

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 28 年 4 月 27、28 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2016 年 4 月 27 日(14:00～16:01)
4 月 28 日(9:00～11:54)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	(〃)
	石田浩二	(審議委員)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)
	原田 泰	(〃)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (27 日)
	坂井 学	財務副大臣 (28 日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局審議役	高口博英 (27 日 15:02～16:01)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	前田栄治
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会企画役	中本浩信
企画局企画調整課長	鈴木公一郎 (27 日 15:02～16:01)
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	二宮拓人
企画局企画役	飯島浩太

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（3月14、15日）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは360～386兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、マイナス圏ないしゼロ近辺で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、4月積み期入り後、 -0.1% をやや上回る水準まで低下している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、平均すれば -0.2% 程度で推移しているが、その時々需給環境などによって大きく変動しており、 -1% 程度まで低下する局面もみられた。

株価（日経平均株価）は、円高の進行などから下落した後、米国株価の上昇等を受けて反発し、最近では17千円台で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、FRBの利上げペースが緩やかなものになるとの観測などから、円高ドル安方向の動きとなったが、足もとでは、今回の日本銀行の金融政策決定会合の結果に対する思惑などから、値を戻している。円の対ユーロ相場も、幾分円高ユーロ安方向の動きとなった後、足もとでは値を戻している。長期金利（10年債利回り）は、タイトな需給環境や米独の長期金利の低下もあって、マイナス幅が幾分拡大している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。

米国経済は、ドル高や新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、家計支出に支えられて回復傾向にある。物価面をみると、コアベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比 $+1\%$ 台後半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因に同 $+1\%$ 程度で推移している。

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続

（注） 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

き増加するもとで緩やかな回復を続けている。物価面をみると、インフレ率（H I C P）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比0%近傍で推移しているが、コアベースでは同+1%近傍で推移している。この間、英国経済は、内需を中心に回復を続けている。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、輸出・生産面を中心に幾分減速している。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。一方、N I E s ・ A S E A Nでは、景気刺激策の効果もみられているが、輸出・生産の弱さが続いており、やや減速している。ブラジルおよびロシアでは、資源価格の低迷などにより輸出が不冴えとなるほか、内需も落ち込むなど、厳しい経済情勢が続いている。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国ではインフレ率の高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、3月F O M C以降、F R Bの利上げペースが緩やかなものになるとの見方が強まる中、米欧の長期金利は低下し、株価は小幅に上昇している。この間、資源価格が上昇基調となり、ドル高の修正が続くもとで、新興国の通貨や株価は幾分上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、足もとでは持ち直しが一服している。自動車関連は、製鉄所事故に伴うサプライチェーン問題による振れを除いてみれば、米欧向けを中心に堅調に増加している。一方、資本財は、新興国・資源国の資本ストック調整から弱めの動きを続けているほか、I T関連も、東アジア向けのスマートフォンの部品を中心にこのところ伸び悩んでいる。先行きの輸出は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。

公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向にある。先行きの公共投資は、振れを伴いつつも、徐々に下げ止まっていくとみられる。

設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にある。3月短観をみると、企業の業況感は、総じて良好な水準を維

持しているが、新興国経済の減速の影響などから慎重化している。もっとも、3月短観の設備投資計画は、総じて堅調な計画が維持されており、機械受注も、振れを伴いつつも、しっかりとした増加を続けている。先行きの設備投資は、高水準の企業収益やきわめて緩和した状態にある金融環境などを背景として、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。各種の販売統計は、暖冬による季節商材の販売不振の影響がなお残るもとで、株価下落や消費者マインドの慎重化の影響もあって、足もとでは弱めの動きとなっている。一方、外食や旅行などのサービス消費は、このところしっかりと増加している。先行きの個人消費は、一部に弱めの動きを残しつつも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、マンション価格上昇を背景とした分譲需要の伸び悩みなどから、このところ持ち直しが一服している。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けているが、足もとでは地震による供給面の制約も下押し圧力となっている。先行きについては、地震に伴うサプライチェーン障害の影響が目先の下押し圧力となるものの、基調としては、新興国を中心とする海外経済の減速の影響が続くもとで、当面横ばい圏内の動きが続くとみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、昨春以降、プラス幅の着実な拡大傾向を続け、12月に+1.3%となった後、1～3月はやや伸び率が低下し3か月連続で+1.1%となっている。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、振れを伴いつつも、2008年のピークを明確に上回る水準で推移している。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は2割台後半の伸びとなっている。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は一段と改善し、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台前半の伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。

(3) 「貸出増加を支援するための資金供給」について

3月中旬実行の貸出増加支援資金供給の新規貸付は23,462億円となり、貸付実行後の残高は244,220億円となっている。

II. 熊本地震にかかる被災地金融機関支援オペ等の導入について

1. 執行部からの説明

熊本地震の被災総額は未だ見極め難いものの、過去の大きな地震と比べても、相応の規模となる可能性があることを踏まえ、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションおよび被災地企業等債務にかかる担保適格要件の緩和の措置を講ずることとしたい。

2. 委員会の検討・採決

委員は、被災地の復旧・復興に向けた対応を金融面から支援するために、執行部から説明のあった措置を導入することが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、日本銀行は、熊本地震発生後、銀行券の円滑な供給や決済システムの通常稼働など金融インフラの維持に全力を挙げてきたところだが、本措置による被災地金融機関への支援を通じて、地域経済の復旧・復興への貢献を続けていくことが適当であると述べた。そのうえで、「『平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』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。本件につい

ては、その骨子を対外公表文に記載することとされた。また、その詳細については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

Ⅲ. 「補完当座預金制度基本要領」の一部改正について

1. 執行部からの説明

3月の金融政策決定会合において、「金融機関の貸出増加に向けた取り組みを一層支援するため、今後『貸出支援基金』および『被災地金融機関支援オペ』の残高を増加させた金融機関については、増加額の2倍の金額を『マクロ加算残高』に加算する」ことを決定したことを踏まえ、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

『補完当座預金制度基本要領』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。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

Ⅳ. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、一頃に比べて落ち着きを取り戻しているものの、世界経済の先行き不透明感が根強い中、市場参加者が積極的にリスクテイクしにくい状況が続いているとの認識を共有した。ある委員は、海外の金融市場は安定を取り戻しつつある一方、わが国の金融市場については、なお不安定な状況から脱却できていないとの見方を示した。そのうえで、委員は、国際金融市場の動向やこれがわが国の経済・物価に及ぼす影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速しているとの認識を共有した。ある委員は、新興国経済は予想していた以上に減速していると述べた。先行きについて、委員は、幾分減速した状態が当面続くとみられるが、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し、新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、これまでのドル高や新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、雇用が拡大するもとで、家計支出に支えられて回復傾向にあるとの認識で一致した。米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、輸出は新興国経済の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで、雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門の過剰設備や在庫調整が下押しとなり、輸出・生産面を中心に幾分減速しているとの見方で一致した。ある委員は、固定資産投資が伸びを幾分高めていることを指摘しつつ、景気の減速に歯止めがかかりつつあるとの見方を示した。先行きについて、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速しつつも、当局が財政・金融両面で景気下支え策に積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、輸出・生産面を中心に減速しており、アジアでは、IT関連財の需要の鈍さなどから、輸出や生産が弱めとなっているほか、ブラジル、ロシアなど資源国では厳しい経済情勢が続いているとの見方を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、先進国の景気回復の波及や金融・財政面の景気刺激策の効果などから、減速した状態を脱していくとの見方を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しており、マネタリーベースも日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しているとの見方を共有した。何人かの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定後、国債のイールドカーブは全ての期間で低下しているほか、これを受けて、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利、CP・社債の発行金利がはっきりと低下していることを指摘した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は一段と改善し、大幅に緩和した状態にあるほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識

で一致した。委員は、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの認識を共有した。複数の委員は、短観の貸出態度判断D Iやローンサーベイの結果は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入以降、金融環境が一段と緩和していることを示していると指摘した。

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、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。委員は、引き続き、企業収益が史上最高水準で推移しており、労働需給が引き締まった状況を保っていることを指摘し、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用しているとの見方を共有した。もっとも、ある委員は、マクロの所得形成のモメンタム低下が見込まれるため、好循環メカニズムが力強さを増していく蓋然性は高まっていないと述べた。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、足もとでは持ち直しが一服しているとの認識で一致した。先行きの輸出について、委員は、当面、海外経済の減速や最近の円高進行、地震の影響などから、全体では横ばい圏内の動きを続けるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きの設備投資について、委員は、高水準の企業収益を背景として、緩やかな増加基調を維持するとの見方を共有した。ある委員は、3月短観の設備投資計画は、企業が前向きな投資姿勢を維持していることを示していると述べた。別の一人の委員は、先行き世界経済の下振れ懸念が強まれば、企業マインドが慎重化することで設備投資に影響が及ぶため、今後の動向には留意が必要であるとの認識を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、労働需給の引き締まりが続き、企業収益が高水準で推移するもとで、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。この間、一人の委員は、失業率の低下テンポが弱まっていると指摘し、失業率が3%を切らないと物価上

昇率が2%になるのは難しいと考えていると述べた。

個人消費について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅く推移しており、先行きも、引き続き底堅く推移するとの認識を共有した。複数の委員は、最近の個人消費の弱めの動きについて、暖冬に加え、不安定な金融市場の動きを背景にした消費者マインドの悪化などの要因が影響しているとの認識を示した。何人かの委員は、今後も雇用者所得が増加を続けると考えられることから、先行き個人消費は底堅さを増していくとの見方を示した。この間、複数の委員は、慎重な消費の背景には、雇用環境の改善の好影響を受けにくい年金世代の消費の動向が反映されている可能性を指摘した。

鉱工業生産について、委員は、横ばい圏内の動きが続いており、足もとでは地震による供給面の制約も下押し圧力となっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、熊本地震の影響など不確実性が高いが、基調としては、新興国を中心とする海外経済の減速の影響が続くもとの、当面横ばい圏内の動きが続くとの見方を共有した。そのうえで、委員は、今回の地震が地元経済や日本経済に与える影響については、引き続き、丹念に調査していく必要があるとの認識を共有した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとの見方で一致した。

2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加すると考えられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、2018年度までのわが国経済は、2017年4月に予定される消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動による振れはあるとみられるが、基調として、潜在成長率を上回る成長を続け、緩やかに拡大していくとの見方を共有した。委員は、本年1月の展望レポートでの見通しと比べると、成長率の見通しは、海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、幾分下振れているとの認識で一致した。

2016年度の景気展開について、委員は、輸出は、当面鈍さが残る

とみられるが、新興国経済が減速した状態から脱していくことから、緩やかな増加に向かうとの見方で一致した。また、委員は、年度後半にかけては、2017年4月に予定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要が国内民間需要を押し上げるとの認識を共有した。2017年度について、委員は、家計支出は駆け込み需要の反動の影響を受けるものの、輸出が、海外経済の成長などを背景に緩やかな増加を続けるとともに、設備投資も、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて緩やかな増加基調を維持するとの見方を共有した。2018年度については、委員は、輸出が緩やかに増加するとともに、国内民間需要も、駆け込み需要の反動の影響が剥落することもあると、増加するとの認識で一致した。また、委員は、見通し期間を通じて、潜在成長率は緩やかな上昇傾向を辿り、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくとの認識を共有した。

物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、消費者物価の前年比は、①物価の基調が着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく、②2%程度に達する時期は、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2017年度中になる、③その後は、平均的にみて、2%程度で推移する、との見方を共有した。これらの委員は、本年1月の展望レポートでの見通しと比べると、成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、2016年度の見通しが下振れているとの認識で一致した。一方、複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの認識を示した。

委員は、物価の基調を規定する主たる要因である需給ギャップと中長期的な予想物価上昇率について議論した。まず、需給ギャップについて、委員は、新興国経済の減速を背景に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締めは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、労働需給の引き締めは続き、設備稼働率も、輸出・生産が持ち直していくに伴い、再び上昇していくと考えられることから、需給ギャップは、2016年度後半以降、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要による振れを伴いつつも、緩やかにプラス幅を拡大していくとの認識を共有した。

次に、中長期的な予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいるとの見方を共有した。委員は、マーケット関連指標やアンケート調査の結果は、このところ弱含んでいるとの認識で一致した。一方、委員は、企業は前向きな価格設定スタンスを維持しており、消費者も、

雇用・所得環境の改善などを受けて、価格改定を受容しているとの見方を共有した。賃金設定スタンスについて、何人かの委員は、本年入り後の国際金融資本市場の不安定な動きが労使双方のマインドに影響を与えたこともあって、今年の賃金交渉においては、ベースアップが大企業を中心に昨年を幾分下回った点は懸念されると述べた。これに対し、何人かの委員は、3年連続でベースアップが実現したことや中小企業においても賃上げの動きが広がっている点は前向きに評価できるとの認識を示した。そのうえで、一人の委員は、本年度の企業の価格改定の動きが、今後、消費者にどの程度受け入れられながら進んでいくかがポイントになるとの見方を示した。この点、ある委員は、今後、消費者マインドが改善すれば、値上げに向けた企業の価格改定の動きが再び積極化していくとの見方を示した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向に関する不確実性、②2017年4月に予定される消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性、の4点を挙げた。

物価に固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②需給ギャップ、特に労働需給の動向、③物価上昇率の需給ギャップに対する感応度、④輸入物価の動向、の4点を挙げた。

そのうえで、委員は、世界経済の先行き不透明感が強く、中長期的な予想物価上昇率の動向に関する不確実性が大きいもとで、わが国の経済・物価の下振れリスクは引き続き大きいとの認識を共有した。

V. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

委員は、金融政策運営にあたっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。委員は、需給ギャップや予想物価上昇率の動向を踏まえると、物価の基調は着実に改善しているとの見方を共有した。多くの委員が、3年連続でベースアップが実現し、中小企業にも賃上げの動きが広がっていることなどを指摘しつつ、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムが着実に作用しているとの認識を示した。そのうえで、大方の委員は、「マ

マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を着実に推進していくことで、物価の基調は着実に高まり、消費者物価の前年比は、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。この間、複数の委員は、円安ドル高傾向が一服するもとの、既往の為替円安による直接的な消費者物価の押し上げ効果は、次第に減衰していくと予想されること、また、今年の春闘におけるベースアップは昨年を幾分下回っており、企業の価格・賃金設定スタンスが、再び積極化していくかどうか不確実性が大きいことなどを挙げて、今後の物価の基調的な動きについて、より慎重な見方を示した。

委員は、本年1月の見通しと比べて、2016年度の物価見通しが下振れることになるが、その主な理由が、これまでの修正と異なり、原油価格の想定の変更というよりは、成長率の下振れや賃金上昇率の下振れによるものであることを踏まえ、政策面での対応について議論した。この点、大方の委員は、2016年度の物価見通しは下振れるが、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムは持続しており、また、賃金の上昇を伴いつつ物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムも着実に作用しているとの認識を示した。そのうえで、大方の委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の効果は、金利面では既にはっきりと現れており、その効果は、今後、実体経済や物価面にも着実に波及していくとの認識を共有した。さらに、これらの委員は、金融政策の効果の波及にはある程度時間が必要であること、また、国際金融市場において不安定な動きが続いており、そうしたもとでは、前向きな変化が現れにくいことから、現時点では、政策効果の浸透度合いを見極めていくことが適当であるとの見方で一致した。なお、ある委員は、マイナス金利政策による金利低下の効果は、支払利息の軽減だけでなく、需要の刺激を通じて、幅広く様々な経済主体にとってプラスの効果을及ぼすものであると指摘したうえで、情報発信にあたっては、その点を粘り強く説明していく必要があるとの認識を示した。また、別の一人の委員は、マイナス金利政策は、「量的・質的金融緩和」と同様に、自然利子率より低い水準に実質金利を引き下げするための政策であると述べた。

この間、何人かの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、国債市場などの需給がきわめてタイトになっている点を指摘した。このうち複数の委員は、そうした状況のもとでは、資産買入れの運営を、金融市場の状況に応じて、より柔軟に行うべきであるとの見方を示した。

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、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについて、大方の委員は、次回金融政策決定会合まで、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は 7 年～12 年程度とすること、② 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 3.3 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こと、③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

政策金利について、大方の委員は、引き続き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、大方の委員は、① 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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する、② 今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の 3 つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。何人かの委員は、海外経済の動向や中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡ってわが国の経済・物価の下振れリスクが引き続き大きいことを指摘しつつ、今後、毎回の金融政策決定会合でリスク要因を丹念に点検し、必要な場合には、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるべきであることを強調した。このうち一人の委員は、日本銀行の 2% の「物価安定の目標」の実現に向けたコミットメントに変化はなく、今回政策変更を行わないことが、金融政策運営の考え方の変更を意味するものではないという点について、対外的にしっかりと説明していく必要があると述べた。

一方、複数の委員は、マイナス金利政策は、市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねると主張した。さらに、このうち一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は限界的に逡減しているほか、既に副作用が効果を上回っているとしたうえで、① 長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、② 「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直し、金融不均衡などのリスクに十分配慮

した政策運営を行うことを主張した。この委員は、金融システムの安定をこれまで以上に重視していく必要があるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、マイナス金利政策に対する反対論には、銀行収益の悪化を指摘するものが多いが、経済全体が活性化して初めて銀行も安定した収益を得られると述べた。

VI. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 昨日開催された財務局長会議において、各財務局から今般の熊本地震の地域への影響などについて報告を受けた。引き続き財務省としても熊本地震が各地域に与える影響について注視し、きめ細やかな対応を行っていききたい。被災者の支援や迅速な復旧に向けて、当面の避難生活に必要となる物資について、まずは、20日に、平成28年度予算に計上されている予備費から23億円の使用を決定した。また、24日に総理から、熊本地震に対応するため、補正予算の編成について指示があり、この補正予算により、住居の確保など被災者支援に要する経費に対応するとともに、「熊本地震復旧等予備費」を創設し、今後、被災者の方々の事業再建、道路・施設等のインフラ復旧、がれき処理等を迅速に進めていききたい。総理からは、速やかに国会に提出するよう指示を受けており、5月中旬の国会提出を目指して作業を進めているところである。日本銀行におかれても、今回、熊本地震対応の支援オペを導入されることは、きわめて適切である。
- 予算の執行前倒しということに関して、先般成立した平成28年度予算については、公共事業等について、本年9月末において、予算現額12.1兆円の8割程度が契約済みとなることを目指すとともに、その他の経費についても、性質上可能なものについては、これに準じて早期に実施するよう取り組むこととしている。平成28年度予算の執行前倒しにより、予算を国民の皆様にごできるだけ速やかにお届けし、景気の下振れリスクにも適切に対応していききたい。
- 日本銀行におかれては、引き続き、経済・物価情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。春闘の臨時回答集計をみると、政権交代前はほと

んど行われなかったベースアップが3年連続、多くの企業で実現する見込みとなっている。先行きについては、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復に向かうことが期待される。ただし、海外経済の不確実性の高まりや金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。また、平成28年熊本地震の経済に与える影響には十分留意する必要がある。物価動向の判断にあたっては、付加価値の価格を表すGDPデフレーター等の各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。

- 3月29日に平成28年度予算が成立した。海外経済の下振れなど景気の下押しリスクに適切に対応するため、平成27年度補正予算に加えて前倒しで実施し、早期に効果を発揮させていく。熊本地震の被害は甚大であり、被災者の生活支援等に万全を期すとともに、地域経済の早期回復や産業復旧に取り組んでいく。今回の被災地金融機関支援オペにより被災地の復旧・復興が金融面からしっかりと支えられることを期待する。4月25日の経済財政諮問会議において「600兆円経済実現に向けて」を取り纏めた。より強固な成長と分配の好循環のメカニズムを築けるよう必要な制度改革や規制改革を「ニッポン一億総活躍プラン」や骨太方針に盛り込んでいく。
- 日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、着実に取り組むことを期待する。マイナス金利政策について分かりやすく発信し、効果が十分発現するよう引き続き取り組んで頂きたい。今回、2%の達成時期が幾分後ずれした理由を含め、対外的に丁寧に説明して頂くことが重要である。

Ⅶ. 採決

1. 金融市場調節方針（議長案）

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、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

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする、②ETFおよびJ-R E I Tの保有残高が、それぞれ年間約3.3兆円、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、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

反対：木内委員

3. 政策金利（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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ことを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員、木内委員は、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については+0.1%の金利を適用することが妥当として反対した。

4. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

また、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約45兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

5. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の採決結果を踏まえ、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。

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、多数意見が形成された。

これに対し、佐藤委員からは、①物価見通しについて、「2%程度を見通せる時期は、2017年度中になると予想される」とすること、②第1の柱についての記述中、「2%程度の物価上昇率を実現し」を「2%程度の物価上昇率を目指し」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：佐藤委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、石田委員、木内委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

木内委員からは、①中長期的な予想物価上昇率の見通しについて、「安定的に推移する」とすること、②物価見通しについて、「当面0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる」とすること、③先行きの金融政策運営について、「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定され、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29日に公表することとされた。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、石田委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員、木内委員は、上記の各議案で示した理由により、
反対した。

IX. 議事要旨の承認

議事要旨（3月14、15日開催分）が全員一致で承認され、5月9日に公表することとされた。

以 上

2016年4月28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) 「量」：金融市場調節方針（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。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(2) 「質」：資産買入れ方針（賛成8反対1）^(注1)

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3.3兆円¹、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。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(3) 「金利」：政策金利（賛成7反対2）^(注2)

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. また、日本銀行は、熊本地震の被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、被災地金融機関支援オペ（貸付総額3,000億円、無利息で実施、残高の2倍の金額をゼロ%の金利を適用する「マクロ加算残高」に加算）等の措置を導入することを決定した（全員一致）。

以 上

¹ このうち3,000億円の買入れは、2015年12月の金融政策決定会合で決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするETFの買入れの実施に伴うものである。

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員。反対：木内委員。なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約 45 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、原田委員、布野委員、櫻井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員、木内委員は、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については+0.1%の金利を適用することが妥当として反対した。

(28年6月15、16日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2016年6月15日(14:00～15:31)
6月16日(9:00～11:38)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	(〃)
	石田浩二	(審議委員)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)
	原田 泰	(〃)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (15日)
	坂井 学	財務副大臣 (16日)
内閣府	西川正郎	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	桑原茂裕
理事	前田栄治
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	二宮拓人
企画局企画役	武藤一郎

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（4月27、28日）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは377～388兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.06\sim-0.05\%$ 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、 $-0.3\sim-0.2\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、円高の進行などを背景に下落し、最近では15千円台後半で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、FRBの利上げペースが緩やかなものになるとの観測などから、円高ドル安方向の動きとなっている。円の対ユーロ相場も、円高ユーロ安方向の動きとなっている。長期金利（10年債利回り）は、タイトな需給環境のもとで、米欧金利の低下もあって、マイナス幅が拡大している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。

米国経済は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、堅調な家計支出に支えられて回復傾向にある。物価面をみると、コアベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比 $+1\%$ 台後半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因に同 $+1\%$ 台前半で推移している。

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで緩やかな回復を続けている。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比 0% 近傍で推移しているが、コアベースでは同 $+1\%$ 近傍で推移している。この間、英国経済は、回復を続けているが、そのペー

（注） 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

スは幾分鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、輸出・生産面を中心に幾分減速している。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。一方、N I E s ・ A S E A Nでは、一部で景気刺激策の効果もみられているが、輸出・生産の弱さが続いており、やや減速している。ブラジルおよびロシアでは、資源価格の低迷などにより輸出が不冴えとなるほか、内需も落ち込むなど、厳しい経済情勢が続いている。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国ではインフレ率の高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、5月の米国雇用統計を受けて、F R Bの利上げペースが緩やかなものになるとの見方が強まる中、米ドルが減価し、米欧の長期金利は低下した。また、世界経済の先行き不透明感や地政学的リスクなどから、先進国、新興国とも株価の上値が抑えられた。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、持ち直しが一服している。また、足もとでは、熊本地震による供給面の制約も、一時的な下押し圧力となっている。先行きの輸出は、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。

公共投資は、減少ペースが鈍化している。先行きの公共投資は、振れを伴いつつも、徐々に下げ止まっていくとみられる。

設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にある。法人企業統計で経常利益率の動きをみると、新興国経済の減速や為替円高の影響などから、足もと低下しつつも、なお高水準で推移している。1～3月期の法人企業統計の全産業の設備投資は、前期比+1.4%の着地となった。機械受注も、振れを伴いつつも、増加を続けている。先行きの設備投資は、高水準の企業収益やきわめて緩和した状態にある金融環境などを背景として、緩やかな増加基調を続けると予想される。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。各種の販売統計は、1～3月は、暖冬や製鉄所事故に伴う自動車の供給制約に加え、株価下落に伴う負の資産効果の影響から、弱めの動きとなっていたが、4月は自動車の販売回復を主因に幾分持ち直している。先行きの個人消費は、一部に弱めの動きを残しつつも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、昨年半ば以降、持ち直しが一服していたが、足もとでは、緩和的な金融環境にも支えられて、再び持ち直している。

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている。先行きについては、地震の影響による振れを伴いつつも、新興国を中心とする海外経済の減速の影響が残るもとの、基調としては当面横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落幅が縮小傾向にある。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、1月以降3か月連続で+1.1%となっていたが、4月は+0.9%とプラス幅を縮小している。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は2割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増

加などから3%台半ばの伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。

(3) 貸出支援基金の実行状況

6月上旬実行の「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分の新規貸付は6,086億円となり、今回の貸付実行後の残高は58,359億円となっている。このほか、ABL等特則分の残高は771億円、小口特則分の残高は118.79億円、米ドル特則分の残高は119.9億米ドルとなっている。

また、6月20日実行の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は62,028億円となり、今回の貸付実行後の残高は254,999億円となっている。

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

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の先行き不透明感や、英国のEU離脱問題などが意識され、市場参加者が積極的にリスクテイクしにくい状況が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、英国のEU離脱に関する国民投票の結果次第では、市場のボラティリティが急速に高まる可能性があるとは指摘した。このうちある委員は、英国のEU離脱問題によって、外貨流動性の不足が懸念されるような状況になれば、関係する中央銀行と連携して流動性供給の面で必要な対応を取るべきであると述べた。そのうえで、委員は、国際金融市場の動向やこれがわが国の経済・物価に及ぼす影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、幾分減速した状態が当面続くとみられるが、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し、新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。ただし、一人の委員は、先進国の景気回復が新興国に波及するスピードは遅く、新興国の景気減速が先進国経済を下押しするリスクにも注意が必要であるとの見方を示した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、堅調な家計支出に支えら

れて回復傾向にあるとの認識で一致した。5月の雇用統計における雇用者数の増加が市場の事前予想を大きく下回ったことについて、ある委員は、米国経済の回復の弱さを示している可能性があるとの見方を示したが、多くの委員は、雇用情勢に基調的な変化が生じているかどうかを評価するには、もう少しデータの蓄積を待つ必要があるとの認識を示した。米国経済の先行きについて、委員は、当面、鉱工業部門は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、輸出は新興国経済の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで、雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、英国のEU離脱問題の帰趨が、欧州をはじめ世界経済に対して与える影響には注意が必要であるとの見解を述べた。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を維持しているが、製造業部門の過剰設備が下押しとなり、輸出・生産面を中心に幾分減速しているとの見方で一致した。複数の委員は、公共関連の固定資産投資が増加するなど、当局の施策が景気を下支えしていることを指摘した。先行きについて、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速しつつも、当局が財政・金融両面で景気下支え策に積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、輸出・生産面を中心に減速しており、アジアでは、IT関連財の需要の鈍さなどから、輸出や生産が弱めとなっているほか、ブラジル、ロシアなど資源国では厳しい経済情勢が続いているとの見方を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、当面減速した状態が続くとみられるが、先進国の景気回復の波及や金融・財政面の景気刺激策の効果などから、減速した状態を脱していくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。委員は、引き続き、企業収益が高水準で推移し、労働需給の引き締めも続いていることを指摘し、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズム

が作用しているとの見方を共有した。ある委員は、日本経済は雇用・所得環境の改善を背景に、基調としては緩やかに拡大していくと考えられるが、このところ個人消費の一部に弱さがみられることや、円高の負の影響が今後現れてくることを踏まえると、下振れリスクは大きいとの見方を示した。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、持ち直しが一服しているとの認識で一致した。先行きの輸出について、委員は、当面、海外経済の減速や最近の円高進行、地震の影響などから、全体では横ばい圏内の動きを続けるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。複数の委員は、法人企業統計の1～3月期の設備投資が増加したことや、各種のアンケート調査における2016年度の設備投資計画がしっかりと増加する姿となっていることを指摘し、世界経済や国際金融市場の混乱などの逆風の中でも、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」による実質金利の一段の低下にも支えられて、企業は、前向きな設備投資スタンスを維持しているとの見方を示した。先行きの設備投資について、委員は、高水準の企業収益を背景として、緩やかな増加基調を維持するとの見方を共有した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとの、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、労働需給の引き締まりが続き、企業収益が高水準で推移するもとの、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、今年の春闘におけるベースアップは昨年対比幾分弱めであったが、中小企業で賃上げの拡がりが見られることなどから、雇用者所得全体としては改善傾向が続いていると述べた。

個人消費について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅く推移しており、先行きも、引き続き底堅く推移するとの認識を共有した。ある委員は、1～3月の個人消費は、年初の国際金融市場の不安定化や暖冬の影響を受けたものの、4月の消費活動指数は持ち直しの動きを示していると述べた。一方、別の複数の委員は、所得対比で消費が弱い背景として、賃金の回復力が弱いことや、年初来の円高と株安による逆資産効果、財政・社会保障制度の不確実性に起因する将来所得への不安などを挙げた。これに対し、一人の委員は、社会保障や財政に関する不安は消費性向が

低い要因にはなるとしても、ここにきて消費性向が低下している要因にはならないとし、消費性向がいずれ下げ止まれば、雇用者所得の増加を映じて消費は増加すると述べた。

住宅投資について、委員は、昨年半ば以降、持ち直しが一服していたが、足もとでは、緩和的な金融環境にも支えられて、再び持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、住宅着工戸数が再び持ち直していることの背景には、マイナス金利政策の導入以降、住宅ローン金利が低下したこともあると指摘した。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速の影響に加え、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けているとの認識を共有した。一人の委員は、鉱工業生産は、自動車の挽回生産の影響などから、熊本地震の影響にもかかわらず、想定したほどには悪い結果となっていないと述べた。先行きについて、委員は、熊本地震の影響による振れを伴いつつも、新興国を中心とする海外経済の減速の影響が残るもとの、基調としては当面横ばい圏内の動きを続けるとの見方を共有した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとの見方で一致した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているとの見方を共有した。何人かの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定後、国債利回りだけでなく、貸出金利やC/P・社債の発行金利もはっきりと低下していることや、超長期の社債を低利で発行する動きが広がっていることを指摘し、企業の資金調達環境はさらに緩和的になっているとの見解を示した。これらの委員は、金融環境の緩和によって、世界経済の不透明感が続くもとでも、設備投資は増加基調を続け、住宅投資が再び持ち直すなど、マイナス金利政策の効果は、実体経済面に徐々に波及してきているとの見方を示した。このうち一人の委員は、企業が国債利回りとのスプレッドよりも発行レートの絶対水準を重要視しながら社債発行を行う動きが定着してきているほか、固定金利でのシ・ローンの組成等が行われるなど、金融実務の面でも、マイナス金利のもとでの企業の資金調達は順調に

行われていると述べた。また、別のある委員は、現在の緩和的な金融環境を活用することによって、民間部門が構造改革を着実に進捗させることが期待されると述べた。一方、別の一人の委員は、銀行貸出全体の増加率は高まっておらず、マイナス金利政策の効果は明確にはみられないとの見方を示した。

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ついての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比が、4月に+0.9%とプラス幅を幾分縮小した背景として、個人消費の一部に弱さがみられることを挙げた。このうち一人の委員は、こうしたもとの、新年度入り後の価格改定の動きは昨年ほど広がっていないと述べた。複数の委員は、サービス価格の伸びは高まっているが、財価格の伸びの鈍化を相殺するまでにはなっていないと述べた。もっとも、一人の委員は、消費者物価指数の内訳をみると、上昇品目数が下落品目数を大幅に上回る状況が続いており、ここへきて、企業の価格設定スタンスに大きな変化が生じている様子は窺われないとの見方を示した。また、この委員を含む何人かの委員は、3年連続でベースアップが実現し、中小企業にも賃上げの動きが広がっていることなどを踏まえると、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは、引き続き作用しているとの見解を述べた。別の一人の委員は、個人消費の弱めの動きを受けて、昨年のような価格引き上げが望めないため、当面、物価上昇率は高まりにくい状況が続くが、原油価格が上昇に転じていることや、タイトな労働需給を背景に賃金の上昇が見込まれることなどから、物価は今年度後半からは伸び率を高めていくとの見方を示した。

予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいるとの認識を共有した。一人の委員は、予想物価上昇率が弱含んでいる背景として、本年入り後の国際金融市場の不安定化等から消費者マインドが悪化したことや、既往のエネルギー価格下落や円高の影響などを指摘した。そのうえで、この委員は、ファンダメンタルズが底堅く推移している中で、タイトな労働市場や設備投資の増加基調を背景に、今後、需給ギャップの改善が進めば、予想物価上昇率は徐々に高まっていくとの

見方を示した。

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、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについて、大方の委員は、次回金融政策決定会合まで、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は 7 年～12 年程度とすること、② 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 3.3 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こと、③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

政策金利について、大方の委員は、引き続き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、大方の委員は、① 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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する、② 今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の 3 つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。何人かの委員は、マイナス金利政策の効果は、既に貸出金利の低下や社債発行額の増加などにみられるが、実体経済への波及の度合いを見極める必要があり、現在の金融政策を継続すべきであると見解で一致した。また、何人かの委員は、英国の E U 離脱に関する国民投票の結果とその後の金融経済動向を見極める必要があると付け加えた。このうち一人の委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比や予想物価上昇率の指標に弱さがみられるなど、「物価安定の目標」の達成に警戒信号が点滅しており、2% の達成時期が遅れる蓋然性が高くなる場合には、追加緩和により、2% 達成に向けた日本銀行のコミットメントを、人々とマーケットに改めて示す必要があると述べた。

これに対し、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は限界的に逡減しているほか、既に副作用が効果を上回っているとしたうえで、①長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて

「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、②「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直し、金融不均衡などのリスクに十分配慮した政策運営を行うことを主張した。また、この委員は、近年の政策運営は、市場ではサプライズを狙ったものと受け止められており、金融政策の予見性を大きく低下させ、市場のボラティリティを高めていると指摘したうえで、市場との対話の正常化、双方向での対話の強化を早期に図るべきであると述べた。

この間、一人の委員は、日本銀行が3年以上にわたって「量的・質的金融緩和」を継続するもとの、わが国経済は、既に物価が持続的に下落するという意味でのデフレではなくなっているとの認識を述べたうえで、国債買入れについて、その遂行にあたって、大きな問題が生じる前に、より持続的なものに転換していくべきであると主張した。また、別の一人の委員は、政策の主目的は量から金利に既に移行しているとし、資産買入れを柔軟に運営することが重要であるとの見方を示した。これらの議論に対して、別の一人の委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」によって、国債市場が影響を受けることは事実であるが、日本銀行では、国債市場の流動性や機能度について、サーベイや各種の指標をみながら丹念に点検しているほか、市場動向を踏まえて国債買入れを弾力的に運用することで、市場の安定に努めていることを指摘した。そのうえで、この委員は、大量の国債買入れが国債市場に与える影響にはしっかりと目配りしつつも、思い切った金融緩和によって、一日も早くデフレから脱却し、日本経済を持続的な成長軌道に復帰させることが、低金利の状態を脱して市場を正常化するための一番の近道であると述べた。この間、別の一人の委員は、銀行の国債離れが「量的・質的金融緩和」の限界や副作用を示すという一部の議論について、国債を保有していた金融機関が、国内や海外における貸出の増加など、国債以外の様々な資産にシフトすることは、ポートフォリオ・リバランスという政策効果の浸透を示しているとの見方を示した。

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。

- 政府としては、今般のG7による合意、共通のリスク認識のもとに、構造改革の加速や財政出動など、あらゆる政策を総動員していく中で、消費税率の引き上げは延期することとした。一方で、財政健全化の旗は降ろすことなく、2020年度のプライマリーバランス

黒字化目標はしっかりと堅持することとしており、今後も経済・財政再生計画の枠組みのもと、経済再生を進めながら、改革工程表に基づき、歳出改革を聖域なく着実に実行していく。

- 日本銀行におかれては、引き続き、経済・物価情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気はこのところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。2016年1～3月期のGDP 2次速報では、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が前期比プラスに転じたこと等により、実質成長率は前期比年率+1.9%となった。2015年度については、18年振りに実質成長率、名目成長率、GDPデフレーターいずれもプラスとなった。先行きについては、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復に向かうことが期待される。ただし、海外経済の不確実性の高まりや金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。また、熊本地震の経済に与える影響に十分留意する必要がある。物価動向の判断にあたっては、付加価値の価格を表すGDPデフレーター等の各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。
- 政府は、消費税率10%への引き上げを2019年10月まで延期することや総合的かつ大胆な経済対策をこの秋に向けて取り纏めること等を盛り込んだ「経済財政運営と改革の基本方針2016」をはじめ、「日本再興戦略2016」、「規制改革実施計画」、「まち・ひと・しごと創生基本方針2016」および「ニッポン一億総活躍プラン」を閣議決定した。今般の骨太方針は、成長と分配の好循環を確立することにより、600兆円経済を実現する道筋を示したものである。また、「経済再生なくして財政健全化なし」との基本方針のもと、歳出・歳入両面の取組みを進め、2020年度の基礎的財政収支黒字化という財政健全化目標を堅持することを盛り込んでいる。
- 日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、着実に取り組むことを期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針（議長案）

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、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

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする、②ETFおよびJ-R E I Tの保有残高が、それぞれ年間約3.3兆円、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、③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

反対：木内委員

3. 政策金利（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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ことを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、石田委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員、木内委員は、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については+0.1%の金利を適用することが妥当として反対した。

4. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

また、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約45兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

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、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの物価に関する記述について、「消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。」から、「消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる。」に、また、先行きの政策運営方針に関する記述について、「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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。」に、それぞれ変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、石田委員、佐藤委員、
原田委員、布野委員、櫻井委員

2. 議長案

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（4月27、28日開催分）が全員一致で承認され、6月21日に公表することとされた。

以 上

2016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) 「量」：金融市場調節方針（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。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(2) 「質」：資産買入れ方針（賛成8反対1）^(注1)

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3.3兆円¹、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。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(3) 「金利」：政策金利（賛成7反対2）^(注2)

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。

¹ このうち3,000億円の買入れは、2015年12月の金融政策決定会合で決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするETFの買入れの実施に伴うものである。

2. わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。そうしたもとで、輸出は持ち直しが一服している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。住宅投資は再び持ち直しており、公共投資は減少ペースが鈍化している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。
3. 先行きのわが国経済については、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる^(注3)。
4. リスク要因としては、中国をはじめとする新興国や資源国に関する不透明感に加え、米国経済の動向やそのもとの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、地政学的リスクなどが挙げられる。こうしたもとで、金融市場は世界的に不安定な動きが続いており、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクには引き続き注意する必要がある。
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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる^(注4)。

以 上

-
- (注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員。反対：木内委員。なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約 45 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。
- (注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、原田委員、布野委員、櫻井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員、木内委員は、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については+0.1%の金利を適用することが妥当として反対した。
- (注3) 木内委員より、消費者物価の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員）。
- (注4) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続するとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員）。

(28年7月28、29日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2016年7月28日(14:00～15:32)
7月29日(9:00～12:37)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総裁)
	岩田規久男	(副総裁)
	中曾宏	(〃)
	佐藤健裕	(審議委員)
	木内登英	(〃)
	原田泰	(〃)
	布野幸利	(〃)
	櫻井眞	(〃)
	政井貴子	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	太田充	大臣官房総括審議官(28日)
	坂井学	財務副大臣(29日)
内閣府	羽深成樹	内閣府審議官(28日)
	高鳥修一	内閣府副大臣(29日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	桑原茂裕
理事	前田栄治
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局審議役	千田英継(29日)
企画局企画調整課長	鈴木公一郎(29日)
企画局企画役	二宮拓人
企画局企画役	武藤一郎
企画局企画役	永幡崇

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）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは394～405兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.06\sim-0.03\%$ 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、 -0.3% 前後で推移している。

株価（日経平均株価）は、米欧株価の上昇や本邦の財政・金融政策を巡る思惑を背景に上昇し、最近では16千円台半ばで推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、英国の国民投票後、いったん円高ドル安が進展したが、その後は、リスク回避姿勢が和らぐもとで、本邦の財政・金融政策を巡る思惑もあり、円安ドル高方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場は、円高ユーロ安方向の動きとなっている。長期金利（10年債利回り）は、タイトな需給環境のもとで、追加緩和観測もあって、マイナス幅が拡大している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。

米国経済は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、雇用・所得、家計支出に支えられて回復傾向にある。物価面をみると、コアベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比 $+1\%$ 台後半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因に同 $+1\%$ 近傍で推移している。

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで緩やかな回復を続けている。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比 0% 近傍で推移しているが、コアベースでは同 $+1\%$ 近傍で

^{（注）} 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

推移している。この間、英国経済は回復を続けているが、そのペースは幾分鈍化している。国民投票後に消費者コンフィデンスが急速に悪化したほか、7月の複合PMI生産指数が大幅に悪化している。

新興国経済をみると、中国経済は、輸出・生産面を中心に幾分減速した状態が続いているが、総じて安定した成長を維持している。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。他方、NIEs・ASEANでは、一部で景気刺激策の効果もみられているが、輸出・生産の弱さが続いており、やや減速した状態にある。ブラジルおよびロシアでは、厳しい経済情勢が続いているが、資源価格の底打ちなどから下げ止まりつつある。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、一部の国ではインフレ率の高止まりもみられる。

海外の金融資本市場をみると、英国の国民投票直後に主要国の長期金利は大幅に低下し、リスク性資産の価格も大幅に下落した。しかし、その後は、主要中央銀行による政策対応への期待や英国の新首相就任に伴う政治的不透明感の後退などを背景に、先進国の株価をはじめリスク性資産の価格が上昇するとともに、市場ボラティリティも低下している。ただし、英国の長期金利やポンドの反発は限定的であるほか、欧州の銀行株価は引き続き軟調に推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先進国向けは振れを均せば自動車関連を中心に着実な増加を続ける一方、新興国向けは資本財・部品や情報関連を中心に鈍い動きとなっている。先行きの輸出は、しばらくの間、海外経済が減速した状態を続ける中で、最近の円高進行も下押しとなり、横ばい圏内の動きを続けるとみられる。その後は、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとみられる。

公共投資は、下げ止まっている。先行きについては、熊本地震の復旧復興対策などから、緩やかに増加するとみられる。

設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にある。6月短観をみると、企業の業況感は、総じて良好な水準を維

持しているが、このところ慎重化している。もっとも、6月短観の設備投資計画は、収益計画がひと頃に比べ悪化した製造業大企業を含めて、総じてしっかりとした計画が維持されている。機械受注や建築着工・工事費予定額も、振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けている。先行きの設備投資は、製造業は企業収益の悪化や海外経済の不透明感の高まりを受けていったん弱含むと見込まれるが、全体としては高水準の企業収益を背景として、緩やかな増加基調を維持するとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。各種の販売統計は、1～3月は、暖冬や製鉄所事故に伴う自動車の供給制約に加え、株価下落に伴う負の資産効果の影響から、弱めの動きとなっていたが、4～5月は自動車の販売回復を主因に持ち直している。先行きの個人消費は、株価下落に伴う負の資産効果が剥落し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、徐々に底堅さを増していくとみられる。

住宅投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、再び持ち直している。

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている。先行きについては、海外経済の減速の影響が続くもとの、しばらく横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落幅が縮小傾向にある。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、6月は+0.8%となっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は2割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金

供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台半ばの伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。

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

国際金融資本市場について、委員は、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まったことから、不安定な動きが続いているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、国際金融市場の動向がわが国の経済・物価に及ぼす影響について、注視していく必要があるとの認識を共有した。ある委員は、世界経済の減速と英国のEU離脱問題は、投資家のリスクテイクを委縮させ、円高と日本株安を招き、資産効果から、家計消費の一層の減少をもたらす可能性があるとして述べた。また、一人の委員は、英国の国民投票後の市場は比較的落ち着いているように見えるが、市場心理が不安定化しやすい状況は長期化する可能性が高いと述べた。

海外経済について、委員は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、幾分減速した状態がしばらく続くとみられるが、先進国が着実な成長を続けるとともに、その好影響の波及や政策効果により新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、英国のEU離脱問題など海外経済を巡る不透明感が高まっているとの認識も共有した。このうち何人かの委員は、英国とEUの新たな関係構築にはかなりの時間を要するとみられると述べた。ある委員は、年初からの市場の不安定化の背景となっていた中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する不透明感についても目立った改善はみられないことや、このところ欧州の金融セクターの健全性に対する懸念が再燃していることを指摘したうえで、世界経済は、今後かなり長い期間にわたって、政治・経済的な不確実性にさらされることを覚悟する必要がある

ると付け加えた。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、雇用・所得、家計支出に支えられて回復傾向にあるとの認識で一致した。ある委員は、雇用の伸びは幾分減速しているものの、労働市場のスラック縮小に見合うペースで相応の伸びを続けていると評価でき、こうした堅調な雇用情勢を背景に、消費も堅調さを維持しているとの見方を示した。米国経済の先行きについて、委員は、輸出・生産は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、輸出は新興国経済の減速の影響などから弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、外需は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。ただし、多くの委員が、英国のEU離脱問題が欧州経済に与える影響について、注視していく必要があるとの見方を示した。

中国経済について、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速した状態が続いているが、総じて安定した成長を維持しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速しつつも、当局が景気下支え策に積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

新興国経済について、委員は、輸出・生産面を中心に減速しているとの見方を共有した。地域別には、多くの委員が、アジアでは、韓国など一部で景気刺激策の効果もみられているが、過剰設備の調整や外需の鈍さなどから、輸出や生産が弱めとなっているとの見方を示した。先行きの新興国経済について、委員は、しばらくの間減速した状態が続くとみられるが、先進国の景気回復の波及や金融・財政面の景気刺激策の効果などを背景に、成長率は徐々に高まっていくとの見方で一致した。

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済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、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復が続いているとの認識を共有した。委員は、引き続き、企業収益が高水準で推移し、労働需給の引き締まりが続いているもとで、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用しているとの見方を共有した。ある委員は、所得から支出への前向きの循環は強まっているとは言えないものの、壊れてもいないと述べた。また、先行きの成長率見通しについて、委員は、政府の景気刺激策の効果もあって、従来の見通しと比べると上振れるとの認識で一致した。ある委員は、政府の経済対策は、きわめて大規模になる見通しであり、成長率だけでなく、労働需給の一段の引き締まりを通じて、物価上昇率も相応に押し上げるだろうと述べた。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。先行きの輸出について、委員は、しばらくの間、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加していくとの見方を共有した。この間、ある委員は、英国のEU離脱問題がわが国の輸出に及ぼす直接的影響は軽微であるが、ユーロ圏の家計と企業のマインド悪化などを通じて、世界経済の減速と貿易の縮小をもたらすおそれがあるとの見方を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きの設備投資について、委員は、全体としては高水準の企業収益を背景として、緩やかな増加基調を維持するとの見方を共有した。ある委員は、先行き、輸出が増加していくにつれて、設備投資マインドの改善が進むと予想され、設備投資に対する金融緩和政策の効果が出やすくなると考えられると述べた。もっとも、一人の委員は、現在の不安定な円相場のもとでは、海外向け比率の高い製品の生産を国内に回帰させることを新たに意思決定する企業は少ないだろうとの見方を示した。また、別のある委員は、6月短観では設備投資計画は底堅いが、前提となる為替レートは111.41円であり、最近の円高が考慮されていないほか、機械受注をみると設備投資は堅調とは言い難いと述べた。この委員は、高水準の企業収益の割には設備投資の増加が小幅なものにとどまっているという問題は残ったままで、このところ、企業収益の増加に一服感がある点には注意が必要であるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、労働需給の

引き締まりが続き、企業収益が高水準で推移するもとの、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、賃上げの動きは中小企業や非正規労働者にも着実な広がりをみせていると述べた。

個人消費について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅く推移しているとの見解で一致した。一部に弱めの動きがみられる理由について、ある委員は、年初からの株価下落による負の資産効果に、熊本地震や英国のEU離脱問題などがマインド面の重石として重なった複合的なものであるとの見方を示した。先行きについて、多くの委員は、株価下落に伴う負の資産効果が剥落し、雇用・所得環境の着実な改善につれて、徐々に底堅さを増していくとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、緩和的な金融環境にも支えられて、再び持ち直しているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速の影響に加え、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、海外経済の減速の影響が続くもとの、しばらく横ばい圏内の動きを続けるとの見方で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は小幅のマイナスとなっており、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとの見方で一致した。

2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、しばらくの間、輸出・生産面に鈍さが残り、景気回復ペースの鈍化した状態が続くとの見方を共有した。そのうえで、委員は、その後は、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうとの認識で一致した。このため、委員は、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくとの見方を共有した。本年4月の展望レポートでの見通しと比べると、委員は、成長率については、財政面での景気刺激策の効果もあって、見通し期間の前半を中心に上振れるとの見方で一致した。また、委員は、2017年4月に予定されていた消費増税の延期に伴い、駆け込み需要とその反動減は均されるとの認識を共有した。

2016年度の景気展開について、委員は、輸出は、しばらく鈍さが

残るとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうとの見方で一致した。2017年度から2018年度について、委員は、輸出が、海外経済の成長などを背景に緩やかな増加を続け、設備投資も、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて緩やかな増加基調を維持するとの見方を共有した。また、個人消費についても、委員は、雇用者所得の改善を背景に、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。これらに加え、委員は、公共投資について、2017年度にかけて政府の経済対策により増加し、その後は、経済対策の効果は減衰するものの、オリンピック関連需要もあって高めの水準で推移するとの認識を共有した。そうしたもとの、委員は、見通し期間を通じて、成長率は、潜在成長率を上回るとの見方で一致した。

物価情勢の先行きを展望すると、大方の委員は、消費者物価の前年比は、①物価の基調が着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく、②2%程度に達する時期は、中心的な見通しとしては2017年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい、③その後は、平均的にみて、2%程度で推移する、との見方を共有した。これらの委員は、本年4月の展望レポートでの見通しと比べると、成長率が上振れる一方、為替円高や中長期的な予想物価上昇率の改善が後ずれしていることなどにより、物価上昇率の見通しは、2016年度について下振れるが、2017年度、2018年度は概ね不変であるとの見方で一致した。ある委員は、需給ギャップは改善方向で、予想物価上昇率もやや長い目でみれば上昇トレンドを維持していることから、物価上昇率は徐々に高まっていくが、2%程度の水準に達するのは2017年度後半頃の見通しであると述べた。一方、別の複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの認識を示した。このうちある委員は、予想物価上昇率が先行き急速に上向く蓋然性は低いとの見方を示した。

委員は、物価の基調を規定する主たる要因である需給ギャップと中長期的な予想物価上昇率について議論した。まず、需給ギャップについて、委員は、新興国経済の減速を背景に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締めは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、経済対策の効果もあって、失業率が低下するなど、労働需給の引き締めは続き、設備稼働率も、輸出・生産が持ち直していくに伴い、再び上昇していくと考えられることから、需給ギャップは、2016年度末にかけてプラスに転じ、その後は、着実にプラス幅を拡大して

いくとの認識を共有した。

次に、中長期的な予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいるとの見方を共有した。委員は、この背景として、実際の消費者物価がエネルギー価格の下落などから1年以上にわたって前年比0%程度で推移したため、その影響を受ける形で予想物価上昇率が低下したことや、このところの個人消費の弱めの動きを背景に、新年度入り後の価格改定においては、食料工業製品や耐久消費財など「財」を中心に改定を見送る動きがみられたことがある、との認識を共有した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向に関する不確実性、②企業や家計の中長期的な成長期待、③財政の中長期的な持続可能性、の3点を挙げた。

物価に固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②需給ギャップ、特に労働需給の動向、③物価上昇率の需給ギャップに対する感応度、④輸入物価の動向、の4点を挙げた。

そのうえで、委員は、海外経済の動向を中心に不透明感が強く、中長期的な予想物価上昇率の動向に関する不確実性が大きい中で、わが国の経済・物価の下振れリスクは引き続き大きいとの認識を共有した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

議長は、英国のEU離脱問題等に伴う世界経済の不透明感の高まりなどを踏まえ、企業や金融機関の外貨資金調達環境の安定に役立つような方策としてどのようなものが考えられるか、説明するよう執行部に指示した。執行部からは、「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」として、①成長支援資金供給・米ドル特則の拡大、②米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度の新設、という2つの対応案が示された。このうち、前者については、成長支援資金供給・米ドル特則（企業の海外展開を支援するため、最長4年の米ドル資金を金融機関経由で供給する制度）の総枠を、現行の120億ドルから倍増し、240億ドルに拡大するとの提案がなされた。また、後者については、金融機関に対する米ドル資金供給オペに関し、担保となる国債について日本銀行当座預金を見合いとして貸し付ける制度を新設し、実質的な現金担保を許容することで、金融機関にとって、担

保に関する不安の解消に資するとの説明があった。

上記の執行部からの提案も踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

委員は、金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。委員は、経済・物価情勢の展望に関して議論したとおり、需給ギャップは、2016年度末にかけてプラスに転じ、その後は、着実にプラス幅を拡大していくとの認識を共有した。また、予想物価上昇率について、委員は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいるとの認識を共有した。この点について、何人かの委員は、日本における予想物価上昇率の形成過程は、米国などとは異なって、引き続き「適合的」な部分が大きく、原油価格の下落や海外経済の減速といった外生的なショックに脆弱であるとの認識を示した。

執行部から提案のあった「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」について、委員は、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場では不安定な動きが続いている中で、わが国企業および金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、企業の海外展開等の前向きな経済活動を支援する観点から、導入が望ましいとの見解で一致した。ある委員は、「成長支援資金供給・米ドル特則」については、企業による長期・安定的なドル資金調達を補う手段として潜在的なニーズが強いため、これを満たすために、本行保有外貨資産の規模なども勘案して貸付額を現行の2倍まで引き上げることは適当であると述べた。また、この委員は、執行部より提案された「米ドル資金供給オペに関する担保の拡充」策は、実質的な現金担保とすることで金融機関の担保制約を緩和し、バックストップとしての米ドル資金供給オペの有効性を一段と高めるだろうと述べた。別のある委員は、米国のMMF規制の影響などから邦銀のドル調達環境がさらにタイト化していることを懸念しており、適切な措置であると述べた。さらに、一人の委員は、英国のEU離脱問題の発生を受けて、バックストップとしての米ドル資金供給オペの重要性が改めて認識されたところであり、米ドル資金供給オペの有効性を高める今回の執行部の提案に賛成であると述べた。

そのうえで、多くの委員は、最近の海外経済の不確実性の高まりを踏まえると、「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」に加えて、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の枠組みの中で金融緩和を強化すべきであるとの認識で一致した。これらの委員は、現在直面しているリスクは、海外発の不確実性が企業や家計のコ

ンフィデンスに影響するというリスクであることを考慮すると、最も有効な手段はE T Fの買入れ増額であるとの認識を共有した。さらに、これらの委員は、E T F買入れ額の増額幅について、約6兆円までは倍増させることが適当であるとの認識で一致した。ある委員は、予想物価上昇率の改善が後ずれしていることなどを踏まえると、海外経済の不透明感の高まりや国際金融市場の不安定な動きが、わが国の企業や家計のコンフィデンスの悪化に繋がり、設備投資や消費などの支出行動に悪影響を及ぼしかねない点に留意する必要があると述べた。そのうえで、この委員は、最も有効な政策手段はE T Fであるとし、E T Fの買入れについては本行財務への影響などについても考慮する必要があるが、思い切って約6兆円まで倍増することは可能だとの見解を示した。また、別の一人の委員は、E T Fの買入れ額の倍増は、将来的な国民負担に繋がる可能性を考慮すると、非常に難しい判断ではあるが、政策の効果とコストを総合的に勘案すれば賛成であると述べた。一方、複数の委員は、E T Fの買入れ増額に反対との意見を述べた。このうち一人の委員は、年間6兆円のE T Fの買入れ額は過大であり、市場の価格形成を歪め、出口の難度を高めるほか、本行財務への悪影響も懸念されると述べた。また、この委員は、E T F買入れ増額は、政策の限界を一層明確に意識させるほか、政策の逐次投入とみられ、際限ない催促相場に陥るリスクがあるとの見方を示した。もう一人の委員は、E T Fの買入れ増額は、追加緩和が必要な経済環境でないことに加えて、市場を歪めボラティリティ上昇に繋がる、本行の財務健全性を一段と損ねる、本行が株価を目標にしているとの誤ったメッセージとなることなどから反対であり、むしろ減額が妥当であると述べた。これに関し、委員からE T Fの買入増額を6兆円まで増額する場合の本行財務に与える影響等について質問があり、執行部からは、リスク量などについて補足説明を行った。

この間、多くの委員から、政府が大規模な「経済対策」など財政政策・構造政策面での取り組みを進めていることを踏まえ、政府の取り組みとの相乗効果について発言があった。委員は、積極的な財政支出と物価安定目標を実現するための金融緩和政策の組み合わせは、一般的な「ポリシーミックス」であり、そのもとでの景気刺激効果は強力なものになるとの認識で一致した。ある委員は、最近マーケットやメディアなどでは定義が曖昧なまま「ヘリコプターマネー」に関する議論が盛んになっているが、わが国の「ポリシーミックス」は、中央銀行マネーの恒久的増加を原資に財政支出を行うという意味での「ヘリコプターマネー」でないことをしっかりと説明していく必要があると述べた。また、一人の委員は、政府が新たに策定する経済対策は、本

行の金融緩和政策と高い親和性を有するものと考えられると付け加えた。こうした議論を踏まえ、委員は、政府の取り組みとの相乗効果について、日本銀行としての考え方を公表文において対外的に説明することが適当であるとの見解で一致した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

E T F 以外の資産の買入れ方針について、大方の委員は、次回金融政策決定会合まで、①長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営すること、また、買入れの平均残存期間は 7 年～12 年程度とすること、② J - R E I T の保有残高が年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

政策金利について、大方の委員は、引き続き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、大方の委員は、① 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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する、② 今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の 3 つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。一人の委員は、今回の E T F 買入れ額の増加も含め、これだけ大胆かつ強力な金融政策を行うにあたっては、その政策意図が十分に理解されてこそ、最大の効果を発揮することができるのであり、これまで以上に肌理細かく情報発信の工夫を凝らしていくことが大切であると述べた。

これに対し、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」の効果は限界的に逡減しているほか、既に副作用が効果を上回っているとしたうえで、① 長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額すること、② 「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直し、金融不均衡などのリスクに十分配慮した政策運営を行うことを主張した。また、この委員

は、生保の資産・負債のマッチング行動等を背景に、超長期国債は需給が逼迫するもとで流動性が大きく低下しており、先行きボラティリティが高まるリスクがあると指摘したうえで、これは国債買入れの困難度の高まりを象徴しており、国債市場全体の将来の姿を先取りしていると述べた。

また、ある委員は、超長期金利低下の設備投資などへの影響は限定的である一方、年金の割引率低下を通じた企業財務や公的年金などへの悪影響が見込まれるため、超長期の国債買入れについては、出口政策と誤解されないような形での調整を検討するべきと述べた。この間、別の一人の委員は、金融緩和の限界、副作用という考えを否定することが必要であると述べた。そのうえで、この委員は、金融緩和の「量」の限界は、あえて言えば、国債の発行残高であると述べたほか、金融緩和の出口局面で、金利の上昇により日本銀行の収益がマイナスになることが金融緩和の制約になるという議論について、日本銀行のバランスシートの拡大局面では日本銀行の収益は拡大していること、金利の上昇は長期的には日本銀行の収益増加要因となることを指摘した。

委員は、海外経済・国際金融市場を巡る不透明感などを背景に、物価見通しに関する不確実性が高まっている現在の状況を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、次回の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うことが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、この3年で経済・物価は大きく好転したが、「物価安定の目標」は達成できていないとしたうえで、2%の早期実現に何が必要かという視点から、この3年間の経済・物価動向や政策効果を政策委員会レベルで総括的に検証することが、今後の政策運営を適切に進めていくうえで不可欠であるとの見解を示した。また、複数の委員は、「総括的な検証」は、あくまでも2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために何が必要かを検証するものであり、2%の「物価安定の目標」を見直すということではないと付け加えた。これを受けて、議長は、執行部に対し、総括的な検証の準備を指示した。

IV. 政府からの出席者の発言

「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」の導入や、ETF買入れ額の増額に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、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33分中断、11時50分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今回執行部から提案のあった事項については、世界経済のリスクも踏まえつつ、金融政策の目標を確実に達成するために必要な措置として提案されたものと認識しており、歓迎したい。また、今回の提案を含め、金融政策運営の状況などについては、引き続き、丁寧かつ積極的な説明に努めて頂きたい。
- 英国のEU離脱問題を受けて、財務省としては財務大臣・日本銀行総裁共同談話の発出など市場の安定のために必要な対応を行った。金融市場においては、短期的な変動がみられたものの、その後は落ち着きを取り戻している状況である。しかし、中長期的には、政治的不確実性の問題などが重石となる可能性があり、実体経済への影響をよく注視する必要がある。
- 政府としては、世界経済の減速リスクに対処し、デフレから完全に脱却するために、G7首脳宣言や今般のG20でも合意があったとおり、金融、財政および構造政策を総動員することが重要と認識しており、こうした認識のもと、先般、総理からご指示のあった、総合的かつ大胆な経済対策の取りまとめについて、現在政府内で作業を進めている。
- 引き続き、日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気はこのところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては雇用・所得環境の改善が続く中で各種政策の効果もあって緩やかな回復に向かうことが期待される。内閣府年央試算では、平成28年度の実質GDP成長率については、0.9%程度、平成29年度については、1.2%程度と見込んでいる。中長期の経済財政に関する試算では、2015年度の国・地方の基礎的財政収支赤字半減目標の達成が見込まれる。黒字化目標年度である2020年度は、経済再生ケースで1.0%程度の赤字となり、引き続き経済・財政一体改革を着実に推進することが重要と考える。
- 物価動向の判断にあたっては、付加価値の価格を表すGDPデフレーター等の各種指標を総合的にみていくことが重要である。

- 7月12日、総理から経済対策の取りまとめに向けた準備を進めるよう指示があった。デフレから完全に脱却し、しっかりと成長していく道筋をつけるため、働き方改革をはじめとする構造改革を進めるとともに、「未来への投資」の加速を目的とする総合的かつ大胆な経済対策を講じることとしており、鋭意作業を進めている。
- 中央最低賃金審議会は、今年度の地域別最低賃金の引上げ額の目安を全国加重平均で24円とした。引上げ率で3.0%であり、昨年度の18円、引上げ率2.3%を大幅に上回るものである。政府としては、中小企業・小規模事業者への支援に遺漏なく取り組んでいく。
- 日本銀行には経済・物価情勢を踏まえつつ2%の「物価安定の目標」の実現に向け着実に取り組むことを期待する。今回の追加緩和策を含めた金融政策の効果について十分注視していく必要があると考える。また、金融政策運営の変更に関し、日本銀行としての考え方について、対外的に丁寧に説明していただくことが重要である。

V. 採決

1. ETFの買入れ方針の決定に関する件（議長案）

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、ETFの保有残高が、年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う旨の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、約6兆円の買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。木内委員は、財務健全性への影響のほか、株式市場のボラティリティを高める、株価を目標にしているとの誤ったメッセージになる等として反対した。

2. 「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」に関する件（議長案）

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、①成長支援資金供給・米ドル特則（企業の海外展開を支援するため、最長4年の米ドル資金を金融機関経由で供給する制度）の総枠を現行の120億ドルから倍増し、240億ドル（約2.5兆円）に拡大する、②金融機関に対する米ドル資金供給オペに関し、担保となる国債を、日本銀行当座預金を見合いとして貸し付ける制度を新設する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

3. 金融市場調節方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：木内委員

4. ETF以外の資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する、また、買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする、②J-R E I Tについて、保有残高が年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、③C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすること

を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：木内委員

5. 政策金利（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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ことを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員、木内委員は、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については $+0.1\%$ の金利を適用することが妥当として反対した。

6. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約45兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

VI. 対外公表文（「金融緩和の強化について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの金融政策運営の記述について、「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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。」に、変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

2. 議長案

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。

VII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、多数意見が形成された。

これに対し、佐藤委員からは、①物価見通しについて、「2%程度を見通せる時期は、中心的な見通しとしては2017年度中になるとみられる」とすること、②第1の柱についての記述中、「2%程度の物価上昇率を実現し」を「2%程度の物価上昇率を目指し」に変更すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：佐藤委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、木内委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

木内委員からは、①中長期的な予想物価上昇率の見通しについて、「安定的に推移する」とすること、②物価見通しについて、「当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる」とすること、③先行きの金融政策運営について、「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定され、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30日に公表することとされた。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員、木内委員は、上記の各議案で示した理由により、
反対した。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（6月15、16日開催分）が全員一致で承認され、8月3日に公表することとされた。

IX. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2017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

2016年7月29日

日本銀行

金融緩和の強化について

1. 英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場では不安定な動きが続いている。こうした不確実性が企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、わが国企業および金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートする観点から、日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を決定した。

(1) ETF買入れ額の増額（賛成7反対2）^(注1)

ETFについて、保有残高が年間約6兆円¹に相当するペースで増加するよう買入れを行う（現行の約3.3兆円からほぼ倍増）。

(2) 企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置（全員一致）

① 成長支援資金供給・米ドル特則の拡大

成長支援資金供給・米ドル特則（企業の海外展開を支援するため、最長4年の米ドル資金を金融機関経由で供給する制度）の総枠を240億ドル（約2.5兆円）に拡大する（現行の120億ドルから倍増）。

② 米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度の新設

金融機関に対する米ドル資金供給オペに関し、担保となる国債を、日本銀行当座預金を見合いとして貸し付ける制度を新設する。

2. 金融市場調節方針、ETF以外の資産買入れ方針、政策金利については、以下のとおり、これまでの方針を維持する。

(1) 「量」：金融市場調節方針（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。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

¹ このうち3,000億円の買入れは、2015年12月の金融政策決定会合で決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするETFの買入れの実施に伴うものである。

(2) 「質」：資産買入れ方針（賛成8反対1）^(注2)

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。
- ② J-REITについて、保有残高が年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(3) 「金利」：政策金利（賛成7反対2）^(注3)

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。

3. この間、政府は、大規模な「経済対策」を策定する方針にあるなど、財政政策・構造政策面の取り組みを進めている。日本銀行としては、今回の措置も含め「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、きわめて緩和的な金融環境を整えていくことは、こうした政府の取り組みと相乗的な効果を発揮するものと考えている。
4. 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、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる^(注4)。
5. なお、本日公表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示した通り、海外経済・国際金融市場を巡る不透明感などを背景に、物価見通しに関する不確実性が高まっている。こうした状況を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、次回の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うこととし、議長はその準備を執行部に指示した。

以 上

-
- (注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、約6兆円の買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。木内委員は、財務健全性への影響のほか、株式市場のボラティリティを高める、株価を目標にしているとの誤ったメッセージになる等として反対した。
- (注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：木内委員。なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。
- (注3) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員、木内委員は、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については+0.1%の金利を適用することが妥当として反対した。
- (注4) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続するとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員）。

(28年9月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2016年9月20日(14:00～16:04)
9月21日(9:00～12:58)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	(〃)
	佐藤健裕	(審議委員)
	木内登英	(〃)
	原田 泰	(〃)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (20日)
	大塚 拓	財務副大臣 (21日)
内閣府	羽深 成樹	内閣府審議官 (20日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (21日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳	
理事	櫛田誠希	(20日 15:10～15:35)
理事	桑原茂裕	
理事	前田栄治	
企画局長	内田眞一	
企画局審議役	千田英継	(20日 15:35～16:04、21日)
企画局政策企画課長	正木一博	
金融機構局長	山田泰弘	(20日 15:10～15:35)
金融市場局長	清水誠一	
調査統計局長	関根敏隆	
調査統計局経済調査課長	中村康治	
国際局長	長井滋人	

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太	
政策委員会室企画役	中本浩信	
企画局企画調整課長	鈴木公一郎	(20日 15:35～16:04、21日)
企画局企画役	二宮拓人	
企画局企画役	田村健太郎	
企画局企画役	永幡 崇	
金融市場局市場調節課長	奥野聡雄	(20日 15:35～16:04)

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28、29日）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは395～407兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.06\sim-0.03\%$ 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、 $-0.3\sim-0.2\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、緩やかに上昇し、最近では16千円台半ばで推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、一部の米国経済指標の市場予想比下振れなどから、いったん円高ドル安が進展したが、その後は、日米の金融政策を巡る思惑などを反映して、振れを伴いつつ円安ドル高方向の動きとなっている。この間、円の対ユーロ相場は、小幅に円高ユーロ安方向の動きとなっている。長期金利（10年債利回り）は、世界的に長期金利が上昇する中、本行の金融政策を巡る思惑などを背景に上昇している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。

米国経済は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、雇用・所得、家計支出に支えられて回復傾向にある。物価面をみると、コアベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比 $+1\%$ 台後半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因に同 $+1\%$ 近傍で推移している。

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで緩やかな回復を続けている。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比 0% 近傍で推移しているが、コアベースでは同 $+1\%$ 近傍で

^{（注）} 「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

推移している。この間、英国経済は回復を続けているが、そのペースは幾分鈍化している。国民投票後に消費者コンフィデンスが急速に悪化した。他の指標は大きく振れており、EU離脱問題が景気に及ぼす影響について見定め難い状況にある。

新興国経済をみると、中国経済は、輸出・生産面を中心に幾分減速した状態が続いているが、総じて安定した成長を維持している。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。他方、NIEs・ASEANでは、輸出・生産の弱さが続いており、やや減速した状態にある。ブラジルおよびロシアでは、厳しい経済情勢が続いているが、資源価格の底打ちなどから下げ止まっている。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ブラジルやロシアのインフレ率は、引き続き高い水準にあるが、通貨安の一服を背景に低下する方向にある。

海外の金融資本市場をみると、先進国中央銀行による緩和的な政策運営への期待感などから、先進国・新興国の株価をはじめリスク資産の価格が上昇したが、9月以降は、米国の利上げ時期を巡る思惑などを背景に先進国の長期金利が上昇する中、市場のボラティリティが上昇する局面もみられている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先進国向けは振れを均せば自動車関連を中心に着実な増加を続ける一方、新興国向けは資本財・部品を中心に鈍い動きとなっている。先行きの輸出は、しばらくの間、海外経済が減速した状態を続ける中で、最近の円高進行も下押しとなり、基調として横ばい圏内の動きを続けるとみられる。その後は、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとみられる。

公共投資は、下げ止まっている。先行きについては、熊本地震の復旧復興対策や経済対策に伴う各種インフラ整備を中心に、緩やかに増加するとみられる。

設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にある。法人企業統計で経常利益率の動きをみると、高水準ながら低

下しつつあったが、4～6月は非製造業大企業が牽引するかたちで幾分持ち直している。法人企業統計の全産業の設備投資は、振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けている。先行指標である機械受注は、振れを伴いつつも、緩やかな増加を続けている。先行きの設備投資は、製造業は企業収益の悪化や海外経済の不透明感の高まりを受けていったん弱含むと見込まれるが、全体としては高水準の企業収益を背景として、緩やかな増加基調を維持するとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。消費活動指数をみると、年初以降、やや弱めの動きとなっていたが、このところ改善に向けた動きがみられる。各種の販売統計は、1～3月は、製鉄所事故に伴う自動車の供給制約に加え、株価下落に伴う負の資産効果の影響から、弱めの動きとなっていたが、4～6月は自動車の販売回復を主因に持ち直しており、7月も持ち直しの動きが続いている。先行きの個人消費は、株価下落に伴う負の資産効果が剥落し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、徐々に底堅さを増していくとみられる。

住宅投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けている。

鉱工業生産は、新興国・資源国経済が減速するもとの、横ばい圏内の動きを続けている。先行きについては、目先、自動車の挽回生産による押し上げが見込まれるものの、海外経済の減速の影響が下押しに作用するもとの、基調としてはしばらく横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落幅が縮小傾向にある。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、7月は+0.5%となっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大

幅に増加しており、前年比は2割台半ばの伸びとなっている。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%台前半の伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。

(3) 貸出支援基金の実行状況

9月上旬実行の「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分の新規貸付は4,437億円となり、今回の貸付実行後の残高は59,433億円となっている。このほか、ABL等特則分の残高は696億円、小口特則分の残高は121.49億円、米ドル特則分の残高は120.0億米ドルとなっている。

また、9月16日実行の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は49,502億円となり、今回の貸付実行後の残高は279,979億円となっている。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保掛け目等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

III. 「ETFの銘柄別の買入額の見直し」について

1. 執行部からの説明

執行部は、本行が買い入れているETFは、銘柄毎の時価総額に概

ね比例するように、銘柄別の買入れ額を決定しており、この結果、一部の株式が品薄となりやすいといった問題を惹起することから、以下の対応案を提出した。

- ① 年間買入れ額 5.7 兆円のうち、3 兆円分については、従来どおり、3 指数（T O P I X、日経 225、J P X 日経 400）に連動する E T F を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れられる。
- ② 残りの 2.7 兆円については、T O P I X に連動する E T F を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れられる。

2. 委員会の検討・採決

以上の執行部の説明を受けて、委員は、執行部が示した対応案のとおり、E T F の銘柄別買入れ額を一部見直すことが適当との認識で一致した。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。本件については、会合終了後、執行部より直ちに公表することとされた。

IV. 議事要旨の承認

議事要旨（7月28、29日開催分）が全員一致で承認され、9月27日に公表することとされた。

V. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、英国国民投票後の不安定な状態から、ひとまず落ち着きを取り戻しているが、米国の利上げ時期を巡る思惑などを背景に相場が振れる局面もみられる等、不確実性が高い状況が続いているとの認識を共有した。ある委員は、E U 加盟国の離脱手続きを定めるリスボン条約第 50 条の発動時期を巡る不透明感や、F R B の利上げを巡る思惑などで相場が振れた状況を踏まえると、引き続き、国際金融資本市場の動向に、十分に注意を払う必要があると述べた。

海外経済について、委員は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、先進国が着実な成長を続けるとともに、その好影響の波及や政

策効果によって新興国も減速した状態から脱していくことから、海外経済は全体として緩やかに成長率を高めていくとみられるとの見方を共有した。何人かの委員は、英国のEU離脱問題の影響はこれまでのところ限定的であり、先進国の緩やかな成長に変調はみられないと述べた。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いているが、雇用・所得の改善傾向を背景にした堅調な家計支出に支えられて回復傾向にあるとの認識で一致した。ある委員は、大統領選挙を巡る不確実性の高まりが懸念されるが、実体経済は引き続き個人消費に牽引されるかたちで、緩やかな成長を続けていると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、外需の低迷を背景とする鉱工業部門のもたつきにより目先力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとみられるとの見方を共有した。ある委員は、強弱区々の経済指標や海外経済の不透明感等から、FRBの利上げ時期については予断を許さないと述べた。

欧州経済について、委員は、輸出が弱めの動きとなっているが、個人消費が増加するもとで緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、外需は力強さに欠くものの、緩やかな回復が続けるとみられるとの見方で一致した。また、委員は、英国のEU離脱問題が欧州経済に与える影響については、不確実性が高く、注視していく必要があるとの認識を共有した。ある委員は、英国のEU離脱問題の影響はこれまでのところ当初懸念されたほどではないが、欧州における経済指標の内容は強弱区々であり、今後とも注視していく必要があると述べた。

中国経済について、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速した状態が続いているが、総じて安定した成長を維持しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速しつつも、当局が景気下支え策に積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。ある委員は、中国経済は政府の景気刺激策の効果もあり、内需は緩やかに回復してきているが、不動産関連信用の拡大にも示唆されるように、金融面での不均衡が蓄積されていないか注視していく必要があると述べた。

新興国経済について、委員は、輸出・生産面を中心に減速しているとの見方を共有した。ある委員は、資源市況の安定が一部の国の経済に好ましい方向に作用していると述べた。先行きの新興国経済について、委員は、減速した状態が続くが、その後は先進国の景気回復の波

及や財政・金融面からの景気刺激策の効果などから成長率が徐々に高まっていくとの見方を共有した。

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

わが国の景気について、委員は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。先行きの輸出について、委員は、しばらくの間、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きの設備投資について、委員は、全体としては高水準の企業収益を背景として、緩やかな増加基調を維持するとの見方を共有した。ただし、複数の委員は、先行き一段と円高が進む場合、企業センチメントの悪化から設備投資計画の先送りにつながらないか注視する必要があると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続け、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識で一致した。先行きについても、労働需給の引き締まりが続き、企業収益が高水準で推移するもとの、雇用者所得は緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、今後の課題は賃金上昇トレンドの加速であり、労働市場の規制緩和や改革が重要な焦点になると述べた。

個人消費について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅く推移しているとの見方で一致した。ある委員は、夏季賞与の増加もあり雇用者所得が堅調に推移する中、景気ウォッチャー調査に示されるように消費マインドには持ち直しがみられていると述べた。別の委員は、このところの株価の回復もあって、個人のマインドは持ち直しがみられていると述べた。先行きについて、多くの委員は、株価下落に伴う負の資産効果が剥落し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、徐々に底堅さを増していくとの見方を共有した。ある委員は、個人消費が堅調に増加するためには、現在の良好な雇用・所得環境が一時的なものではなく、持続的なものであり、今後、賃金は上昇していくとの確信を持てる環境を整備することが重要であると述べた。別の委員は、現在の消費性向の低

下は、様々な要因はあるが、リーマン・ショック後に行われた耐久消費財需要の喚起策の反動も一因と思われると述べた。

住宅投資について、委員は、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、新興国・資源国経済が減速するもとの横ばい圏内の動きを続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、海外経済の減速の影響が続くもとの、しばらく横ばい圏内の動きを続けるとの見方を共有した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は小幅のマイナスとなっているとの認識を共有した。先行きについて、大方の委員は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方で一致した。そのうえで、何人かの委員は、個人消費や為替相場等の動向次第では、企業の慎重な価格設定行動が想定以上に長引く可能性もあることから、下振れリスクを意識する必要があると述べた。別の委員は、今後執行される政府の大規模な経済対策は、金融緩和政策との相乗効果により、成長率の押し上げと予想物価上昇率の改善に寄与すると述べた。また、他の一人の委員は、資源市況が低位ながらも一定の範囲内で変動しており、物価に対する下押し圧力は徐々に剥落していく見通しであると述べた。ただし、同時にこの委員は、適合的なメカニズムを通じて、予想物価上昇率に下押し圧力が作用している点には留意が必要であると述べた。一人の委員は、足もとでの各種指標における中長期予想物価上昇率の下振れは、現在の経済構造と整合的な均衡水準に再び回帰する過程であると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているとの見方を共有した。

VI. 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」に関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

1. 執行部からの報告

「量的・質的金融緩和」導入以降の3年間の経済・物価動向と政策効果について分析を行った。

まず、金融緩和の効果と2%の「物価安定の目標」未達成の理由についてである。「量的・質的金融緩和」は、実質金利の低下を主たるメカニズムとして、経済・物価を好転させ、日本経済はデフレではなくなった。もともと、2%の「物価安定の目標」は実現できていない。この主な要因は、原油価格の下落、消費税率引き上げ後の需要の弱さ、新興国発の市場の不安定化などの外的な要因によって、実際の物価上昇率が低下し、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が弱含んだことである。実際の物価上昇率が当面低い水準で推移する中であって、適合的な期待形成による予想物価上昇率の引き上げには不確実性があり、フォワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である。この点に関し、マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも長期的な関係を持つものと考えられるため、マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要である。

次に、マイナス金利の効果と影響については、マイナス金利と国債買入れの組み合わせは、長短金利の押し下げに有効であることが確認できた。これによりもたらされた国債金利の低下は、貸出・社債・CP金利の低下にしっかりとつながっている。もともと、貸出金利の低下は、金融機関収益を圧縮する形で生じている。また、長期金利や超長期金利の低下は、保険や年金などの運用利回りを低下させ、これらがマインド面を通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある点にも留意が必要である。

2. 委員会の検討

委員は、以上の執行部からの報告を踏まえ、「総括的な検証」に関する検討を行った。

まず、「量的・質的金融緩和」の効果について、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させ、経済・物価の好転をもたらし、その結果、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなったと

の見解を共有した。これらの委員は、マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したとの見解を示した。ある委員は、「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げを通じて現実の物価上昇率を引き上げたほか、政府の経済対策による後押しもあって雇用・所得環境を改善させたと述べた。別の委員は、「量的・質的金融緩和」のもとで経済は大幅に好転し、貸出は増加を続けていると述べた。これらに対して、複数の委員は、限界的な金利低下の経済効果は逡減してきており、累積的な経済効果を中心にした評価は、効果を過大に見積もりかねないと述べた。このうち、一人の委員は、「量的・質的金融緩和」が導入当初経済・物価に非常に効果的であったのは、大胆な政策変更により、円の過大評価と株価の過小評価を修正する契機となったためであり、こうした修正が一巡するもとの、経済・物価への効果もラグをもって一巡した面があると述べた。

2%の「物価安定の目標」が実現できていない要因について、大方の委員は、原油価格の下落、消費税率引き上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速とそのもとの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が実際の物価上昇率を低下させ、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が弱含んだことが主な理由であるとの認識を共有した。ある委員は、原油安などは中央銀行がコントロールできない要因であり、問題の本質は、外的要因そのものよりも、これらによって実際の物価上昇率が低下した結果、予想物価上昇率が下押しされたことにあると述べた。別の委員は、わが国では、予想物価上昇率の形成において、依然として適合的な期待形成の役割が大きく、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、フォワード・ルッキングな期待形成を強める何らかの手段が必要であると述べた。これに関し、一人の委員は、予想物価上昇率の低下は賃金上昇を抑制する要因になっていると指摘した。そのうえで、この賃金上昇の鈍化は物価上昇率を引き下げ、予想物価上昇率のさらなる低下を招いており、こうした悪循環を断ち切るためには、予想物価上昇率を引き上げる金融政策が必要であると述べた。また、多くの委員から、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要があるが、実際の物価上昇率が当面低い水準で推移する中において、適合的な期待による引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性に留意する必要があるとの見解が示された。

マイナス金利の効果と影響については、多くの委員が、マイナス金

利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げたと述べた。委員は、国債金利の低下は、マイナス金利導入後も、貸出・社債金利の低下にしっかりつながっているとの認識を共有した。ある委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のイールドカーブの押し下げ効果は顕著であり、貸出金利や社債金利が一段と低下していることから、マイナス金利が「量的・質的金融緩和」の効果をも補完するものであるのは明確であると述べた。こうした見方に対して、一人の委員は、マイナス金利導入後のイールドカーブの変化は、生保が資産と負債のデュレーションギャップを縮小させるために超長期国債を買い入れたことなど、やや投機的、一時的な動きで引き起こされた面が強いとの見解を述べた。

委員は、マイナス金利の金融機関収益に与える影響等について留意すべきとの認識を共有した。この観点で、委員は、さらなる金利低下に伴う貸出金利への波及については、金融機関収益への影響や、それを踏まえた金融機関の貸出運営方針に依存するとの見解を共有した。また、委員は、イールドカーブの過度な低下、フラット化は、保険や年金などの運用利回り低下等を通して、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じ経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるとの認識を共有した。ある委員は、今のところ金融仲介機能の低下は生じていないとしつつ、今後も大規模な緩和を続けていく際には、金融面への影響にも配慮しながら、適切なイールドカーブを形成していくことが必要であると述べた。また、別の委員は、イールドカーブを適切にコントロールすることができれば、金融緩和政策の有効性を高めるとともに、金融機能の持続性を担保することができる」と述べた。一人の委員は、金融緩和の効果は、①金融機関経営に与える影響、②金融機関経営の悪化が経済全体を悪化させる影響、③金融緩和が金融機関を経由しないで経済を好転させる経路を考慮する必要がある、②と③の影響が経済全体に与える影響が重要であるとしたうえで、経済全体が好転すれば、信用コストの低下、名目金利の上昇、貸出の拡大から、金融機関の経営も好転すると述べた。

VII. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の議論を踏まえて、委員は、政策の方向性について議論した。

委員は、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、弱含んでいる予想物価上昇率を2%に向けて引き上げていく必要があるとの見解を共有した。大方の委員は、わが国では、予想物価上昇率の形成において、依然として「適合的な期待形成」の役割が相対的に大きい

ことを踏まえ、フォワード・ルッキングな期待形成を強める手段を導入する必要があるとの認識を示した。その方策として、多くの委員は、「物価安定の目標」に対するコミットメントを強化することが適当であるとの見解を共有した。そのうえで、複数の委員から、具体的には、消費者物価上昇率の「実績値」が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する、いわゆる「オーバーシュート型コミットメント」が適当であるとの意見が示された。これらの委員は、金融政策の波及ラグを考えれば、実際の物価上昇率が2%を超えるまで金融緩和をコミットすることは異例の措置であるが、それだけに家計や企業の予想形成に働きかける効果は大きいと述べた。このうち、ある委員は、実績値に基づくコミットメントは、2001年に日本銀行が導入した「量的緩和政策」においても用いられたが、当時は消費者物価上昇率の実績値が安定的に0%以上となるまでという内容であり、それとの対比でも安定的に2%を超えるまでというコミットメントは強力であると述べた。別の委員は、オーバーシュート型コミットメントは、「物価安定の目標」に対する注目を高め、フォワード・ルッキングな期待形成の要素を強めることで、予想物価上昇率の引き上げに寄与するとの見解を示した。また、他の委員は、人々の物価観を変えるのは簡単ではないが、オーバーシュート型コミットメントは、「物価安定の目標」に向けた強い意志を示す有効な手段であると述べた。ある委員は、このような強力なコミットメントを導入する場合、副作用も考え得るが、予想物価上昇率が先行き緩やかに高まっていくというメインシナリオのもとでは、インフレが加速する可能性はかなり限られると述べた。そのうえで、この委員は、万が一、予想物価上昇率が急速に高まる局面では、金利の引き上げで対応することが可能であると述べた。こうした見方に対して、一人の委員は、オーバーシュート型コミットメントは、潜在成長力からみて現実的な目標設定ではなく、予想物価上昇率を引き上げる効果も期待できないと述べた。

複数の委員は、コミットメントの対象について、これまで「物価安定の目標」に対するコミットメントとこれを裏打ちするバランスシートないしマネタリーベースの拡大が、予想物価上昇率の引き上げに寄与してきたことを踏まえると、マネタリーベースの拡大に関するコミットメントを導入することが、有力な手段になるとの見解を示した。こうした見解に対して、ある委員は、マネタリーベースと予想物価上昇率の間には、為替レートを介した見かけ上の相関はあったかもしれないが、両者の長期的な関係は観察できていないと述べた。これに対し、別の委員は、為替も株価もマネタリーな現象であり、長期的なマネーと物価の関係は理論的にも成立すると述べた。

次に、多くの委員が、これまでの金融緩和が主として実質金利の低下を通じて経済・物価の好転をもたらしたとの認識を踏まえ、これを長短金利の操作によって実現することを、政策枠組みの中心にすべきとの見解を示した。また、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が金利低下に大きな効果をもった一方で、金融機関収益等の面での影響も大きかったとの認識に立って、長短金利の操作によって、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」の実現のために最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促していくことが適当であるとの見解で一致した。これらの委員は、そうした枠組みのもとでは、経済・物価情勢に加えて、金融情勢の変化にも応じて柔軟に対応することが可能であり、その導入は、金融政策の持続性を高めることにもなると述べた。ある委員は、長期金利の水準を操作目標とすれば、国債買入れ額について、経済・物価・金融情勢に応じたより柔軟な対応が可能となると述べた。そのうえで、長期金利の操作目標を実現するため、国債買入れ額の増減は生じ得るが、買入れ額の変化自体は政策的なインプリケーションを持つものではないということを、しっかり説明していく必要があると述べた。また、別の委員は、イールドカーブをコントロールするためには、大量の国債買入れを続けるので、マネタリーベースが大きく拡大していくことは確実であると述べた。そのうえで、金利を操作目標にすれば月々マネタリーベースの拡大ペースは多少変動することになるが、これが予想物価上昇率の形成に影響するとは思われないと述べた。

長短金利のコントロール可能性について、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」のもとでの大規模な国債買入れと、本年1月に導入したマイナス金利政策の組み合わせによって、イールドカーブ全体にわたり金利水準を引き下げられることが確認できており、イールドカーブ・コントロールは可能であるとの見解を示した。ある委員は、短期金利はコントロールできるが、長期金利はコントロールできないというのが中央銀行の伝統的な考え方であったが、リーマン・ショック以降、欧米の中央銀行においても、大規模な国債買入れによってイールドカーブ全体にわたって金利低下圧力を加えることを金融政策手段に加えていると指摘した。また、別の委員は、この半年、相応に長期金利をコントロールできてきたのは事実であり、また、国債買入れ1単位当たりの金利引き下げ効果が状況によって変わってくるのであれば、イールドカーブをコントロールしていく発想は自然である旨述べた。こうした見方に対して、一人の委員は、金利と量の両立は困難であるとし、FRBが1940～50年代に実施した長期金利に上限を設定する施策では、インフレリスクが高まった局面で、短期間に国債保

有残高が大幅に増加したと述べた。この間、別の委員は、金融市場調節方針は次回会合までのものであり、毎回の会合において最適なイールドカーブの形状を判断していく枠組みに大筋で賛成であると述べた。

以上の委員からの提案を整理するかたちで、執行部は以下を内容とする制度設計の案を示した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

- ・ 金融市場調節方針として、①短期政策金利（政策金利残高に適用する金利）と②10年物国債金利の操作目標の2点を設定する。
- ・ 国債買入れペース（年間増加額）のめどを提示しつつ、金利操作目標を実現するよう、買入れを行う。
- ・ 買入れ対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。
- ・ 金利操作を円滑に行うための新しいオペレーション手段として、①指値による国債買入れオペを導入するとともに、②固定金利資金供給オペの期間（現在は最長1年）を最長10年に延長する。
- ・ 次回会合までの方針は、概ね現状程度のイールドカーブをイメージして、①短期政策金利は -0.1% 、②10年金利の操作目標は「概ね現状程度（ゼロ％程度）」とする。③国債買入れ額のめども「概ね現状程度（保有残高の増加額年間約80兆円）」とする。

(2) オーバーシュート型コミットメント

- ・ 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、マネタリーベースを拡大する方針を継続する。

多くの委員は、オーバーシュート型コミットメントおよびイールドカーブ・コントロールによる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を支持した。ある委員は、オーバーシュート型の強力なコミットメントを導入しつつ、イールドカーブ・コントロールによって政策の柔軟性・持続性を高める組み合わせは、現在、考え得る最も効果的な対応であると述べた。別の委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の強力な枠組みを維持しつつ、必要に応じて柔軟な対応を可能とする一つの有効な手段であると述べた。そのうえで、本行がきわめて緩和的な金融環境を維持し、官民が成長力強化による取り組みを加速させることが、

2%の「物価安定の目標」を安定的に実現するうえで不可欠であると付け加えた。

さらに、委員は、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために必要と判断される場合には、必要な調整を行うとの見解を共有した。具体的な対応として、多くの委員は、①短期政策金利の引き下げ、②長期金利操作目標の引き下げ、③資産買入れの拡大、また、状況に応じて、④マネタリーベース拡大ペースの加速を手段とすることもあるとの見解を共有した。ある委員は、マネタリーベースの拡大ペースが加速する場合には、金利の大幅な低下を伴う可能性が高いとしたうえで、このように、イールドカーブ・コントロールに重点をおいてバランスのとれた政策運営をしつつ、必要が生じた場合には、持てる手段を総動員できる構えとしておくことが必要であると述べた。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、多くの委員は、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年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、次回金融政策決定会合まで、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こと、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継

続する、③今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

VIII. 政府からの出席者の発言

「総括的な検証」や「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時39分中断、12時11分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今回、「総括的な検証」が行われ、金融緩和強化のための新しい枠組みが提案されたが、これはデフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けて、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために必要な措置であると認識しており、歓迎したい。
- デフレ脱却と持続的な経済成長の実現は、政府・日本銀行共通の重要な政策課題であり、引き続き、政府・日本銀行が緊密に連携し、金融政策・財政政策・構造改革を総動員していくことが重要である。
- 政府としても、先般閣議決定をした「未来への投資を実現する経済対策」を踏まえ、9月26日より開催される臨時国会に補正予算案を提出し、早期成立に向けて取り組んでいく。また「働き方改革」を着実に進めるなど、構造改革の推進にしっかりと取り組んでいく。
- 引き続き、日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気はこのところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。今月公表の2016年4～6月期GDP 2次速報も、個人消費、住宅投資、公共投資のプラス等により、実質成長率が前期比年率+0.7%となった。先行きは、雇用・所得環境の改善が続く中で各種政策の効果もあって緩やかな回復に向かうことが期待される。また、物価動向の判断にあたっては、GDPデフレーター等の各種指標を総合的にみていくことが重要である。
- 政府としては、デフレから完全に脱却するとともにしっかりと成長していく道筋を付けるため、「未来への投資を実現する経済対策」と、これを具体化する補正予算案を閣議決定した。「働き方改革」

については、年度内を目途に具体的な実行計画を取りまとめる。また、成長戦略の新たな司令塔として「未来投資会議」を立ち上げた。

- 日本銀行が行った「総括的な検証」は、「量的・質的金融緩和」導入後の経済・物価動向と政策効果、マイナス金利の効果と影響を総合的に分析したものと評価する。「総括的な検証」を踏まえた今回の措置は、「物価安定の目標」達成のために必要な措置として提案されたものと評価する。「総括的な検証」の結果や今回の措置について対外的に丁寧に説明されることが重要であると考えている。
- 日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待している。

IX. 採決

1. 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（議長案）

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、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」の「基本的見解」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。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、マネタリーベースと予想物価上昇率は長期的な関係を持つとの記述について、両者の長期的な関係は必ずしも明らかでない、フォワード・ルッキングな期待形成を強める手段を導入する必要があるとの記述について、期待形成を強める有効な手段があるか疑問であるなどとして反対した。木内委員は、国債買入れの持続性・安定性の低下、日本銀行の財務リスクの高まり、金融市場の流動性や価格発見機能への影響が分析されていないこと、物価安定の考え方、物価決定メカニズムとそれに関わる政策効果の考え方、物価目標水準の妥当性やその達成に対する政策の方向性について、自身の考え方と異なるとして反対した。

2. 「経済・物価の現状と見通し」（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、「経済・物価の現状と見通し」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。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：木内委員

—— 木内委員は、消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくとの記述に反対した。

3. 金融市場調節方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、短期政策金利を -0.1% 、10年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は $+0.1\%$ が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。

4. 長短金利操作のための新型オペレーションの導入（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、長短金利操作を円滑に行うため、①日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）、②固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（現在は1年）、との新しいオペレーション手段を導入することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：木内委員

—— 木内委員は、国債市場の機能を損ね、金融市場全体の価格体系を歪めかねないとして反対した。

5. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、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、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。

6. 資産買入れ方針（木内委員案）

木内委員から、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、次回金融政策決定会合までの資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約45兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

X. 対外公表文（「金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。この間、佐藤委員からは、マネタリーベースの拡大に関するオーバーシュート型コミットメントについて、現実的な目標設定でなく効果も期待できないなどとの反対意見が表明された。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案について、2.（3）を削除するとともに、4. 第2文目、第3文目について、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」、即ち、最も蓋然性が高いと判断される見通しと中長期的観点から重視すべきリスクの点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ短期金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続す

る。政府の財政運営、成長力強化の取組みと金融緩和の効果により、日本経済を持続的な成長に導くものと考えている。」に、変更する内容の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曾委員、佐藤委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

2. 議長案

議長からは、対外公表文（「金融緩和の強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」＜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。

以 上

2016年9月21日

日本銀行

金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

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、「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行い、その基本的見解を別紙1のとおり取りまとめた。また、経済・物価の現状と見通しは、別紙2のとおりである。
2. これらを踏まえ、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、上記2つの政策枠組みを強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。その主な内容は、第1に、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

① 金融市場調節方針（賛成7反対2）^(注1)

金融市場調節方針は、長短金利の操作についての方針を示すこととする。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。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

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年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入（賛成8反対1）^(注2)

長短金利操作を円滑に行うため、以下の新しいオペレーション手段を導入する。

(i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）¹

¹ 今回の枠組みの変更に伴って、イールドカーブが概ね現状程度の水準から大きく変動することを防止するため、金利が上昇した場合などには、例えば10年金利、20年金利を対象とした指値オペを実施する用意がある。

(ii) 固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を 10 年に延長（現在は 1 年）

(2) 資産買入れ方針（賛成 7 反対 2）^(注3)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 9 0 0 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

② C P 等、社債等について、それぞれ約 2. 2 兆円、約 3. 2 兆円の残高を維持する。

(3) オーバーシュート型コミットメント^(注4)

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。

マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、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。この方針により、あと 1 年強で、マネタリーベースの対名目 G D P 比率は 100%（約 500 兆円）を超える見込みである（現在、日本は約 80%、米国・ユーロエリアは約 20%）。

今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

3. 「総括的な検証」の内容を踏まえて、新たな枠組み導入の考え方を説明すると、以下の通りである。

(1) 「イールドカーブ・コントロール」導入の背景

「総括的な検証」で記したとおり、「量的・質的金融緩和」は、主として実質金利低下の効果により経済・物価の好転をもたらし、日本経済は、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。この実質金利低下の効果を長短金利の操作により追求する「イールドカーブ・コントロール」を、新たな枠組みの中心に据えることとした。

その手段としては、マイナス金利導入以降の経験により、日本銀行当座預金へのマイナス金利適用と長期国債の買入れの組み合わせが有効であることが明らかになった。これに加えて、長短金利操作を円滑に行うための新しいオペレーション手段を導入することとした。

(2) 予想物価上昇率の引き上げのための方策

一方で、2%の「物価安定の目標」は実現できていない。これは、①予想物価上

昇率を2%に向けて引き上げる過程で、原油価格の下落などの外的要因によって実際の物価上昇率が低下し、②これがわが国ではもともと「適合的な期待形成」の要素が強い予想物価上昇率の下押しに作用したことが、主因と考えられる。

この状況に対応するため、予想物価上昇率をより強力な方法で高めていくことが必要であると判断した。

具体的には、第1に、「フォワード・ルッキングな期待形成」を強めるため、オーバーシュート型コミットメントを採用することとした。「物価安定の目標」の実現とは、物価上昇率が、景気の変動などを均してみても、平均的に2%となることを意味する。現在の実績および予想の物価上昇率が2%よりも低いことを考えれば、「物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」と約束することで、「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることが適当であると判断した。

第2に、長年続いたデフレから人々のマインドを転換するためには、モメンタムが必要であり、「できるだけ早期に」2%を実現するとのコミットメントは堅持する。一方、「適合的な期待形成」の要素が強い予想物価上昇率を引き上げていくことには不確実性があり、時間がかかる可能性もある。こうした点を踏まえ、枠組みの中心にイールドカーブ・コントロールを据えることで、経済・物価・金融情勢に応じたより柔軟な対応を可能とし、政策の持続性を高めることが適当であると判断した。

(3) 追加緩和手段

具体的な追加緩和の手段としては、「イールドカーブ・コントロール」の2つの要素である①短期政策金利の引き下げと②長期金利操作目標の引き下げを行うほか、「量的・質的金融緩和」以来実施してきた③資産買入れの拡大が考えられる。また、状況に応じて、④マネタリーベース拡大ペースの加速を手段とすることもある。

4. 政府と日本銀行は、2013年1月に共同声明を公表し、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現に向け、政策連携を強化し、一体となって取り組むこととしている。日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進し、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する。政府の財政運営、成長力強化の取組みとの相乗的な効果により、日本経済をデフレからの脱却と持続的な成長に導くものと考えている^(注4)。

以上

-
- (注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、短期政策金利を▲0.1%、10年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は+0.1%が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。
- (注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：木内委員。木内委員は、国債市場の機能を損ね、金融市場全体の価格体系を歪めかねないとして反対した。
- (注3) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。なお、木内委員より、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、長期国債保有残高が年間約45兆円、ETFが約1兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。
- (注4) 佐藤委員は、マネタリーベースの拡大に関するオーバーシュート型コミットメントについて、現実的な目標設定でなく効果も期待できないなどとして反対した。木内委員より、2.(3)を削除するとともに、今後の金融政策運営方針について、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すことなどとする議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員）。

「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果
についての総括的な検証

【基本的見解】^(注5)

1. 総括的検証

(1) 「量的・質的金融緩和」のメカニズム

「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させた。自然利子率は趨勢的に低下しているが、実質金利はその水準を十分下回っており、金融環境は改善した。その結果、経済・物価の好転をもたらし、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。

(2) 2%の実現を阻害した要因

しかしながら、2%の「物価安定の目標」は実現できていない。その点については、上記メカニズムのうち予想物価上昇率の動向が重要である。すなわち、(i)①原油価格の下落、②消費税率引き上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速とそのもとでの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、(ii)その中で、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたことが主な要因と考えられる。

(3) 予想物価上昇率の期待形成メカニズム

2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要があるが、実際の物価上昇率が当面低い水準で推移する中であって、適合的な期待による引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性に留意する必要がある。それだけに、フォワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である。

マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したと考えられる。一方、マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも、長期的な関係を持つものと考えられる。したがって、マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要である。

(4) マイナス金利と国債買入れによるイールドカーブの押し下げ

マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利の

みならず長期金利も大きく押し下げた。中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえで、この組み合わせが有効であることが明らかになった。

(5) イールドカーブ引き下げの効果と影響

国債金利の低下は、貸出・社債・CP 金利の低下にしっかりとつながっている。金融機関の貸出態度は引き続き積極的である。これまでのところ、マイナス金利のもとで、金融環境は一段と緩和的になっている。もっとも、貸出金利の低下は金融機関の利鞘を縮小させることで実現しているため、さらなる金利低下に伴う貸出金利への波及については、金融機関の貸出運営方針にも依存する。

イールドカーブの形状に応じた経済・物価への効果や金融面への影響については、以下の点に留意する必要がある。①経済への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい、②ただし、マイナス金利を含む現在の金融緩和のもとで、超長期社債の発行など企業金融面の新しい動きが生じており、こうした関係は変化する可能性がある、③イールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。

2. 示唆される政策の方向性

こうした検証からは、以下のような政策の方向性が示唆される。

- (1) 2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要がある。その際、適合的期待による予想物価上昇率の引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性があることを踏まえ、フォワード・ルッキングな期待形成を強める手段を導入する必要がある。また、より持続性があり、状況に応じて柔軟に対応できるスキームとする必要がある。
- (2) マネタリーベースについては、長期的な増加にコミットすることが重要である。
- (3) マイナス金利と国債買入れを適切に組み合わせることにより、イールドカーブ全般に影響を与えることができる。
- (4) イールドカーブの適切な形成を促すにあたっては、①貸出・社債金利への波及、②経済への影響、③金融機能への影響など、経済・物価・金融情勢を踏まえて判断することが適当である。

以 上

(注5) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。
反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、マネタリーベースと予想物価上昇率は長期的な関係を持つとの記述などについて反対した。木内委員は、国債買入れの持続性低下、日本銀行の財務リスクの高まりが検証されていないことや、物価決定メカニズムや「物価安定の目標」の達成に関する自身の考え方と異なることなどから反対した。

経済・物価の現状と見通し

1. わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。そうしたもとの、輸出は横ばい圏内の動きとなっている。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。住宅投資は持ち直しを続けており、公共投資は下げ止まっている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。
2. 先行きのわが国経済を展望すると、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残り、景気回復ペースの鈍化した状態が続くとみられる。その後は、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうことから、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる^(注6)。
3. リスク要因としては、英国のEU離脱問題を巡る不透明感が国際金融資本市場や世界経済に及ぼす影響に加え、中国をはじめとする新興国や資源国に関する不透明感、米国経済の動向やそのもとの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、地政学的リスクなどが挙げられる。

以 上

(注6) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：木内委員。木内委員は、消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくとの記述に反対した。

「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) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK 月次調査（債券）」
- (図表 18) 国土交通省「都道府県地価調査」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 20) ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) ブルームバーグ社
- (図表 23) 日本銀行、全国銀行協会、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券
- (図表 24) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 25) 日本相互証券
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 東京証券取引所
- (図表 29) 日本銀行
- (図表 30) 国際決済銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 32) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子 C P）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 35) 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」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 36) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 37) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 38) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 39) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 42) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 43) 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」