にはマイナスに転じた。

(図表 36) マネタリーベース



マネーストック（M2）の前年比は（図表37）、3%台前半で推移した。

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

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	黒田東彦	(総裁)
	雨宮正佳	(副総裁)
	若田部昌澄	(副総裁)
	鈴木人司	(審議委員、7月20、21日会合まで出席)
	片岡剛士	(審議委員、7月20、21日会合まで出席) ^(注)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(審議委員)
	野口 旭	(審議委員)
	中川順子	(審議委員)
	高田 創	(審議委員、9月21、22日会合に出席)
	田村直樹	(審議委員、9月21、22日会合に出席)

(注) 7月20、21日会合は電話会議により出席。

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、4年度上期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、令和4年度上期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状については、4月と6月の会合では、「新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」、7月の会合では、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している」、9月の会合では、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している」とそれぞれ判断した(図表38)。先行きについては、4月と6月の会合では、「ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。その後は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる」、7月と9月の会合では、「ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる」との見方をそれぞれ示した。

物価の現状については、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比でみて、4月の会合では、「携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台後半となっている」、6月の会合では、「携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落するもとで、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている」、7月の会合では、「エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている」、9月の会合では、「エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、2%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、4月の会合では、「消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、携帯電話通

信料下落の影響が剥落する4年度には、エネルギー価格の大幅な上昇の影響により、いったん2%程度まで上昇率を高めるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくも、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」、6月の会合では、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、エネルギーや食料品の価格上昇の影響により、2%程度で推移するとみられるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくも、原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」、7月の会合では、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくも、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」、9月の会合では、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくも、基調的な物価上昇圧力は高まっていくと考えられる」との見方をそれぞれ示した。また、予想物価上昇率については、4月と6月の会合では、「短期を中心に上昇している」、7月と9月の会合では、「上昇している」とそれぞれ判断した。

(図表 38) 政策委員会の経済情勢についての判断

4年4月	わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。
6月	わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。
7月	わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けてつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している。
9月	わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けてつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、4月の会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を決定した(図表 39)。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

① 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

② 連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

その後の各会合では、上記の金融市場調節方針を維持した。

資産買入れ方針については、4年度上期のすべての会合において、以下の方針を維持することとした。

(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、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② C P等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（C P等：約 2 兆円、社債等：約 3 兆円）へと徐々に戻していく。

9月の会合では、新型コロナ対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していくことを決定した。

(1) 新型コロナ対応金融支援特別オペの取り扱い

- ① 感染症対応にかかる中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、5年3月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。
- ② 感染症対応にかかる中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、4年12月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。

(2) 金額無制限の共通担保資金供給オペの実施

上記オペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している「共通担保資金供給オペ」について、金額に上限を設けずに実施することとする（9月27日に予定している次回実施分から変更）。

先行きの金融政策運営については、すべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊

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」との考え方を示した。

(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」 >	
4年4月28日	<p>以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を決定した^(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>① 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。</p> <p>② 連続指値オペの運用</p> <p>上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。</p> <p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① ETFおよびJ-REITについては、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。</p> <p>② CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準(CP等：約2兆円、社債等：約3兆円)へと徐々に戻していく。</p> <p>また、先行きの金融政策運営に関して以下の考え方を示した。</p> <p>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。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。</p>
6月17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2) 。
7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3) 。

<p>9月22日</p>	<p>上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、ならびに先行きの金融政策運営に関する考え方を維持した^(注4)。</p> <p>また、新型コロナ対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していくことを決定した^(注5)。</p> <p>(1) 新型コロナ対応金融支援特別オペの取り扱い</p> <p>① 感染症対応にかかる中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、5年3月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。</p> <p>② 感染症対応にかかる中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、4年12月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。</p> <p>(2) 金額無制限の共通担保資金供給オペの実施</p> <p>上記オペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している「共通担保資金供給オペ」について、金額に上限を設けずに実施することとする(9月27日に予定している次回実施分から変更)。</p>
<p><その他></p>	
<p>4年9月22日</p>	<p>新型コロナ対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していく観点から、「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」の一部改正等を決定した^(注6)。</p>

(注1) 金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注2) 金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注3) 金融市場調節方針は賛成8反対1、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、資産買入れ方針のいずれも、全員一致で決定された。

(注5) 全員一致で決定された。

(注6) 全員一致で決定された。

(2) 「経済・物価情勢の展望」

(「経済・物価情勢の展望(4年4月)」)

4月の会合では、4年度から6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、6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、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、基調としては増加を続けている。企業収益は全体として改善しているが、業況感は、感染症や資源価格上昇の影響などから、このところ改善が一服している。設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。雇用・所得環境をみると、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。個人消費は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとで、再び持ち直しつつある。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。公共投資は高水準ながら弱めの動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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)の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台後半となっている。また、予想物価上昇率は、短期を中心に上昇している。
- ② わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の序盤から中盤にかけては、資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。原油や天然ガス、石炭等の資源価格や小麦等の穀物価格は、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた供給不安の高まりなどを背景に、このところ大幅に上昇している。資源・穀物価格の上昇

は、これらの大部分を輸入に頼るわが国において、海外への所得流出（交易利得の悪化）をもたらし、エネルギーや食料品の価格上昇を通じて、家計の実質所得や企業収益に対する下押し要因として作用する。もっとも、政府による原油価格高騰対策や、行動制限下で積み上がってきた貯蓄が、所得から支出へのマイナスの影響を緩和するとみられるほか、家計部門、企業部門ともに、感染症や供給制約の影響が緩和するもとの、ペントアップ需要を含めた自律的な需要の増加が継続すると予想されることから、景気の回復が続くと考えられる。すなわち、家計部門では、感染状況が改善し、ワクチンや治療薬の普及などにより感染抑制と消費活動の両立も進むもとの、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化を主因に、回復していくとみられる。企業部門をみると、海外経済が、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも総じてみれば回復を続けるもとの、輸出や生産は、供給制約の影響の緩和が見込まれる自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加するとみられる。企業収益は、原材料コストの上昇が下押し圧力として作用するものの、内外需要が増加するもとの、為替円安もあって、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。そうしたもとの、設備投資は、対面型サービス部門の弱さは当面残るものの、緩和的な金融環境が下支えとなるもとの、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくと考えられる。この間、政府支出は、既往の経済対策を受けて感染症関連の支出が続く中、全体として高水準で推移すると想定している。見通し期間の中盤以降は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは鈍化していく可能性が高い。家計部門をみると、雇用者所得は、対面型サービス部門の回復に伴う非正規雇用の増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇などを反映した賃金上昇率の高まりを背景に、緩やかな増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に加え、エネルギー・食料品価格上昇による実質所得の下押し圧力の低下もあって、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が、減速しつつも長期平均並みの成長を維持するもとの、輸出や生産は、半導体等の供給制約の影響も解消に向かうことから、緩やかな増加を続けると考えられる。企業収益は、内外需要の増

加が続き、原材料コスト上昇の下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調に復していくとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けると考えられる。以上の見通しの背景にある金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくと想定している⁷。すなわち、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持されるところと考えている。また、企業の資金繰りについても、日本銀行の資金繰り支援策に加え、政府の施策や民間金融機関の取り組みが下支えとなるなかで、景気回復の進展に伴い、足もとで厳しさが残る中小企業も含め改善傾向が続くとみられる。この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる⁸。政府によるポストコロナに向けた経済構造の転換のための施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

- ③ 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信料下落の影響が剥落する4年度には、エネルギー価格の大幅な上昇の影響により、いったん2%程度まで上昇率を高めるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとで、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、足もとではマイナス圏で推移しているが、先行きは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路をた

⁷ 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。

⁸ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「若干のプラス」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかとくに不確実性が高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

どるもとで、4年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとで、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締まりは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まっていくと考えられる。このことは、家計の購買力の増加に寄与するとともに、財・サービス需給の引き締まりと相俟って、物価上昇率の高まりにもつながっていくとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。企業の価格設定スタンスは、感染対策によるコスト上昇圧力が残っていることや最近の資源価格上昇を背景に積極化しており、先行き、財を中心に、コスト転嫁と価格引き上げの動きが広がっていくとみられる。こうした現実の物価上昇率の高まりは、適合的予想形成を通じて、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率のさらなる上昇につながり、ひいては、サービスも含めた価格上昇の広がりや賃金上昇率の高まりをもたらすと考えられる。

- ④ 上記の中心的な経済の見通しを巡っては、感染症の動向やウクライナ情勢の帰趨を中心に、上振れないし下振れの可能性（リスク要因）として、新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響、資源価格の動向、国際金融資本市場・海外経済の動向、企業や家計の中長期的な成長期待にとくに注意が必要である。以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、企業の価格・賃金設定行動、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及に注意が必要である。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した⁹。

- 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、先行きの消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の

⁹ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

目標」に向けて徐々に基調的な上昇率を高めていくと考えられる。

- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。リスク要因としては、引き続き変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。また、今後のウクライナ情勢の展開や、そのもとでの資源価格や国際金融資本市場、海外経済の動向についても不確実性はきわめて高い。リスクバランスは、経済の見通しについては、当面は、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に下振れリスクの方が大きいですが、その後は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、当面は、エネルギー価格を巡る不確実性などを反映して上振れリスクの方が大きいですが、その後は概ね上下にバランスしている。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、感染症の影響のもとでも、全体として安定性を維持している。先行き、実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある¹⁰。
- 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。
- ④ 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。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。

¹⁰ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（4年4月）を参照。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、4月28日に公表した（背景説明を含む全文は5月2日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（4年7月）」）

7月の会合では、4年度から6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、6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、資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している。海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している。輸出は、基調としては増加を続けているが、供給制約の影響を受けており、鉱工業生産は、その影響から下押し圧力が強い状態にある。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。雇用・所得環境は、一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している。個人消費は、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。公共投資は弱めの動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。
- ② わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。原油や天然ガス、石炭等の資源価格や小麦等の穀物価格は、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた供給不安の高まりなどを背景に、高止まりしている。資源・穀物価格の上昇は、これらの大部分を輸入に頼るわが国において、海外への所得流出（交易利得の悪化）をもた

らし、エネルギーや食料品の価格上昇を通じて、家計の実質所得や企業収益に対する下押し要因として作用する。もっとも、政府による各種の施策が、所得面へのマイナスの影響を緩和するもとの、感染症や供給制約の影響の緩和を背景に、ペントアップ需要を含めた自律的な需要の増加が継続することから、景気は回復していくと考えられる。家計部門をみると、雇用者所得は、対面型サービス部門の回復に伴う非正規雇用の増加に加え、労働需給の改善を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、緩やかな増加を続けると予想される。こうしたもとの、個人消費は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が進むもとの、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたペントアップ需要の顕在化を主因に、増加を続けるとみられる。企業部門をみると、海外経済が、ウクライナ情勢などによる減速圧力を受けつつも総じてみれば回復を続けるもとの、輸出や生産は、供給制約の影響の緩和もあって、自動車関連やデジタル関連を中心に増加するとみられる。企業収益は、原材料コストの上昇が下押し圧力として作用するものの、内外需要が増加するもとの、為替円安もあって、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。そうしたもとの、設備投資は、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくと考えられる。この間、政府支出は、全体として横ばい圏内で推移すると想定している。見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは徐々に鈍化していく可能性が高い。家計部門をみると、雇用者所得は、経済活動の改善に伴う雇用者数の緩やかな増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、輸出や生産は、半導体等の供給制約の影響も解消に向かうことから、緩やかな増加を続けると考えられる。サービス輸出であるインバウンド需要も、増加していくと予想される。企業収益は、内外需要の増加が続き、原材料コスト上昇の下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調をたどるとみられる。そうしたもとの、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられ

て、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けると考えられる。以上の見通しの背景にある金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとの、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくと想定している¹¹。すなわち、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持され、そのもとの、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向が続くとみられる。この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる¹²。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

- ③ 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもとの、4年度後半頃にはプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとの、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締まりは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断D I

¹¹ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

¹² わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台前半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかとくに不確実性が高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

は、このところ、はっきりと上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

- ④ 上記の中心的な経済の見通しを巡っては、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外の経済・物価動向など、不確実性がきわめて高い。とくに、上振れないし下振れの可能性（リスク要因）として、内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響、ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、企業や家計の中長期的な成長期待に注意が必要である。以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、企業の価格・賃金設定行動、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及に注意が必要である。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹³。

- 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、先行きの消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、マクロ的な需給ギャップの改善や、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の目標」に向けて徐々に基調的な上昇率を高めていくと考えられる。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。リスク要因をみると、引き続き、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外の経済・物価動向など、わが

¹³ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、当面は下振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、当面は上振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしている。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。先行き、実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

- ③ 金融政策運営については、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。
- ④ 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。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。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、7月21日に公表した（背景説明を含む全文は7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4年4月および7月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 4年6月の会合

(国際金融資本市場は、やや不安定な動きとなっている)

国際金融資本市場について、委員は、米欧におけるインフレ高進を受けた利上げペース加速への警戒感が強まる中、株価が大幅に下落するなど、やや不安定な動きとなっているとの見方を共有した。一人の委員は、各国のインフレ率が金融引締めによって実際に低下していけば、金融市場も次第に落ち着きを取り戻すと考えられるが、その道筋が明確になるまでは、ボラティリティの高い状況が続く可能性が高いとの見解を示した。

(海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している)

海外経済について、委員は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復しているとの認識で一致した。何人かの委員は、ウクライナ情勢の長期化や物価上昇の影響などにより、海外経済の減速が明確になってきているとの見解を示した。その背景について、一人の委員は、海外の政策当局は、マクロ経済政策の目的を、コロナ禍対応の経済下支えから、インフレ抑止へと転換してきていると述べた。

海外経済の先行きについて、委員は、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも、感染症の影響が和らいでいくもとの、総じてみれば回復を続けるとの見方で一致した。そのうえで、複数の委員は、世界銀行やOECDが今年の海外経済の成長率見通しを大幅に引き下げた点を指摘した。海外経済に関するリスクについて、委員は、①ゼロコロナ政策を続ける中国での感染症の動向や②ウクライナ情勢の展開、③半導体不足等の供給制約、④世界的なインフレ高進を受けた金融緩和の縮小などの影響を中心に、当面、不確実性は高いとの認識を共有した。多くの委員は、金融政策の正常化を進める米欧において、利上げがどのようなペースで

実施され、そのもとで、インフレ率の抑制と経済成長の維持の両立がどのように図られるのか、注視すべきであるとの認識を示した。

（わが国の景気は、感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している）

わが国の景気について、委員は、感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直しているとの認識で一致した。複数の委員は、わが国経済は、供給制約や輸入原材料価格の高騰などによる下押し圧力を受けているものの、旅行等サービス消費を中心に個人消費は改善しており、基調としては持ち直しているとの見方を示した。一人の委員は、わが国の経済は、感染者数の増減とともにサービス消費を中心に浮き沈みを繰り返してきたが、ウィズコロナが定着するもとで、感染者数の増加に対する景気の落ち込み度合いは小さくなってきていると述べた。

景気の先行きについて、委員は、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとの見解で一致した。また、その後の景気展開について、委員は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まっていく中で、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、感染対策の進捗や行動制限の緩和等による人流の増加と、それに伴うサービス消費を中心としたペントアップ需要の顕在化が、わが国経済の回復を牽引していくとの見通しを示した。別の一人の委員は、インバウンドの再開は、わが国経済を押し上げる方向に作用するが、中国がゼロコロナ政策を堅持する中、感染症前に相応のウエイトを占めていた同国からの観光客の回復には時間がかかる可能性があると述べた。

（消費者物価の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落するもとで、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている。予想物価上昇率は、短期を中心に上昇している）

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は、携帯電話通信料の引き下げの

影響が剥落するもとの、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっているとの認識で一致した。一人の委員は、加重中央値や最頻値の上昇は依然として小幅にとどまっているが、このところ、上昇品目比率が急速に高まっており、価格上昇の裾野は広がってきているとの見方を示した。別の一人の委員は、わが国の消費者物価の上昇率は、他の主要国に比べ、抑制されていると述べ、その背景として、政府による激変緩和措置の効果や、原材料コスト上昇が価格転嫁されるまでの時間差を指摘した。この間、予想物価上昇率について、委員は、短期を中心に上昇しているとの見方で一致した。一人の委員は、企業や家計、市場参加者などを対象とした多くのインフレ予想指標は、感染症とウクライナ情勢という前例のない供給ショックと世界的なインフレ高進を受けて、上昇しており、物価や賃金は上がらないという経済主体の物価観にも変化の兆しがみられ始めていると述べた。別の一人の委員も、感染症の影響が和らぎつつある中、企業や家計の物価観に変化の兆しがみられると指摘した。

物価の先行きについて、委員は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、エネルギーや食料品の価格上昇の影響により、2%程度で推移するとみられるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。この間、委員は、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとの、原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとの認識も共有した。複数の委員は、このところ、食料品や耐久消費財などでも値上げの動きがみられることを指摘したうえで、消費者物価の前年比は、エネルギーを除くベースでも、上昇していくとの見通しを示した。他方、別の一人の委員は、足もとの物価上昇は、輸入価格上昇に伴う一時的なものであり、需給ギャップや予想インフレ率の動向を踏まえると、「物価安定の目標」の安定的な達成は難しいと述べた。この間、ある委員は、所得と物価が安定的かつ持続的に上昇する好循環の実現には、企業による生産性向上と賃上げへの取り組みとともに、所得増加を目指す転職の拡大に繋がる労働市場の変革と新たな価値を生み出すスタートアップの成長、家計による安定的な資産形成の推進が重要であるとの見方を示した。

（金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの認識で一致した。複数の委員は、中小企業の一部を除けば、企業の資金繰りは落ち着いており、倒産件数も低水準で推移しているとの見方を示した。一人の委員は、金融環境は、非製造業では、感染症の影響が和らぐ中で、サービス業を中心に改善している一方、製造業では、資源高や中国の都市封鎖の影響などから、改善が一服していると指摘した。別の一人の委員は、中小企業を中心に、最近の原材料コストの上昇が先行きの資金繰りに与える影響を懸念する声が聞かれると述べた。

ロ. 9月の会合

（国際金融資本市場は、市場センチメントが慎重化した状態が続いている）

国際金融資本市場について、委員は、世界的なインフレ率の高止まりなどを背景に、米欧における利上げペースの加速と世界経済の減速が意識される中、市場センチメントは慎重化した状態が続いているとの見方を共有した。ある委員は、先行きの不確実性の高まりを背景に、一部の資源価格は下落に転じていると指摘した。別の一人の委員は、海外における金融引締め加速が、為替市場のほか、わが国の債券・株式市場にも影響を及ぼしていると述べた。何人かの委員は、世界的な金融引締めの動きが、今後、金融資本市場や資産価格に及ぼす影響には注意が必要であると述べた。このうち一人の委員は、グローバルに債務残高が拡大しており、クレジット市場の動向には特に目配りが必要であるとの見解を示した。

（海外経済は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる）

海外経済について、委員は、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられるとの見方で一致した。一人の委員は、欧州などではコストプッシュを主因に物価上昇率が上がっている一方、米国や英国では労働需給が逼迫し、賃金と物価のスパイラル的な上昇が生じつつある可能性があるとして指摘

した。複数の委員は、インフレ率上昇が続く中で、先進国の中央銀行が大幅な利上げを継続していることが、世界経済を下押しし始めているとの見方を示した。

海外経済の先行きについて、委員は、世界的なインフレ圧力や各国中央銀行による利上げに加え、ウクライナ情勢の影響を受けて、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ減速していくとの見方で一致した。海外経済に関するリスクについて、委員は、ウクライナ情勢の帰趨や世界的なインフレ圧力、先進国および新興国の中央銀行の利上げペース加速の影響、中国での感染動向や不動産市場の情勢など、当面、不確実性は大きいとの認識を共有した。

（わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している）

わが国の景気について、委員は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直しているとの見方を共有した。多くの委員は、夏場に感染症の第7波が到来したものの、経済への影響は限定的となり、感染症抑制と経済活動の両立は着実に進んでいるとの見方を示した。ある委員は、高頻度データや企業ヒアリングから確認する限りでは、感染者数が増加に転じるもとでも、経済活動は底堅く推移しているとの見方を述べた。また、別の一人の委員は、供給制約の影響が和らぐもとで、輸出・生産が基調として増加するなど、資源高などの逆風のもとでも、企業部門の前向きの循環は維持されていると述べた。

景気の先行きについて、委員は、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとの見解で一致した。また、その後の景気展開について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、供給制約の緩和やペントアップ需要の顕在化が見込まれることに加え、高水準の企業収益や受注残、コロナ禍のもとで積み上がった貯蓄などが、景気回復の下支えに寄与するとの認識を示した。一人の委員は、入国制限の緩和が見込まれるなど、感染症対策と経済活動の両立が進む中で、実質GDPはコロナ前の元年の水準を上回っていくことが期待されると述べた。

(消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、2%台後半となっている。予想物価上昇率は、上昇している)

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、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、2%台後半となっているとの見方で一致した。何人かの委員は、企業による値上げの動きに拮抗がみられるとの認識を示した。ある委員は、刈込平均値や加重中央値、最頻値といった基調的な物価動向を示す各種指標が上昇していると指摘した。これに対し、別の一人の委員は、既存の各種コア指標は、輸入物価に大きく影響されており、その解釈が一層難しくなっているとの見解を述べたうえで、集計値に加えて個別価格の分布状況などを詳しく分析するとともに、改めて、物価の形成メカニズムの基本、とりわけ賃金の動向を注視していく必要があると述べた。この間、予想物価上昇率について、委員は、上昇しているとの見方で一致した。何人かの委員は、予想物価上昇率は上昇しているものの、中長期の予想物価上昇率が2%の「物価安定の目標」にアンカーされた状態にはなっていないとの認識を示した。一人の委員は、わが国の予想物価上昇率が長期のデフレにより低位安定したことは、「物価安定の目標」達成の制約となっている一方で、今次局面では、米欧に比べて物価上昇率が抑制されている要因にもなっていると述べた。

物価の先行きについて、委員は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくとの見方で一致した。また、委員は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、基調的な物価上昇圧力は高まっていくとの認識も共有した。ある委員は、既往の原材料価格上昇を背景に、企業からは値上げの予定公表が相次いでおり、引き続き、幅広い品目で価格上昇が続くと予想されるとの見方を示した。複数の委員は、企業の価格設定行動に変化が生じつつあるのではないかと述べた。これに対し、別の複数の委員は、足もとでは価格転嫁の動きが拮抗しているが、これが一回限りのものであれば、来年以降の物価上昇率はかえって弱まる可能性もあると指摘した。ある委員は、企業間の価格交渉は続いており、消費者物価が大きく上振れするリスクについても、為替相場の影響を含め、予断なく謙虚にみていく必要があると指摘した。

（金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にあるとの見方で一致した。また、委員は、感染症の影響は、中小企業等の一部になお残存しているものの、これらの中小企業等の資金繰りも改善方向にあるとの認識を共有した。複数の委員は、今後、コロナ禍で実行された実質無利子・無担保融資について、無利子の期間が終了し、利払いが始まる中で、企業の倒産・廃業の動向等には注意が必要であると述べた。

(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

(金融政策運営の基本的な考え方)

4月の会合において、一人の委員は、わが国経済は、依然として感染症からの回復途上にあるうえ、資源輸入国であるわが国では、資源価格の上昇は、海外への所得流出に繋がるため、経済に下押しに作用すると指摘した。そのうえで、この委員は、こうした経済・物価情勢を踏まえると、現在の強力な金融緩和を続けることで、わが国経済をしっかりと下支えする必要があると続けた。別の一人の委員も、需給ギャップがなおマイナスで、企業の経営判断が慎重化するリスクが大きい現状では、現在の金融緩和を継続し、経済を下支えする方針を明確にすることが適当であると述べた。ある委員は、わが国の金融政策上の課題は、米欧のようなインフレの抑制ではなく、依然として低すぎるインフレからの脱却にあるとの認識を示した。別のある委員は、従来からある経済の下振れリスクにロシアによるウクライナ侵攻が加わり、更に情勢が大きく変化する中で、金融政策スタンスに変更を加えることは適当ではないと述べた。一人の委員は、家計や企業の予想物価上昇率にみられ始めている変化を一過性のものとせず、「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するためには、現在の金融緩和を継続する必要があるとの認識を示した。

6月の会合において、委員は、わが国経済は、感染症からの回復途上にあるうえ、資源価格上昇による下押し圧力も受けており、金融面からしっかりと支えていかなければならない状況にあるとの考えを共有した。また、委員は、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、きわめて不確実性が高い金融経済情勢を見極めながら、賃金の上昇を伴うかたちで、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現できるよう、金融緩和を実施していく必要があるとの認識を共有した。

7月の会合において、委員は、わが国経済は、感染症からの回復過程にある中で、資源高による海外への所得流出という下押し圧力を受けており、大規模な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当との認識を共有した。ある委員は、サー

ビス価格など物価の基調を規定する部分が上昇し、消費者物価上昇率が安定的に2%を超えることが視野に入っていないもとでは、現状の金融緩和を継続することが当然であるとの認識を示した。

9月の会合において、委員は、わが国経済は、感染症からの回復過程にある中で、資源高による海外への所得流出という下押し圧力を受けており、大規模な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当との認識を共有した。金融緩和の継続が必要と考える理由について、ある委員は、マイナスの需給ギャップが存在するほか、失業率や有効求人倍率も感染症以前の水準には戻っていないことを挙げた。何人かの委員は、当面、物価は2%を超えて推移すると見込まれるものの、先行きの物価見通しを踏まえると、「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成にはなお距離があるという点を指摘した。

(賃金上昇の重要性)

6月の会合において、「物価安定の目標」を持続的・安定的なかたちで実現していく観点から、多くの委員は、賃金上昇の重要性について言及した。すなわち、一人の委員は、金融緩和の継続は、企業による持続的な賃上げを後押しするために有効であると述べた。複数の委員は、需給ギャップのマイナスが2年以上続く中、需要を押し上げる持続的な賃金上昇を実現していくためには、現在の金融緩和を継続し、経済をしっかりと下支えすることが適当であるとの認識を示した。また、別の一人の委員も、2%の「物価安定の目標」の達成には、それを上回る賃金上昇が必要であるが、わが国経済は、負の需給ギャップがあるもとで、賃金上昇を加速させるような労働需給環境には至っておらず、その点で、金融緩和を縮小している欧米諸国の経済環境とは異なると述べた。ある委員は、「物価安定の目標」を安定的に達成するためには、家計の購買力や予想インフレ率の引き上げを通じて、企業が価格を改定しても、個人消費が拡大を続けられる強靱な経済環境を整える必要があると指摘した。別のある委員は、物価の基調や予想インフレ等のデータをリアルタイムで点検しつつ、賃上げ傾向が確実になり、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するまで、金融緩和を継続すべきとの見解を示した。また、この委員は、わが国の負の需給ギャップを解消し、所得と雇用を増加させるには、政府の財政政策等とも連携しながら、経済を温めて高圧経済の実現を目指すことが必要であるとの見方も示した。

7月の会合において、何人かの委員は、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現していく観点から、賃金上昇が重要であるとの認識を示したうえで、現在の金融緩和を継続していくことが適当であると述べた。ある委員は、需給ギャップは2年以上マイナスであり、需要拡大と持続的な賃金上昇を後押しする現在の金融緩和を粘り強く継続すべきであると付け加えた。複数の委員は、賃金動向を、その分布の変化を含め、統計などを用いて的確に把握する必要があるとの考えを示した。

9月の会合において、一人の委員は、わが国では、物価が上がりにくいとする規範（ノルム）が根強いため、これが変化し、物価上昇を上回る賃金上昇が持続するもとで経済の好循環が働くことが重要であると述べ、目先の物価が一段と伸びを高めたとしても、予想物価上昇率が低位にとどまり、賃金等への波及が限られるもとでは、粘り強く金融緩和を継続することが必要との見解を示した。別の一人の委員も、現在、わが国は賃金と物価の好循環につなげることができるか注視すべき局面にあり、副作用に目を配る必要はあるが、現在の金融政策運営方針を直ちに変更する必要はないと述べた。一人の委員は、低成長・低インフレ・低賃金上昇率に陥っているわが国において、「物価安定の目標」を達成するためには、経済・賃金構造の変革による生産性向上が必要であり、それを後押しするうえでも金融緩和の継続が適当であると述べた。この間、複数の委員は、わが国は、2%の「物価安定の目標」と整合的な賃金上昇に向けて労働需給の引き締めが必要な状況であり、労働需給が既に逼迫して賃金と物価のスパイラル的な上昇が懸念される米国などとは経済状況が異なると述べた。

（イールドカーブ・コントロールの運営）

4月の会合において、委員は、日本銀行の金融緩和スタンスを明確に示す観点から、金融市場調節方針に何らかの工夫を講じることはできないかを議論した。何人かの委員は、海外要因等により長期金利に上昇圧力がかかった場合、金利変動幅の上限をしっかりと画する観点から、従来より連続指値オペを実施してきたが、金融資本市場の一部では、指値オペ実施の有無から日本銀行の先行きの政策スタンスを推し量ろうとする動きがみられると指摘した。そのうえで、このうちの複数の委員は、0.25%を上回る長期金利の上昇を容認しないとのこれまでの姿勢を明確にして、日々のオペが無用に材料視される事態を避ける観点から、毎営業日、

0.25%での指値オペを実施することを予め宣言しておくことも考えられると述べた。一人の委員も、物価と賃金が共に上がる好循環を伴う「物価安定の目標」を持続的・安定的に達成するまでは、淡々粛々と金融緩和を継続すべきであると述べたうえで、そうした政策スタンスを誤解なく伝えるため、指値オペを淡々と運用する姿勢を明確に示すことは有効であると述べた。別の一人の委員も、長期金利操作目標に沿った金融市場調節の継続姿勢を改めて示すことは、適切なイールドカーブ形成や緩和姿勢の明確化に資するとの考えを示した。ある委員は、海外勢を中心に、10年物国債金利に関する様々な憶測が生じ、それが一定期間続いている現状を踏まえると、指値オペの運用を明確にしておくことは有効であると述べたうえで、市場機能への影響に留意する必要もあると付け加えた。こうした議論を経て、委員は、金利変動幅の上限をしっかりと画するとともに、日本銀行の政策スタンスに関する憶測を払拭する観点から、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施することが適当であり、これは金融市場の安定確保にも資するとの考えを共有した。

6月の会合において、委員は、最近の長期金利の上昇圧力に対する金融市場調節上の対応について議論した。一人の委員は、この間の市場の状況を踏まえ、チーペスト銘柄を対象とする連続指値オペを実施したことは適切であるとの見方を示した。複数の委員は、最近の国債買入れの増加は、金融市場調節方針の実現のために必要な措置であり、今後も、引き続き市場の状況に応じた国債買入れを実行すべきであると述べた。ある委員は、海外からの金利上昇圧力は今後も続くと思われる中、金融市場調節方針を実現するため、指値オペの毎営業日実施を続けることが適当であると述べた。

7月の会合において、複数の委員は、イールドカーブ・コントロールのもとで名目金利が低位に維持される中、最近の予想物価上昇率の高まりにより、実質金利の低下を通じた金融緩和効果が強まっており、これは、企業の設備投資スタンスの積極化等にもつながっているとみられるとの考えを示した。ある委員は、現在のイールドカーブ・コントロールを修正することは、長期金利の上振れ等を通じて経済に下押し圧力となり、「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成をより困難なものとするため適当ではないとの見解を示した。この委員は、ひと頃、海外中央銀行の利上げを受けて日本銀行もイールドカーブ・コントロールを早期に修正するのではないかと、との観測がみられたが、足もとそうした観測は後退している

と付け加えた。一人の委員は、金利上昇圧力を抑制するための最近の国債買入れの増加が、国債市場の機能度に与える影響を注視する必要があると述べた。

9月の会合において、複数の委員は、イールドカーブ・コントロールによって名目金利を低位に安定させているもとの、予想物価上昇率が上昇しているため、実質金利は低下しているとの見方を示した。この点に関して、一人の委員は、これが設備投資の拡大などを通じ、需給ギャップの改善に寄与する可能性があるとして述べた。別の一人の委員は、緩和効果を測るには実質金利と自然利子率との相対的な関係でみることが重要であると指摘したうえで、これまでは、供給制約やコロナ禍のもとの行動制限によって自然利子率が低下していた可能性があるが、今後、供給制約や行動制限の緩和に伴って自然利子率が再び上昇し、緩和効果が更に強まっていく可能性があるとの見解を示した。この間、ある委員は、足もと、米金利上昇を背景に日本の国債金利にも上昇圧力がみられるが、6月にみられたような、早期の政策見直し観測と結び付いた動きにはなっておらず、日本銀行の政策運営スタンスは市場に浸透しているとの見方を示した。

(長短金利操作付き量的・質的金融緩和の継続)

4月の会合において、大方の委員は、以下の金融市場調節方針とすることが適当であるとの見解を示した。また、6月と7月の会合においては大方の委員、9月の会合においてはすべての委員は、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。

「①次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

②上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債について、金額を無制限とする固定利回り(0.25%)方式での買入れを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。」

この間、4月から7月の会合において、ある委員は、コロナ後を見据えた企業の

前向きな設備投資を後押しする観点から、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は、すべての会合において、委員は、①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行うこと、②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していくこと、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営方針については、すべての会合において、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は、すべての会合において、委員は、感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じることで一致した。そのうえで、4月から7月の会合においては大方の委員、9月の会合においてはすべての委員は、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。この点、9月の会合において、何人かの委員は、海外経済の減速など、他のリスクも政策判断に影響するが、感染症は引き続き大きなリスクであるため、現在のフォワードガイダンスの表現を変更する必要はないとの見解を示した。また、複数の委員は、来年度以降、物価はプラス幅を縮小していく可能性が高いことから、金融政策の緩和バイアスは維持することが望ましいと述べた。

この間、4月から7月の会合において、ある委員は、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を述べた。

ロ. 感染症の影響への対応

(4年10月以降のコロナオペの取り扱い)

6月の会合において、委員は、コロナオペ等の措置は所期の効果を発揮しているとの見解で一致した。何人かの委員は、4年9月末に期限を迎えるコロナオペの10月以降の取り扱いについて、感染症が中小企業等の資金繰りに及ぼす影響をもう少し見極めたうえで、次回以降の決定会合で判断すべきであるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、感染症の動向に不確実性は残るが、これまでのところ、コロナオペの応札実績は少額にとどまっていると付け加えた。

7月の会合において、委員は、10月以降のコロナオペの取り扱いについては、今後の感染症の状況や、そのもとでの中小企業等の資金繰りの動向を慎重に見極めたうえで、次回の9月会合で判断することが適当であるとの見方を共有した。複数の委員は、感染症の企業金融への影響は和らいできているとみられ、コロナオペの残高も着実に減少していると述べた。ある委員は、コロナオペは、所期の効果を発揮し、役割を終えつつあるとみられるが、感染症が拡大する中でもあり、今回会合での決定は見送るべきであると付け加えた。多くの委員は、足もとの感染再拡大がきわめて急速であることに言及し、これが中小企業等の資金繰りに及ぼす影響を慎重に見極めることが必要との認識を示した。

(コロナオペの段階的終了等に関する検討・決定)

9月の会合において、委員は、コロナオペの取り扱いについて議論を行った。委員は、金融環境が全体として緩和した状態にあり、感染症の影響が残る中小企業等の資金繰りも改善方向にあることや、コロナオペの利用ニーズが減少していることを踏まえると、コロナオペは基本的に終了し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、本来緊急対応的な措置であるコロナオペへの過度な依存が生じ、これが資源配分への歪みをもたらさないよう、コロナオペは終了していく必要があると述べた。別の一人の委員は、地域金融機関が金融仲介機能を発揮するうえで重要な経営基盤強化は進展しており、コロナオペは終了することが適当であるが、一部に厳しさも残る状況を考慮し、段階的に終了することが適当であると述べた。更に別の一人の委員は、これから年末・年度末を迎える

ことも踏まえ、慎重を期して段階的に終了することが望ましいとの見解を示した。この間、複数の委員は、政府の中小企業金融対応について言及し、政府系金融機関の実質無利子・無担保融資は期限通り9月末で受付を終了する一方、一部のコロナ対応の資金繰り支援策は延長することが決定されていると述べた。こうした議論を経て、委員は、感染症の不確実性がなお高いことも踏まえ、仮にコロナオペを終了する場合でも、段階的に縮小していくことが望ましいとの認識を共有した。その場合の扱いについて、複数の委員は、コロナオペのうちプロパー融資分は、利用ニーズが相応に残っていることや、金融機関が自ら審査・リスクテイクをするため、資源配分の歪みにつながるというデメリットが相対的に小さいことなどを踏まえると、制度融資分よりも少し長めの経過措置を講じ得るのではないかとの意見を述べた。また、複数の委員は、現行の期限の9月末が迫っているため、実務的に必要な対応時間を確保することも重要であると述べた。ある委員は、仮に段階的に縮小させる場合、利用ニーズの低下などを踏まえて、資金供給期間などの条件面を見直すことも考えられると付け加えた。この間、何人かの委員は、コロナオペ終了後も、感染症の影響や、原材料価格上昇を背景とした運転資金需要など、幅広い資金繰りニーズがみられる可能性がある」と指摘したうえで、こうした幅広い資金繰りニーズに応える観点から、どのような対応が考えられるか、検討が必要ではないかとの見解を示した。この点に関して、複数の委員は、特別なファシリティを設ける必要はなく、汎用的な枠組みである共通担保資金供給オペを活用することが適切であるとの意見を述べた。委員は、コロナオペのような急性の危機への対応は、段階的に役割を後退させつつ、幅広い資金繰りニーズへの対応に軸足を移すことで、企業等にとって緩和的な金融環境を引き続きしっかりと維持していくことが適切であるとの認識を共有した。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、コロナオペの10月以降の取り扱い等について、どのような対応が考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、次のとおり説明を行った。

- ・ コロナオペについては、以下の取り扱いとすることが考えられる。
 - ・ 中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、5年3月末に終了する。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実

施する。

- ・ 中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、4年12月末に終了する。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。
- ・ コロナオペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、感染症以外にも、例えば、原材料価格上昇に伴う運転資金需要などへの対応も含めたより幅広い資金繰りニーズに応える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している共通担保資金供給オペを金額無制限で実施することが考えられる。

委員は、執行部が説明したようなかたちで、10月以降、コロナオペを段階的に終了していくとともに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から共通担保資金供給オペを活用していくことが適当との認識を共有した。ある委員は、今後、企業にとって持続性強化や事業再構築が課題となるもとの、より幅広い対象を支援していくことが重要になるとの認識を示したうえで、コロナオペは段階的に終了していくが、感染症の状況に応じて機動的に企業の資金繰りを支援する姿勢や、金融緩和を継続する方針に変化はないと述べた。

ハ. 金融政策運営上の留意点

(金融政策と為替相場の関係)

4月の会合において、何人かの委員は、為替相場は、経済・金融のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することが望ましいとの考えを示した。また、複数の委員は、最近みられるような為替市場における短期間での過度な変動は、先行きの不確実性を高め、企業の事業計画の策定等を難しくする面があるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、日本銀行は、金融政策を、あくまでも「物価の安定」という使命を果たすために運営しており、為替相場のコントロールを目的としている訳ではない点について、対外的に丁寧に説明していく必要があると指摘した。この点に関し、一人の委員は、金融政策運営にあたっては、資源価格や為替相場の変動そのものではなく、それらが経済・物価に与える影響を考える必要があると指摘した。別の一人の委員は、需給ギャップや失業率ギャップ

が未だに大きく、インフレの基調がきわめて低い現状に対しては、為替円安がプラスに働くとの考えを示した。ある委員は、円安が経済成長を引き上げる方向に作用する点に賛意を示しつつも、①為替円安の影響は、業種や経済主体によって異なることや、②急激な為替相場の変動は、先行きの不確実性を高めることについても、丁寧にコミュニケーションしていく必要があると指摘した。この間、最近の為替円安の背景について、一人の委員は、わが国と欧米諸国との景況格差が一因となっていると述べた一方、別の一人の委員は、資源国通貨が全体として増価するもとの、わが国輸入企業によるドル買いも影響しているとの見方を示した。

6月の会合において、一人の委員は、金融政策と為替相場の関係について、金融政策の目標は、あくまでも2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現であることを、改めてしっかりと説明していく必要があると述べた。別の一人の委員は、資源価格上昇と為替変動により、値上げ品目は拡がりをみせているが、前向きの循環のもとでの「物価安定の目標」が実現されたとはいえ、金融政策は現状維持が適当であると述べた。

9月の会合において、ある委員は、最近の為替相場の急激かつ投機的な動きは、わが国経済にとって望ましくないとの見方を示した。別の一人の委員は、為替円安が一段と進んでいる背景には、内外の金融政策の方向性の違い等も指摘されていると述べた。複数の委員は、金融政策は、為替相場を直接のターゲットとするものではなく、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を目指して行っていると述べたうえで、現在の経済・物価情勢を踏まえると金融緩和を継続する必要があることを丁寧に説明していくべきであるとの考えを示した。また、ある委員は、為替円安の影響は経済主体によって異なるため、金融緩和を継続する意義を丁寧に説明する必要があると付け加えた。

(対外的な情報発信)

4月の会合において、ある委員は、見通し期間内に2%の「物価安定の目標」を達成することが困難な中、目標の位置付けや実現への道筋を整理して丁寧な説明を行うとともに、金融緩和が更に長期化するもとの持続性がより重要となっていくことを、引き続き意識していく必要があると述べた。

6月の会合において、一人の委員は、物価は広く国民生活に影響するだけでなく、経済主体の属性や地域などの違いによってその影響は異なるため、物価動向や金融政策運営に関する情報発信を行うにあたっては、留意が必要であると述べた。別の一人の委員は、財やサービスの価格上昇は、その原因が何であれ、家計の負担を増加させるが、重要なことは、そうした負担を吸収できるような賃金の上昇を実現していくことである点を、より丁寧に説明すべきであると述べた。

7月の会合において、複数の委員は、足もとの実際の物価上昇率や今年度の見通しが2%を超えることになるが、2%の「物価安定の目標」は持続的・安定的に実現することが必要であり、物価の基調を見極め、それに基づいて政策運営することが適切であるという考え方を、従来以上に丁寧に説明していく必要があると述べた。このうち一人の委員は、様々な物価関連指標を用いた説明はどうしても技術的で分かりにくい面があると指摘したうえで、日本銀行が目指しているのは、賃金と物価の好循環であり、それが人々の暮らし向きの改善につながることで、そして現段階ではそうした目的の実現までにはなお距離があり、金融緩和を継続して経済活動をサポートする必要があること、などの基本的な考え方を分かりやすく発信していくことが重要であるとの考えを示した。ある委員は、これまでの金融緩和の効果を丹念に説明していく必要があるとの考えを示し、大規模金融緩和は、雇用の増加や時間当たりの実質賃金の上昇、非賃金面での待遇の改善を実現し、一人当たり実質成長率を高めてきたと指摘した。

9月の会合において、一人の委員は、債券市場では、流動性の低下やボラティリティの上昇など、市場機能度の低下を心配する声があると指摘し、引き続き市場の状況をしっかりと確認・検証するとともに、今後、適切なタイミングが来た際には、出口戦略についても、市場と適切なコミュニケーションをとっていくことが、金融市場の安定性確保の観点から重要であるとの意見を述べた。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

4年度上期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更は、新型コロナ対応金融支援特別オペの段階的終了等である。

9月の会合において、新型コロナ対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していく観点から、以下のとおりとすることを決定した。

① 新型コロナ対応金融支援特別オペの取り扱い

- ・ 中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、5年3月末に終了する。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。
- ・ 中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、4年12月末に終了する。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。

② 金額無制限の共通担保資金供給オペの実施

- ・ 幅広い担保を裏付けとして資金を供給している共通担保資金供給オペを金額無制限で実施する。

これに基づき、「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」の一部改正等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和4年度上期入り後、4月の会合までは、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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

4月の会合では、以下の金融市場調節方針を決定し、その後の各会合では、以下の金融市場調節方針を維持した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

① 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

② 連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、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し、9月末時点では、536.5兆円となった(図表40)。

また、4年度上期を通じ、以下の資産買入れ方針を維持することとした。

(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、それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
- ② C P等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（C P等：約 2 兆円、社債等：約 3 兆円）へと徐々に戻していく。

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9月末時点の残高は、それぞれ 36.9 兆円、6,670 億円、2.5 兆円、8.3 兆円となった（図表 40）。

「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の9月末時点の残高は、10.8 兆円となった。「貸出増加支援資金供給」の9月末時点の残高は、58.9 兆円となった。「成長基盤強化支援資金供給」の9月末時点の残高は、本則分については 5.4 兆円、米ドル特則分については 188 億米ドルとなった。「気候変動対応オペ」の9月末時点の残高は、3.6 兆円となった。「被災地金融機関支援オペ」の9月末時点の残高は、2,789 億円となった。「国庫短期証券買入オペ」の9月末時点の残高は、6.8 兆円となった（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 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
2年									
10月末	4,913,667	44,851	57,409	347,718	6,376	403,607	2,801	0	0
11月末	4,976,643	41,800	61,929	351,389	6,469	371,350	1,404	0	0
12月末	4,943,141	43,702	64,646	353,005	6,505	389,963	4,651	0	0
3年									
1月末	4,990,495	45,338	69,029	355,722	6,535	353,985	3,951	0	0
2月末	5,047,843	42,720	73,360	357,058	6,554	328,524	3,951	0	0
3月末	4,957,770	28,765	74,985	358,796	6,669	342,109	4,851	0	0
4月末	5,007,069	28,962	75,814	360,649	6,575	332,115	3,431	0	0
5月末	5,051,194	27,858	77,595	361,350	6,572	312,489	3,351	0	0
6月末	4,992,995	27,733	77,784	361,350	6,572	296,165	3,751	0	0
7月末	5,039,561	29,748	77,880	362,051	6,572	294,075	3,951	0	0
8月末	5,087,869	31,778	79,429	362,051	6,548	263,335	3,352	0	0
9月末	5,035,029	30,565	79,392	362,051	6,642	223,408	3,951	0	0
10月末	5,092,312	32,713	80,437	363,452	6,548	165,302	2,361	0	0
11月末	5,139,908	31,773	82,281	363,452	6,545	133,088	2,601	0	0
12月末	5,078,295	29,930	82,650	363,452	6,545	110,917	5,550	0	0
4年									
1月末	5,121,386	31,640	84,040	364,045	6,545	88,902	2,951	0	0
2月末	5,162,636	30,861	84,995	365,472	6,567	90,840	2,551	0	0
3月末	5,112,312	25,144	85,830	365,658	6,661	127,482	5,101	0	0
4月末	5,183,447	29,913	85,799	366,714	6,567	133,414	4,450	0	0
5月末	5,240,103	29,754	86,082	366,956	6,564	119,721	5,250	0	0
6月末	5,282,267	27,041	84,826	368,111	6,576	108,886	4,450	0	0
7月末	5,318,221	28,103	84,226	369,058	6,576	101,025	2,301	0	0
8月末	5,365,958	28,423	83,938	369,058	6,575	76,752	13,651	0	0
9月末	5,364,902	25,333	83,338	369,058	6,670	68,350	11,250	0	0

(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 支援オベ	東日本被災地 金融機関 支援オベ	熊本被災地 金融機関 支援オベ	新型コロナ 対応金融支援 特別オベ	気候変動対応 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
2年										
10月末	2,916	1,693	544	477,580	-	59,787	23,981	530,177	1,846	0
11月末	2,916	1,693	544	514,961	-	59,787	23,981	530,177	750	0
12月末	2,957	1,622	544	516,246	-	54,775	23,440	535,855	0	0
3年										
1月末	3,160	1,622	542	565,628	-	54,775	23,440	535,855	0	0
2月末	3,160	1,622	542	561,440	-	54,775	23,440	535,855	2	0
3月末	3,160	1,622	542	648,264	-	57,421	21,821	542,543	0	0
4月末	4,428	554	342	667,897	-	57,421	21,821	542,543	0	0
5月末	4,728	494	42	685,999	-	57,421	21,821	542,543	0	0
6月末	5,324	0	0	693,890	-	52,896	21,093	544,915	0	0
7月末	5,324	-	-	707,936	-	52,896	21,093	544,915	0	0
8月末	5,324	-	-	725,021	-	52,896	21,093	544,915	2	0
9月末	5,324	-	-	780,146	-	54,755	21,063	540,003	0	0
10月末	5,324	-	-	791,191	-	54,755	21,063	540,003	0	0
11月末	5,324	-	-	804,993	-	54,755	21,063	540,003	0	0
12月末	5,324	-	-	821,939	20,483	52,909	20,828	542,273	0	0
4年										
1月末	5,324	-	-	813,299	20,483	52,909	20,828	542,273	1	0
2月末	5,324	-	-	822,470	20,483	52,909	20,828	542,273	3	0
3月末	5,324	-	-	868,372	20,483	57,359	19,143	558,690	0	0
4月末	5,324	-	-	812,527	20,483	57,359	19,143	558,690	0	0
5月末	5,263	-	-	746,282	20,483	57,359	19,143	558,690	0	0
6月末	5,263	-	-	633,528	20,483	56,033	19,882	592,629	0	0
7月末	5,263	-	-	515,976	36,436	56,033	19,882	592,629	1	0
8月末	2,789	-	-	322,699	36,436	56,033	19,882	592,629	2	0
9月末	2,789	-	-	108,006	36,436	53,585	18,831	589,350	0	0

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

(2) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補充 供給	米ドル オペ用担保 国債供給	
2年						
10月末	0	0	0	7	0	6,082,671
11月末	0	0	0	135	0	6,059,127
12月末	0	0	0	3,241	0	6,176,083
3年						
1月末	0	0	0	133	0	6,165,255
2月末	0	0	0	282	2	6,147,126
3月末	0	0	0	5,948	0	6,436,096
4月末	0	0	0	414	0	6,554,570
5月末	0	0	0	23	0	6,509,651
6月末	0	0	0	1,084	0	6,595,339
7月末	0	0	0	25	0	6,608,720
8月末	0	0	0	22	0	6,613,402
9月末	0	0	0	1,273	0	6,634,869
10月末	0	0	0	250	0	6,640,289
11月末	0	0	0	318	0	6,604,444
12月末	0	0	0	676	0	6,700,674
4年						
1月末	0	0	0	245	0	6,631,825
2月末	0	0	0	27	0	6,639,396
3月末	0	0	0	9,200	0	6,880,327
4月末	0	0	0	5,820	0	6,884,030
5月末	0	0	0	2,157	0	6,733,977
6月末	0	0	0	32,281	0	6,774,152
7月末	0	0	0	9,772	0	6,659,614
8月末	0	0	0	5,974	0	6,449,826
9月末	0	0	0	27,559	0	6,180,535

(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4年9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、685.8兆円（前年比-5.3%）となった（図表41）。

資産をみると、長期国債は、資産買入れを進めるなか、536.5兆円（前年比+6.6%）となった。貸付金は、新型コロナ対応金融支援特別オペの残高の減少により、80.1兆円（前年比-42.1%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、上述の新型コロナ対応金融支援特別オペの残高の減少等により、493.0兆円（前年比-9.0%）となった。発行銀行券、政府預金は、それぞれ120.2兆円（前年比+2.9%）、21.3兆円（前年比-18.2%）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%

	3年9月末	4年3月末	4年9月末
(資産)			
国債	528.0 (-0.4)	526.2 (-1.1)	545.5 (3.3)
[うち長期国債]	503.5 (3.7)	511.2 (3.1)	536.5 (6.6)
[うち短期国債]	24.5 (-45.0)	14.9 (-58.9)	9.0 (-63.2)
コマーシャル・ペーパー等	3.1 (-28.2)	2.5 (-12.6)	2.5 (-17.1)
社債	7.9 (48.4)	8.6 (14.5)	8.3 (5.0)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	0.5 (-20.7)	0.5 (-21.3)	0.4 (-25.8)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	36.2 (5.9)	36.6 (1.9)	36.9 (1.9)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.7 (3.5)	0.7 (-0.1)	0.7 (0.4)
貸付金 ^(注4)	138.4 (32.0)	151.5 (20.4)	80.1 (-42.1)
外国為替	7.7 (-10.9)	8.3 (8.2)	9.7 (26.3)
資産計	724.1 (4.9)	736.3 (3.0)	685.8 (-5.3)
(負債・純資産)			
発行銀行券	116.8 (2.8)	119.9 (3.3)	120.2 (2.9)
当座預金	541.7 (11.1)	563.2 (7.8)	493.0 (-9.0)
政府預金	26.1 (-44.7)	13.0 (-64.7)	21.3 (-18.2)
売現先勘定	0.1 (-79.5)	0.9 (54.7)	2.8 (21.6倍)
負債・純資産計	724.1 (4.9)	736.3 (3.0)	685.8 (-5.3)

(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) 共通担保オペ、成長基盤強化支援資金供給(米ドル特則分を除く)、貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、新型コロナ対応金融支援特別オペおよび気候変動対応オペによる貸付金等の残高。

また、資産のうち、貸出支援基金は67.0兆円となった(図表42)。このうち、成長基盤強化支援資金供給は8.1兆円、貸出増加支援資金供給は58.9兆円となった。

(図表42) 貸出支援基金の残高

—— 億円

	3年9月末	4年3月末	4年9月末
成長基盤強化支援資金供給 ^(注)	78,195	80,651	80,846
貸出増加支援資金供給	540,003	558,690	589,350
合計	618,198	639,341	670,196

(注) 米ドル特則分(図表41の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

4年度上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。3年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB(1年物)については、現金償還を受けた。

この間、資金供給において適切に担保を徴求したほか、各種の資産買入れにあたって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。