

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 27 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。

平成 27 年 12 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	
(概況)	1
(輸出は、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た)	3
(鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、在庫調整の動きもあつて、横ばい圏内で推移した)	5
(設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿った)	6
(住宅投資は持ち直しを続け、公共投資は高水準で推移した)	9
(雇用・所得環境は、着実な改善を続けた)	10
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した)	12
(2) 物価	14
(3) 海外経済	19
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融資本市場	22
(2) 短期金融市場	26
(3) 債券市場	27
(4) 株式市場	29
(5) 外国為替市場	30
(6) 企業金融	32
(7) 量的金融指標	36
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	38

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況	39
(2) 「経済・物価情勢の展望」とその中間評価	44
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 27年4月7、8日の会合	49
(国際金融資本市場では、為替市場でドル高方向の動きが一服している)	
(海外経済は、先進国を中心に回復している)	
(わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている)	
(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ロ. 5月の会合	50
(国際金融資本市場では、これまで低下基調にあった欧州長期金利が上昇した)	
(海外経済は、先進国を中心に回復している)	
(わが国の景気は、緩やかな回復を続けている)	
(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ハ. 6月の会合	51
(国際金融資本市場では、欧州コア国の長期金利が一段と上昇している)	
(海外経済は、先進国を中心に回復している)	
(わが国の景気は、緩やかな回復を続けている)	
(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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)	
(金融環境は、緩和した状態にある)	
ニ. 7月の会合	52

(国際金融資本市場では、ギリシャ情勢が落ち着きを取り戻している)
(海外経済は、先進国を中心に回復している)
(わが国の景気は、緩やかな回復を続けている)
(消費者物価の前年比は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)
(金融環境は、緩和した状態にある)

ホ. 8月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 53

(国際金融資本市場について、リスク回避的な動きは落ち着いている)
(海外経済は、先進国を中心に回復している)
(わが国の景気は、緩やかな回復を続けている)
(消費者物価の前年比は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)
(金融環境は、緩和した状態にある)

へ. 9月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 54

(国際金融資本市場は、不安定な動きとなった)
(海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている)
(わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている)
(消費者物価の前年比は、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)
(金融環境は、緩和した状態にある)

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 「量的・質的金融緩和」の継続・・・・・・・・・・・・・・・・ 56

ロ. 「量的・質的金融緩和」の効果・・・・・・・・・・・・・・・・ 57

ハ. 金融政策決定会合の運営の見直し・・・・・・・・・・・・ 58

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・・・・・ 60

3. 金融市場調節の実施状況・・・・・・・・・・・・・・・・ 61

4. 日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・・・・・ 65

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 67
- 2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更 115
- 3. 金融政策決定会合議事要旨 119

参考計表・資料一覧 260

通貨及び金融の調節に関する報告書

— 要 旨 —

(経済の情勢)

1. 平成 27 年度上期のわが国の経済を振り返ると、企業収益の明確な改善を起点に、所得から支出への前向きな循環が作用するもとで、景気は、内需面を中心に緩やかな回復を続けた。ただし、新興国経済の減速が輸出・生産面の下押しに作用したことから、景気の改善ペースは、緩やかなものとなった。

輸出や鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内で推移した。国内需要をみると、公共投資は、高水準で推移した。設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費は、天候不順の影響がみられたものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。住宅投資は、持ち直しが続いた。

2. 物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の動きを反映して、下落した。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、ゼロ%程度で推移した。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、全体として上昇したとみられる。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、長めのターム物を含めて、金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

長期金利は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」による国債買入れを進めるもと、引き続き低い水準で推移した。やや仔細にみると、4月末以降、米欧長期金利の上昇を受けて上昇したあと、7月上旬以降は米欧長期金利の低下や本邦株価が下落したことなどをを受けて低下し、9月末には0.3%台前半となった。

株価は、為替の円安ドル高方向の動きや企業業績の改善期待などを受けて20千円台後半まで上昇したあと、8月半ばから下旬にかけて、投資家のリスク回避的な動きなどに伴い世界的に株価が下落する中で大幅に下落した。その後は

一進一退の動きが続き、9月末には17千円台前半となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、日米金融政策の方向性の違い等が意識され円安ドル高方向の動きとなったあと、8月半ば以降は、米国金融政策を巡る思惑等から円高ドル安方向へ戻り、9月末には120円前後となった。円の対ユーロ相場は、欧州金利の反発等を受けて円安ユーロ高方向に振れ、9月末には134円前後となった。

4. 企業金融について、まず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、改善傾向が続いた。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いた。

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加した。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は、2%台半ばから後半のプラスで推移した。一方、社債の発行残高は前年比マイナスないし概ね前年並みの水準で推移した。また、CP発行残高の前年比は、プラスで推移した後、マイナスに転じた。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）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3割台前半から半ばで推移した。マネーストック（M2）は、前年比3%台半ばから4%台前半の伸びで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 27年度上期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

金融経済情勢について、4月の会合では、わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けていると判断し、5月から8月の会合では、緩やかな回復を続けていると判断した。9月の会合では、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けていると判断した。

7. 金融政策運営面では、27年度上期のすべての会合において、26年10月31日の会合で決定した以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針を継続することとした。

(金融市場調節方針)

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。

(資産の買入れ方針)

- 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～10 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 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。
- 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。

先行きの金融政策運営について、27年度上期の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、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ことを確認した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、366.1兆円(前年比+32.1%)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)

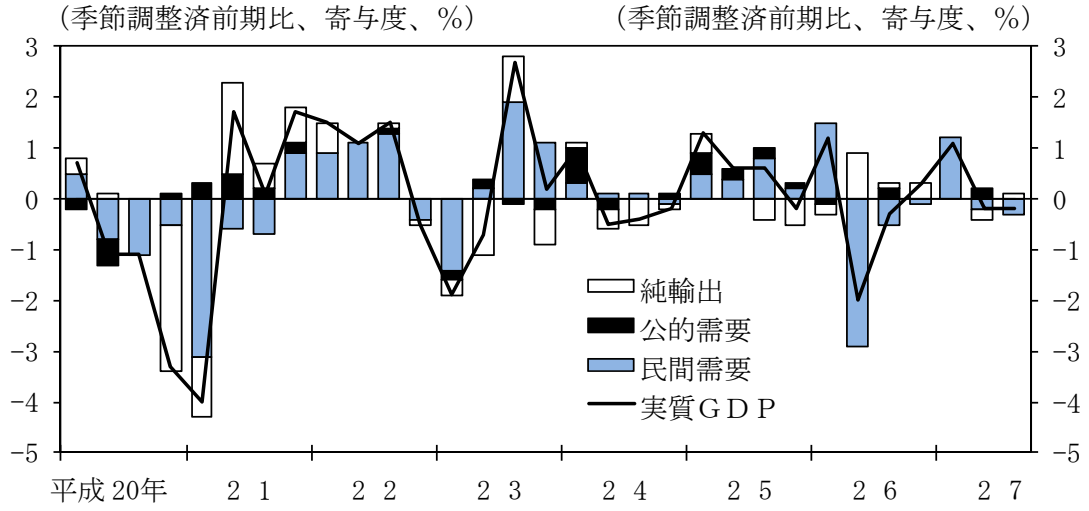
平成27年度上期のわが国の経済を振り返ると、企業収益の明確な改善を起点に、所得から支出への前向きな循環が作用するも、景気は、内需面を中心に緩やかな回復を続けた。ただし、新興国経済の減速が輸出・生産面の下押しに作用したこと、景気の改善ペースは、緩やかなものとなった。

輸出や鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内で推移した。国内需要をみると、公共投資は、高水準で推移した。設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費は、天候不順の影響がみられたものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。住宅投資は、持ち直しが続いた。

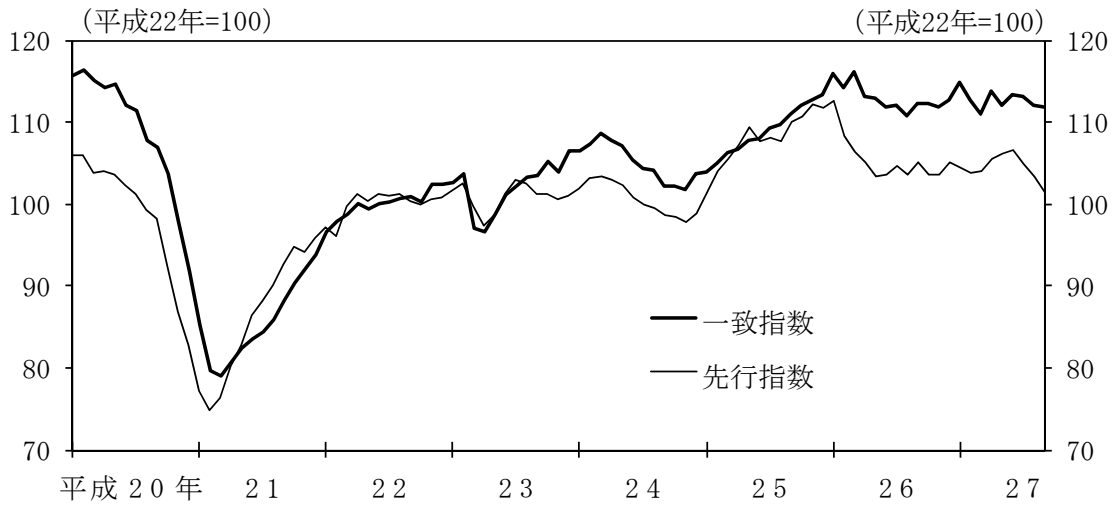
以上の経済情勢を実質GDPの前期比で見ると（図表1(1)）、1～3月に大きめのプラスとなったあと、4～6月以降は小幅のマイナスとなった。半期で見ると、27年度上期は、26年度下期対比で年率0%台半ばの増加となった。この間、景気動向指数は、横ばい圏内で推移した（図表1(2)）。

(図表1) 実質GDPと景気動向指数の推移

(1) 実質GDP



(2) 景気動向指数C I



(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、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た)

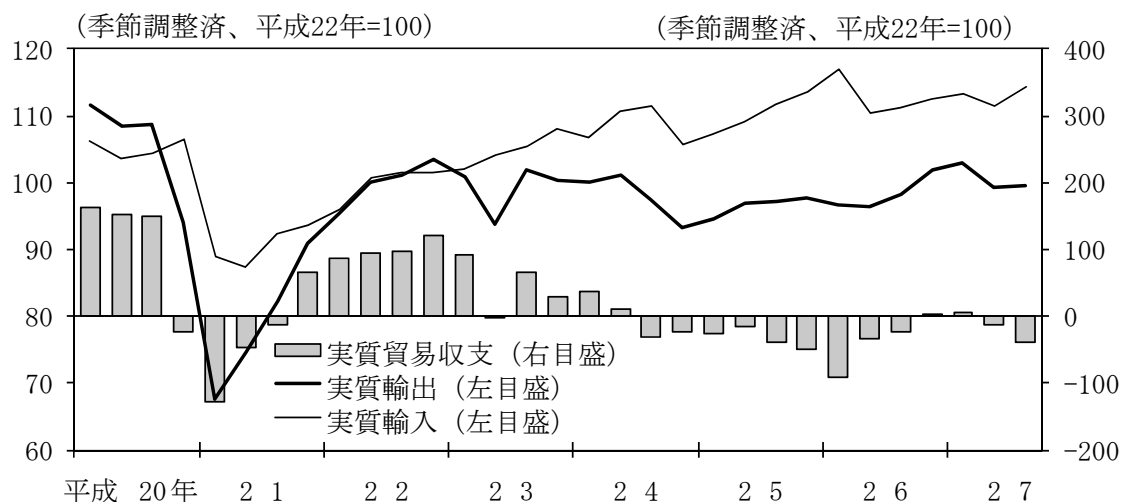
実質輸出は¹、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内の動きとなった(図表2)。地域別にみると(図表3(1))、米国向けは、自動車関連は、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を続けたが、資本財・部品が、エネルギー関連投資などの弱さから減少したため、全体として増勢が一服した。EU向けは、4～6月は減少したが、7～9月は増加に転じた。東アジア向けのうち、中国向けは、同国の景気減速を反映して、自動車関連や資本財・部品を中心に弱めの動きが続いた。NIEs向けは、4～6月以降、中間財や資本財・部品を中心に減少したほか、ASEAN向けも、4～6月以降、中国における景気減速の影響に加え、同地域における内需の弱さもあって減少した。財別にみると(図表3(2))、自動車関連は、新興国向けが弱めとなる一方、米欧向けは増加基調で推移した。情報関連は、中国向けを中心に減少したが、上期末にかけては持ち直しの動きがみられた。資本財・部品は、資源関連やIT関連などを中心に、弱めの動きとなった。

実質輸入は、国内需要の動きなどを反映して、緩やかな増加基調を続けた(図表2)。財別にみると、素原料は、振れを均してみれば、横ばい圏内の動きを続けた。消費財は、4～6月に大きめの減少となったが、7月以降は再び増加した。情報関連は、1～3月以降、減少が続いていたが、7～9月は大きめの増加となった。資本財・部品は、国内の設備投資動向などを反映して、振れを伴いつつも、持ち直し傾向を続けた。この間、中間財は、化学製品を中心に、緩やかな増加傾向を辿った。

こうした輸出入の動きを反映して、実質貿易収支でみた純輸出は、減少に転じた。名目経常収支については、第一次所得収支の黒字幅が拡大傾向を続ける中、旅行収支等の改善もあって、黒字幅の拡大を続けたが、純輸出の動きを反映して、7～9月にかけて黒字幅はやや縮小した(図表4)。

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。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

(図表2) 実質輸出入と実質貿易収支



(図表3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

	平成26年 第3四半期	平成27年			
		4	1	2	3
米国 <18.7>	1.0	6.9	5.7	-3.6	-0.3
EU <10.4>	0.0	-1.5	3.0	-2.6	2.3
東アジア <50.3>	1.5	3.1	0.8	-4.0	-0.5
中国 <18.3>	0.5	1.5	-2.1	-0.7	-2.6
NIEs <21.8>	3.1	5.4	1.2	-3.0	-0.7
ASEAN4 <10.2>	-0.2	1.1	5.3	-11.9	3.8
その他 <20.7>	2.2	1.7	-0.9	-3.1	1.1
実質輸出計	1.8	3.8	1.0	-3.6	0.2

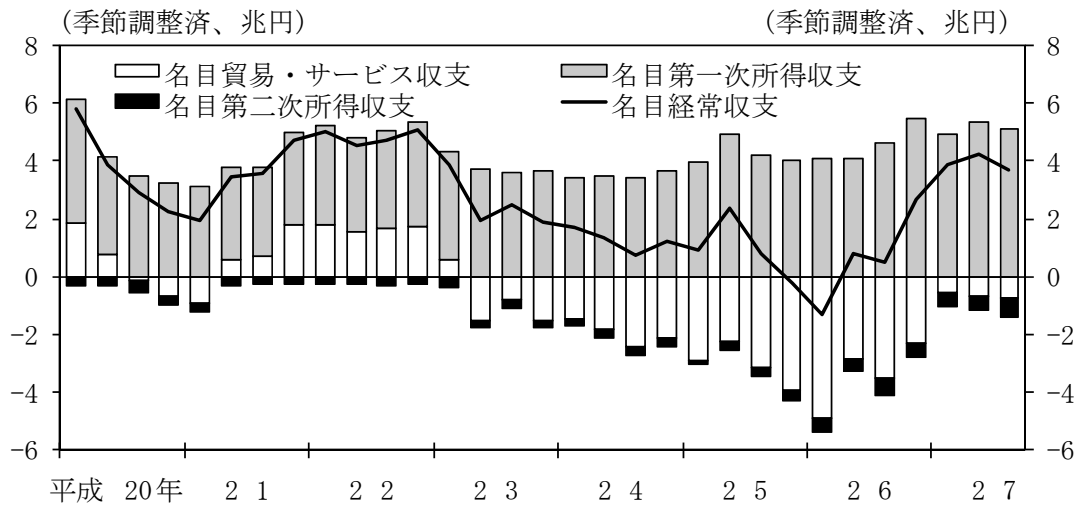
(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

	平成26年 第3四半期	平成27年			
		4	1	2	3
中間財 <20.9>	-0.5	2.3	1.2	-4.5	-0.2
自動車関連 <23.6>	2.5	-0.9	-1.1	-1.5	2.6
情報関連 <10.6>	1.7	3.3	-0.3	-4.5	-1.4
資本財・部品 <27.8>	2.3	3.7	-1.8	-4.6	-0.0
実質輸出計	1.8	3.8	1.0	-3.6	0.2

(注) < >内は、26年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウエイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。

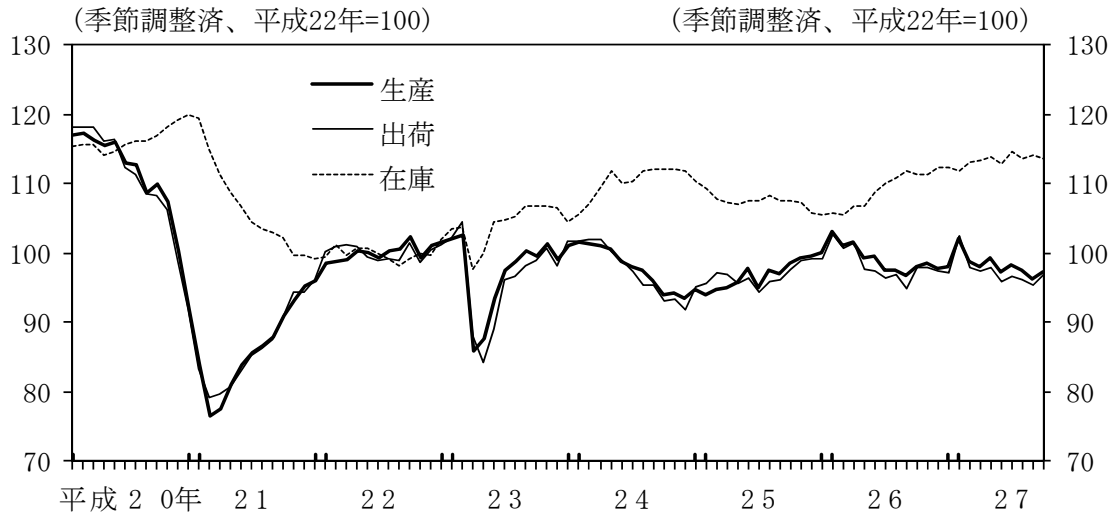
(図表4) 名目経常収支



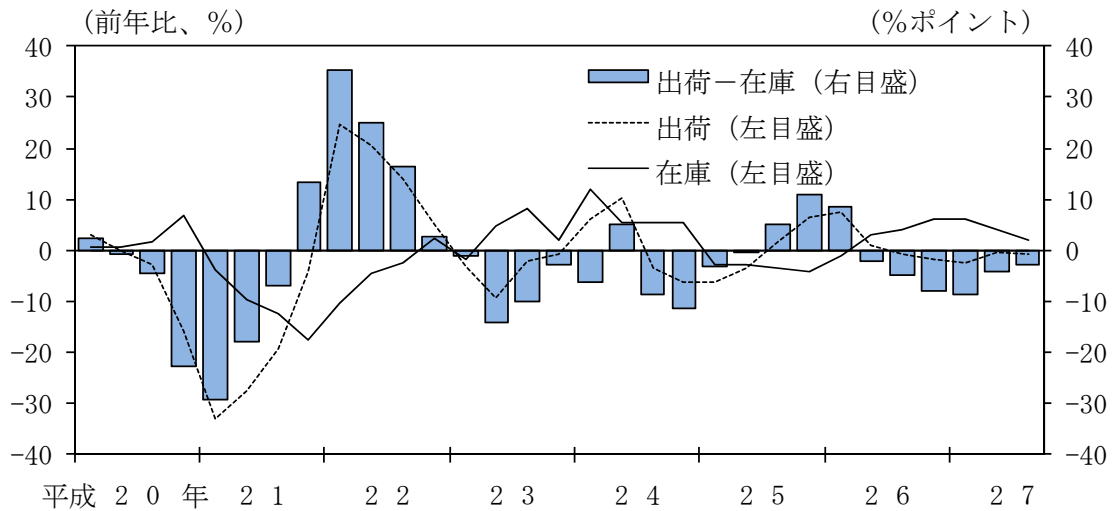
(鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、在庫調整の動きもあって、横ばい圏内で推移した)

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、在庫調整の動きもあって、横ばい圏内で推移した(図表5)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)は、軽乗用車の在庫調整が続いたことに加え、アジア向け輸出の鈍さなどから、減少した。鉄鋼も、軽乗用車の減産の波及やアジアにおける需給の悪化と、それらに伴う在庫調整を背景に、はっきりとした減少が続いた。電子部品・デバイスも、為替相場の動向が下支えに作用するもとの、増加基調を続けていたが、中国向けのスマートフォン部品を中心に増勢が鈍化した。はん用・生産用・業務用機械は、国内の設備投資動向を反映して、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を続けたが、上期末にかけて、新興国経済減速の影響から、工作機械や建設機械を中心に増勢が一服した。化学は、化粧品など日用品の国内出荷が訪日外国人向けも含め底堅く推移するもとの、振れを伴いつつも緩やかな増加傾向を続けた。この間、出荷・在庫バランスをみると、在庫の伸びが出荷の伸びを若干上回る状況が続いた(図表6)。

(図表5) 鉱工業生産・出荷・在庫



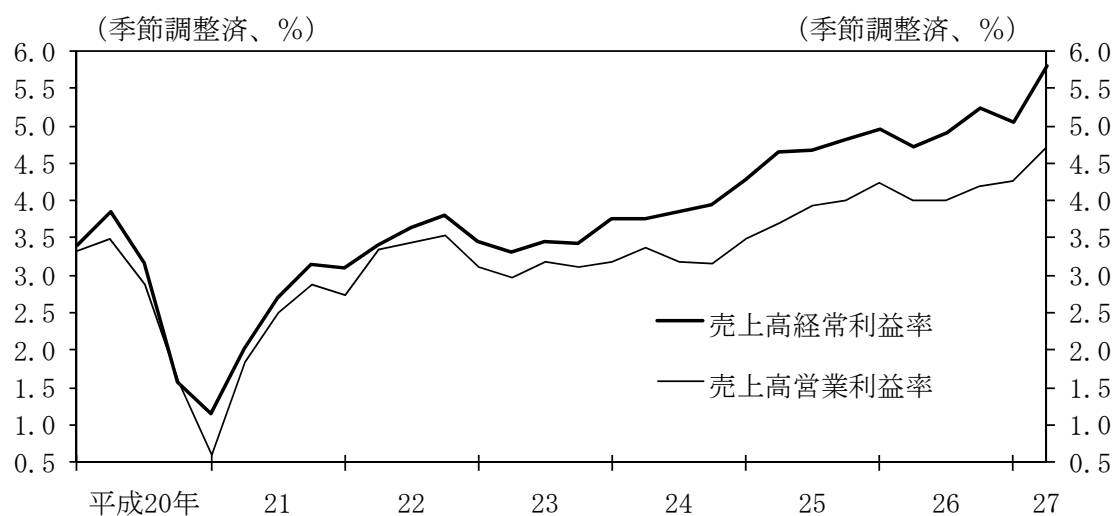
(図表6) 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿った)

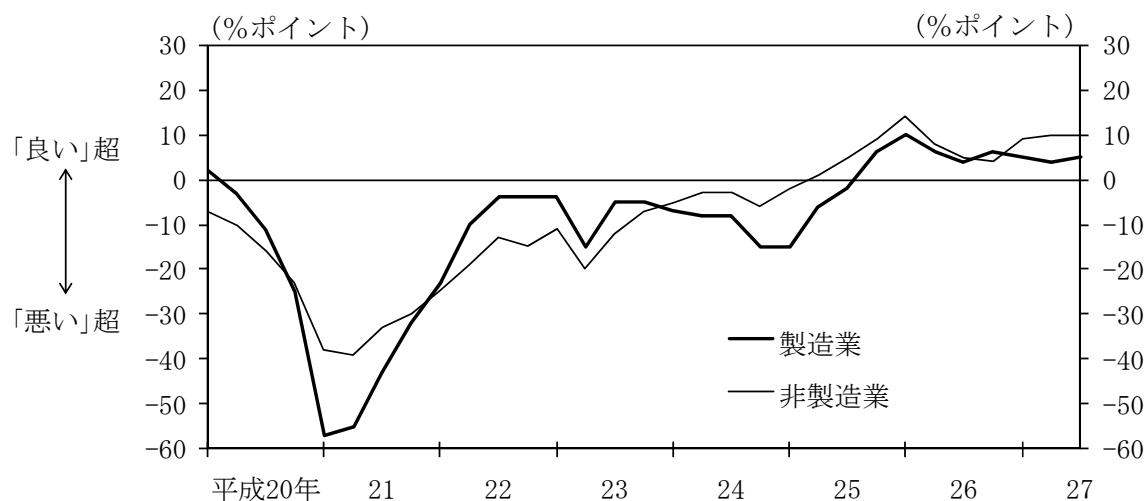
企業収益は、原油安や為替相場動向に支えられて、明確な改善を続けた。法人企業統計で売上高経常利益率（季節調整値）の推移をみると（図表7）、1～3月の高い水準から、4～6月はさらに改善し、過去最高水準となった。この間、企業の業況感を短観で見ると、一部にやや慎重な動きもみられたが、総じて良好な水準を維持した（図表8）。

(図表7) 企業収益



(注) 法人企業統計季報の計数。金融業、保険業を除く、全産業全規模ベースの計数。

(図表8) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

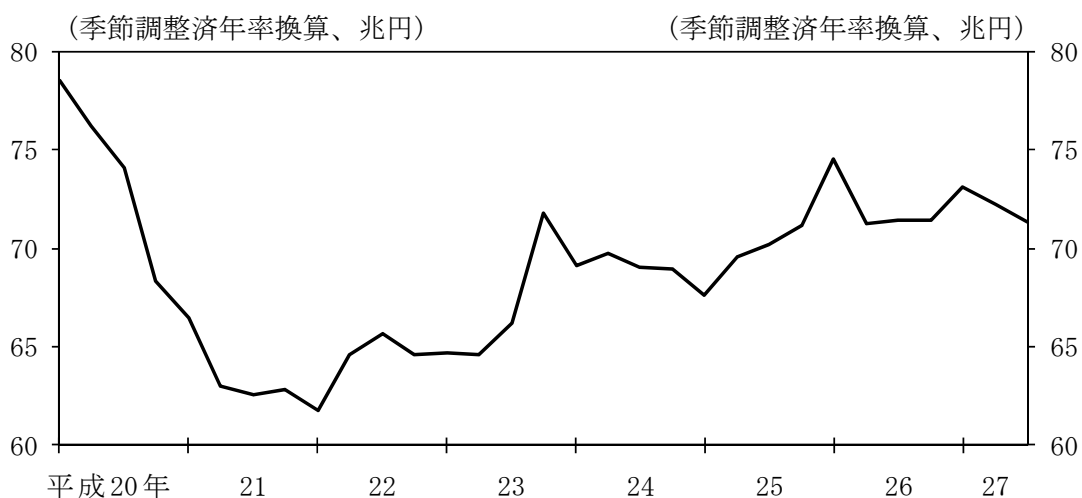
設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿った。GDPベースの実質設備投資は、1～3月に前期比で大きめのプラスとなったあと、4～6月以降はマイナスとなった(図表9(1))。設備投資の一致指標である資本財総供給を「除く輸送機械」ベースでみると²、横ばい圏内の動きとなった(図

² 資本財総供給は、資本財の国内向け出荷に資本財の輸入を加えることにより、算出されたものである。

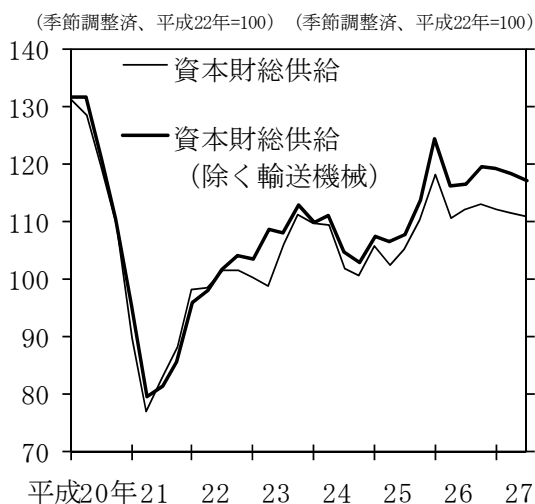
表9(2)。設備投資の先行指標をみると(図表9(3))、建築着工床面積は、振れを伴いつつも持ち直しが続いた。機械受注は、昨年7~9月以降4四半期連続で前期比プラスを続けたあと、7~9月はその反動もあってマイナスとなった。

(図表9) 設備投資

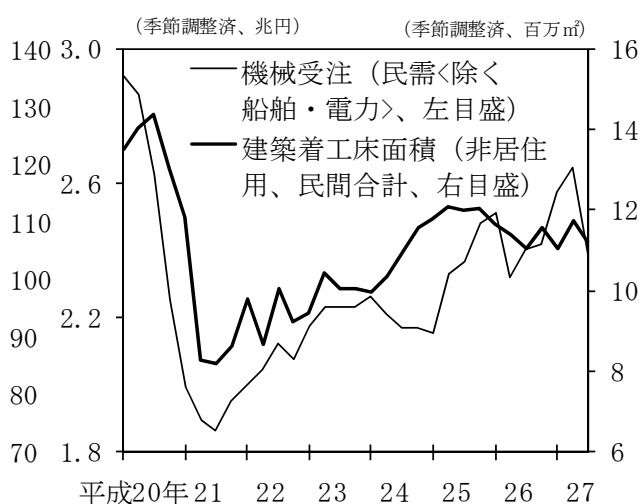
(1) 設備投資(実質、GDPベース)



(2) 一致指標



(3) 先行指標



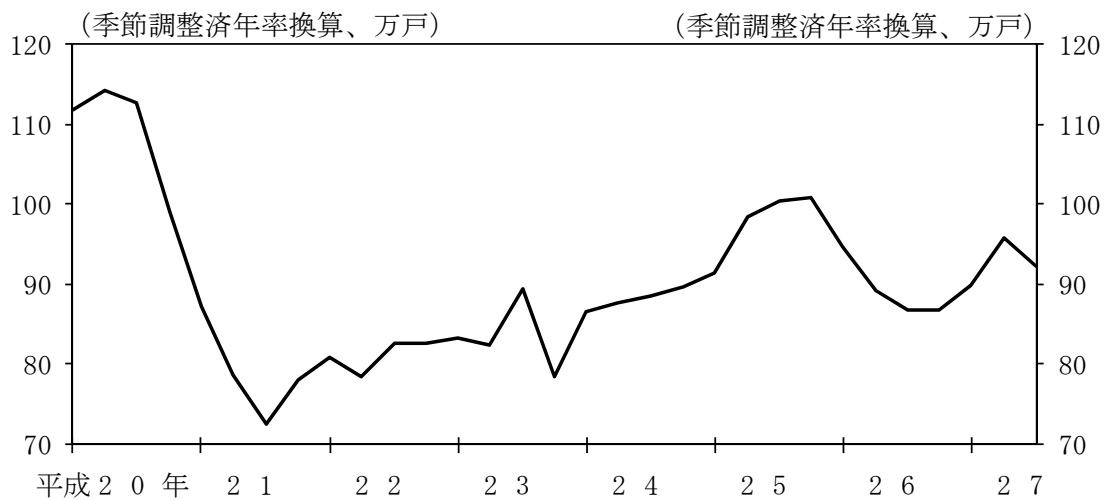
(注) 資本財総供給については、脚注2を参照。

(住宅投資は持ち直しを続け、公共投資は高水準で推移した)

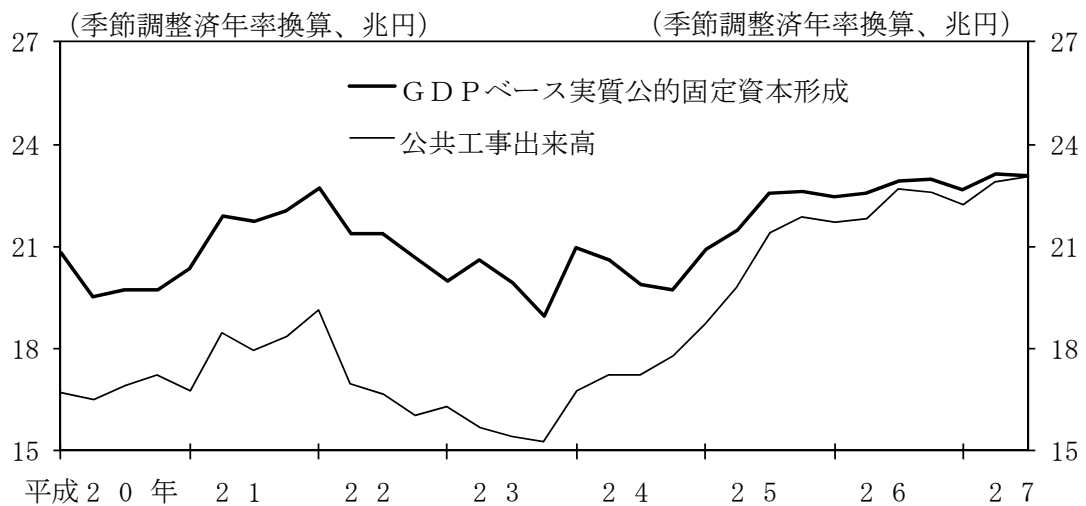
住宅投資は、持ち直しが続いた(図表 10(1))。公共投資は、高水準で推移した(図表 10(2))。

(図表 10) 住宅投資・公共投資

(1) 新設住宅着工戸数



(2) 公共投資



（雇用・所得環境は、着実な改善を続けた）

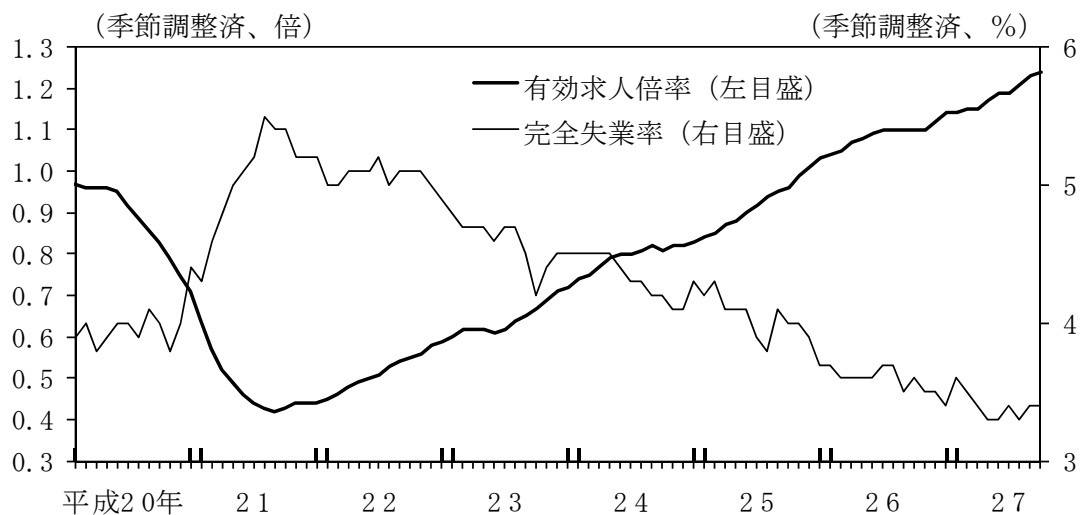
労働需給面をみると（図表 11(1)）、完全失業率は、振れを均してみれば緩やかな低下傾向を続けた。新規求人倍率、有効求人倍率は引き続き明確な上昇基調を辿った。雇用面についてみると（図表 11(2)）、労働力調査の雇用者数の前年比は、振れを均せば0%台半ばから1%程度で推移した。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は、2%程度と高めの伸びが続いた。

賃金面では、所定内給与の前年比は、パート比率上昇による押し下げの影響が和らぐ中で、今春のベースアップの影響などから、緩やかに上昇幅を拡大した（図表 12）。なお、一人当たり名目賃金は、特別給与の弱さを反映して、前年比で小幅マイナスとなった。

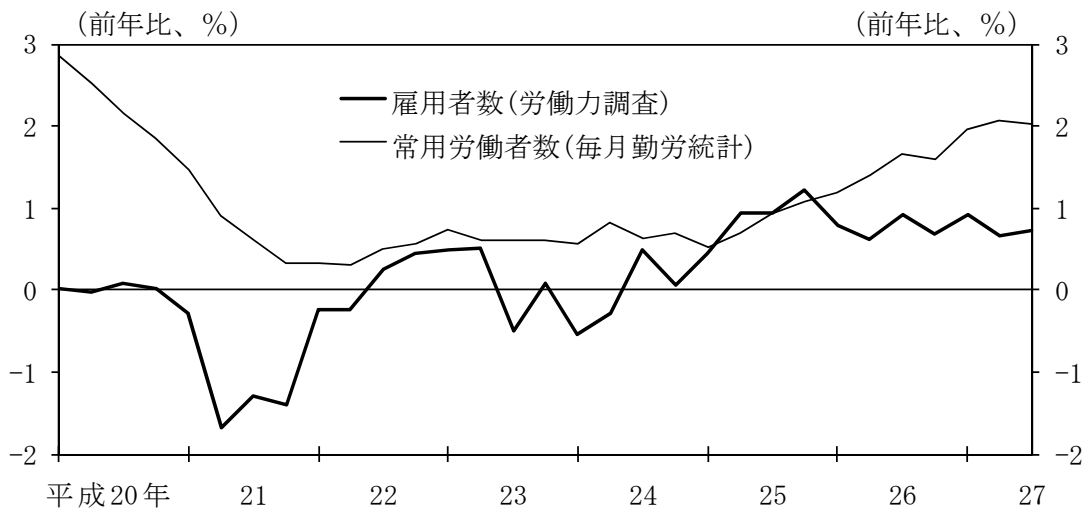
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は振れを伴いつつも緩やかに増加した。

（図表 11） 労働需給

（1） 有効求人倍率と完全失業率

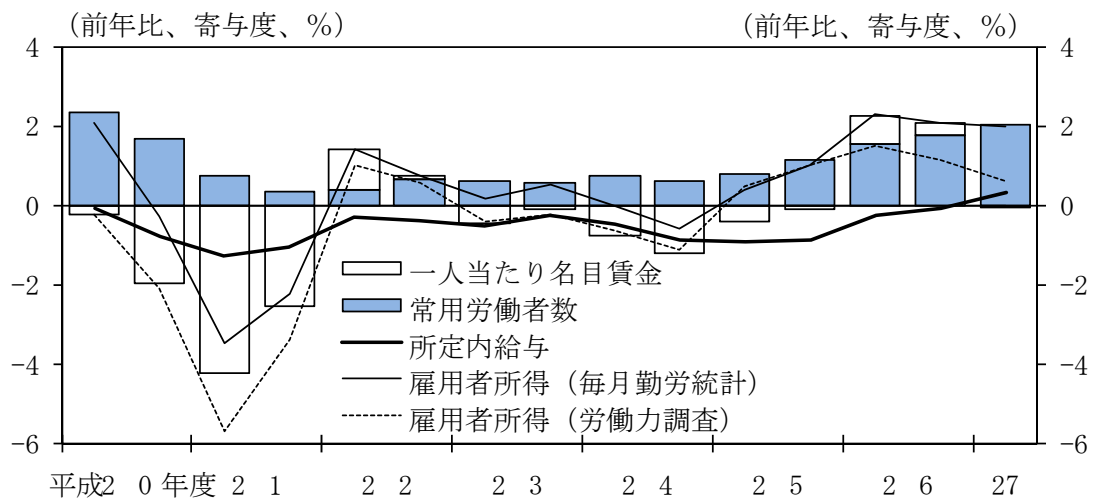


(2) 雇用者数と常用労働者数



(注) 常用労働者数（毎月勤労統計）は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 12) 雇用者所得



(注) 雇用者所得（毎月勤労統計）は、常用労働者数（毎月勤労統計）×一人当たり名目賃金（毎月勤労統計）で算出。雇用者所得（労働力調査）は、雇用者数（労働力調査）×一人当たり名目賃金（毎月勤労統計）で算出。

(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した)

個人消費については、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した。GDPベースの実質個人消費は、天候不順などの影響から4～6月には減少したが、7～9月は増加となった(図表13(1))。財の消費動向を小売業販売額(実質)で見ると(図表13(2))、4～6月は天候要因等から小幅の減少となったが、7月以降は小幅に増加した。サービスの消費動向をみると(図表13(3))、旅行取扱額は、為替相場の動きの影響などから海外旅行が減少したものの、国内旅行は堅調に推移したほか、外食産業売上高も、緩やかに増加した。

この間、消費者コンフィデンス関連指標は、昨年冬以降、改善傾向を続けたあと、7～9月にかけて横ばい圏内の動きとなった(図表14)。

(図表13) 個人消費

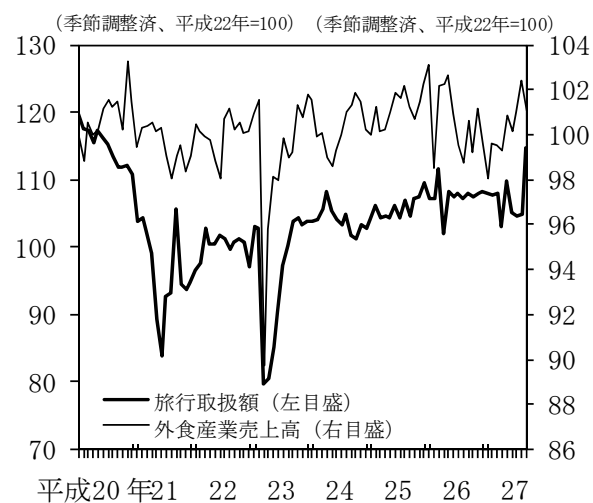
(1) 個人消費(実質、GDPベース)



(2) 小売業販売額 (実質)

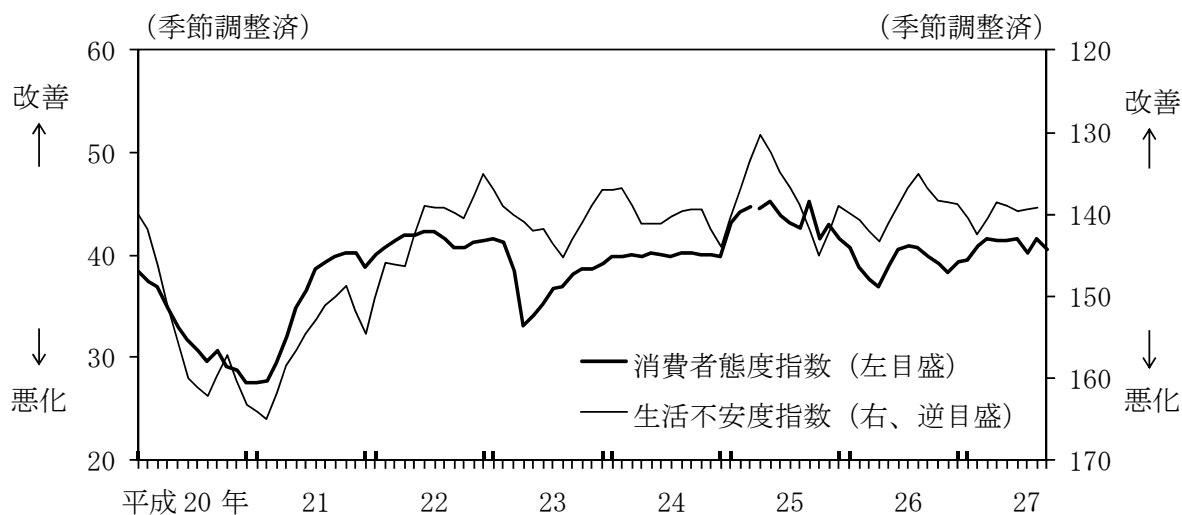


(3) サービス消費 (名目)



- (注1) 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。
- (注2) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。18年度を基準に、公表された前年比で接続している。
- (注3) 外食産業売上高は、5年の外食総研のデータを基準とし、日本フードサービス協会の前年比で延長している。

(図表14) 消費者コンフィデンス



- (注1) 消費者態度指数 (調査客体<25年4月以降>：全国・一般世帯 約5,700世帯)、生活不安度指数 (同：全国1,200人) は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。
- (注2) 消費者態度指数は、25年4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、25年3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。

(2) 物価

物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の動きを反映して、下落した³ (図表 16)。内訳をみると、「電力・都市ガス・水道」は、電力や都市ガスの燃料費調整単価の引き下げから下落を続けた。「為替・海外市況連動型」は、石油・石炭製品や非鉄金属の値下がりを中心に、下落した。「素材 (その他)」および「鉄鋼・建材関連」も、アジアにおける需給の悪化を背景とした化学製品やスクラップ類の下落などから、弱含みで推移した。

消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比は、ゼロ%程度で推移した (図表 17)⁴。内訳をみると、財は、原油安を反映して石油製品が下落幅を拡大した一方、食料工業製品やその他財がプラス幅を拡大したほか、耐久消費財もプラスに転化したことから、全体としてマイナス幅を縮小した。一般サービスは、外食や宿泊料で値上げが続いたほか、携帯電話通信料は、前年6月以降の新料金プラン導入による押し下げ効果の剥落によりマイナス幅が縮小したため、全体として小幅に伸びを高めた。この間、家賃は小幅のマイナスが続いた。公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の下落などの影響から全体として下落した。

基調的な変動を捉えるひとつの方法として、刈込平均値をみると⁵ (図表 18)、振れを伴いつつゼロ%台半ばで推移した。除く生鮮食品およびエネルギーの前年比は、伸びを高めた。消費者物価 (除く生鮮食品) を構成する各品目の前年比について、上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標をみると、はっきりと上昇した。

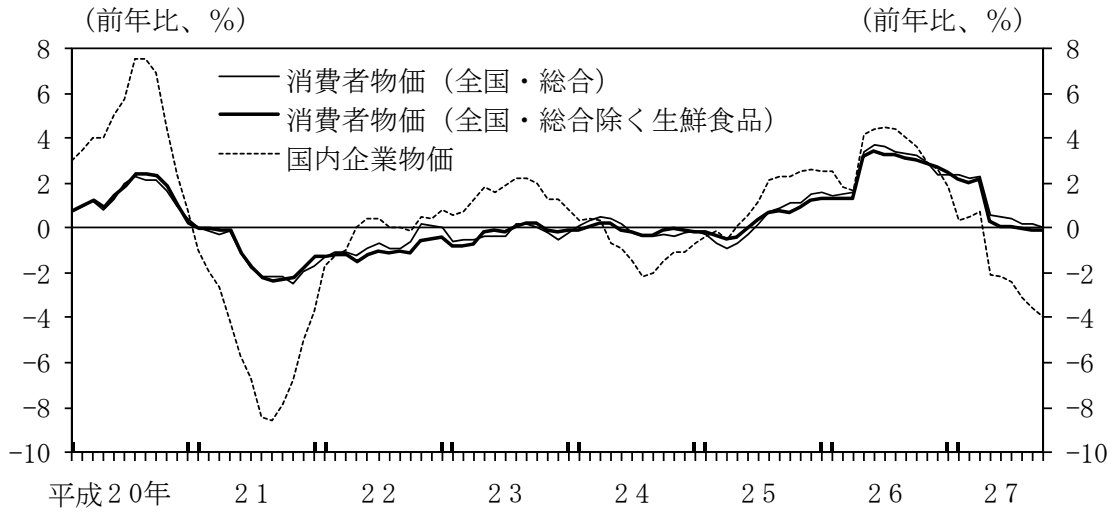
この間、予想物価上昇率は (図表 19)、やや長い目でみれば、全体として上昇したとみられる。

³ 物価の動向を消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみる際、国内企業物価については、消費税を除くベースの指数を公表しているため、27年6月まではこの指数を利用している。消費者物価指数については、消費税率引き上げの直接的な影響を試算し、それを公表された前年比から差し引いている。因みに、課税品目すべてにフル転嫁されたとの仮定のもとで、26年4月の消費税率引き上げの影響を試算すると、消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比を+2.0%ポイント程度押し上げるとの計算になる。

⁴ 食料およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、ゼロ%台半ばで推移した。

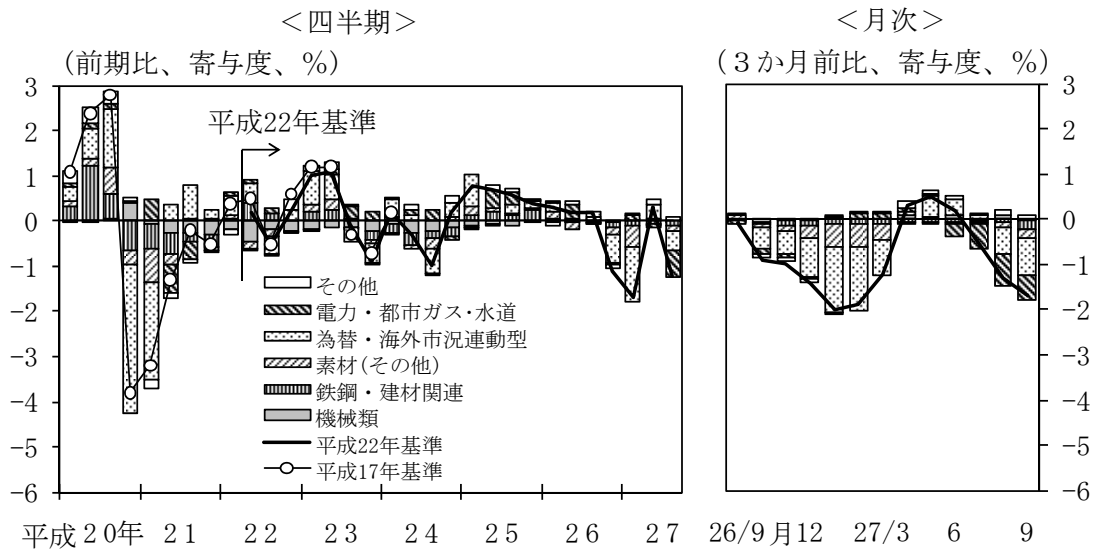
⁵ 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、消費者物価指数の品目別価格変動分布の両端の一定割合を機械的に控除し、それ以外の品目の前年比を加重平均した値。

(図表 15) 物価



(注) 22年以前の国内企業物価の前年比は、接続指数を用いて算出。

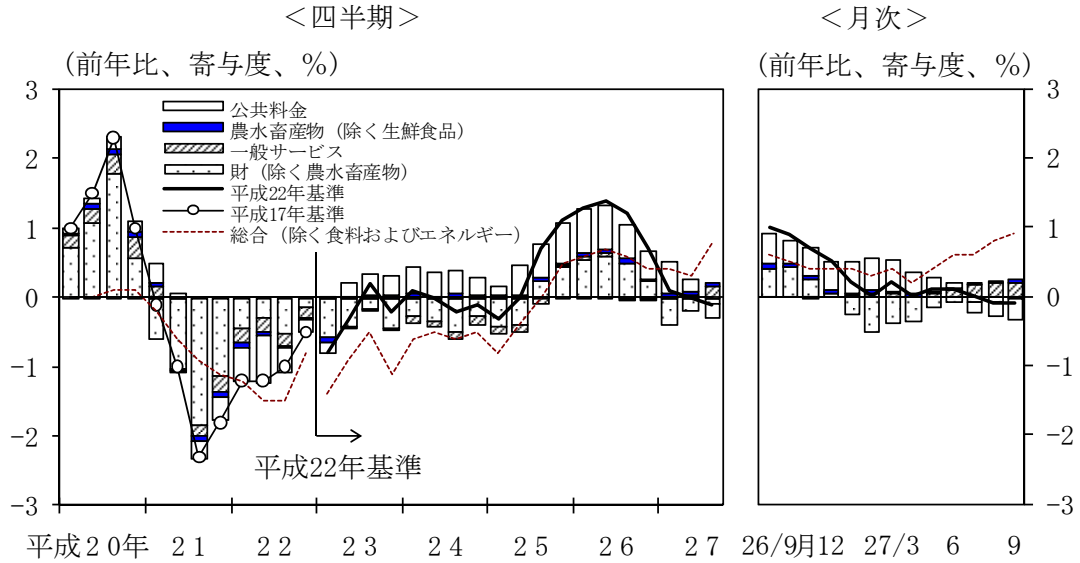
(図表 16) 国内企業物価



(注1) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器。

(注2) 26年4月の消費税率引き上げについては、消費税を除く計数を用いて直接的な影響を調整。

(図表 17) 消費者物価 (除く生鮮食品)

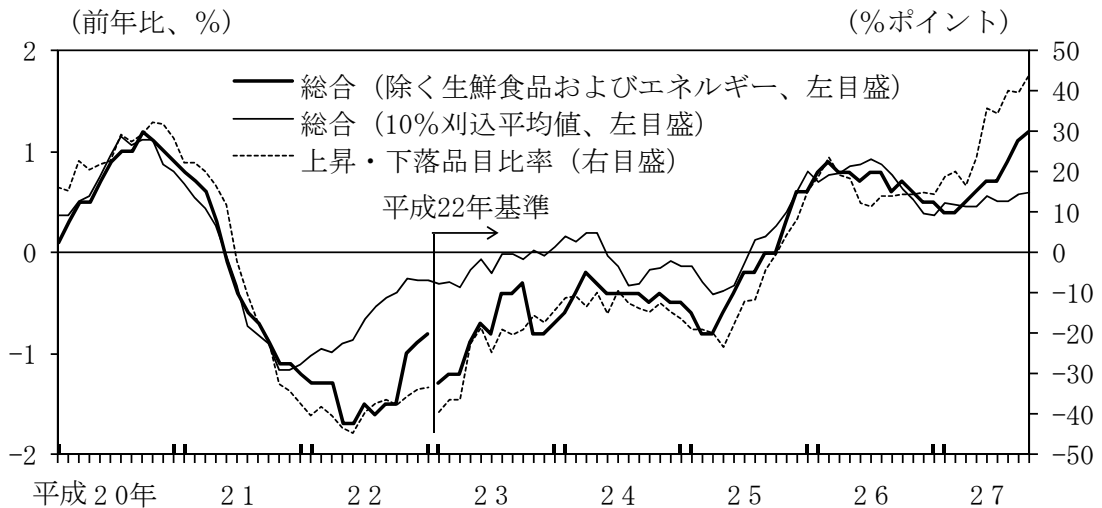


(注 1) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは「公共サービス」とあわせて公共料金とした。

(注 2) 「食料」は「酒類」を除いたもの。「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

(注 3) 26 年 4 月の消費税率引き上げについては、直接的な影響を調整 (試算値)。

(図表 18) 消費者物価の基調的な変動



(注 1) 総合 (除く生鮮食品およびエネルギー) は日本銀行調査統計局算出。

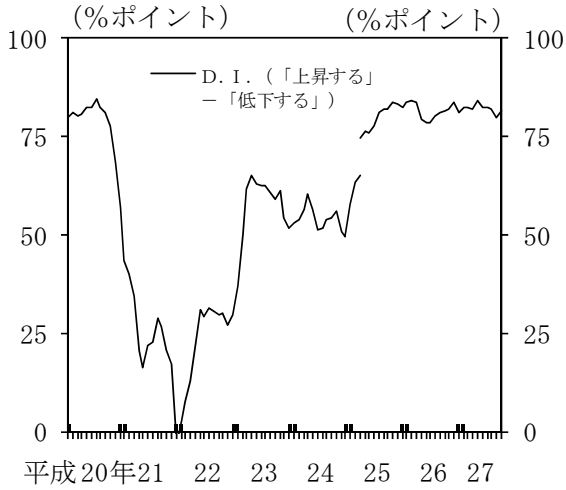
(注 2) 総合 (10%刈込平均値) は、個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10%控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(注 3) 上昇・下落品目比率は、総合 (除く生鮮食品) を構成する品目のうち、前年比上昇した品目の割合から下落した品目の割合を差し引いて算出。

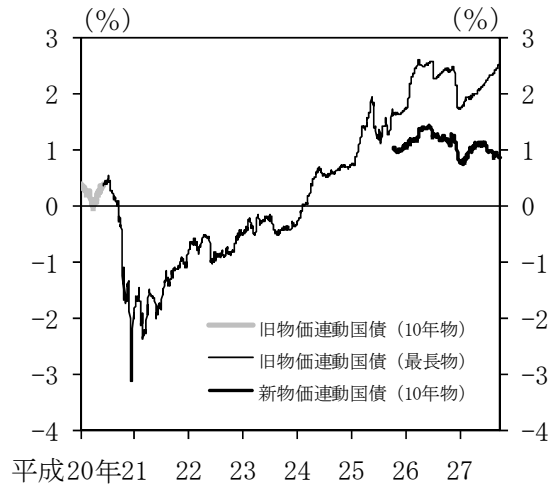
(注 4) 26 年 4 月の消費税率引き上げについては、直接的な影響を調整 (試算値)。

(図表 19) 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
(物価連動国債のBEI)



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

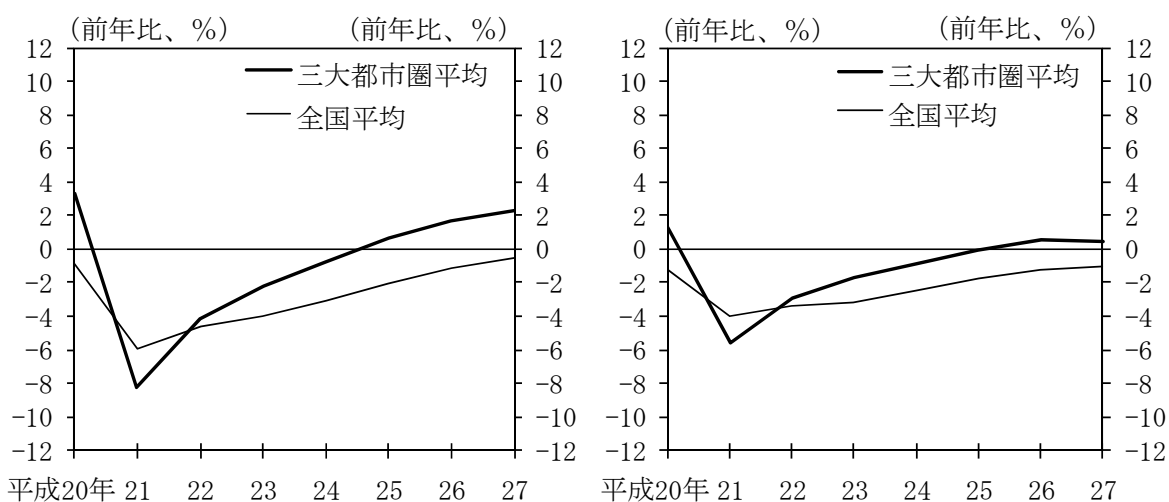
(注2) BEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、25年10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(30年6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。

地価を都道府県地価（7月時点）で見ると（図表 20）、全国・全用途平均の前年比は小幅の下落となったが、下落幅は前年7月時点から縮小した。地域別にみると、三大都市圏全体では、商業地の上昇幅が拡大したほか、住宅地も小幅ながら上昇を続けた。地方圏でも、商業地、住宅地ともに、4年連続で前年比下落幅が縮小した。

（図表 20） 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

27年度上期の海外経済をみると、期末にかけて新興国が減速したが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いた（図表21）。

(図表21) 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、%)

		25年	26年	26年 第2四半期	3	4	27年 1	2	3
米 国		1.5	2.4	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	1.5
欧 州	ユーロエリア	-0.3	0.9	0.3	1.0	1.6	2.1	1.4	1.2
	英 国	2.2	2.9	3.8	2.6	3.0	1.5	2.6	2.0
新 興 国 ・ 地 域	中 国	7.7	7.3	7.4	7.2	7.2	7.0	7.0	6.9
	イ ン ド	6.4	7.1	6.7	8.4	6.6	7.5	7.0	-
	N I E s および A S E A N 4	4.2	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	3.3	-
	ブラジル	2.7	0.1	-1.2	-0.6	-0.2	-1.6	-2.6	-
	ロ シ ア	1.3	0.6	0.7	0.9	0.4	-2.2	-4.6	-4.1

(注) N I E s および A S E A N 4 は、IMF公表のGDPウェイト（26年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、ドル高や原油安などから鉱工業部門は力強さを欠いたが、堅調な家計支出に支えられて回復を続けた。輸出は、ドル高や新興国の減速の影響などから弱めの動きが続いた。また、鉱工業生産は力強さを欠いた。しかし、個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられて増加を続けた。住宅投資もペースは引き続き緩やかながら、持ち直し基調を辿った。こうした堅調な家計支出が内需関連企業を中心に着実に波及する中、非製造業の活動は拡大を続けた。設備投資も、原油安の影響からエネルギー関連投資が落ち込んだものの、期末にかけて持ち直しの動きがみられた。物価面をみると、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、1%台後半で推移した。総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格が前年比マイナスとなる中、ゼロ%近傍で推移した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、期中を通じて政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準を0~0.25%の範囲に据え置いた。先行きの

金融政策についてのガイダンスは、7月会合において「労働市場の更なる幾分か
の改善を確認し、インフレ率が2%という目標に中期的に戻るとの合理的な自信
を得たときに、フェデラル・ファンド・レートにかかるターゲット・レンジの引
き上げを行うことが適当になると予想している」と変更し、9月会合でも同文言
を維持した。

ユーロエリア経済は、緩やかな回復を続けた。輸出は、ユーロ安などを背景に
緩やかな増加基調を辿った。個人消費は、労働市場の改善に伴う消費者心理の回
復などに支えられて増加を続けた。こうした内外需の増加を背景に、生産が緩や
かに回復したほか、企業マインドも改善した。また、設備投資にも持ち直しの動
きがみられた。物価面をみると、エネルギー・非加工食品を除くコアベースの消
費者物価の前年比はゼロ%台後半で推移した。総合ベースの消費者物価の前年比
は、エネルギー価格が前年比マイナスとなる中、ゼロ%近傍で推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、期中を通じて政策金利（主要リファイナン
シング・オペにおける適用金利）を0.05%に据え置いた。また、加盟国の国債や
政府機関債、国際機関債等を対象とする公的セクター資産買入れプログラム（P
SPP）を継続し、9月会合では、PSPPについて「必要であれば28年9月以
降も継続する」と付言した。

英国経済は、内需を中心に回復を続けた。個人消費は、雇用・所得環境の改善
が続くもとで堅調に推移した。住宅投資や設備投資も増加基調を辿った。物価面
では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格が前年比マイナスと
なる中、ゼロ%近傍で推移した。金融政策面では、イングランド銀行は、期中を
通じて政策金利を0.5%に据え置き、資産買取ファシリティの資金枠（3,750億ポ
ンド）も維持した。

新興国・地域をみると、中国経済は、総じて安定した成長を維持したが、製造
業部門を中心に幾分減速した。個人消費はなお良好な雇用・所得環境のもとで、
安定した伸びを続けた。他方、固定資産投資は公共投資が下支えしたものの、不
動産市場の調整や製造業の過剰設備を背景に増加ペースの鈍化が続いた。輸出は、
期中を通じて弱めの動きが続いた。こうした需要動向や在庫調整を背景に、生産
の伸びは鈍化した。物価面をみると、消費者物価の前年比は、概ね1%台半ばで
推移した。財政政策面では、4月末の共産党中央政治局会議において「経済の下
振れへの対応を高度に重視する」ことが示され、「積極的な財政政策によって公共
支出を増加させる」方針が着実に実施された。金融政策面では、中国人民銀行に
よる金融緩和策が断続的に実施された。具体的には、5月に貸出基準金利と預金

基準金利を1年物でそれぞれ0.25%ポイント引き下げ、6月と8月にも0.25%ポイントずつ引き下げた。預金準備率については、4月に1%ポイント、8月に0.5%ポイント引き下げた。また、8月には「人民元レートの形成メカニズムをより市場に委ねる」観点から、人民元の対ドルレートの間接値の決定方法を見直した。

中国以外の新興国・地域の経済についてみると、先進国経済の回復が波及しているが、中国に端を発した過剰設備・債務や在庫の調整、IT関連財の需要不冴えなどから、期末にかけて減速した。このうち、NIEs・ASEAN諸国・地域の経済をみると、NIEsでは、中国での調整の影響やIT関連財の需要不冴えなどにより輸出・生産が弱めとなるなど、減速した。ASEANでも、外需の低迷に加え、家計債務の積み上がりや政情不安などが個人消費の重石となり、減速した。ブラジルやロシアでは、資源価格の下落により外需が低迷したほか、高インフレとそれに対応した利上げなどから内需が落ち込むなど、厳しい経済情勢が続いた。他方、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持ち直した。物価面をみると、多くの国・地域でエネルギー価格の下落と自国通貨安が相殺し、総合ベースの消費者物価の前年比は低水準で横ばい圏内の動きとなった。ただし、ブラジルやロシアなど一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりがみられた。

中国以外の新興国・地域の金融政策面では、国・地域毎に区々の動きとなった。韓国、タイ、インドなどでは、インフレ率が低水準で横ばい圏内の動きを続ける中、景気への配慮から利下げを実施した。ロシアでは、インフレ率は高水準にあるものの、景気への配慮から利下げを行った。他方、ブラジルや南アフリカなどでは、インフレ率の上昇や資本流出の可能性を勘案し、政策金利を引き上げた。

2. 金融面の動向

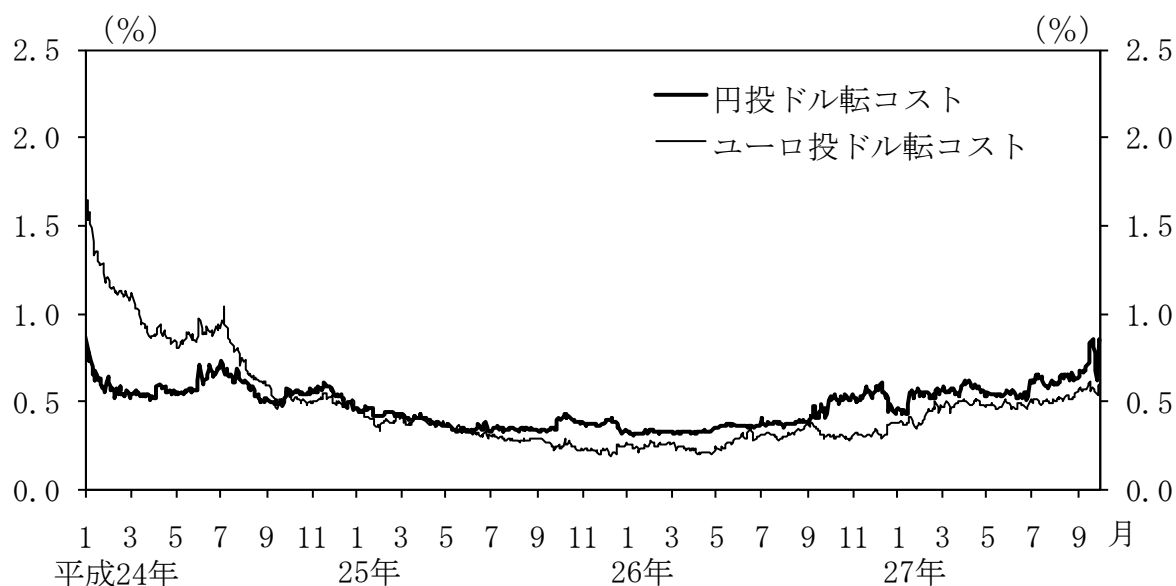
(1) 国際金融資本市場

平成 27 年度上期の国際金融資本市場では、8 月以降中国・新興国経済の先行き懸念や米国の金融政策運営に関する不確実性が意識され、市場のボラティリティが高まるもとで、各国の株価や新興国通貨、国際商品市況が広範に下落した。

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（0～0.25%）内で安定的に推移した。ターム物金利は幾分水準を切り上げた。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利はマイナス圏で推移した。ターム物金利は低下基調を辿った。為替スワップ市場でのドル転コストは⁶、対ユーロ、対円とも上昇した（図表 22）。この間、米国の投資適格債、低格付け債（ハイ・イールド債）の対国債スプレッドは拡大した。

⁶ 例えば、対円でのドル転コストとは、円をドルに一定期間交換する為替スワップ取引（円投ドル転）に要するコスト。実質的には、円を担保に米ドルを調達した場合の金利と考えることができる。

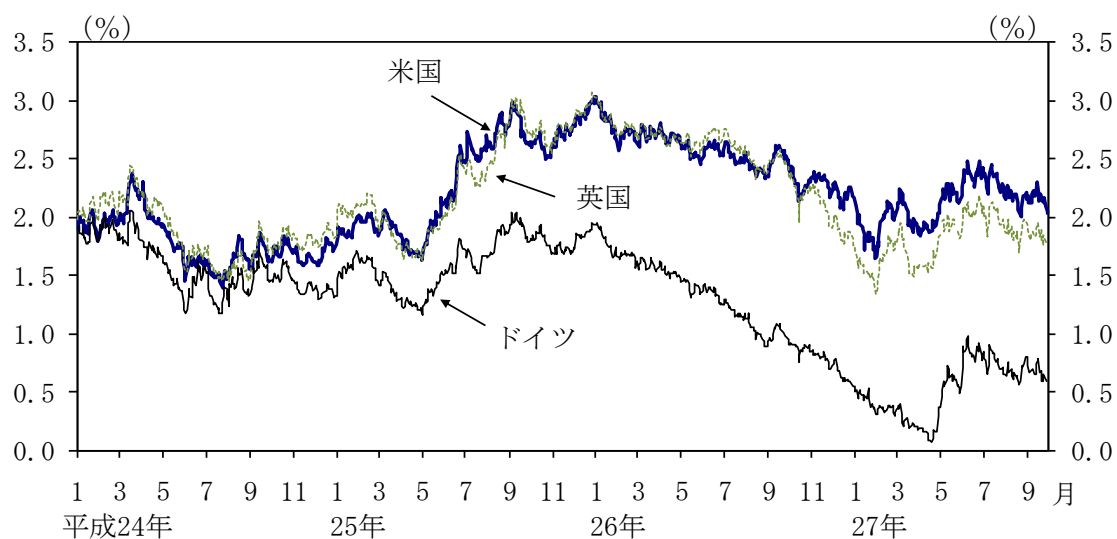
(図表 22) ドル転コスト (3か月物)



(注) ここでの円投ドル転コストは、円LIBORで調達した円を、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。ユーロ投ドル転コストは、ユーロLIBORで調達したユーロを、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。

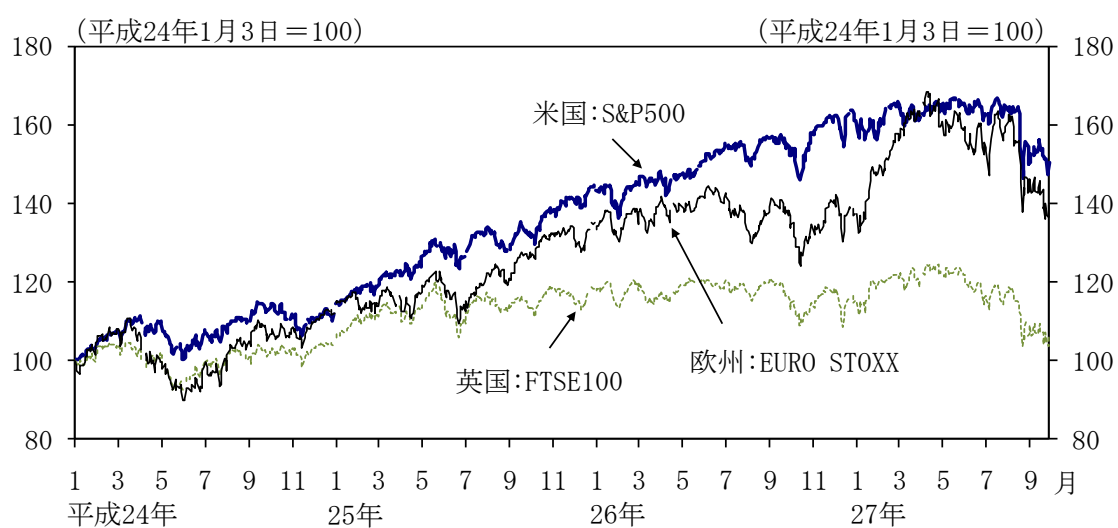
主要国の長期金利（国債10年物利回り）は（図表23）、振れを均してみれば上昇し、特にドイツでやや大きめに上昇した。米国の長期金利は、米国の実体経済指標が概ね良好な結果となる中、一旦上昇した後、国際金融資本市場のボラティリティが高まった8月以降、質への逃避の動きなどから低下した。英国の長期金利は、米国とほぼ同様の動きであった。他方、ドイツの長期金利は、4月中旬にかけて欧州中央銀行による金融緩和やギリシャ情勢を受けた安全資産需要の高まりから低下した後、4月下旬以降はユーロエリアの景気・物価見通しの上振れなどから上昇に転じ、期中を通じてみるとやや大きめに上昇した。

(図表 23) 米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）



主要国の株価動向をみると（図表 24）、米国株（S & P 500）は、内需を中心とした景気の回復や緩和的な金融環境を受け、5月に一旦最高値を更新した。もつとも、期末にかけては、中国・新興国経済の先行き懸念などから大きく下落した。欧州株価（EURO STOXX）、英国株価（FTSE100）も同様に、期末にかけて大きく下落した。

(図表24) 米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、通貨は中国・新興国経済の先行き不透明感の高まりや米国の利上げ開始の影響に対する警戒感から、総じて下落基調を辿った。資源価格の下落や政治情勢、地政学リスクなどが意識された国では、通貨が大きく下落した。株価も、夏場以降を中心に総じて下落した。

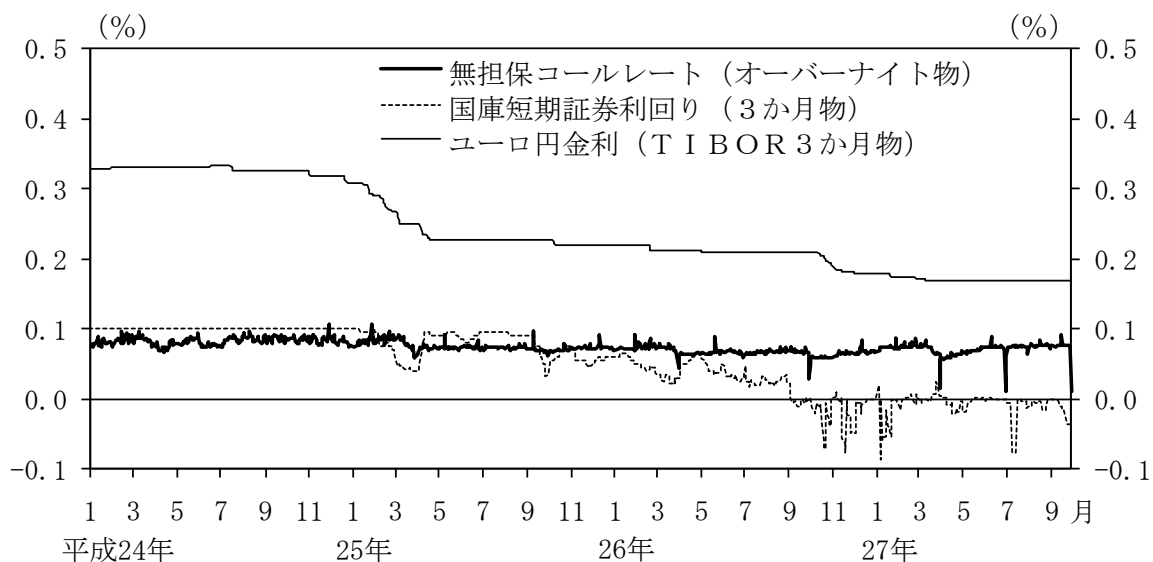
国際商品市況をみると、エネルギーや非鉄金属を中心に、総じて軟調な展開を辿った。個別にみると、原油（WTI）は、6月までは価格下落の動きが幾分修正される局面もあったが、7月以降は中国・新興国経済の減速に伴う需要鈍化やOPEC、非OPEC諸国双方の供給増加が意識されるもとので、再び下落基調となった。非鉄金属（銅）は、中国の成長鈍化を嫌気して下落した。農産物は、振れを伴いつつも、豊作による供給増などを背景に下落した。金は、安全資産需要を背景に上昇する場面もみられたが、期間を通じてみるとドル高等を背景に下落した。

(2) 短期金融市場

27年度上期のわが国の短期金融市場の動向をみると、長めのターム物を含めて、金利は、引き続き低水準で安定的に推移した。

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25）⁷、期中を通じて0.1%を下回る水準で横ばい圏内で推移した。ターム物金利をみると⁸、国庫短期証券利回り（3か月物）は、マイナス幅がやや拡大する場面もみられたが、概ねゼロ近傍で推移した。ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は、横ばいで推移した。

(図表 25) 短期金融市場金利

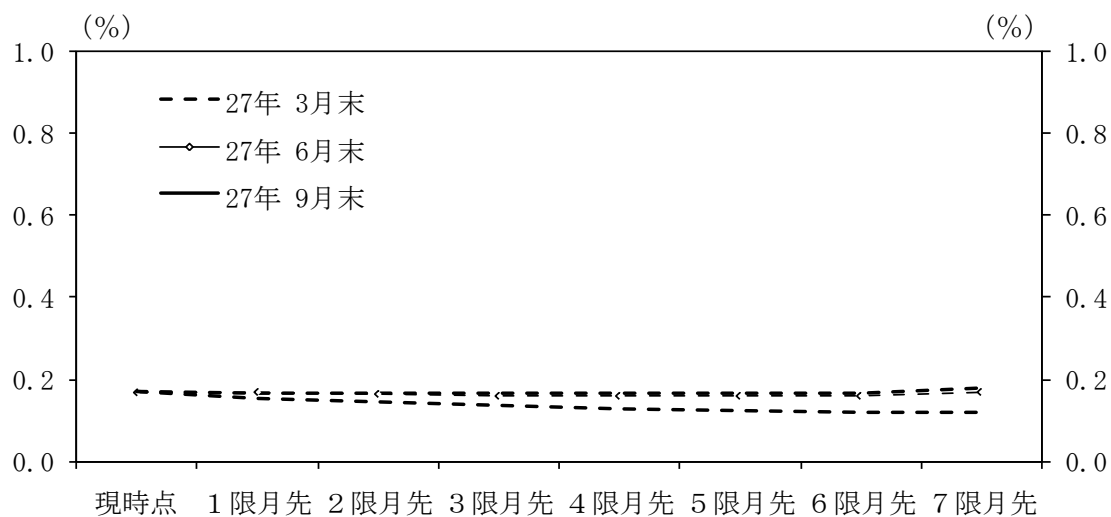


⁷ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

⁸ 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。

ユーロ円金利先物レートは（図表 26）、短期金利が引き続き低水準で推移することを見込む動きとなった。

（図表 26）ユーロ円金利先物レート

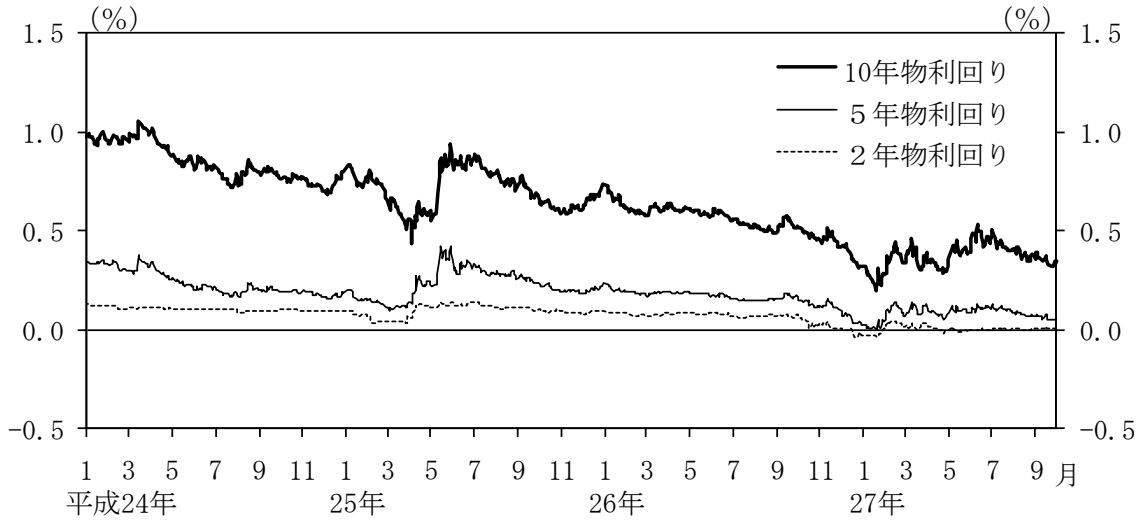


（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、27年9月末時点（太い実線）における1限月先（27年12月央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.155%、2限月先（28年3月央時点）が0.145%、3限月先（28年6月央時点）が0.135%であったことを表している。

（3）債券市場

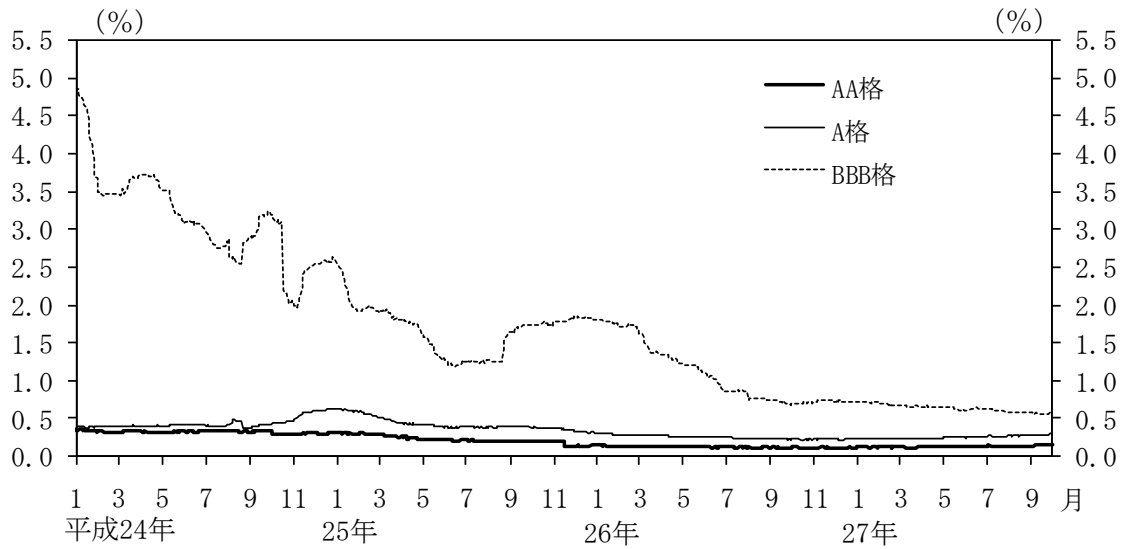
27年度上期の債券市場の動向をみると（図表 27）、長期国債（10年債）の流通利回りは、日本銀行が「量的・質的金融緩和」による国債買入れを進めるもと、引き続き低い水準で推移した。やや仔細にみると、4月末以降、米欧長期金利の上昇を受けて上昇したあと、7月上旬以降は米欧長期金利の低下や本邦株価が下落したことなどを受けて低下し、9月末には0.3%台前半となった。

(図表 27) 長期国債流通利回り



この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表 28）、低水準で横ばい圏内の動きとなった。

(図表 28) 社債と国債との流通利回り格差

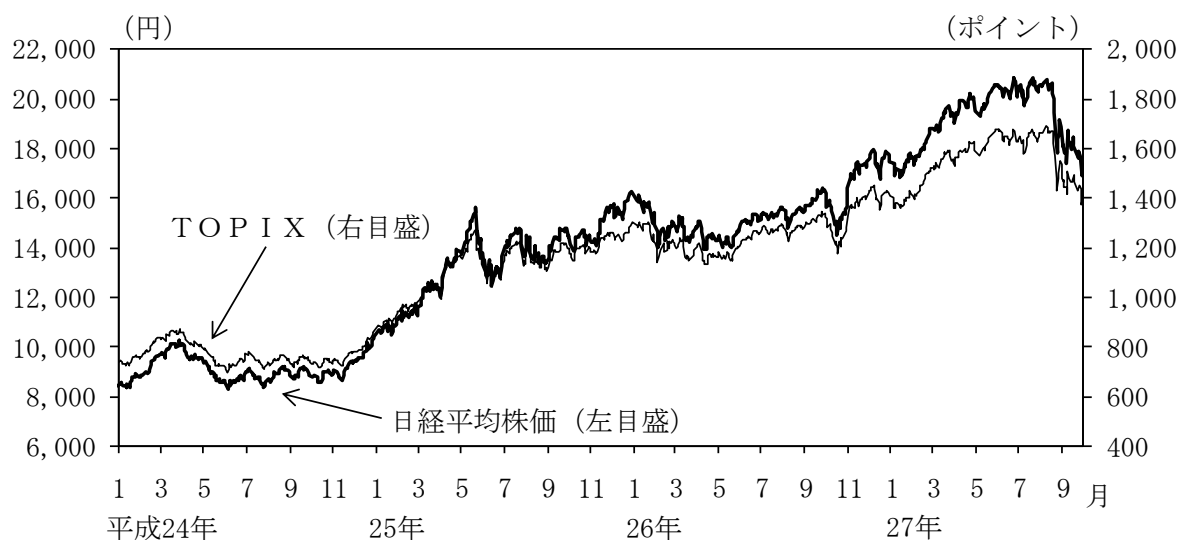


(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

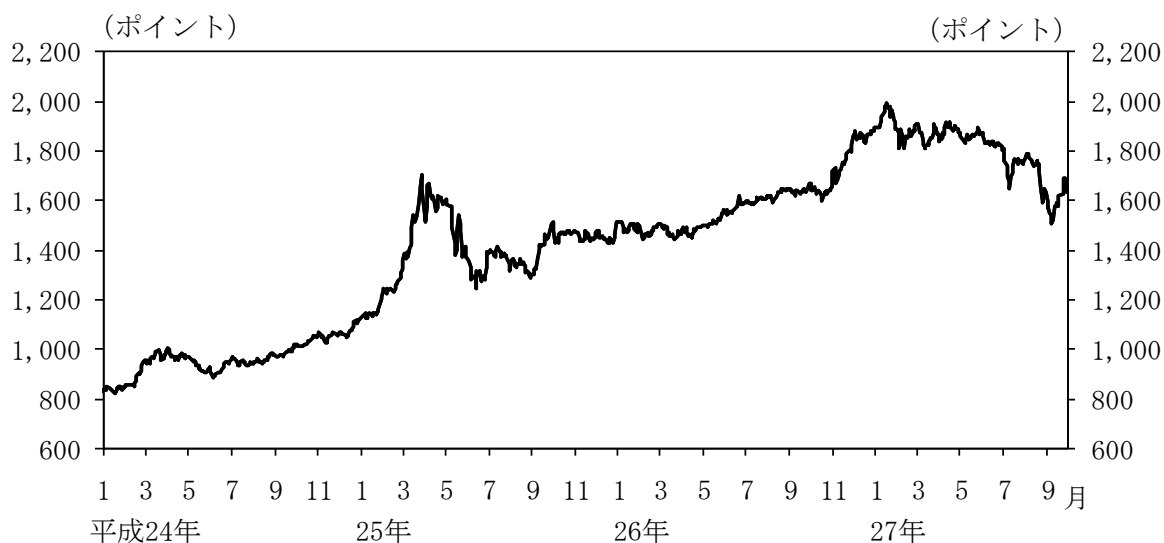
27年度上期の株式市場の動向をみると(図表29)、日経平均株価は、為替の円安ドル高方向の動きや企業業績の改善期待などを受けて20千円台後半まで上昇したあと、8月半ばから下旬にかけて、投資家のリスク回避的な動きなどに伴い世界的に株価が下落する中で大幅に下落した。その後は一進一退の動きが続き、9月末には17千円台前半となった。

(図表29) 株価



不動産投資法人投資口(J-REIT)の価格は(図表30)、米国等のREIT価格の軟調な推移などを受けて、振れを伴いながら下落した。

(図表 30) 東証REIT指数

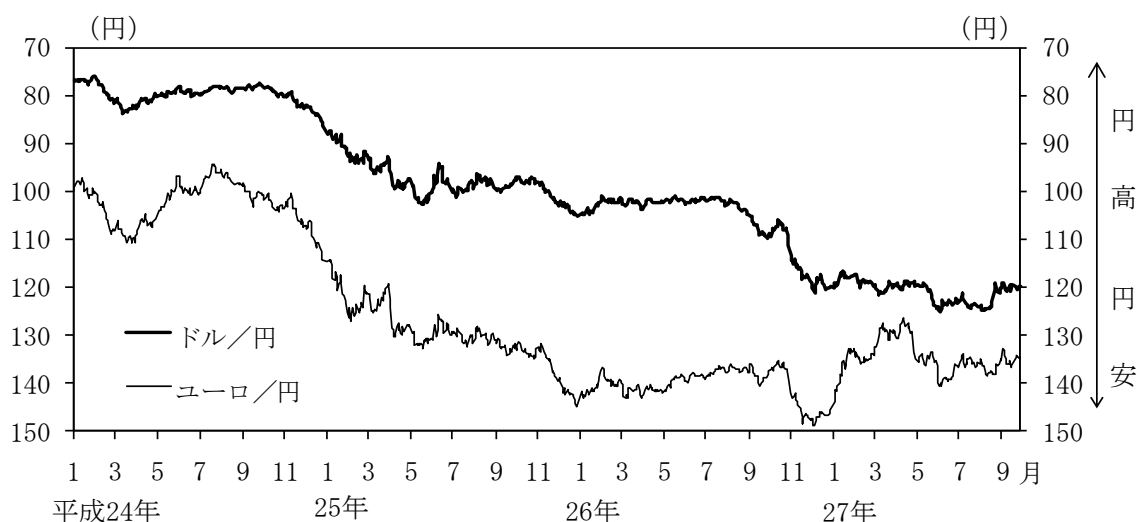


(5) 外国為替市場

27年度上期の外国為替市場の動向をみると(図表31)、円の対ドル相場は、日米金融政策の方向性の違い等が意識され円安ドル高方向の動きとなったあと、8月半ば以降は、米国金融政策を巡る思惑等から円高ドル安方向へ戻り、9月末には120円前後となった。

円の対ユーロ相場は、欧州金利の反発等を受けて円安ユーロ高方向に振れ、9月末には134円前後となった。

(図表 31) 円の対ドル、対ユーロレート



こうした為替相場動向を受けて、円の実質実効為替レートは（図表 32）⁹、一旦円安方向の動きとなったあと、8月以降、新興国の通貨安の影響もあって、円高方向に進んだ。

（図表 32）円の実質実効為替レート

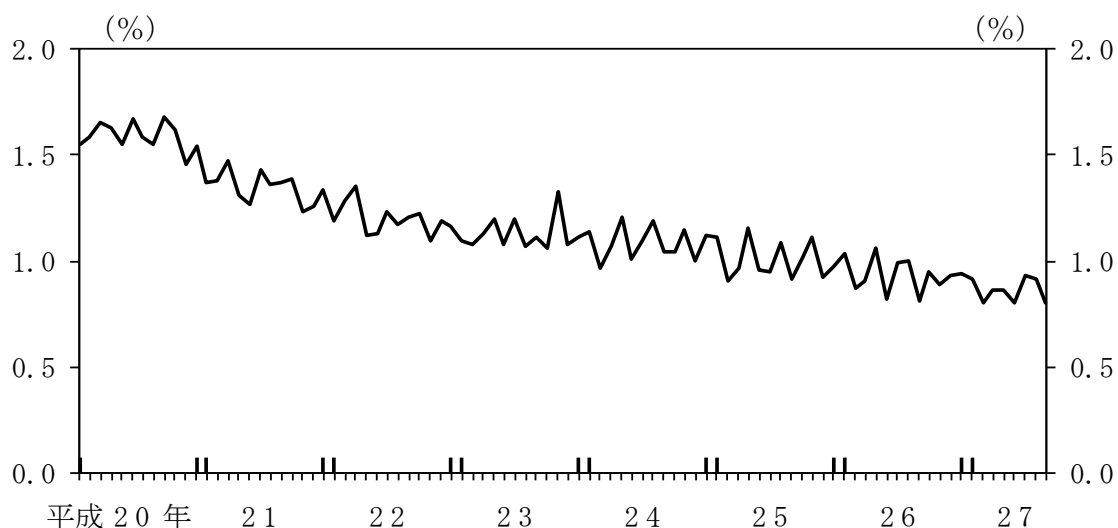


⁹ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

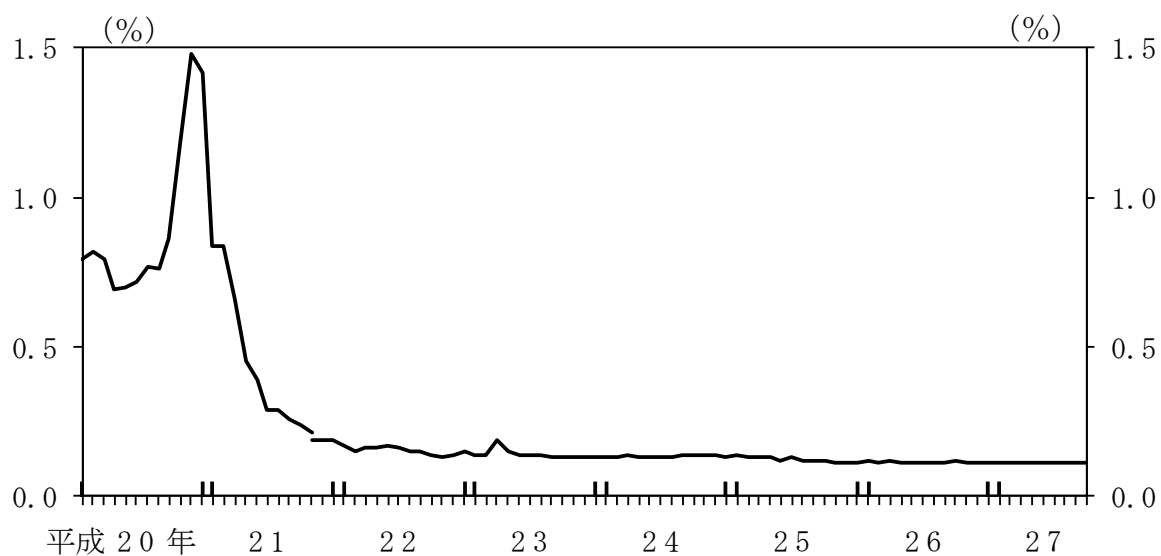
27年度上期の貸出金利をみると（図表33）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、低い水準で推移した。

（図表33）貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CP・社債の発行金利も（図表34）、低い水準で推移した。

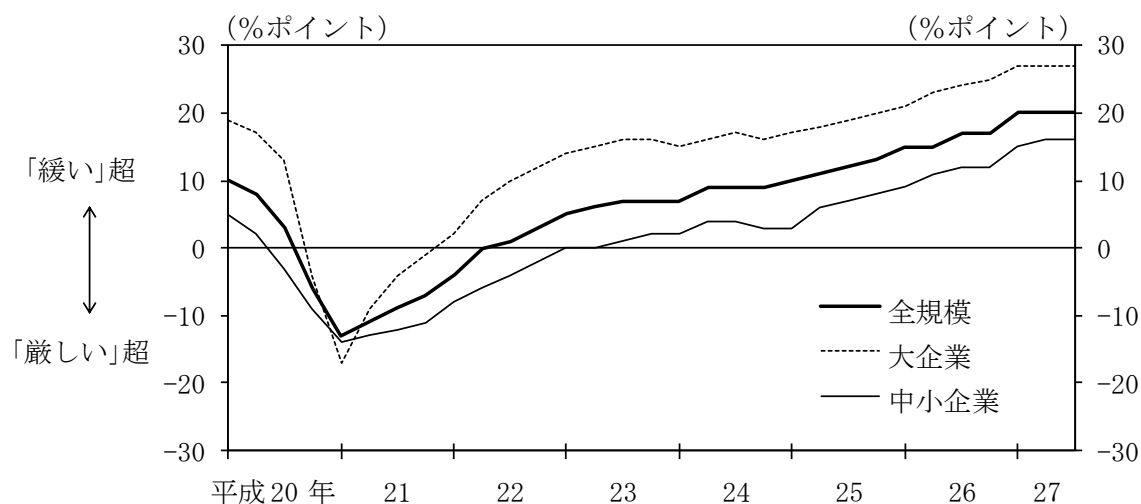
（図表34）CP発行金利（3か月物）



（注）新発利回り。21年10月以前はa-1格相当以上の格付け取得先についての主要発行引き受け先平均。それ以後は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。

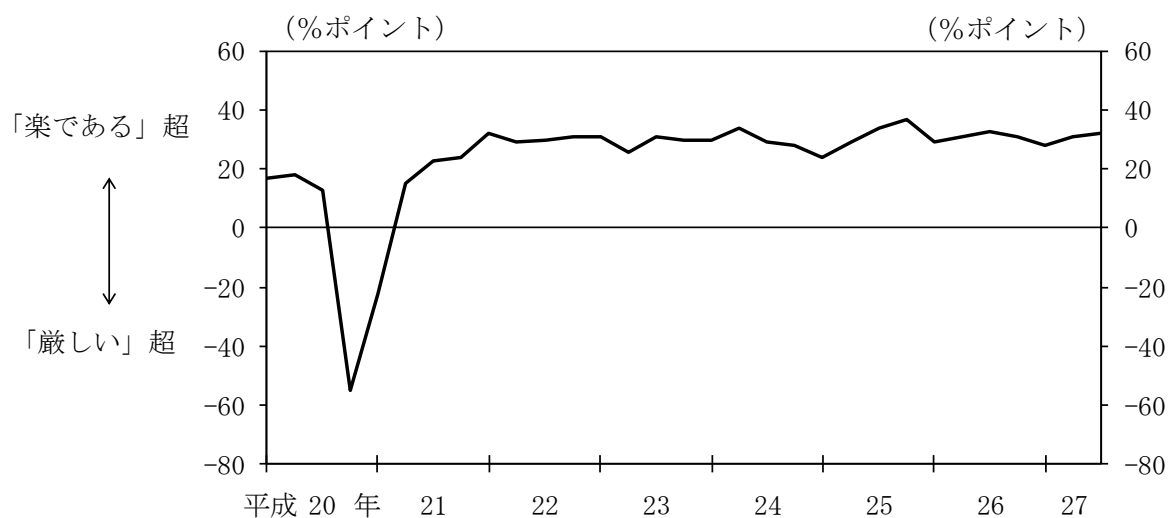
資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 35）、改善傾向が続いた。C P・社債市場では（図表 36）、良好な発行環境が続いた。

（図表 35）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）



（注）全産業ベース（図表 39 も同様）。

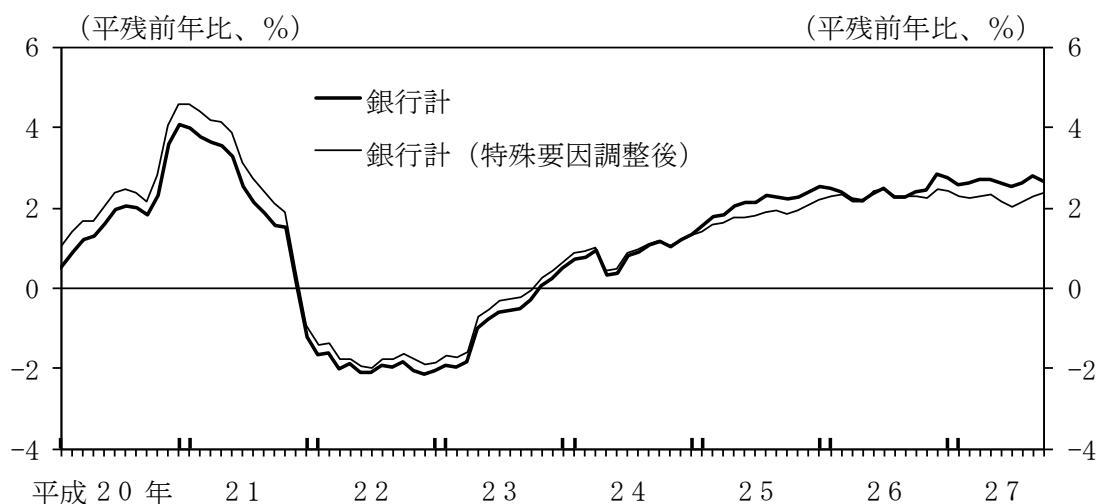
（図表 36）C Pの発行環境判断D. I.（短観、発行企業ベース）



（注）全産業・大企業ベース。26年3月以降、「C Pの発行環境」の判断は、大企業のうち、調査時点で、過去2年間にC P残高がある場合、または、C P発行を検討している場合のみ回答。それ以前は、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「C P残高」が一度でも存在したことがある大企業のみを集計したもの。

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加した。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 37）¹⁰、2%台半ばから後半のプラスで推移した。一方、社債の発行残高は前年比マイナスないし概ね前年並みの水準で推移した（図表 38（1））。また、CP発行残高の前年比は、プラスで推移した後、マイナスに転じた（図表 38（2））。

（図表 37）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。

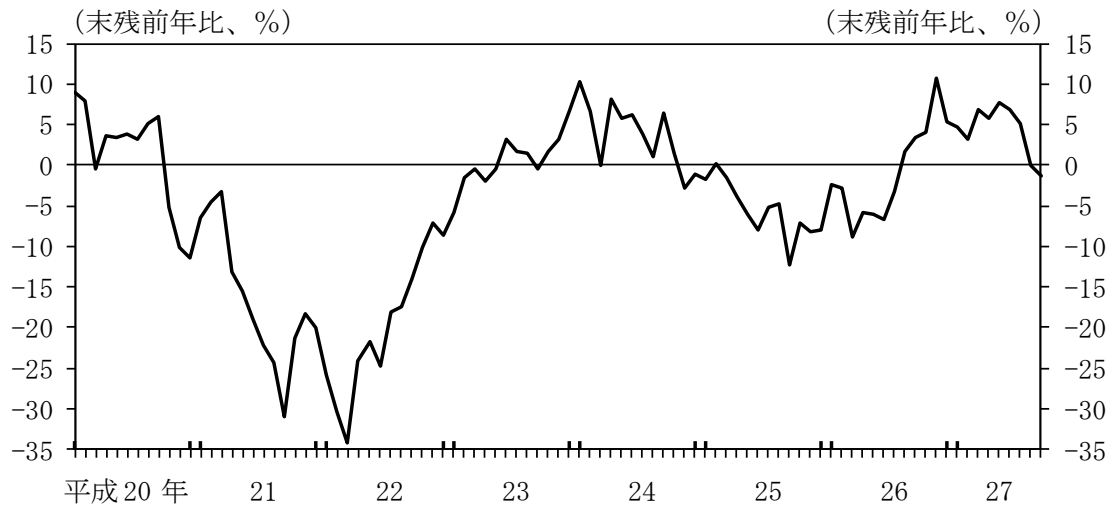
（図表 38）資本市場調達

（1）社債発行残高



¹⁰ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。

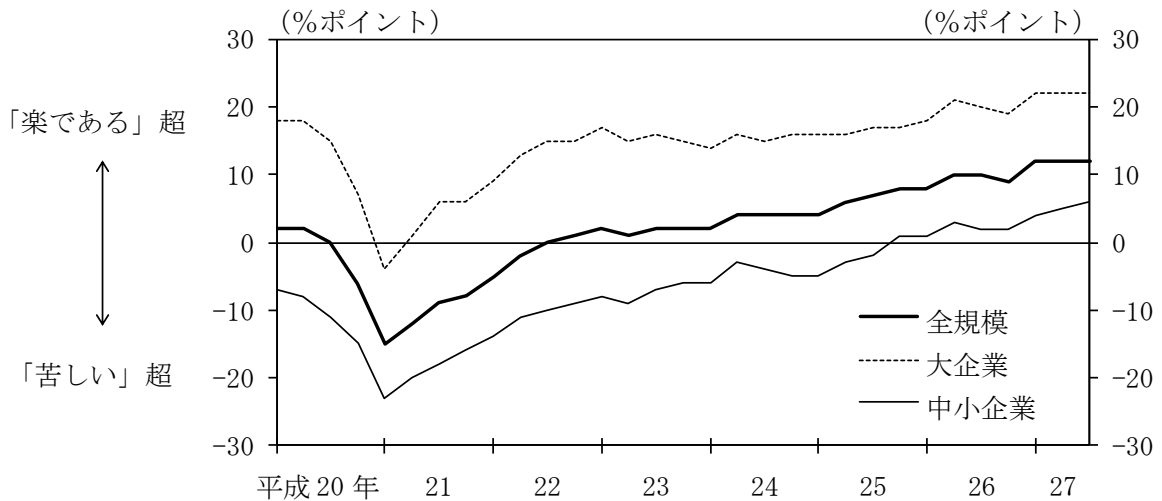
(2) CP発行残高



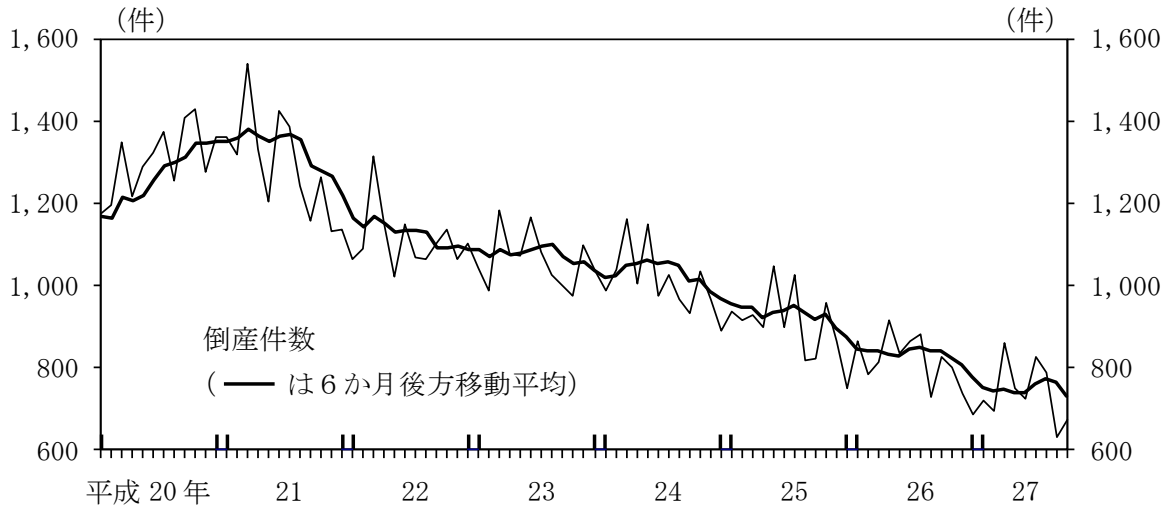
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。なお、20年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。

企業の資金繰りは（図表 39）、良好であった。企業倒産件数は（図表 40）、低水準で推移した。

(図表 39) 企業の資金繰り判断D. I. (短観)



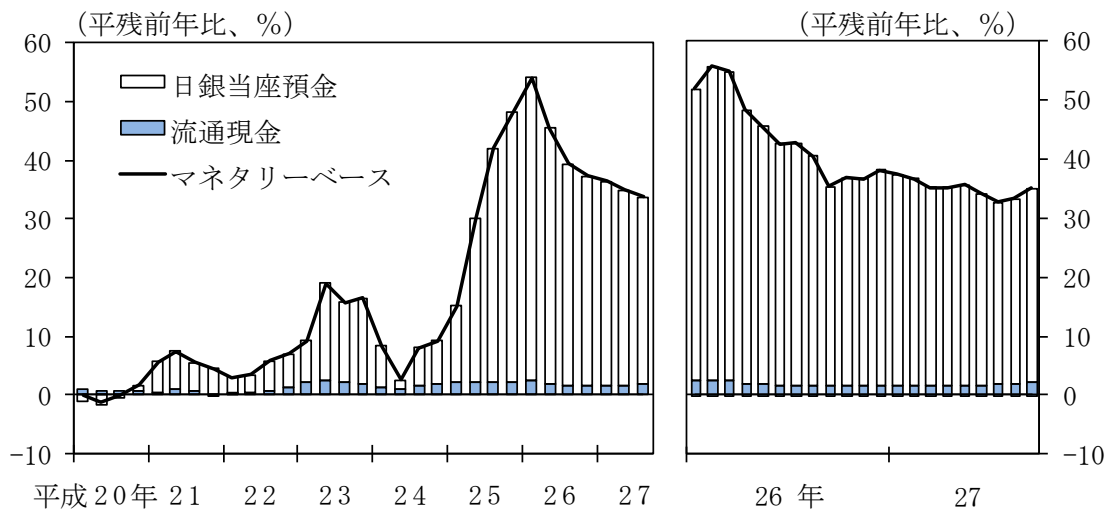
(図表 40) 企業倒産



(7) 量的金融指標

27年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表 41）、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3割台前半から半ばで推移した。

(図表 41) マネタリーベース



マネーストック（M2）の動向をみると（図表 42）、前年比 3%台半ばから 4%台前半の伸びで推移した。この間、M2 よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性の前年比は、4%台で推移した。

（図表 42）マネーストック



- （注 1） 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。
- （注 2） 広義流動性 = M3 + 金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債 + 外債 + 銀行発行普通社債 + 金融機関発行 CP。

Ⅱ. 金融政策運営及び金融政策手段

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成 27 年 4 月から 27 年 9 月までの間、計 7 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）
	岩田規久男	（副総裁）
	中曾 宏	（副総裁）
	森本宜久	（審議委員、6 月 18、19 日会合まで出席）
	白井さゆり	（審議委員）
	石田浩二	（審議委員）
	佐藤健裕	（審議委員）
	木内登英	（審議委員）
	原田 泰	（審議委員）
	布野幸利	（審議委員、7 月 14、15 日会合から出席）

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、27 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、平成27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、27年4月7、8日および30日の会合では、景気の現状について、わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けていると判断した。先行きについて、4月7、8日の会合では、緩やかな回復基調を続けていくとみられるとの見方を示した。5月から8月の会合では、景気の現状について、緩やかな回復を続けていると判断し、9月の会合では、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けていると判断した。先行きについて、5月から9月の会合では、緩やかな回復を続けていくとみられるとの見方を示した（図表43）。

物価の現状について、4月から6月の会合では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%程度となっていると判断した。7月から9月の会合では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっていると判断した。先行きについては、27年度上期のすべての会合において、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との見方を示した。また、予想物価上昇率については、27年度上期のすべての会合で、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と判断した。

(図表 43) 政策委員会の経済情勢についての判断

27年4月8日	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。
4月30日	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。
5月	わが国の景気は、緩やかな回復を続けている。
6月	わが国の景気は、緩やかな回復を続けている。
7月	わが国の景気は、緩やかな回復を続けている。
8月	わが国の景気は、緩やかな回復を続けている。
9月	わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、27年度上期のすべての会合において、26年10月31日の会合で決定した以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針を継続することとした(図表44)。

(金融市場調節方針)

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。

(資産の買入れ方針)

- 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～10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。
- 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。

先行きの金融政策運営について、27年度上期の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、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ことを確認した。

6月の会合では、委員は、金融政策決定会合の運営の見直しについて検討を行った。その際、金融政策に関する審議と情報発信の一層の充実を図ることが重要であるとの認識を共有し、具体的な方策を検討した。

第1に、委員は、四半期ベースの経済・物価見通しに基づいて政策決定を行うため、「経済・物価情勢の展望」の公表をこれまでの年2回から年4回に増やすとともに、政策委員の経済・物価見通しに関する情報をより充実したものとするため、全ての委員についてそれぞれの見通しとリスク評価を公表するとの意見で一致した。第2に、早期の情報発信の一環として、決定会合における「主な意見」を作成し、会合終了後1週間を目途に公表することが適当であるとの認識を共有した。第3に、年4回の「経済・物価情勢の展望」の公表と、その間の情勢変化を踏まえて経済・物価情勢を議論する必要性から、金融政策決定会合を年8回開催するとの意見で一致した。また、金融経済情勢が急激に変化した場合には、これまでと同様に、臨時の金融政策決定会合を開催して機動的に対応するとの認識を共有した。

その後、7月31日に日本銀行法施行令の一部を改正する政令が公布され、28年から、金融政策決定会合の開催頻度を年8回とすることが可能となった。これに伴い、8月の会合では、28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た。

(図表 44) 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
< 「量的・質的金融緩和」 >	
27年4月8日	26年10月31日の金融政策決定会合で決定した以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針を継続した。また、「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。
4月30日	(金融市場調節方針) ^(注1) 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。
5月22日	(資産の買入れ方針)
6月19日	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～10年程度とする。
7月15日	② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約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。
8月7日	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。
9月15日	(「量的・質的金融緩和」の継続方針) 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、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。
< その他 >	
27年6月19日	金融政策に関する審議と情報発信を一層充実する観点から、金融政策決定会合の運営を、以下のとおり見直すことを決定した。 ① 「経済・物価情勢の展望」の年4回化 「経済・物価情勢の展望」(以下、「展望レポート」)の公表を従来の年2回から年4回に増やし、1月、4月、7月、10月の金融政策決定会合終了後、直ちに公表する。 ② 政策委員全員の経済・物価見通し及びリスク評価の公表 展望レポートにおける政策委員の経済・物価見通しについて、従来の政策委員の大勢見通しに加えて、全ての政策委員について各委員の見通しとリスク評価を公表する ^(注2) 。 ③ 「主な意見」の公表 決定会合における「主な意見」を作成し、決定会合終了後1週間を目途に公表する ^(注3) 。 ④ 金融政策決定会合の開催頻度の見直し 展望レポートを議論・公表する会合を年4回開催し、その間に経済・物価情勢の変化などを議論する会合を開催することで、金融政策決定会合を年8回開催する(従来は年14回程度) ^(注4) 。

(注1) 金融市場調節方針等は、いずれの会合においても賛成8反対1で決定された。

(注2) これに伴い、政策委員の見通し分布チャートの作成は取り止める。

(注3) 決定会合の「議事要旨」は、従来と同様、次回決定会合で政策委員会の承認を受けた後

に公表する。

(注4) 金融経済月報の作成・公表は取り止め、年4回公表される展望レポートに集約する。

(2) 「経済・物価情勢の展望」とその中間評価

(「経済・物価情勢の展望」)

4月30日の会合では、27年度から29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、29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、緩やかな回復基調を続けている。企業部門では、輸出、生産が持ち直すとともに、収益は過去最高水準まで増加しており、前向きな投資スタンスが維持されている。家計部門については、雇用・所得環境の着実な改善が続き、個人消費も全体としては底堅く推移している。先行きを展望すると、国内需要が堅調に推移するとともに、輸出も緩やかに増加していくと見込まれ、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と考えられる。そうしたもとの、わが国経済は、27年度から28年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される¹¹。29年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される。
- ② 各年度毎の経済見通しとして、27年度から28年度にかけては、輸出は、海外経済が回復し、これまでの為替相場の動きも下支えに働くことから、緩やかに増加すると考えられる。設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用する中、国内生産強化の動きなどもあって、しっかりと増加するとみられる。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続き、賃金が増加していくほか、27年度にはエネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果や駆け込み需要後の落ち込みからの回復も見込まれること

¹¹ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「0%台前半ないし半ば程度」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

から、伸びを高めると予想される¹²。こうした内外需要を反映して、鉱工業生産も、緩やかに増加するとみられる。29年度にかけては、2回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、設備投資の増加ペースが資本ストックの蓄積に伴って低下していくとみられる。もっとも、海外経済の成長などを背景に輸出が緩やかな増加を続けるとともに、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて国内民間需要は底堅く推移すると予想される。この間、潜在成長率は、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどり、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。このため、わが国経済は、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると見込まれる。28年度までの成長率の見通しを1月の中間評価時点と比べると、概ね不変である。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、このところ0%程度で推移している。
- ④ 物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、着実に改善傾向を辿っている¹³。すなわち、失業率が緩やかに低下し3%台半ばになっているなど¹⁴、労働需給は引き締め傾向が続いている。こうしたもとで、所定内給与が増加するなど、賃金の改善も続いている。また、駆け込み需要の反動の影響が収

¹² 2回の消費税率の引き上げが年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、25年度+0.5%ポイント程度、26年度-1.2%ポイント程度、27年度+0.3%ポイント程度、28年度+0.3%ポイント程度、29年度-0.8%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもってみる必要がある。

¹³ マクロ的な需給バランスの推計については、①潜在GDPを推計のうえ、実際のGDPとの乖離を計測するアプローチと、②生産要素（労働と設備）の稼働状況を直接計測するアプローチがある。展望レポートにおけるマクロ的な需給バランスは、従来から、後者のアプローチを採用しているため、GDP成長率の変化と需給バランスの拡大・縮小の間に1対1の対応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの推計値は、推計方法や使用するデータによって異なり得るため、相当の幅をもってみる必要がある。

¹⁴ 労働需給の引き締め度合いを測る際のひとつの目安として「構造失業率」がある。労働市場では、求人と求職の間にある程度のミスマッチが常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。こうしたミスマッチに起因する失業の存在を前提に、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率が構造失業率と呼ばれている。構造失業率を一定の手法で推計すると、このところ3%台前半から半ば程度であると計算される。ただし、構造失業率の推計値は、時間の経過などに伴って変化する性格のものである点には留意が必要である。

束してきたことから、設備の稼働率も高まっている。このため、マクロ的な需給バランスは、27年度前半にプラス（需要超過）に転じた後、28年度にかけてプラス幅が一段と拡大し、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっていくと予想される。その後、29年度には、マクロ的な需給バランスは、プラスの水準で横ばい圏内の動きになると見込まれる。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、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。こうした予想物価上昇率の動きは、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしていると考えられる。例えば、労使間の賃金交渉においては、企業業績などに加え、物価動向を賃金に反映する動きが拡がりつつあり、27年のベースアップを含む賃上げは前年を上回る伸びとなる見込みである。先行きも、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。第3に、輸入物価についてみると、これまでの為替相場の動きが、輸入物価を通じた消費者物価の押し上げ要因として作用していく一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面物価の下押し圧力となる。

⑤ 以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「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考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、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、28年度前半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる¹⁵。28年度までの消費者物価の見通しを1月の中間評価時点と比較すると、やや下振れている。

⑥ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、以下のような点が指摘できる。経済情勢については、海外経済の動向、消費税率引き上げの影響、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性といった要

¹⁵ 29年4月に予定される消費税率引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して機械的に試算すると、29年度の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

因がある。物価情勢については、上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給バランス、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、輸入物価の動向がある。

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

- 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、わが国経済は、28年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。
- 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と、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向などを巡る不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もっとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は、漸減傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。
- ③ 金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、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、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、4月30日に公表した（背景説明を含む全文は5月1日に公表）。これを受けて、その後の会合では、①経済や物価が「展望レポート」で示した見通しとの対

比でどのような動きを示しているのか、②上振れまたは下振れ要因が顕在化していないか、といった観点からの検討を行った。

（「展望レポート」の中間評価）

7月の会合では、27年4月に公表した「展望レポート」で示した経済・物価情勢の見通しについて、中間評価を行った。経済情勢の先行きの中心적인見通しについて、委員は、4月の展望レポートでの見通しと比較して、27年度については、最近の輸出の鈍さなどから幾分下振れている一方、28年度、29年度については、概ね不変であるとの認識で一致した。委員は、28年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続け、29年度は、消費税率引き上げの影響などから減速するとみられるが、プラス成長を維持するとの見方を示した。

先行きの物価の中心적인見通しについて、多くの委員は、消費者物価（除く生鮮食品）は、4月の展望レポートでの見通しに概ね沿って推移するとの見方を共有した。これらの委員は、エネルギー価格下落の影響から、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面0%程度で推移するとみられるものの、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「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認識を示した。2%程度に達する時期について、これらの委員は、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提に立てば、28年度前半頃になるとの見方を示した。

当面のリスク要因について、委員は、①新興国・資源国経済の動向、②欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、③米国経済の回復ペースなどが挙げられるとの認識を共有した。

(3) 金融経済情勢に関する検討

イ. 27年4月7、8日の会合

(国際金融資本市場では、為替市場でドル高方向の動きが一服している)

国際金融資本市場について、多くの委員は、弱めの経済指標や3月FOMCを受けて米国連邦準備制度による早期利上げ観測がやや後退したことから、為替市場ではドル高方向の動きが一服しているとの認識を示した。

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

(わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている)

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復基調を続けていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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)

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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%程度となっており、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。

(金融環境は、緩和した状態にある)

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ロ. 5月の会合

(国際金融資本市場では、これまで低下基調にあった欧州長期金利が上昇した)

国際金融資本市場について、何人かの委員は、これまで低下基調にあった欧州長期金利が上昇した背景として、経済・物価指標の好転を契機として行き過ぎた金利低下の巻き戻しが起きたものとの見方を示した。欧州での金利上昇に関連して、何人かの委員は、ドイツでの金利急騰が国際的に波及したことを指摘し、裁定の働き方などの市場メカニズムや実体経済への影響について分析しておく必要があると述べた。

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

(わが国の景気は、緩やかな回復を続けている)

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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)

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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、0%程度となっており、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ハ. 6月の会合

（国際金融資本市場では、欧州コア国の長期金利が一段と上昇している）

国際金融資本市場について、何人かの委員は、ドイツなど欧州コア国の長期金利が一段と上昇していることに言及し、行き過ぎた金利低下の巻き戻しに加え、物価指標の改善などを受けてデフレ懸念が後退しつつあることが影響しているとの認識を示した。ギリシャ情勢について、何人かの委員は、その帰趨や国際金融資本市場への影響について引き続き注視する必要があると述べた。

（海外経済は、先進国を中心に回復している）

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

（わが国の景気は、緩やかな回復を続けている）

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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)

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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、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%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。

(金融環境は、緩和した状態にある)

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

二. 7月の会合

(国際金融資本市場では、ギリシャ情勢が落ち着きを取り戻している)

国際金融資本市場について、多くの委員は、ギリシャ情勢について、ユーロ圏首脳会議において条件付きで新たな金融支援策に関する合意が行われ、とりあえずの落ち着きを取り戻しているが、金融支援が実行に移されるうえでのハードルが多いことを踏まえると、今後の展開をなお注視していく必要があると述べた。中国の株価が短期間で急落したことについて、複数の委員は、株価が昨年後半の2倍以上に上昇するもとの、高値警戒感が広がっていたことに加え、信用取引が巻き戻されたことなどがその背景であるとし、中国経済の減速が長引くリスクとは分けて考える必要があるとの見方を示した。

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

(わが国の景気は、緩やかな回復を続けている)

景気の現状について、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。その点について、委員は、7月の支店長会議での各地からの報告でも、景気回復が地域的な広がりを伴っていることが確認されたとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は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)

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%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。

(金融環境は、緩和した状態にある)

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

ホ. 8月の会合

(国際金融資本市場について、リスク回避的な動きは落ち着いている)

国際金融資本市場について、委員は、ギリシャ情勢に端を発した市場参加者のリスク回避的な動きについては、差し当たり落ち着いているとの見方を共有した。また、多くの委員が、中国株について、大幅な下落は一服しているものの、引き続きボラティリティは高く、今後の動向を注意してみていく必要があるとの認識を示した。

(海外経済は、先進国を中心に回復している)

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、

緩やかな回復が続くとの見方で一致した。

(わが国の景気は、緩やかな回復を続けている)

景気の現状について、委員は、足もと、輸出・生産の増勢が鈍化しており、また、天候不順の影響などを受けて個人消費の一部にもたつきがみられているが、こうした輸出・生産や個人消費のもたつきは一時的なものであるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続ける中で、わが国経済は、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、所得から支出への好循環が続くもとの、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は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)

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%程度で推移するとみられるとの見方で一致した。

(金融環境は、緩和した状態にある)

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

へ. 9月の会合

(国際金融資本市場は、不安定な動きとなった)

国際金融資本市場について、委員は、中国経済の先行きに対する不透明感や、米国の利上げ時期を巡る不確実性と、それらが新興国・資源国経済に与える影響などが意識されたため、不安定な動きとなったとの見方を共有した。中国の株価下落について、多くの委員は、株価が昨年後半から2倍以上値上がりしていたこ

ともあり、行き過ぎた上昇が調整された面が大きいとの見方を共有した。

（海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている）

海外経済について、委員は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。先行きについても、委員は、基調として先進国を中心に、緩やかな成長が続くとの見方で一致した。

（わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている）

わが国の景気について、委員は、輸出と生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっているが、国内需要の面では、前向きな投資スタンスが維持されているほか、個人消費が底堅く推移しているなど、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けており、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、所得から支出への好循環が続くもとで、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致した。

（消費者物価の前年比は、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）

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%程度で推移するとみられるとの見方で一致した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 「量的・質的金融緩和」の継続

27年度上期には、すべての会合において、26年10月に拡大した「量的・質的金融緩和」を継続することを賛成多数で決定した。すなわち、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」という方針を継続するほか、資産の買入れについても、「量的・質的金融緩和」の拡大に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した¹⁶。

先行きの金融政策運営の考え方については、27年度上期のすべての会合において、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、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、「量的・質的金融緩和」を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うとの認識を共有した。

一方、一人の委員は、27年度上期のすべての会合において、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表現に変更すること、などを主張したが、いずれも反対多数で否決された。

(金融政策運営における物価動向の判断)

27年度上期には、すべての会合において、委員は、2%の「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。これに関連して、8月の会合では、生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価について、何人かの委員は、この指標は、エネルギー価格の変動が大きい場合に物価の基調をみるのに有用であることから、月次で公表することとしたことは有意義であったとの見方を示した。そのうえで、委員は、「物価安定の目標」は、あくまでも総合の消費者物価の前年比で2%で

¹⁶ 詳細は、II. 2. (1)を参照。

あること、また、物価の基調を把握するためには、一時的な攪乱要因を除いた様々な物価の指標を点検しつつ、それらの指標の背後にある経済の動きや予想物価上昇率の動向などを合わせて、総合的に評価していく必要があることについて、改めて認識を共有した。

物価動向について、4月7、8日の会合では、多くの委員は、企業の物価見通しをみると、原油価格が下落するもとでも、先行き物価上昇率が高まるという予想が維持されているとの見方を示した。5月と6月の会合では、何人かの委員は、速報性の高い物価関連指標をみると、新年度入り後、日用品や食料品などで価格改定の動きが広がっていることに言及した。この点に関連して、複数の委員は、企業の価格設定行動において、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる動きが広がっているとの認識を示した。8月と9月の会合では、多くの委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比の伸びが高まっていることなどを指摘して、物価の基調は改善を続けているとの見方を示した。さらに、9月の会合では、委員は、2%の「物価安定の目標」の実現に当たっては、賃金の上昇を伴いつつ、緩やかに物価上昇率が高まっていくことが重要であるとの認識を共有した。この点、多くの委員は、企業収益が過去最高水準となっていることを踏まえると、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまっているとの見方を示した。これらの委員は、「量的・質的金融緩和」を着実に推進していくことによって、企業が賃上げを実施しやすい環境を維持・促進していくことが必要であるとの見方を示した。

この間、27年度上期のすべての会合において、委員は、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の認識を共有した。

ロ. 「量的・質的金融緩和」の効果

27年度上期の各会合において、委員は、「量的・質的金融緩和」の効果について議論を行った。

多くの委員は、「量的・質的金融緩和」について、所期の効果を発揮しているとの認識を共有した。4月7、8日の会合では、何人かの委員が、株価など資産価格の上昇や過度な円高水準の修正が生じたと指摘した。ある委員は、企業収益が過去最高水準まで増加しているほか、失業率低下など雇用環境の改善を背景に雇用者所得も増加していると述べた。別の一人の委員は、デフレ的なマインドセッ

トを転換させる効果があったとの見方を示した。これに関連して、何人かの委員は、26年10月の「量的・質的金融緩和」拡大の効果について、原油価格の大幅下落を背景に実際の物価上昇率が低下するもとでも、予想物価上昇率は維持されていると指摘した。9月の会合では、委員は、新興国の減速に伴い、このところ輸出や生産が横ばい圏内の動きとなっているものの、「量的・質的金融緩和」のもと、国内需要の堅調さは引き続き維持されているとの認識を共有した。

また、5月の会合において、何人かの委員は、「量的・質的金融緩和」の効果を定量的に点検し、情報発信を行っていくことの重要性を強調した。このほか、5月の会合では、何人かの委員は、長らく低金利が続くもとで、より最近に限ってみれば、実質金利の低下の限界的な効果は逡減してきている可能性があり、この点は、データの蓄積とともに分析を深めていく必要があると述べた。

ハ. 金融政策決定会合の運営の見直し

6月の会合において、委員は、金融政策決定会合の運営の見直しについて検討を行った。その際、委員は、金融政策に関する審議と情報発信の一層の充実を図ることが重要であるとの認識を共有したうえで、具体的な方策を検討し、以下の4点について合意した。

すなわち、第1に、四半期ベースの経済・物価見通しに基づいて政策決定を行うため、展望レポートの公表をこれまでの年2回から年4回に増やすとともに、政策委員の経済・物価見通しに関する情報をより充実したものとするため、全ての委員についてそれぞれの見通しとリスク評価を公表すること、第2に、早期の情報発信の一環として、決定会合における「主な意見」を作成し、会合終了後1週間を目途に公表すること、第3に、年4回の展望レポートの公表と、その間の情勢変化を踏まえて経済・物価情勢を議論する必要性から、金融政策決定会合を年8回開催すること、さらに、これらの点を踏まえたうえで、第4に、金融経済情勢が急激に変化した場合には、これまでと同様に、臨時の金融政策決定会合を開催して機動的に対応することの4点である。

多くの委員は、①四半期毎に、経済・物価見通しを公表したうえで、②その中間の会合を含めて、金融政策を決定する会合を年8回開催し、③会合終了後は速やかに情報発信を行うという枠組みは、近年主要中央銀行で主流となってきており、適切なものであるとの見方を示した。何人かの委員は、新たに公表する「主な意見」について、情報発信の一層の充実という趣旨や従来どおり公表する議事

要旨との役割分担の観点などを踏まえながら、今後具体的に検討を重ねていく必要があると述べた。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更¹⁷

27年度上期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、新日銀ネット第2段階開発分の稼動開始に伴う「補完貸付制度基本要領」の一部改正等である。

8月の会合において、新日銀ネット第2段階開発分の稼動開始に際し、補完貸付の利息の徴収について、従来の割引の方法から後取りの方法に改める等の見直しを行うため、「補完貸付制度基本要領」の一部改正等を決定した。

¹⁷ 決定の詳細はⅢ. 2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成 26 年 10 月に拡大した「量的・質的金融緩和」を継続するもとで、金融市場調節を行った。

具体的には、27 年度上期を通じ、「量的・質的金融緩和」の拡大時に決定した以下の金融市場調節方針および資産の買入れ方針のもとで長期国債の買入れ等を通じた資金供給を行い、マネタリーベースの増加を図った（図表 45）。

（金融市場調節方針）

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。

（資産の買入れ方針）

- 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～10 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 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。
- 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。

（図表45） マネタリーベースの推移

（兆円）

	マネタリーベース	うち日銀当座預金
27年4月末	305.9	210.2
5月末	307.4	213.0
6月末	325.0	229.8
7月末	325.7	230.1
8月末	327.4	231.4
9月末	338.4	242.2

（注）計数は、いずれも末残。

上記方針のもとで買入れを行った結果、長期国債の保有残高は増加を続け、9月末時点では、262.8兆円となった。この間、ETF、J-REIT、CP等および社債等についても、上記方針に基づき買入れを行い、9月末時点の残高は、それぞれ6.2兆円、2,556億円、2.0兆円、3.2兆円となった（図表46）。

貸出支援基金の運営状況について、「貸出増加を支援するための資金供給」をみると、日本銀行は、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高が23.6兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高は、4.8兆円となった。米ドル特則分についても、2回の貸付を実行し、9月末時点の残高は、120.0億米ドルとなった。また、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、月に1度の頻度で実施を続け、9月末時点の残高は、3,166億円となった（図表46）。

(図表 46) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資産保有残高等とマネタリーベース

	保有残高					貸出 支援 基金	(億円)		マネタリー ベース
	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT		成長基盤 強化支援 資金供給	貸出増加 支援資金 供給	
25年									
10月末	1,328,272	18,921	31,588	23,574	1,390	74,362	34,047	40,315	1,898,077
11月末	1,401,437	22,546	32,366	24,188	1,395	74,362	34,047	40,315	1,916,182
12月末	1,416,008	21,941	32,042	24,973	1,401	84,347	33,504	50,843	2,018,472
26年									
1月末	1,469,608	22,904	31,762	26,479	1,421	84,347	33,504	50,843	2,008,793
2月末	1,524,205	22,067	32,142	27,451	1,434	84,347	33,504	50,843	2,047,525
3月末	1,541,536	18,749	32,041	28,512	1,488	117,803	32,307	85,496	2,198,855
4月末	1,591,626	21,489	32,646	29,199	1,489	117,803	32,307	85,496	2,255,347
5月末	1,649,294	22,798	32,767	29,861	1,496	117,803	32,307	85,496	2,266,191
6月末	1,666,686	20,711	31,693	29,883	1,507	167,845	34,373	133,472	2,434,305
7月末	1,725,182	21,980	31,936	30,969	1,529	167,845	34,373	133,472	2,431,864
8月末	1,786,147	22,627	32,434	31,895	1,545	167,845	34,373	133,472	2,434,929
9月末	1,798,335	21,531	31,712	32,210	1,605	197,487	38,450	159,037	2,525,845
10月末	1,874,410	23,161	31,976	33,969	1,655	197,487	38,450	159,037	2,595,457
11月末	1,966,281	25,562	32,672	35,016	1,703	197,487	38,450	159,037	2,626,865
12月末	2,017,676	22,154	32,230	38,458	1,778	234,216	44,443	189,773	2,758,740
27年									
1月末	2,105,532	21,895	32,683	40,322	1,836	234,216	44,443	189,773	2,786,054
2月末	2,185,235	22,799	32,905	43,229	1,945	234,216	44,443	189,773	2,788,658
3月末	2,201,337	19,790	32,431	44,838	2,064	270,207	46,753	223,454	2,958,558
4月末	2,296,225	22,071	31,756	47,656	2,147	270,207	46,753	223,454	3,058,771
5月末	2,369,689	23,113	32,122	50,625	2,183	270,207	46,753	223,454	3,073,844
6月末	2,411,473	19,541	31,233	53,894	2,246	278,200	47,114	231,086	3,250,477
7月末	2,492,823	21,889	31,642	56,651	2,371	278,200	47,114	231,086	3,257,375
8月末	2,575,892	22,996	32,666	60,145	2,487	278,200	47,114	231,086	3,274,457
9月末	2,628,320	19,980	31,778	62,389	2,556	284,591	48,473	236,118	3,384,353

(注1) 「成長基盤強化支援資金供給」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) 資金供給オペ

(3) 資金吸収オペ・その他

(億円<米ドル資金供給・成長基盤強化支援
資金供給(米ドル特則)は100万米ドル>)

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ	共通担保 資金供給 オペ	固定金利 方式	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	補完 貸付	資金吸収			その他			
								国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補完 供給	米ドル 資金供給 オペ	成長基盤 強化支援 資金供給 (米ドル 特則)	
25年														
10月末	269,314	0	0	167,912	167,912	3,806	0	0	0	0	0	0	0	6,599
11月末	276,766	0	0	165,012	165,012	3,806	0	0	0	0	0	0	0	6,599
12月末	241,946	0	0	181,023	181,023	3,804	17	0	0	0	0	0	0	7,369
26年														
1月末	283,794	0	0	173,721	173,721	3,805	31	0	0	0	0	0	0	7,369
2月末	325,731	0	0	159,337	159,337	3,805	31	0	0	0	0	1	0	7,369
3月末	316,238	0	0	141,499	141,499	3,805	31	0	0	0	4	0	0	8,777
4月末	328,707	0	0	130,831	130,831	3,806	38	0	0	0	0	0	0	8,777
5月末	362,257	0	0	118,064	118,064	3,782	43	0	0	0	0	0	0	8,777
6月末	339,715	0	0	118,759	118,759	3,785	46	0	0	0	31	0	0	10,620
7月末	409,439	0	0	104,598	104,598	3,623	46	0	0	0	0	0	0	10,620
8月末	422,081	0	0	99,661	99,661	3,522	46	0	0	0	0	1	0	10,620
9月末	395,063	0	0	98,018	98,018	3,689	0	0	0	0	128	240	0	11,950
10月末	429,838	0	0	88,460	88,460	3,255	0	0	0	0	152	1	0	11,949
11月末	446,748	0	0	79,977	79,977	3,246	0	0	0	0	0	1	0	11,949
12月末	383,619	0	0	79,571	79,571	3,251	46	0	0	0	0	1,528	0	12,000
27年														
1月末	405,405	0	0	75,979	75,979	3,252	46	0	0	0	27	0	0	12,000
2月末	413,355	0	0	65,630	65,630	3,252	46	0	0	0	0	0	0	12,000
3月末	379,079	0	0	67,517	67,517	3,252	0	0	0	0	473	810	0	12,000
4月末	386,548	0	0	67,642	67,642	3,251	0	0	0	0	117	0	0	12,000
5月末	404,735	0	0	74,717	74,717	3,244	0	0	0	0	0	0	0	12,000
6月末	395,703	0	0	61,199	61,199	3,241	0	0	0	0	807	520	0	12,000
7月末	394,018	0	0	65,944	65,944	3,241	0	0	0	0	2	0	0	12,000
8月末	377,629	0	0	63,779	63,779	3,166	0	0	0	0	9	2	0	12,000
9月末	373,450	0	0	62,701	62,701	3,166	0	0	0	0	420	539	0	12,000

(注2) 「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。
また、「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

平成27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、366.1兆円（前年比+32.1%）となった。

資産をみると、「量的・質的金融緩和」のもとで買入れが進んだこと等から、長期国債は262.8兆円（前年比+46.2%）となったほか、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）、金銭の信託（信託財産不動産投資信託）等の残高も増加した。貸付金は、共通担保資金供給オペが減少した一方、貸出増加支援資金供給等が増加したことから、35.0兆円（前年比+17.1%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、上述の資産買入れ等を通じた資金供給の増加により、242.2兆円（前年比+50.0%）となった。発行銀行券は、91.6兆円（前年比+5.9%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ6.2兆円（前年比4.8倍）、11.3兆円（前年比-27.3%）となった。

（図表 47）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、かつこ内は前年比%

	26年9月末		27年3月末		27年9月末	
(資産)						
国債	229.3	(36.7)	269.8	(36.0)	309.6	(35.0)
[うち長期国債]	179.8	(42.6)	220.1	(42.8)	262.8	(46.2)
[うち短期国債]	49.5	(19.0)	49.7	(12.4)	46.7	(-5.5)
コマーシャル・ペーパー等	2.2	(31.7)	2.0	(5.6)	2.0	(-7.2)
社債	3.2	(3.4)	3.2	(1.2)	3.2	(0.2)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.4	(-0.2)	1.4	(0.2)	1.4	(0.2)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	3.2	(45.5)	4.5	(57.3)	6.2	(93.7)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.16	(14.7)	0.21	(38.7)	0.26	(59.3)
貸付金 ^(注4)	29.9	(16.7)	34.1	(29.6)	35.0	(17.1)
外国為替	6.5	(11.9)	7.1	(15.5)	7.2	(9.7)
資産計	277.1	(32.7)	323.6	(33.9)	366.1	(32.1)
(負債・純資産)						
発行銀行券	86.5	(3.5)	89.7	(3.5)	91.6	(5.9)
当座預金	161.5	(65.8)	201.6	(56.6)	242.2	(50.0)
政府預金	1.3	(15.0)	1.8	(6.9)	6.2	(4.8倍)
売現先勘定	15.5	(-20.8)	17.6	(31.6)	11.3	(-27.3)
負債・純資産計	277.1	(32.7)	323.6	(33.9)	366.1	(32.1)

- (注1) 信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式(受渡しベース)など(未収配当金等を含む)。
 (注2) 信託銀行を通じて買入れた指数連動型上場投資信託受益権(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
 (注3) 信託銀行を通じて買入れた不動産投資法人投資口(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
 (注4) 共通担保資金供給オペ、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)、貸出増加を支援するための資金供給および被災地金融機関を支援するための資金供給オペによる貸付金等の残高。

また、資産のうち、「貸出支援基金」は29.9兆円となった。このうち、成長基盤強化支援資金供給は6.3兆円、貸出増加支援資金供給は23.6兆円となった。

(図表48)「貸出支援基金」の残高

— 億円

	26年9月末	27年3月末	27年9月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	51,555	61,156	62,861
貸出増加を支援するための資金供給	159,037	223,454	236,118
合計	210,592	284,610	298,979

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表47の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

27年度上期中に償還期限が到来した長期国債のうち3.2兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。26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、各種の資産買入りに当たって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。