

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 28 年 6 月

日 本 銀 行

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

平成 28 年 6 月

日本銀行総裁
黒田 東彦

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	
(概況)	1
(輸出は、新興国経済の減速の影響などから、持ち直しが一服した) . . .	2
(鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内の動きを 続けた)	4
(設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調を辿 った)	5
(住宅投資は持ち直しが一服し、公共投資は高水準ながら緩やかな減少傾 向を辿った)	7
(雇用・所得環境は、着実な改善を続けた)	8
(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) . . .	10
(2) 物価	12
(3) 海外経済	16
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融資本市場	19
(2) 短期金融市場	22
(3) 債券市場	23
(4) 株式市場	25
(5) 外国為替市場	26
(6) 企業金融	28
(7) 量的金融指標	32
II. 金融政策運営及び金融政策手段	

1. 金融政策決定会合の開催実績	34
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	35
(2) 「経済・物価情勢の展望」	45
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 27年10月6、7日の会合	55
(国際金融資本市場は、神経質な展開となった)	
(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、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)	
ロ. 11月の会合	56
(国際金融資本市場は、総じて落ち着いた動きとなっている)	
(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、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、このところ弱めの指標もみられているが、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. 12月の会合	57
(国際金融資本市場では、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まる展開となった)	
(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、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、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体とし	

(金融環境は、緩和した状態にある)	
ニ. 28年3月の会合	58
(国際金融資本市場は、幾分落ち着きを取り戻している)	
(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)	
(わが国の景気は、基調として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が、このところ弱含んでいる)	
(金融環境は、きわめて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	60
ロ. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入	62
ハ. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の影響	64
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	66
3. 金融市場調節の実施状況	68
4. 日本銀行のバランスシートの動き	72
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	74
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	134
3. 金融政策決定会合議事要旨	195
参考計表・資料一覧	325

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 年度下期のわが国の経済を振り返ると、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たものの、所得から支出への前向きの循環が維持されるもとの、基調としては緩やかな景気回復が続いた。

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、持ち直しが一服した。国内需要をみると、公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向を辿った。設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調を辿った。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。住宅投資は、持ち直しが一服した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いた。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、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が、このところ弱含んでいる。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、金利は、1月末に日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定したことを受けて、低下した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、2月下旬以降、小幅のマイナスで推移した。

株価は、12月初にかけて、米欧株価の上昇などを受けて20千円を上回る水準までいったん上昇したものの、その後は、新興国経済の不透明感や原油価格の一段の下落などを背景とした投資家のリスク回避的な動きなどに伴って世界的に株価が下落するなかで、円高進行もあって、15千円を下回る水準まで大幅に下落した。その後、リスク回避的な動きが幾分後退するなかで反発し、3月末には16千円台後半となった。

為替市場では、円の為ドル相場は、12月末まで概ね120円を上回って推移したあと、本年入り後は、世界的な投資家のリスク回避姿勢の強まりや米国の利上げペースが鈍化するとの見方などを受けて、円高ドル安方向の動きが強まり、3月末には112円台となった。円の為ユーロ相場も、円高ユーロ安方向の動きとなり、3月末には127円台となった。

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。

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%程度から半ばのプラスで推移した。一方、社債の発行残高、CPの発行残高の前年比は、ともにマイナスで推移した。

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割程度で推移した。マネーストック（M2）は、前年比3%台で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 27年度下期中には、金融政策決定会合を計6回開催した。

金融経済情勢について、10月から1月の会合では、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と判断した。3月の会合では、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判断した。

7. 金融政策運営面では、12月の会合において、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定した。

（1）設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート

- ① 新たなETF買入れ枠の設定

② 成長基盤強化支援資金供給の拡充

③ 貸出支援基金等の延長

(2) 「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置

① 日本銀行適格担保の拡充

② 長期国債買入れの平均残存期間の長期化

③ J-REITの買入限度額の引き上げ

また、12月の会合では、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を継続し、以下のとおり、資産の買入れ方針を決定した。

(1) 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。

(2) 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、27年中は7年～10年程度、28年からは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。

1月の会合では、以下のとおり、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。

(1) 「金利」：マイナス金利の導入

金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する。

貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する。

(2) 「量」：金融市場調節方針

次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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。

(3) 「質」：資産買入れ方針

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。

3月の会合では、上記の金融市場調節方針、資産買入れ方針および政策金利を維持した。

先行きの金融政策運営について、10月から12月の会合では、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「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。1月および3月の会合では、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「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」ことを確認した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、405.6兆円（前年比+25.4%）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

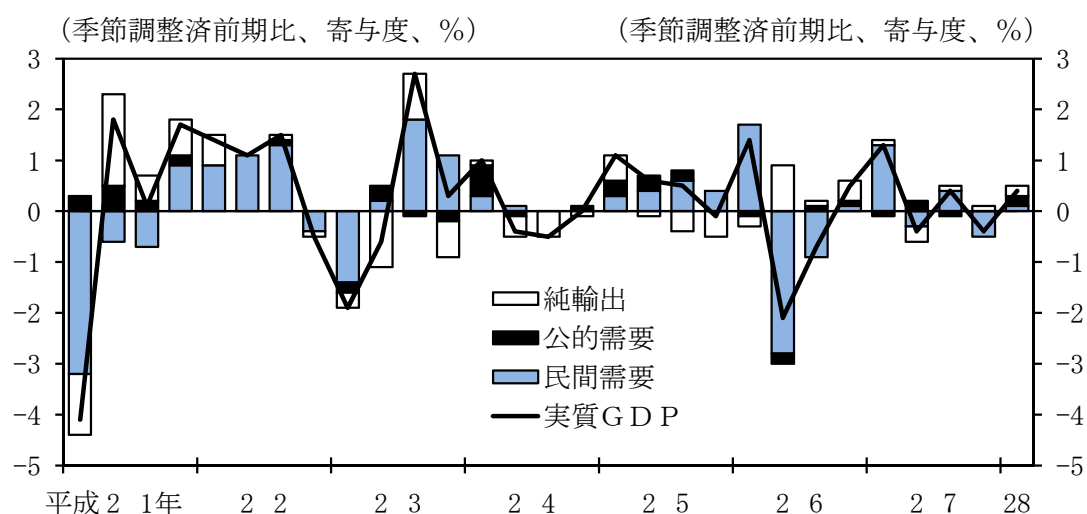
(概況)

平成27年度下期のわが国の経済を振り返ると、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たものの、所得から支出への前向きの循環が維持されるもとの、基調としては緩やかな景気回復が続いた。

輸出は、新興国経済の減速の影響などから、持ち直しが一服した。国内需要をみると、公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向を辿った。設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調を辿った。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。住宅投資は、持ち直しが一服した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いた。

以上の経済情勢を実質GDPの前期比でみると(図表1)、7～9月にプラス成長となったあと、10～12月はマイナスとなったが、1～3月はプラスとなった。半期でみると、27年度下期は、上期対比で年率▲0.1%の伸びとなった。

(図表1) 実質GDPの推移



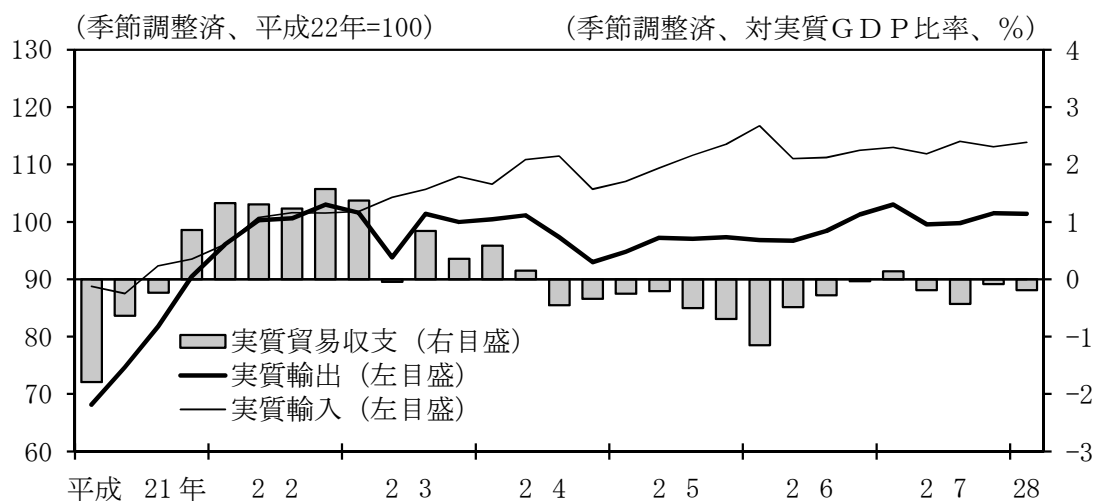
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

(輸出は、新興国経済の減速の影響などから、持ち直しが一服した)

実質輸出は¹、新興国経済の減速の影響などから、持ち直しが一服した(図表2)。仔細にみると、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た。一方、資本財は、中国をはじめとする新興国・資源国の資本ストック調整の動きから、弱めの動きを続けたほか、情報関連も、東アジア向けを中心に、伸び悩んだ(図表3)。

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)。

(図表2) 実質輸出入と実質貿易収支



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

(図表3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

		平成27年				平成28年
		第1四半期	2	3	4	1
米国	<20.1>	4.1	-1.8	-0.7	2.8	1.2
EU	<10.6>	3.2	-1.9	1.9	5.7	5.9
東アジア	<49.0>	0.8	-3.6	-0.6	0.8	-0.5
中国	<17.5>	-1.9	-1.4	-1.7	2.9	-0.2
NIEs	<21.7>	1.5	-2.6	-1.1	-0.7	-0.5
ASEAN4	<9.8>	4.3	-9.6	2.6	0.5	-1.3
その他	<20.3>	-1.1	-2.9	0.9	-0.3	-2.0
実質輸出計		1.7	-3.3	0.2	1.7	-0.1

(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

		平成27年				平成28年
		第1四半期	2	3	4	1
中間財	<19.8>	1.2	-3.8	0.0	1.4	-1.6
自動車関連	<24.4>	0.8	-2.2	2.3	4.8	-5.0
情報関連	<10.6>	-0.1	-4.1	-2.0	-0.9	0.2
資本財・部品	<27.5>	-1.5	-4.0	-0.9	-0.6	1.0
実質輸出計		1.7	-3.3	0.2	1.7	-0.1

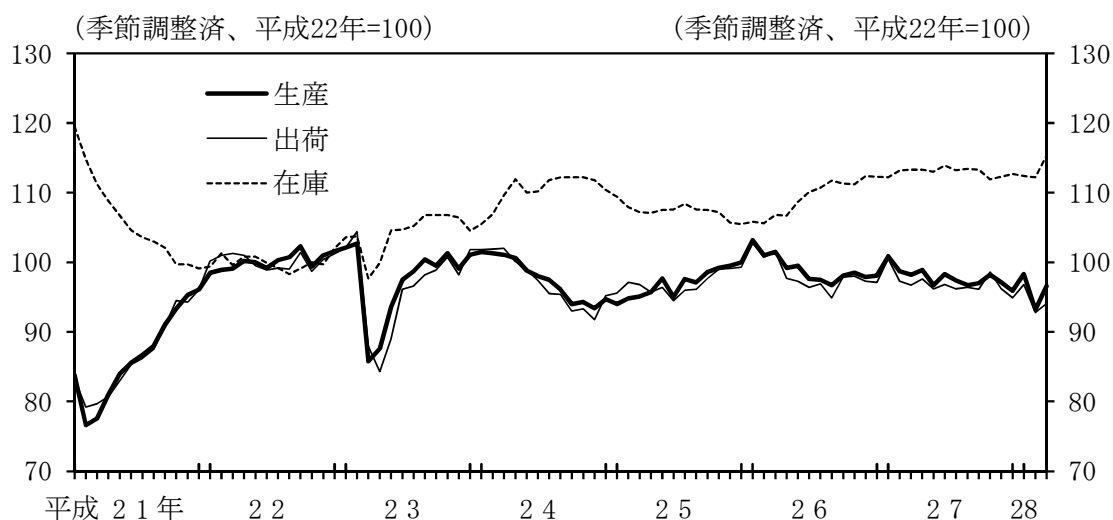
(注) < >内は、27年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。

(鉦工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内の動きを続けた)

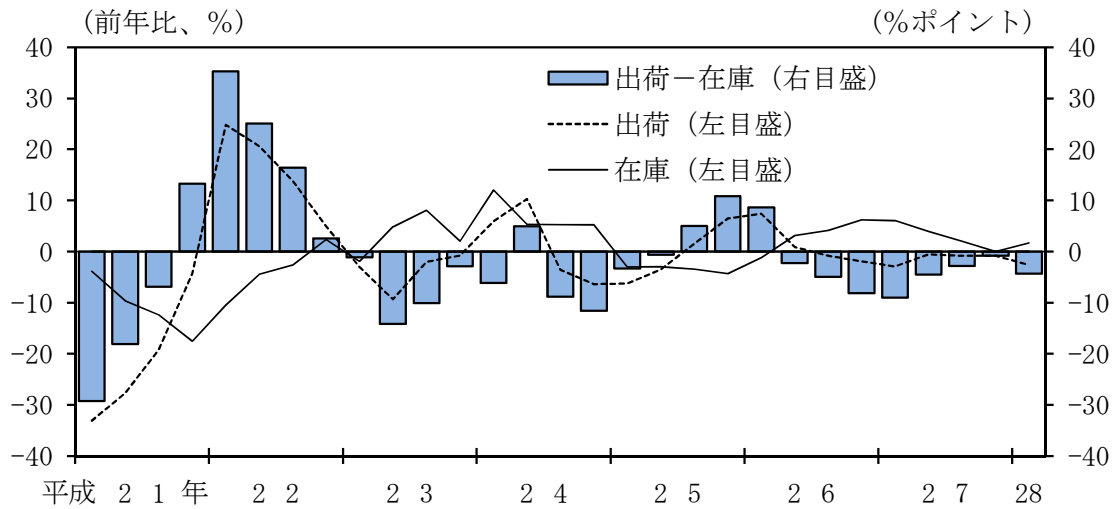
鉦工業生産は、新興国経済の減速の影響に加え、在庫調整の動きや製鉄所事故に伴うサプライチェーン問題の影響もあって、横ばい圏内の動きが続いた(図表4)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)は、製鉄所事故に伴うサプライチェーン問題の影響もみられたが、基調としては、米欧向けの出荷の増加や国内への生産移管の動きもあって、持ち直した。一方、はん用・生産用・業務用機械や電子部品・デバイス、新興国経済の減速の影響などから、鈍めの動きとなった。

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5)。

(図表4) 鉦工業生産・出荷・在庫



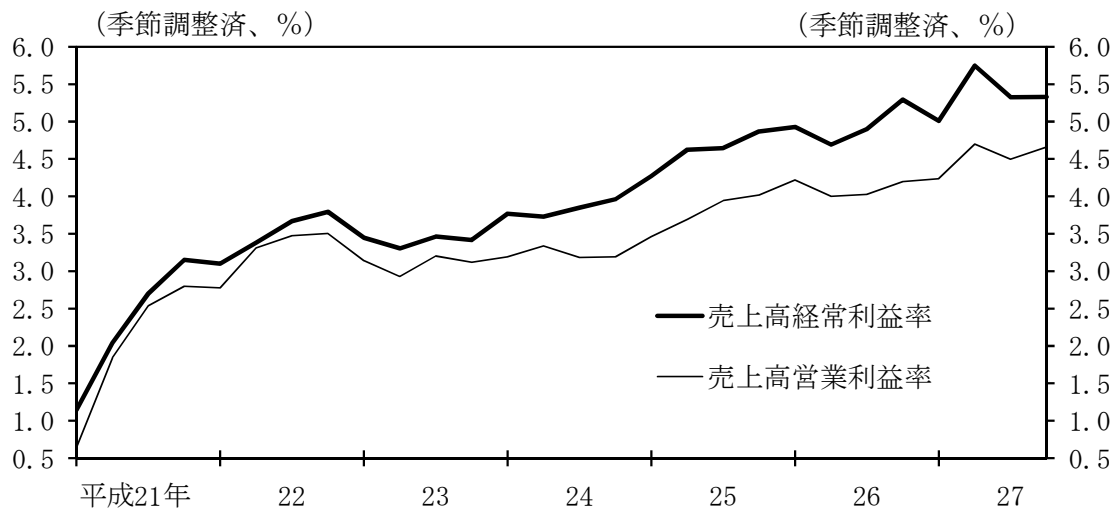
(図表5) 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調を辿った)

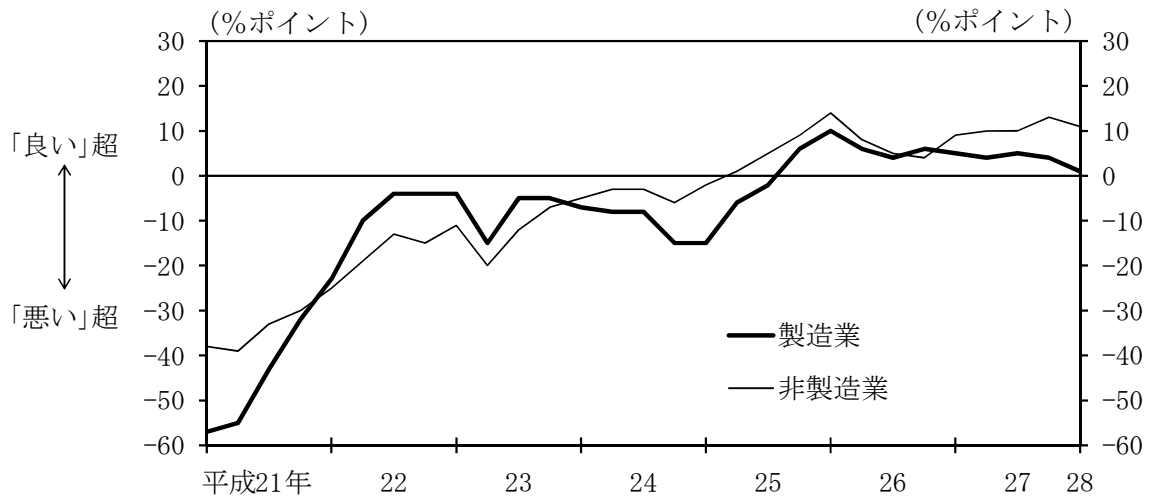
企業収益は、高水準で推移した。法人企業統計で売上高経常利益率（季節調整値）の推移をみると（図表6）、7～9月に続き、10～12月も高水準の推移を続けた。この間、企業の業況感を短観でみると、高水準の企業収益を反映して、総じてみれば良好な水準を維持したが、新興国経済の減速の影響などから製造業を中心に慎重化した（図表7）。

(図表6) 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。

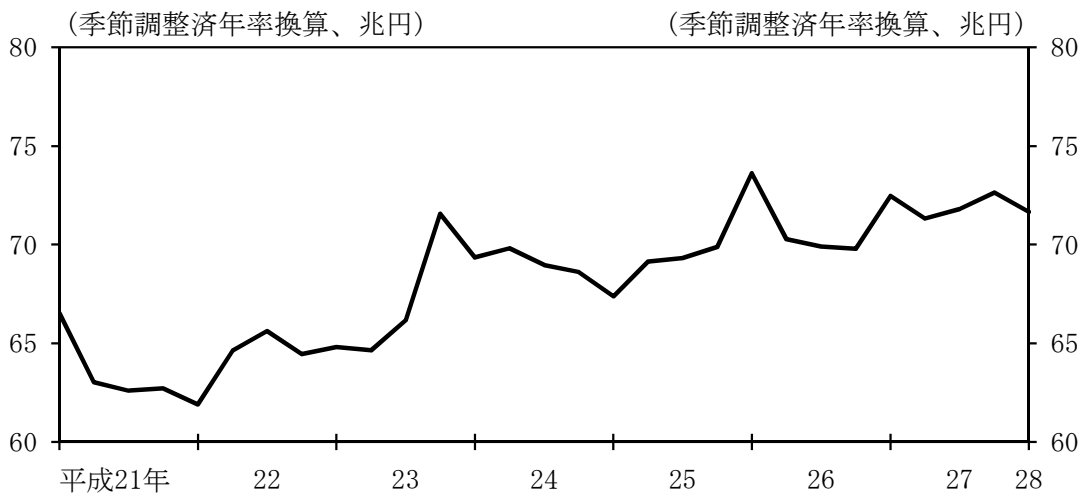
(図表7) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

設備投資は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調を辿った。GDPベースの実質設備投資の前期比は、7～9月に続き、10～12月もプラスとなったあと、1～3月はマイナスとなった(図表8)。

(図表8) 設備投資(実質、GDPベース)

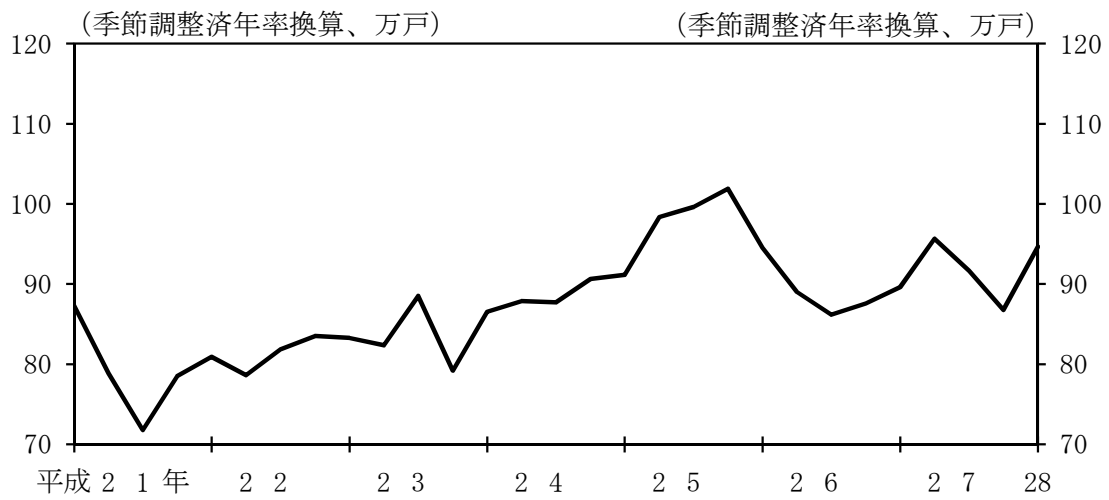


(住宅投資は持ち直しが一服し、公共投資は高水準ながら緩やかな減少傾向を辿った)

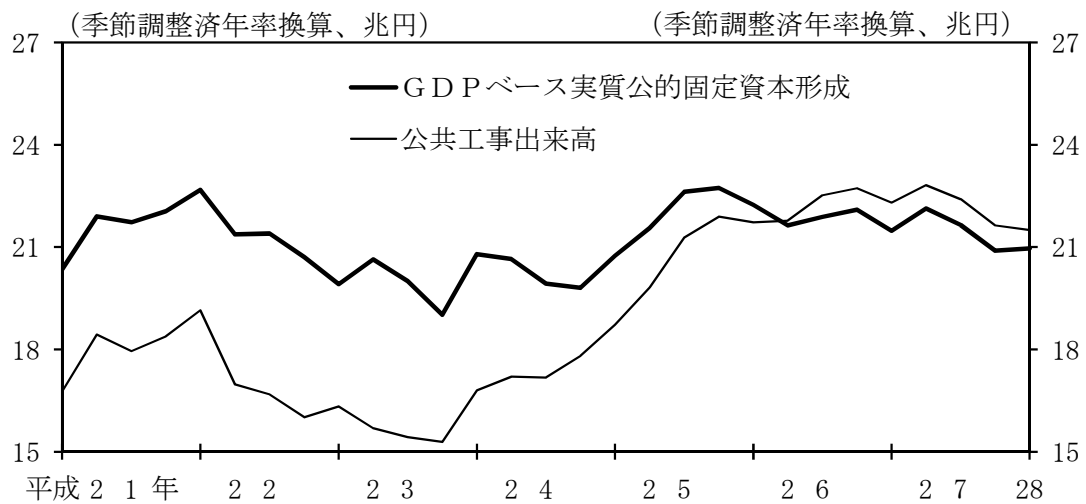
住宅投資は、持ち直しが一服した(図表9(1))。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向を辿った(図表9(2))。

(図表9) 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）

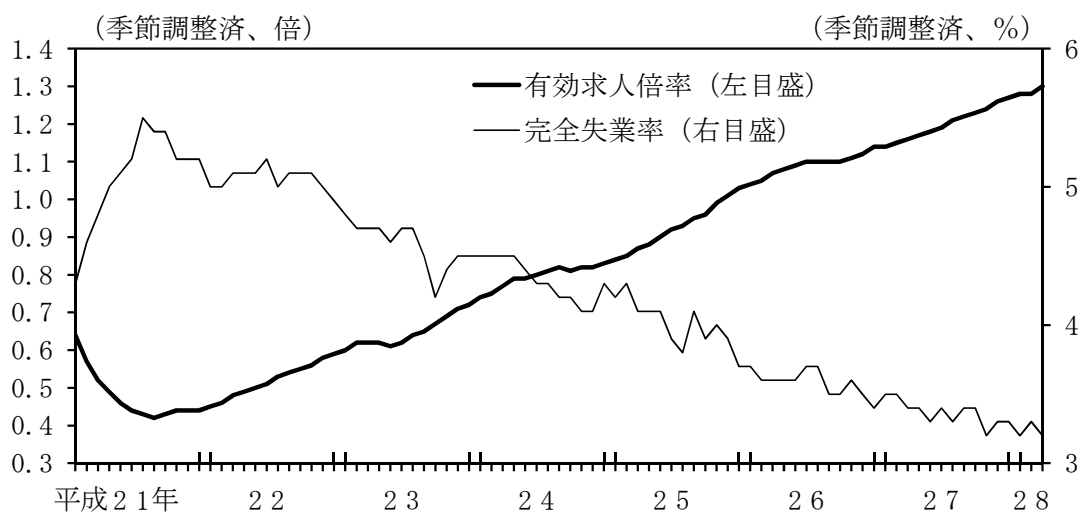
雇用面についてみると（図表 10）、労働力調査の雇用者数の前年比は、高めの伸びとなった。そのもとで、有効求人倍率は着実に上昇したほか、完全失業率も、振れを伴いつつも緩やかに低下し、3%台前半で推移した。

賃金面では、一人当たり名目賃金は、特別給与を除いてみれば、緩やかに上昇した。所定内給与の前年比は、パート比率の上昇が引き続き下押し方向に作用したものの、一般労働者の所定内給与が緩やかに伸びを高めるもとで、全体でも緩やかにプラス幅を拡大した（図表 11）。

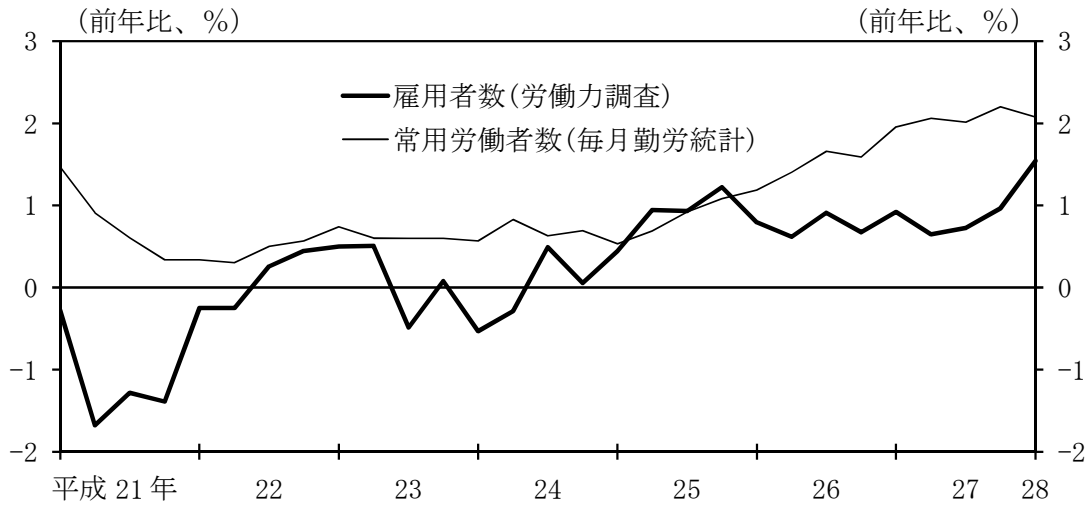
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得も緩やかに増加した。

（図表 10）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

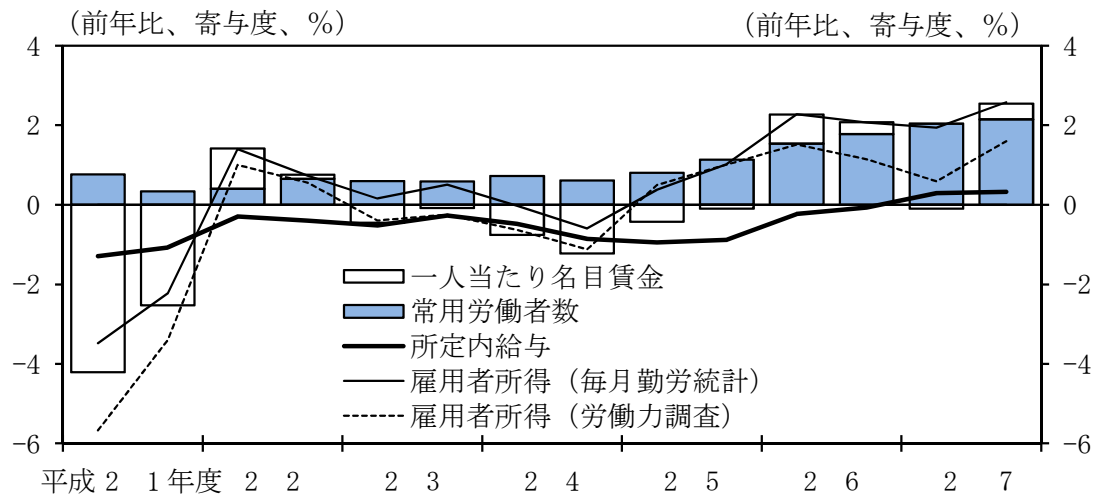


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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 11) 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。

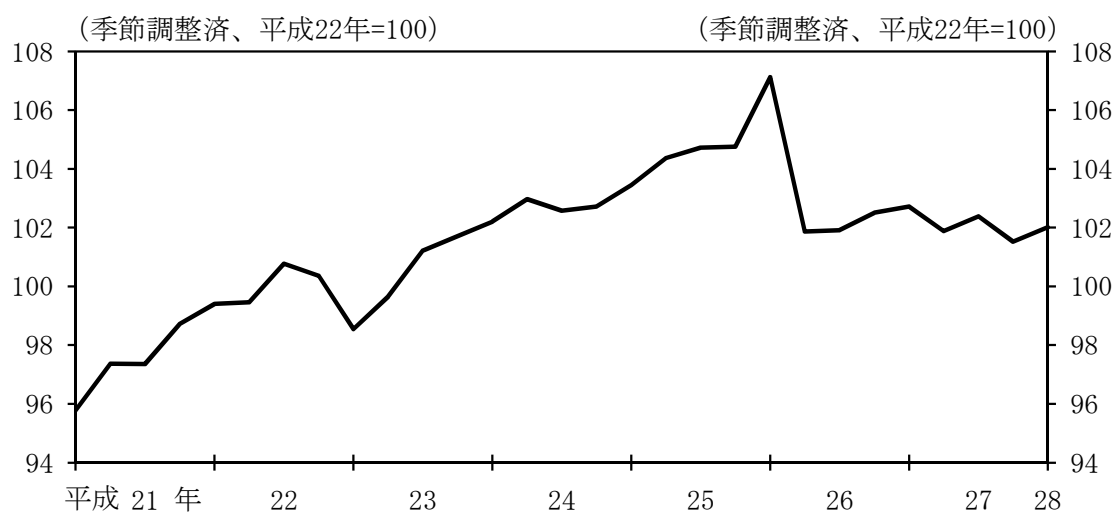
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移した)

個人消費については、天候不順などの影響がみられたものの、雇用・所得環境の着実な改善に加え、エネルギー価格下落による実質購買力の改善にも支えられて、底堅く推移した(図表 12(1))。財の消費動向を小売業販売額(実質)でみると(図表 12(2))、暖冬による季節商材の販売不振の影響や、消費者マインドの慎重化、株価下落の影響がみられた。外食や旅行などのサービスの消費は、しっかりと増加した(図表 12(3))。

この間、消費者コンフィデンス関連指標は、株価下落の影響などから、幾分悪化した(図表 13)。

(図表 12) 個人消費

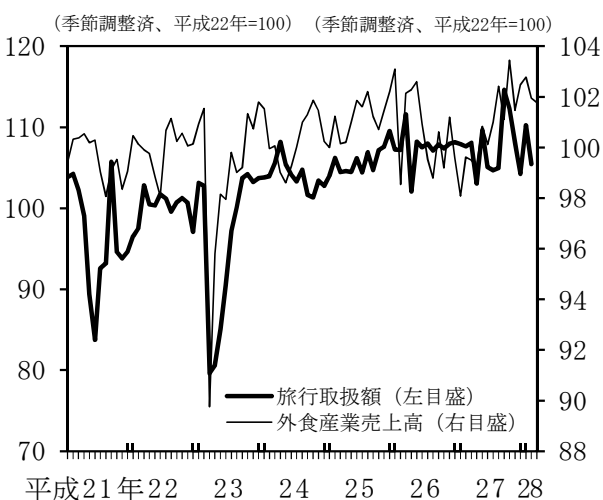
(1) 個人消費(実質、GDPベース)



(2) 小売業販売額 (実質)

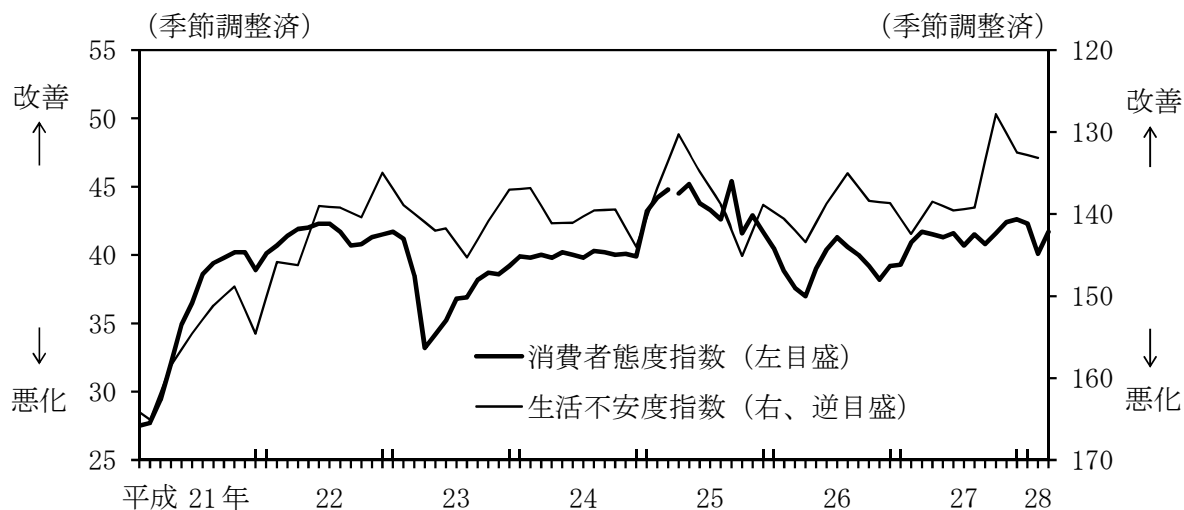


(3) サービス消費 (名目)



- (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13) 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。

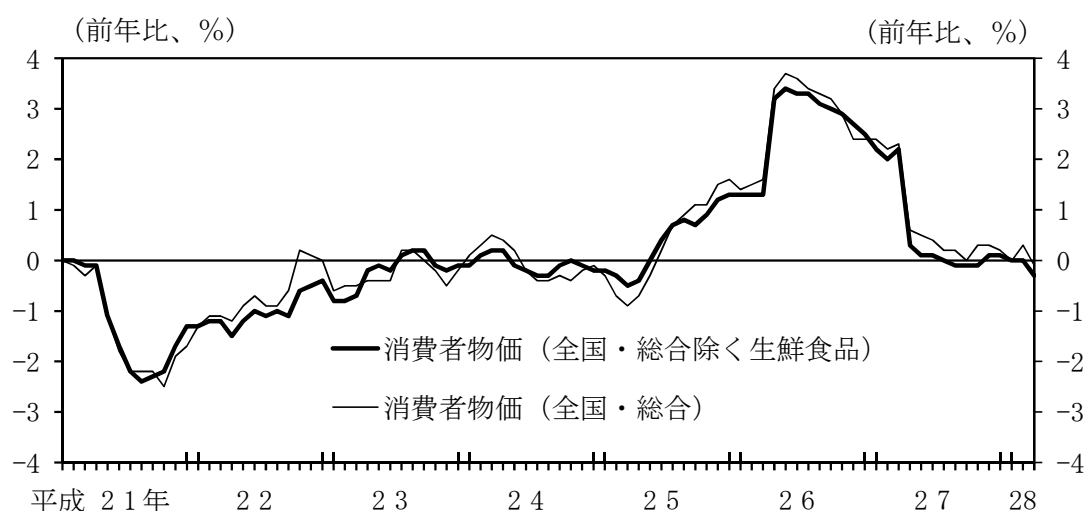
(2) 物価

物価の動向についてみると、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 14）。内訳をみると（図表 15）、財は、食料工業製品や耐久消費財、被服などがプラスで推移するも、石油製品が小幅ながらマイナス寄与を縮小したこともあって、全体では緩やかに上昇した。一般サービスは、家賃が小幅の下落を続けたものの、宿泊料や教育関連サービスの値上げの動きなどから、振れを伴いつつも、緩やかなプラス幅の拡大を続けた。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の下落を主因に、マイナス幅の拡大傾向を辿った。

基調的な変動を捉える指標として、除く生鮮食品およびエネルギーの前年比をみると（図表 16）、年初からプラス幅の着実な拡大傾向を続けたあと、1%台前半で推移した。刈込平均値をみると²、振れを伴いつつも、ゼロ%台半ばで推移した。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、高めの水準で推移した。

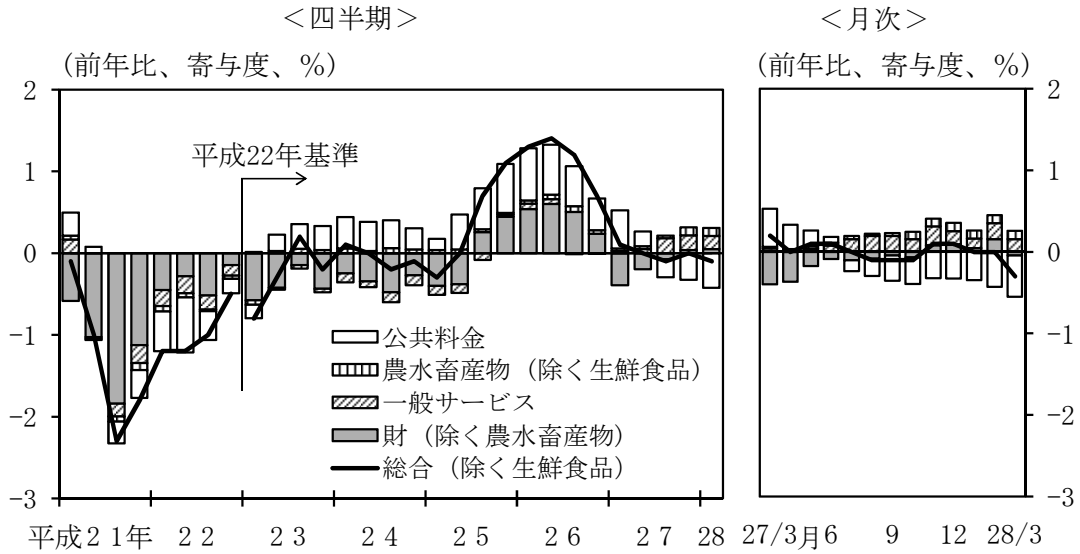
予想物価上昇率は（図表 17）、やや長い目でみれば全体として上昇したとみられるが、このところ弱含んでいる。

(図表 14) 消費者物価



² 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。

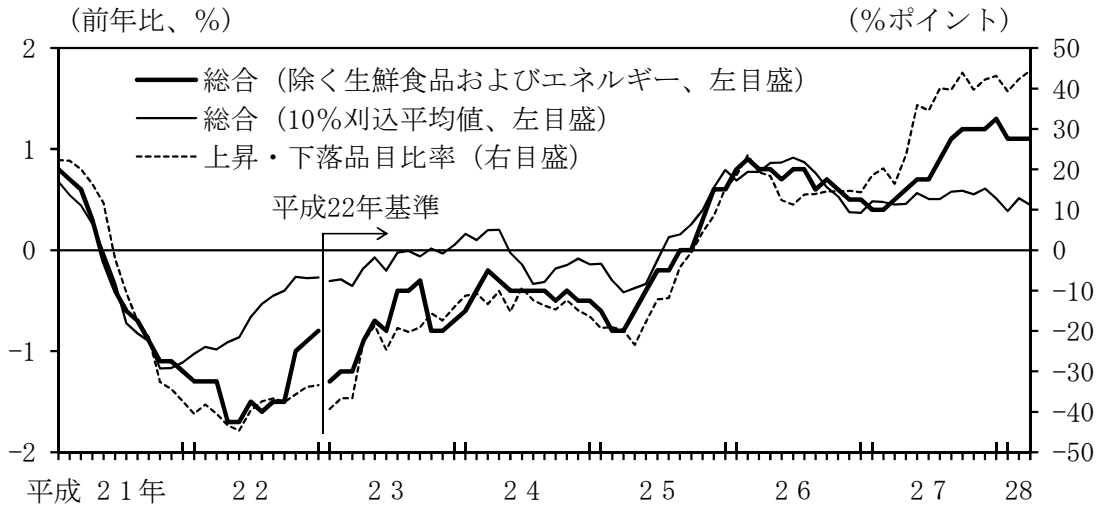
(図表 15) 消費者物価（除く生鮮食品）の内訳



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

(注 2) 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(図表 16) 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。

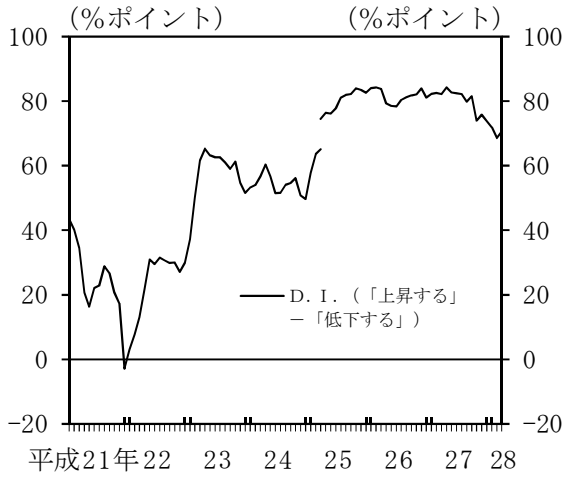
(注 2) 総合（10%刈込平均値）は、個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(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。

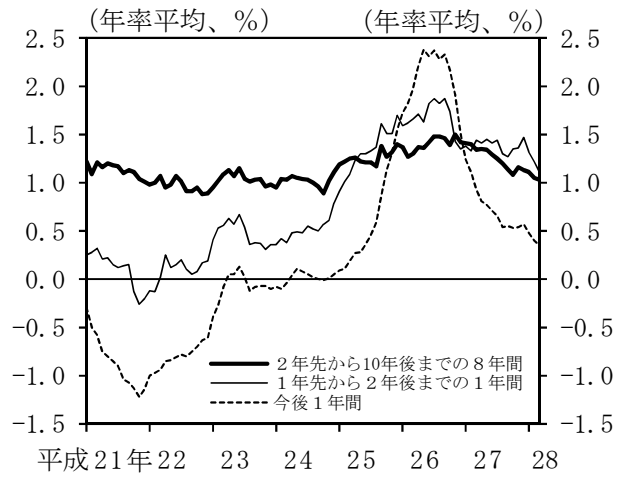
(注 4) 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

(図表 17) 予想物価上昇率

(1) 家計の予想物価上昇率
(消費動向調査<総世帯>)



(2) 市場参加者の予想物価上昇率
(QUICK調査)



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

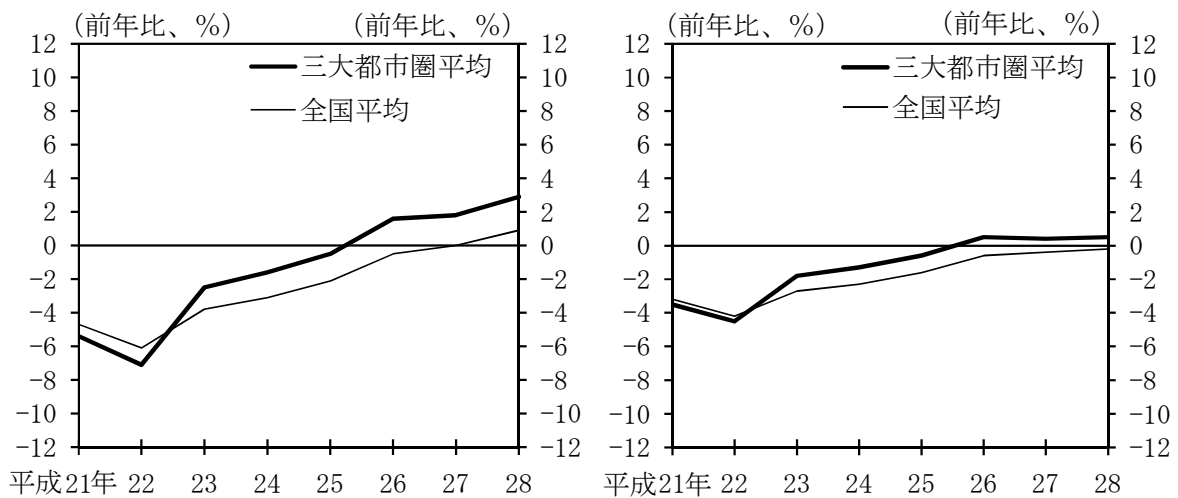
(注2) QUICK調査は、25年9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

地価を地価公示で見ると（図表 18）、全国平均でみて、商業地は前年比で小幅のプラスとなり、住宅地もマイナス幅が縮小した。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均では、商業地が前年比プラス幅を拡大し、住宅地は小幅のプラスを続けた。

（図表 18）地価公示

（1）商業地

（2）住宅地



（注）地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

27年度下期の海外経済は緩やかな成長が続いたが、新興国を中心に幾分減速した(図表19)。

(図表19) 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、%)

		26年	27年	26年 第4四半期	27年 1	2	3	4	28年 1
米 国		2.4	2.4	2.1	0.6	3.9	2.0	1.4	0.5
ユーロエリア		0.9	1.6	1.4	2.3	1.6	1.2	1.3	2.1
新興 国・ 地域	中 国	7.3	6.9	7.2	7.0	7.0	6.9	6.8	6.7
	イ ン ド	7.0	7.3	6.6	6.7	7.6	7.7	7.3	-
	NIEsおよび ASEAN4	4.1	3.5	4.0	3.9	3.4	3.3	3.5	3.3
	ブラジル	0.1	-3.8	-0.7	-2.0	-3.0	-4.5	-5.9	-
	ロ シ ア	0.7	-3.7	0.2	-2.8	-4.5	-3.7	-3.8	-1.2

(注) NIEsおよびASEAN4は、IMF公表のGDPウェイト(27年、購買力平価基準)を用いて算出。

米国経済は、米ドル高や新興国の減速などから鉱工業部門は力強さを欠いたが、雇用・所得、家計支出に支えられて回復傾向を続けた。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、2%近傍で推移した。総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比マイナス幅が縮小する中、ゼロ%台前半から1%近傍に上昇した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、12月会合で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%の範囲から0.25~0.50%の範囲へと引き上げた。資産買入れプログラムについては現状維持とし、声明文に「フェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準の正常化が相応に進展するまではこれを続けると予想している」との文言を加えた。先行きの金融政策についてのガイダンスは、12月会合において「経済状況はフェデラル・ファンド・レートの緩やかな上昇のみ正当化する形で展開し、フェデラル・ファンド・レートは、しばらくの間、長期的に妥当であると予想される水準より低い状態が続くと予想してい

る」と変更した。1月・3月会合でもこうした文言を維持した。

ユーロエリア経済は、輸出が新興国の減速の影響などから弱めの動きとなったが、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1%近傍で推移した。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、政策金利（主要リファイナンス・オペにおける適用金利）を3月に0.05%から0.00%へ引き下げた。その際、同時に、限界貸出金利を0.30%から0.25%へ引き下げた。また、中銀預け金金利を12月に▲0.20%から▲0.30%へ、3月会合ではさらに▲0.40%へ引き下げた。また、12月会合では資産買入れプログラムの対象に発行体がユーロ圏所在の地方債を追加した。さらに、3月会合では、資産買入れプログラムでの月次買入れ額を600億ユーロから800億ユーロに増額したほか、買入れ対象にユーロ圏所在の非金融機関が発行する社債などを追加した。同時に、新型資金供給オペレーション（貸出条件付き長期資金供給オペレーション2：TLTRO II）を実施することを決めた。

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、輸出・生産面を中心に幾分減速した。物価面をみると、消費者物価の前年比は、概ね2%前後で推移した。財政政策面では、財政支出の拡大が続いた。金融政策面では、10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%ポイント引き下げた。預金準備率については、10月に0.5%ポイント、2月に0.5%ポイント引き下げた。この間、3月に開催された全国人民代表大会で、28年中は財政政策を「より積極的に」運営する方針が示されたほか、金融政策も「穏健な金融政策」という基本方針を維持しつつも「弾力的かつ適度に運用する」とした。

中国以外の新興国・地域の経済についてみると、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た。一方、NIEs・ASEAN諸国・地域の経済では、景気刺激策の効果もみられたが、外需の鈍化などから輸出・生産が下振れ、やや減速した。ブラジルやロシアでは、資源価格の下落などにより輸出が低迷したほか、内需も落ち込むなど、厳しい経済情勢が続いた。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総じて低水準で横ばい圏内の動きとなった。ただし、一部の国では、インフレ率の上昇や高止まりがみられた。金融政策面では、南アフリカ、メキシコなどが利上げした一方、台湾、インドネシ

アなどが利下げした。

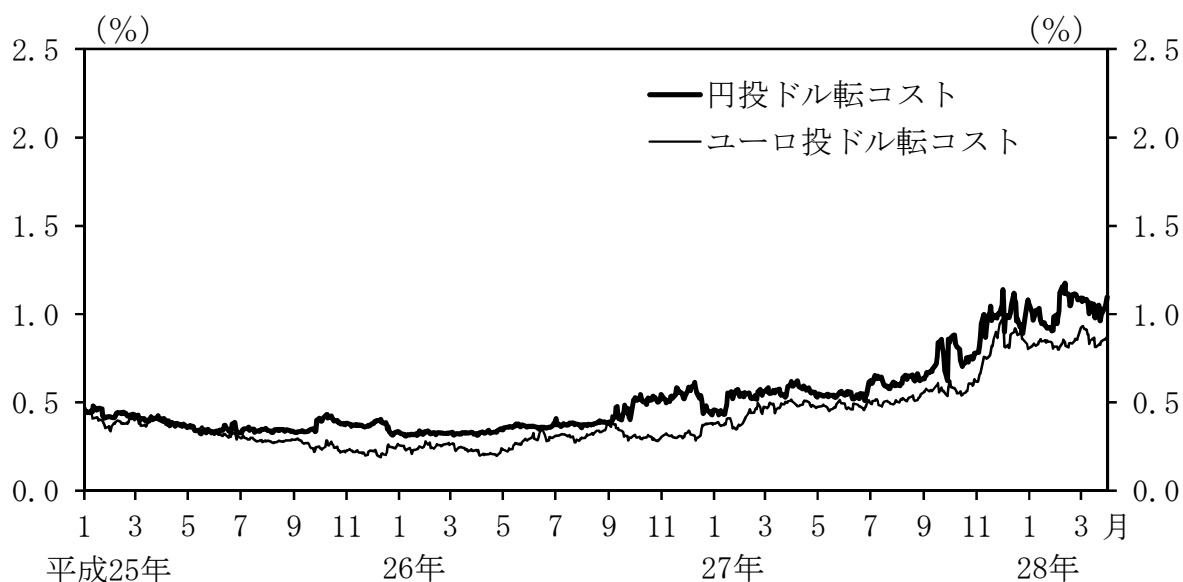
2. 金融面の動向

(1) 国際金融資本市場

平成 27 年度下期の国際金融資本市場では、中国・新興国経済の先行き懸念とその政策運営を巡る不透明感などが意識され、各国の金利・株価や新興国通貨、国際商品市況はやや不安定な動きとなった。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートは米国連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。ターム物金利は、12月に米国連邦準備制度がフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジを引き上げたことを受けて、水準を切り上げた。ユーロエリアでは、欧州中央銀行による中銀預け金金利の引き下げを受けて、インターバンクの翌日物金利はマイナス幅を拡大した。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³、対ユーロ、対円とも上昇した（図表 20）。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。

（図表 20）ドル転コスト（3か月物）

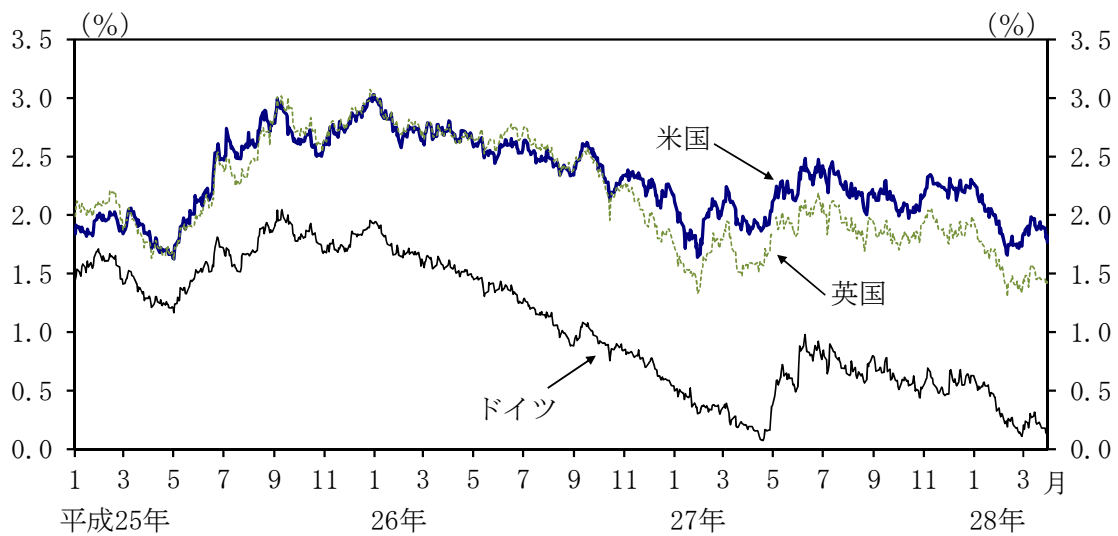


（注）ここでの円投ドル転コストは、円LIBORで調達した円を、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。ユーロ投ドル転コストは、ユーロLIBORで調達したユーロを、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。

³ 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、円を担保にドルを調達した場合の金利と考えることができる。

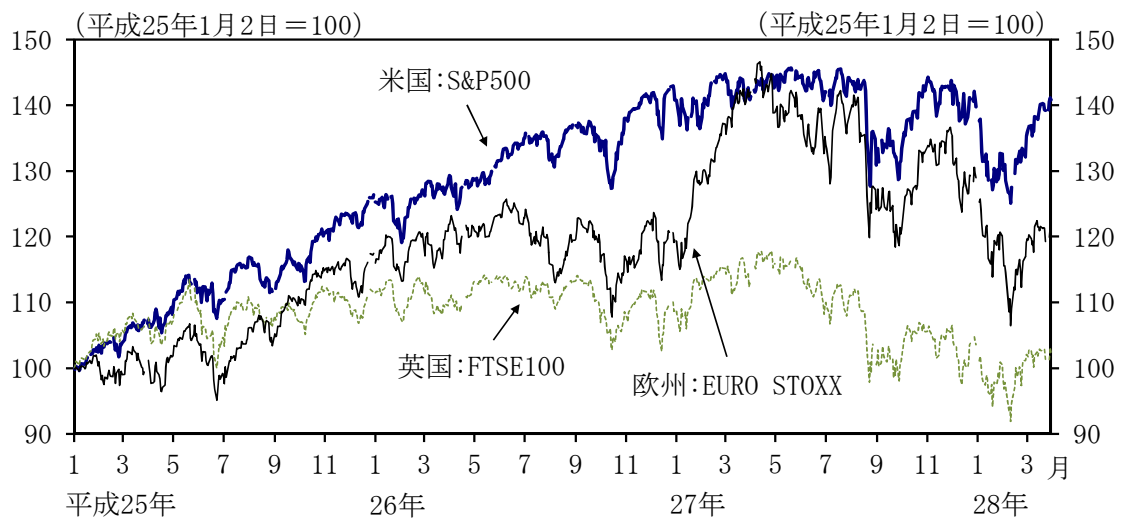
主要国の長期金利（国債 10 年物利回り）は（図表 21）、振れを均してみれば低下し、特にドイツでやや大きめに低下した。米国の長期金利は、米国連邦準備制度によるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジの引き上げなどから一旦上昇したあと、国際金融資本市場のボラティリティが高まった 1 月以降、質への逃避の動きなどから低下した。英国の長期金利は、米国とほぼ同様の動きであった。他方、ドイツの長期金利は、欧州中央銀行による金融緩和や国際金融資本市場のボラティリティの高まりを受けた質への逃避の動きなどから低下した。

（図表 21）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 22）、米国株（S & P 500）は、中国・新興国経済の先行き懸念などから下落する局面もみられたが、米国連邦準備制度による金融緩和の長期化見通しなどから、期末にかけて上昇するなど、やや振れの大きな動きとなった。欧州株価（EURO STOXX）、英国株価（FTSE100）は、振れを伴いつつ横ばいとなった。

（図表22）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、中国・新興国経済の先行き懸念と、米国の金融緩和の長期化見通しが拮抗する形で、通貨・株価ともに全体的にみれば横ばいとなった。

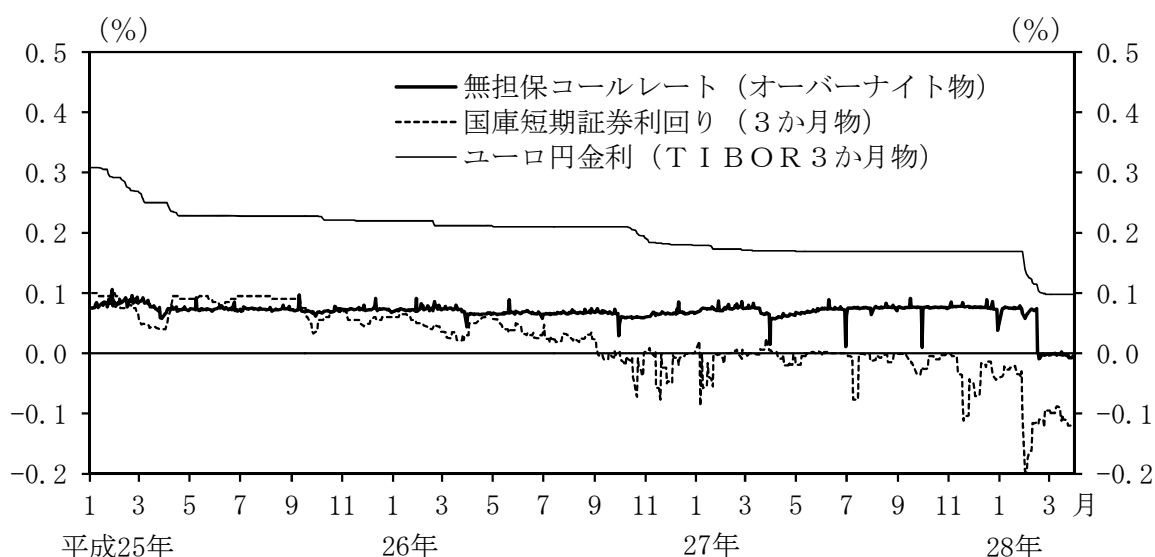
国際商品市況をみると、エネルギーを中心にやや軟調な展開を辿った。個別にみると、原油（WTI）は、引き続き世界的に緩和的な需給環境が意識され、下落した。非鉄金属（銅）は、中国の成長鈍化が意識されつつも、中国での財政政策や金融緩和による需要刺激期待もあり、小幅な下落にとどまった。農産物は、振れを伴いつつも、豊作による供給増などを背景に下落した。金は、安全資産需要を背景に上昇した。

(2) 短期金融市場

27年度下期のわが国の短期金融市場の動向をみると、金利は、1月末に日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定したことを受けて、低下した。

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23）⁴、マイナス金利の適用が開始された2月中旬以降低下し、概ねごく小幅のマイナスで推移した。ターム物金利をみると⁵、国庫短期証券利回り（3か月物）は、1月末以降低下し、3月末にかけて概ね▲0.1%前後で推移した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）も低下した。

(図表 23) 短期金融市場金利

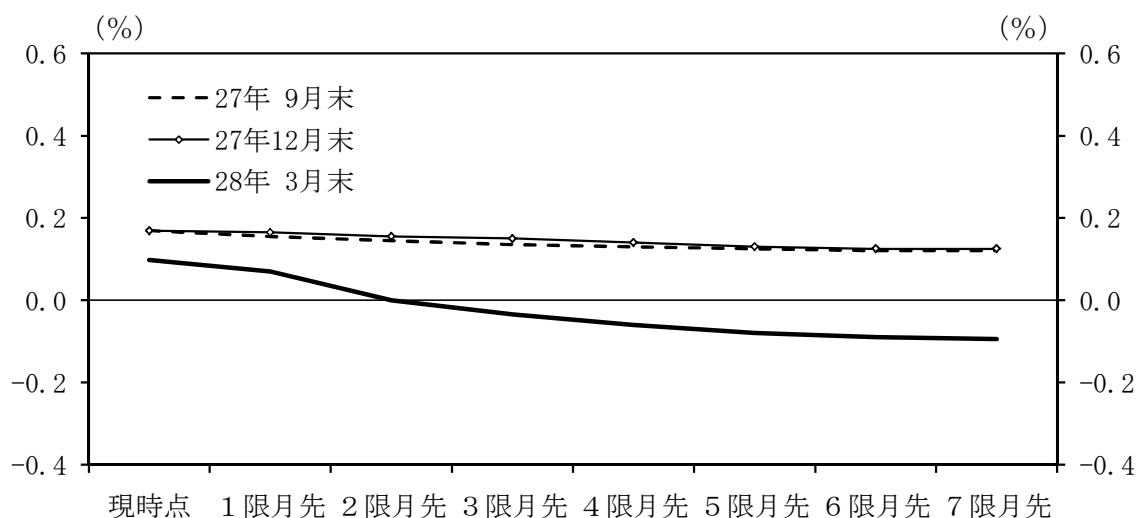


⁴ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

⁵ 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 24）、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定後に下方シフトしており、先行きの緩やかな金利低下を見込む姿となった。

（図表 24）ユーロ円金利先物レート

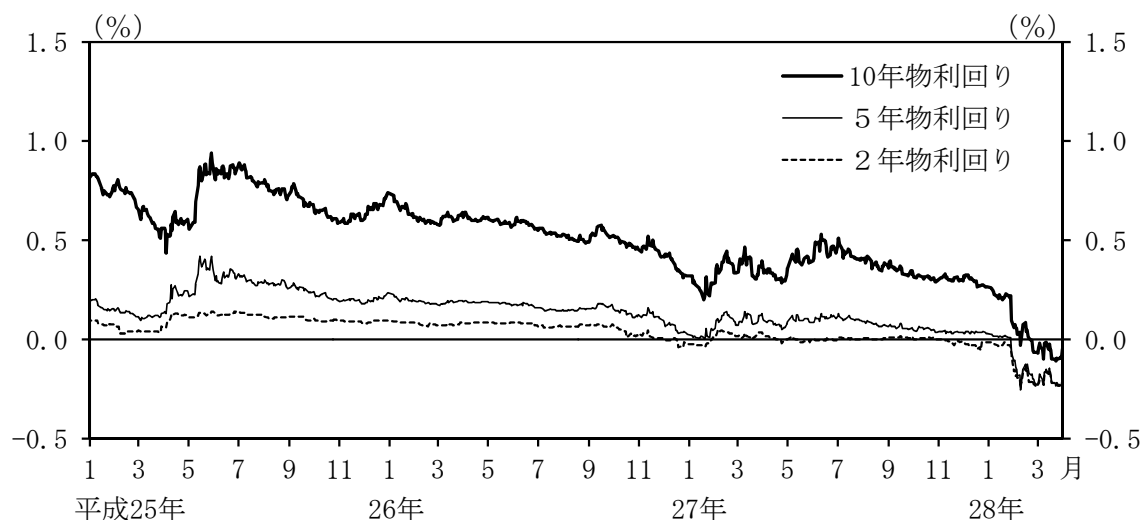


（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、28年3月末時点（太い実線）における1限月先（28年6月央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.070%、2限月先（28年9月央時点）が0.000%、3限月先（28年12月央時点）が▲0.035%であったことを表している。

（3）債券市場

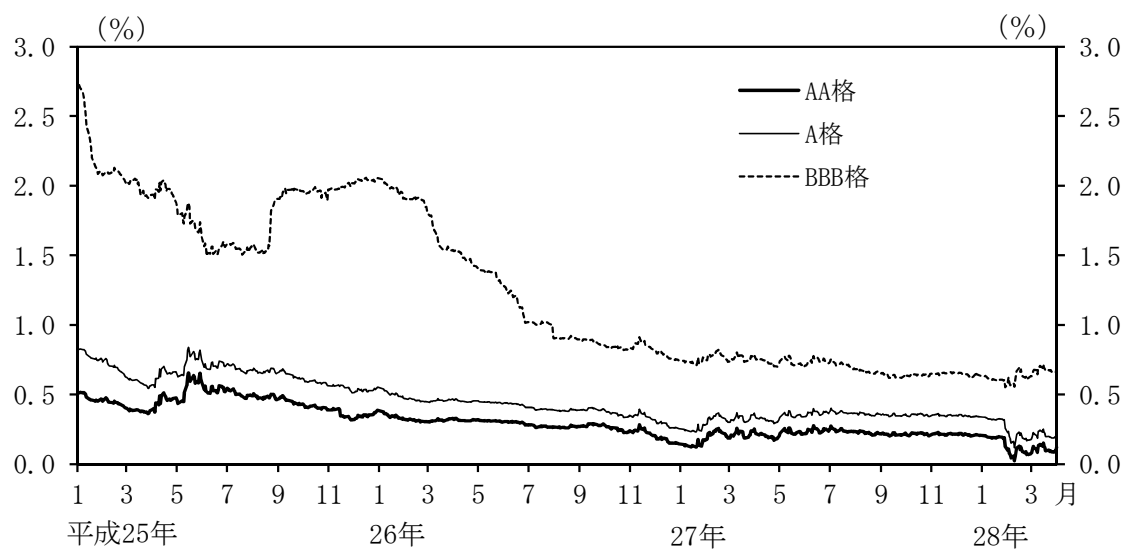
27年度下期の債券市場の動向をみると（図表 25）、1月末の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定以降、全ての年限で流通利回りが低下した。長期国債（10年債）の流通利回りは、2月下旬以降、小幅のマイナスで推移した。

(図表 25) 長期国債流通利回り



この間、社債流通利回りも（図表 26）、1 月末の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定以降、高格付け債を中心に低下した。

(図表 26) 社債の流通利回り



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

(4) 株式市場

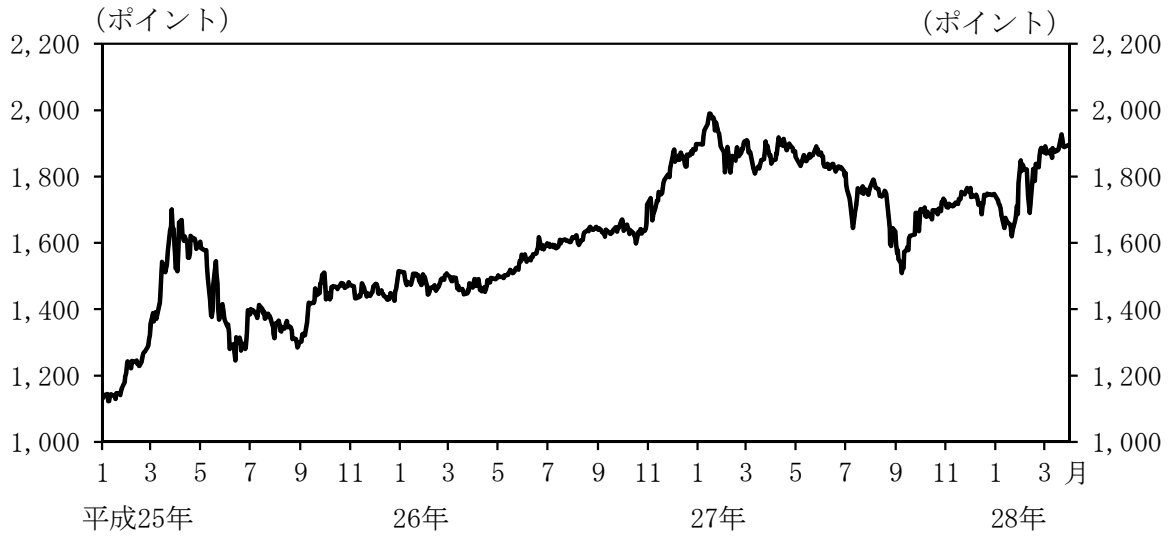
27年度下期の株式市場の動向をみると（図表27）、日経平均株価は、12月初にかけて、米欧株価の上昇などを受けて20千円を上回る水準まで一旦上昇したものの、その後は、新興国経済の不透明感や原油価格の一段の下落などを背景とした投資家のリスク回避的な動きなどに伴って世界的に株価が下落する中で、円高進行もあって、15千円を下回る水準まで大幅に下落した。その後、リスク回避的な動きが幾分後退する中で反発し、3月末には16千円台後半となった。

(図表27) 株価



不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は（図表28）、概ね横ばいで推移したあと、1月末以降は、長期金利の低下を受けて、不動産投資法人の資金調達コストの低下が好感されたことなどから、大幅に上昇した。

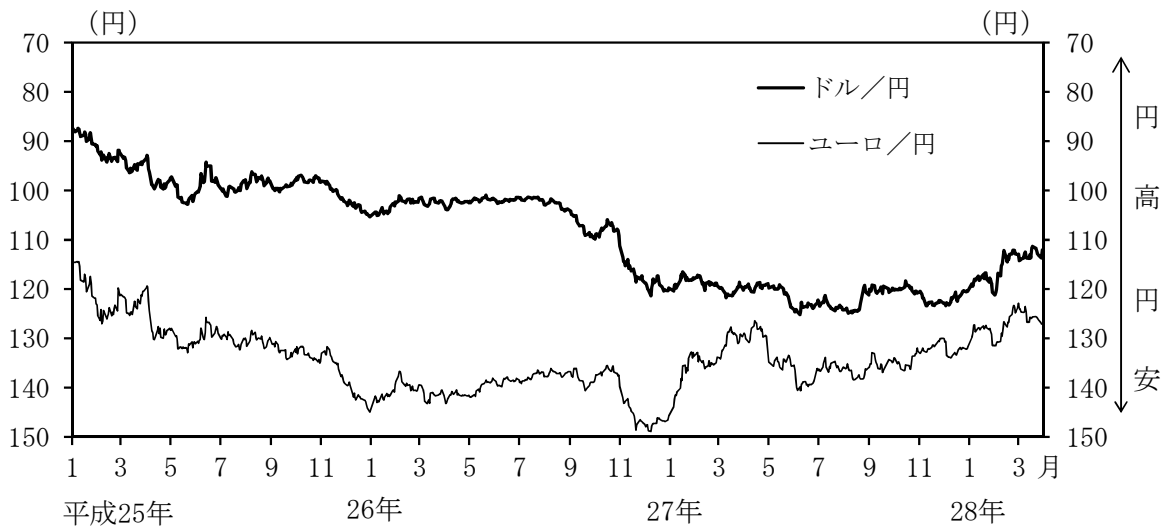
(図表 28) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

27年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表29)、円の対ドル相場は、12月末まで概ね120円を上回って推移したあと、本年入り後は、世界的な投資家のリスク回避姿勢の強まりや米国の利上げペースが鈍化するとの見方などを受けて、円高ドル安方向の動きが強まり、3月末には112円台となった。円の対ユーロ相場も、円高ユーロ安方向の動きとなり、3月末には127円台となった。

(図表 29) 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 30）⁶、12月まで概ね横ばいで推移したあと、本年入り後は、円高方向に進んだ。

（図表 30）円の実質実効為替レート

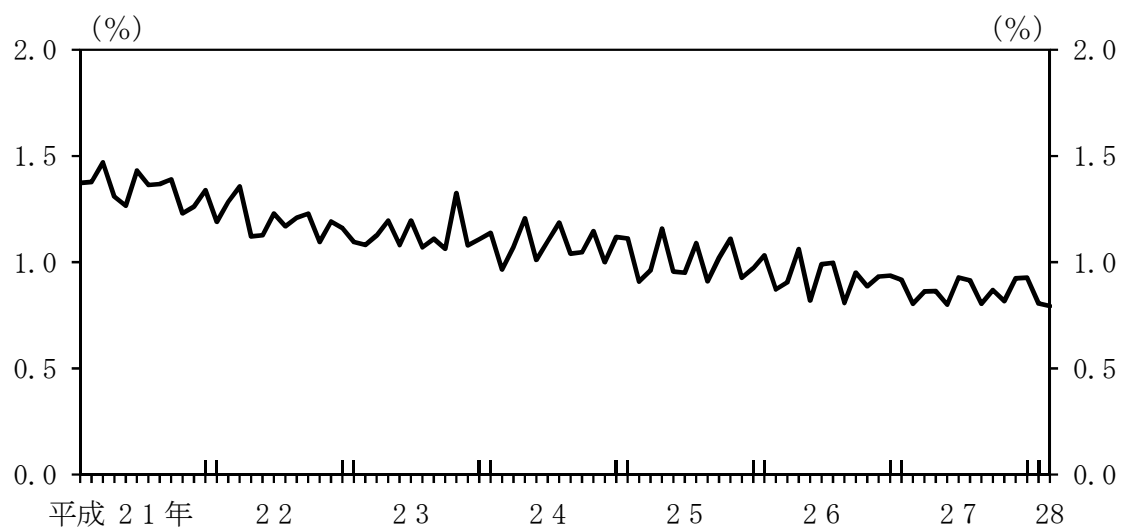


⁶ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

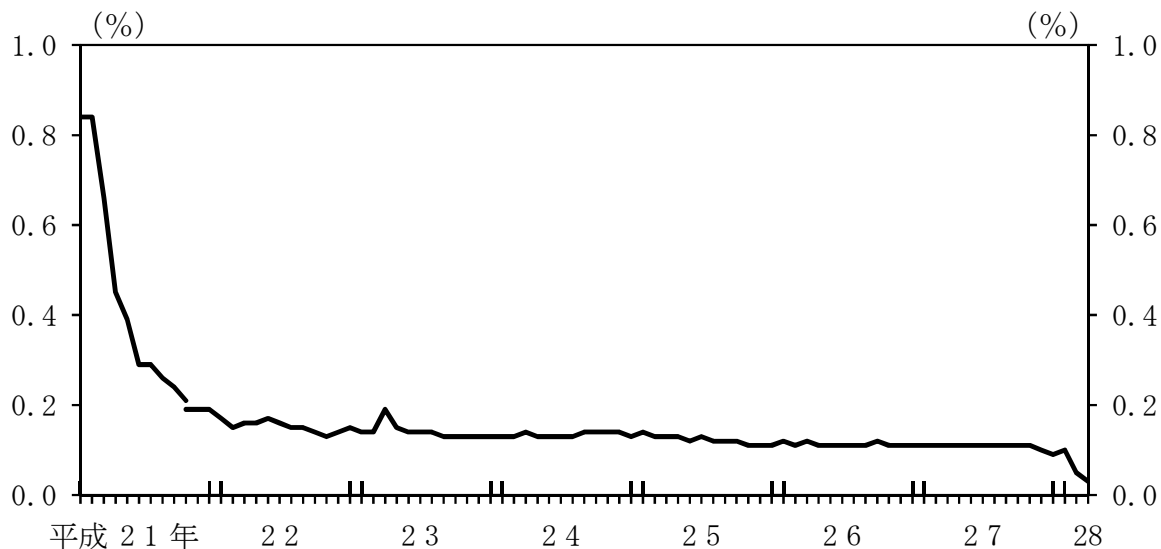
27年度下期において、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入したもとの、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、低い水準で推移した。

(図表31) 貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、C P・社債の発行金利は（図表 32）、一段と低下した。

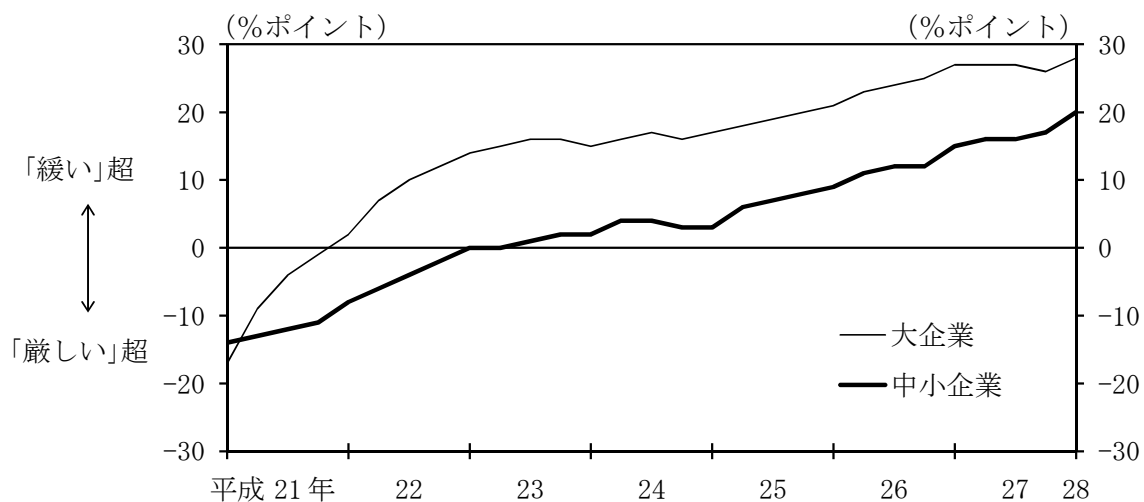
（図表 32）C P 発行金利（3 か月物）



（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 C P）の平均。28 年 3 月は第 3 週までの平均値。

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 33）、改善傾向が続いた。

（図表 33）金融機関の貸出態度判断 D. I.（短観）

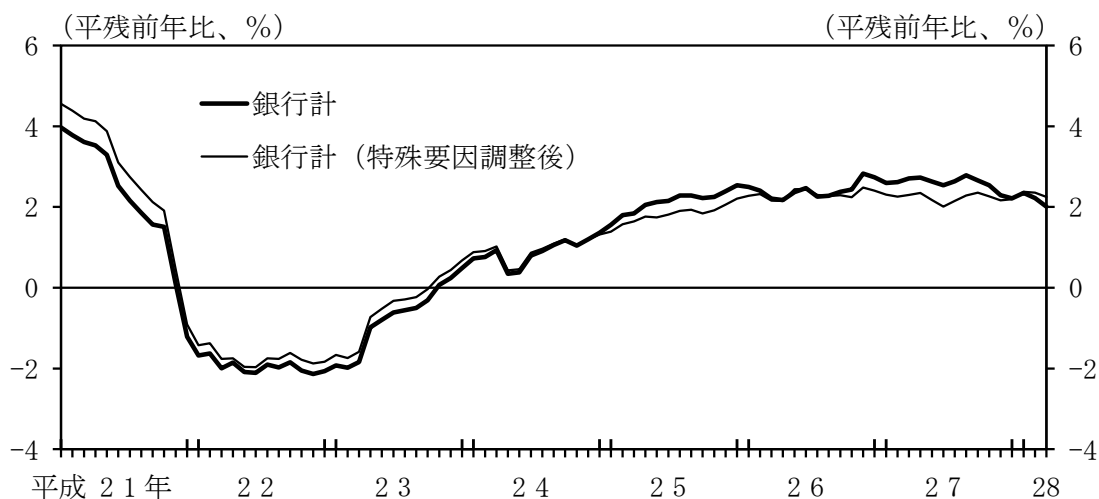


（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

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 34）⁷、2%程度から半ばのプラスで推移した。一方、社債の発行残高、CPの発行残高の前年比は、ともにマイナスで推移した（図表 35）。

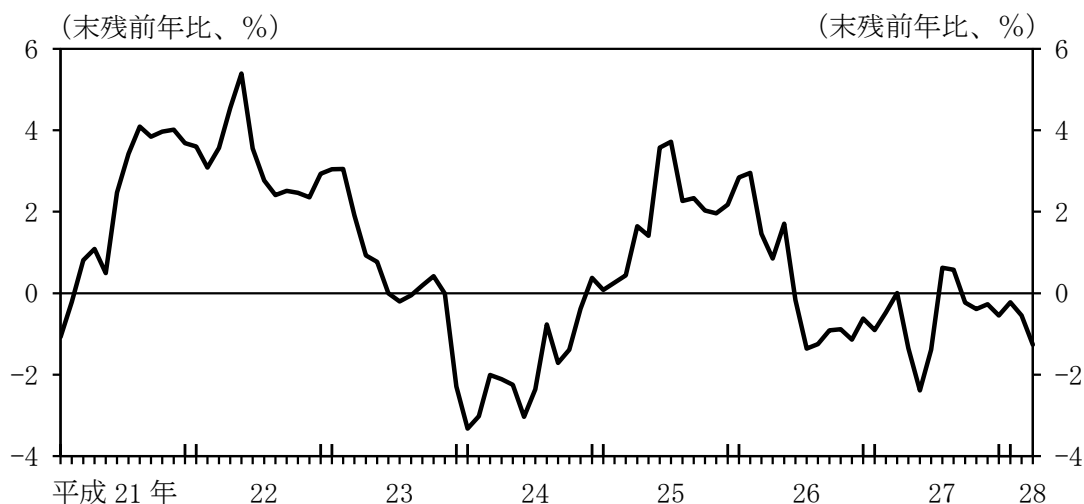
（図表 34）民間銀行貸出残高



（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。

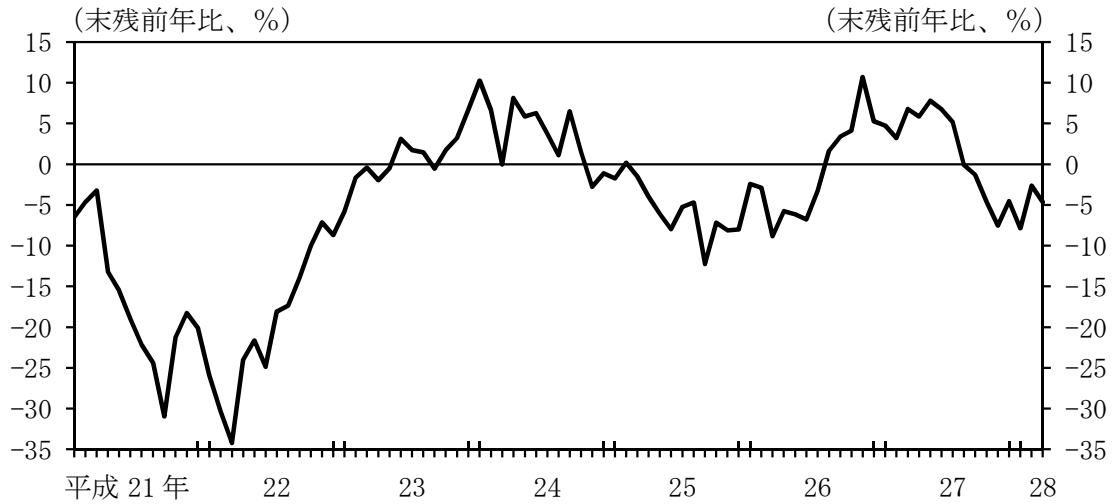
（図表 35）資本市場調達

（1）社債発行残高



⁷ 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）。

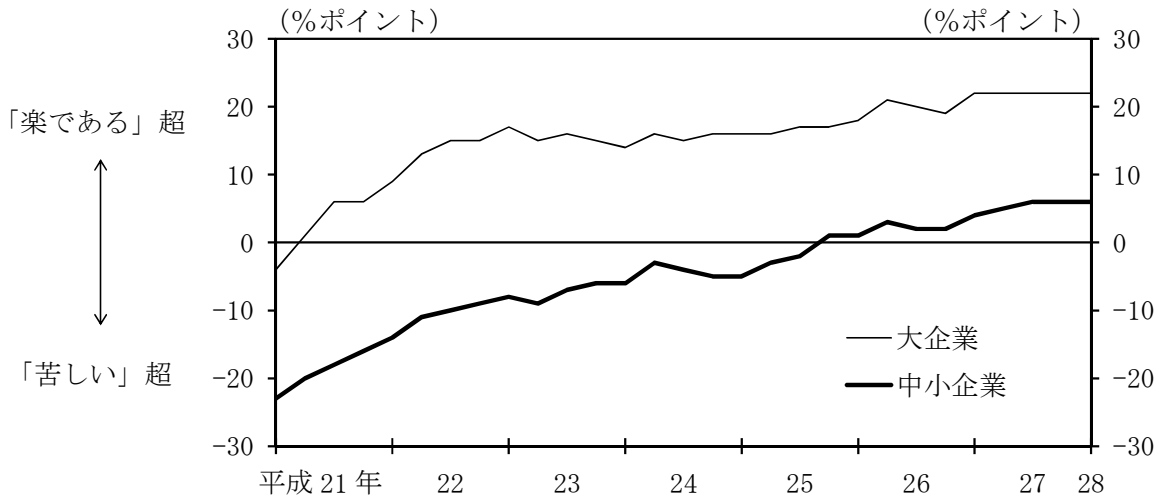
(2) CP発行残高



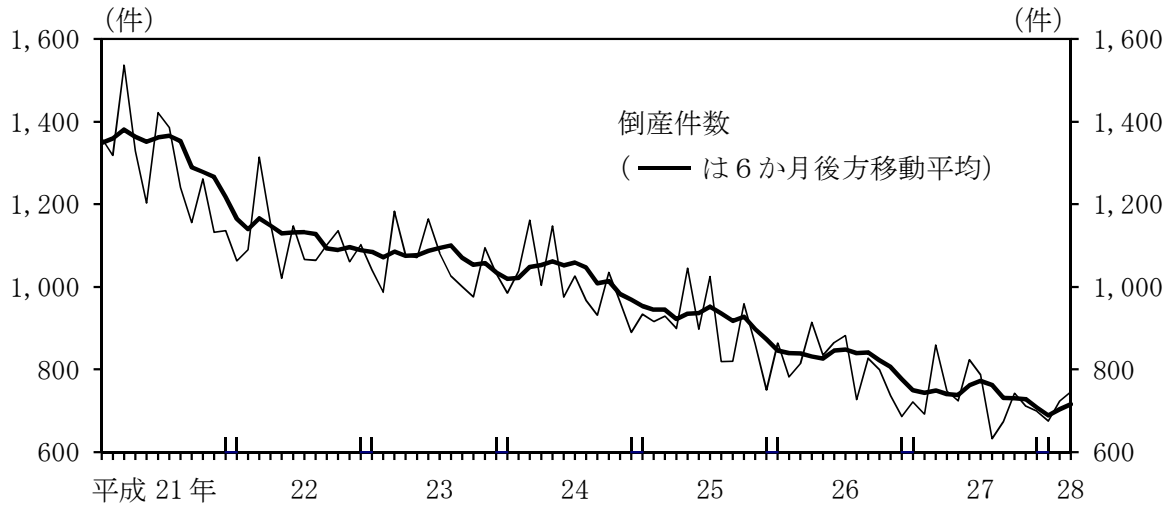
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。

企業の資金繰りは（図表 36）、良好であった。企業倒産件数は（図表 37）、低水準で推移した。

(図表 36) 企業の資金繰り判断D. I. (短観)



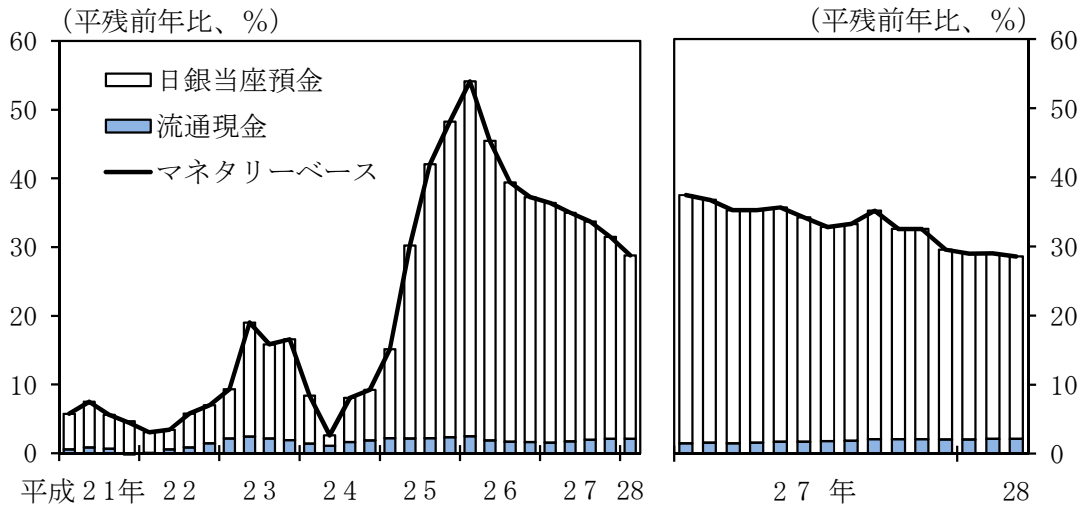
(図表 37) 企業倒産



(7) 量的金融指標

27 年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表 38）、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 割程度で推移した。

(図表 38) 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39）、前年比3%台で推移した。

（図表39） マネーストック



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

Ⅱ. 金融政策運営及び金融政策手段

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成27年10月から28年3月までの間、計6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）
	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）

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

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、平成27年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状について、27年10月から28年1月の会合では、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と判断した。3月の会合では、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判断した。先行きについて、10月6、7日、11月および12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。3月の会合では、基調として緩やかに拡大していくと考えられるとの見方を示した（図表40）。

物価の現状について、27年度下期のすべての会合で、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、先行きについては、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との見方を示した。また、予想物価上昇率については、10月の会合では、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との見方を示した。11月から1月の会合では、このところ弱めの指標もみられているが、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の見方を示した。3月の会合では、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示した。

(図表 40) 政策委員会の経済情勢についての判断

27年10月 7日	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。
10月30日	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。
11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。
12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。
28年 1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。
3月	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。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、10月から11月の会合において、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41)。

(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。

12月の会合では、「量的・質的金融緩和」のもとでの資産買入れのより円滑な遂行を可能にし、また、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対して出来る限りのサポートを行う観点から、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定した。

(設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート)

① 新たなETF買入れ枠の設定

ETFの買入れについて、従来の年間約3兆円の買入れ⁸に加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる。当初は、JPX日経400に連動するETFを買入対象とし、この施策の趣旨に合致する新規のETFが組成された場合には、速やかに買入対象に加える。新たな枠によるETF買入れは、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、28年4月より開始する⁹。

② 成長基盤強化支援資金供給の拡充

成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、従来の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融資について、手続きを簡素化する(税制上の優遇措置の対象となっている企業に対する投融資を適格とするなどの措置を講じる)¹⁰。

③ 貸出支援基金等の延長

「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」

⁸ 東証株価指数(TOPIX)、日経平均株価(日経225)またはJPX日経インデックス400(JPX日経400)の3つの指数に連動するETFを対象として、それぞれの市場残高に比例して買入れを行っている。

⁹ 日本銀行は、金融機関による株式保有リスクの削減努力を促すための施策として、14年11月から金融機関が保有する株式の買入れを実施した。19年10月より、取得した株式の市場における売却を開始したが、内外金融資本市場の状況等を踏まえ、現在は売却を停止しており、28年4月から売却を再開することとしている。本件については、27年12月17日の政策委員会において、売却期間を従来予定していた5.5年間から10年間に延長することを決定した。なお、売却の規模は、27年11月末時点の時価で年間約3,000億円となる見込み。

¹⁰ 基本要領等の所要の改正は次回以降の会合で行い、実務上の準備が整い次第速やかに実施する。

および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、受付期間を1年間延長する。

(「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置)

① 日本銀行適格担保の拡充

「量的・質的金融緩和」のもとでの長期国債買入に伴って金融機関が保有する適格担保が減少していることを踏まえ、外貨建て証書貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入する¹⁰。

② 長期国債買入の平均残存期間の長期化

長期国債のグロスベースでの買入額が増大することが見込まれることから¹¹、買入を柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を従来の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化する。また、国債の市場流動性を確保する観点から、国債補完供給(SLF)の連続利用日数に関する要件を緩和する¹²。いずれも28年1月から実施する。

③ J-REITの買入限度額の引き上げ

従来、J-REITについては、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としていたが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げる¹⁰。

また、12月の会合では、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を継続し、以下のとおり、資産の買入方針を決定した。

(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。

(資産の買入方針)

¹¹ 資産の買入方針を維持した場合、28年中のグロスベースでの国債買入額は、保有国債の償還額の増加により、27年中の約110兆円から、約120兆円に増大する見込み。

¹² 長期国債の同一銘柄について連続利用可能な最長日数を、従来の原則15営業日から原則50営業日に変更する。

- 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、27 年中は 7 年～10 年程度、28 年からは 7 年～12 年程度とする。
- 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 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 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。

1 月の会合では、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の顕在化を未然に防ぎ、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、以下のとおり、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。

(「金利」：マイナス金利の導入)

金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する¹³。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

具体的には、日本銀行当座預金を 3 段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する¹⁴。

貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する。

(「量」：金融市場調節方針)

次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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。

(「質」：資産買入れ方針)

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

¹³ 28 年 2 月 16 日からの準備預金積み期間から適用する。

¹⁴ 階層構造方式は、マイナス金利の適用が金融機関収益を過度に圧迫し、かえって金融仲介機能を弱めることを防ぐ観点から、スイス、スウェーデン、デンマークなど、大きめのマイナス金利を実施している国々で、採用されている。

- 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¹⁵。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 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 兆円¹⁶、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 C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。

3 月の会合では、上記の金融市場調節方針、資産買入れ方針および政策金利を維持した。

先行きの金融政策運営について、10月から12月の会合では、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「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。1月および3月の会合では、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「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」ことを確認した。

¹⁵ 従来通り、長期国債買入れの下限金利は設けず、▲0.1%を下回る金利での買入れも行う。

¹⁶ 27年12月の会合で決定した「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E T Fの買入れ（年間約3,000億円）は、これとは別枠で4月から実施する。

(図表 41) 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
<p>< 「量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>27年10月7日</p>	<p>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した。また、「量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。</p> <p>(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。</p> <p>(資産の買入れ方針)</p>
<p>10月30日</p>	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
<p>11月19日</p>	<p>(「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。</p>
<p>12月18日</p>	<p>「量的・質的金融緩和」のもとで、上記の金融市場調節方針および資産の買入れ方針の継続を決定した。なお、長期国債の買入れについて、買入れの平均残存期間は28年からは7年～12年程度とすることを決定した。また、上記の「量的・質的金融緩和」の継続方針を決定した^(注2)。</p>
<p>< 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>28年1月29日</p>	<p>2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、以下のとおり、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。</p> <p>(「金利」：マイナス金利の導入)^(注3) 金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する^(注4)。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する^(注5)。貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する。</p> <p>(「量」：金融市場調節方針)^(注6) 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。</p> <p>(「質」：資産買入れ方針)^(注6)</p> <p>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^(注7)。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。</p> <p>② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3</p>

	<p>兆円^(注8)、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。</p> <p>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。</p> <p>(「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続)</p> <p>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「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。</p>
3月15日	<p>「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、上記の金融市場調節方針、資産の買入れ方針および政策金利を維持した^(注9)。また、上記の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した。</p>
<p><その他></p>	
27年12月18日	<p>「量的・質的金融緩和」のもとでの資産買入れのより円滑な遂行を可能にし、また、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対して出来る限りのサポートを行う観点から、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入を決定した。</p> <p>(設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート)</p> <p>① 新たなETF買入れ枠の設定^(注10)</p> <p>ETFの買入れについて、従来の年間約3兆円の買入れ^(注11)に加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる。当初は、JPX日経400に連動するETFを買入対象とし、この施策の趣旨に合致する新規のETFが組成された場合には、速やかに買入対象に加える。新たな枠によるETF買入れは、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、28年4月より開始する^(注12)。</p> <p>② 成長基盤強化支援資金供給の拡充^(注13)</p> <p>成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、従来の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融資について、手続きを簡素化する(税制上の優遇措置の対象となっている企業に対する投融資を適格とするなどの措置を講じる)^(注14)。</p> <p>③ 貸出支援基金等の延長^(注13)</p> <p>「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置」について、受付期間を1年間延長する。</p> <p>(「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置)</p> <p>① 日本銀行適格担保の拡充^(注13)</p> <p>「量的・質的金融緩和」のもとでの長期国債買入れに伴って金融機関が保有する適格担保が減少していることを踏まえ、外貨建て証書貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入する^(注14)。</p>

	<p>② 長期国債買入れの平均残存期間の長期化^(注10) 長期国債のグロスベースでの買入れ額が増大することが見込まれることから^(注15)、買入れを柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を従来の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化する。また、国債の市場流動性を確保する観点から、国債補完供給（S L F）の連続利用日数に関する要件を緩和する^(注16)。いずれも28年1月から実施する。</p> <p>③ J－R E I Tの買入限度額の引き上げ^(注10) 従来、J－R E I Tについては、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としていたが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げる^(注14)。</p>
28年3月15日	<p>「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を円滑に実施する観点から、実務的な対応を決定した。すなわち、①0%の金利を適用する「マクロ加算残高」の見直しを原則として3か月毎に行う、②M R Fの証券取引における決済機能に鑑み、M R Fを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（27年の受託残高を上限とする）を加える、③金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、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」に加算することとした^(注17)。</p>

(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) 金融市場調節方針は、賛成8反対1で決定された。資産の買入れ方針は、賛成6反対3で決定された。

(注3) 賛成5反対4で決定された。

(注4) 28年2月16日からの準備預金積み期間から適用する。

(注5) 階層構造方式は、マイナス金利の適用が金融機関収益を過度に圧迫し、かえって金融仲介機能を弱めることを防ぐ観点から、スイス、スウェーデン、デンマークなど、大きめのマイナス金利を実施している国々で、採用されている。

(注6) 金融市場調節方針および資産買入れ方針は、賛成8反対1で決定された。

(注7) 従来通り、長期国債買入れの下限金利は設けず、▲0.1%を下回る金利での買入れも行う。

(注8) 27年12月の会合で決定した「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E T Fの買入れ（年間約3,000億円）は、これとは別枠で4月から実施する。

(注9) 金融市場調節方針および資産買入れ方針は、賛成8反対1で決定された。政策金利は、賛成7反対2で決定された。

(注10) 新たなE T F買入れ枠の設定、長期国債買入れの平均残存期間の長期化およびJ－R E I Tの買入限度額の引き上げは、賛成6反対3で決定された。

(注11) 東証株価指数（T O P I X）、日経平均株価（日経225）またはJ P X日経インデックス400（J P X日経400）の3つの指数に連動するE T Fを対象として、それぞれの市場残高に比例して買入れを行っている。

(注12) 日本銀行は、金融機関による株式保有リスクの削減努力を促すための施策として、14年11月から金融機関が保有する株式の買入れを実施した。19年10月より、取得した株式の市場における売却を開始したが、内外金融資本市場の状況等を踏まえ、現在は売却を停止しており、28年4月から売却を再開することとしている。本件については、12月17

日の政策委員会において、売却期間を従来予定していた 5.5 年間から 10 年間に延長することを決定した。なお、売却の規模は、27 年 11 月末時点の時価で年間約 3,000 億円となる見込み。

- (注 13) 成長基盤強化支援資金供給の拡充、貸出支援基金等の延長および日本銀行適格担保の拡充については、全員一致で決定された。
- (注 14) 基本要領等の所要の改正は次回以降の会合で行い、実務上の準備が整い次第速やかに実施する。
- (注 15) 資産の買入れ方針を維持した場合、28 年中のグロスベースでの国債買入れ額は、保有国債の償還額の増加により、27 年中の約 110 兆円から、約 120 兆円に増大する見込み。
- (注 16) 長期国債の同一銘柄について連続利用可能な最長日数を、従来原則 15 営業日から原則 50 営業日に変更する。
- (注 17) ①および②については、Ⅲ. 2. (8) 「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等に関する件」参照。また、③については、基本要領の改正を次回金融政策決定会合で行ったうえ、5 月積み期より適用する。なお、既存の残高については、1 月の決定どおり、貸出支援基金等の残高相当額を「マクロ加算残高」に加算することとする。残高が減少した場合はその減少額だけ減算する。

(2) 「経済・物価情勢の展望」

(「経済・物価情勢の展望 (平成 27 年 10 月)」)

10 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、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。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。輸出や鉱工業生産は、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。一方、国内需要の面では、企業部門において、収益が過去最高水準まで増加していることなどを背景に、前向きな設備投資スタンスが維持されている。家計部門においては、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費が底堅く推移し、住宅投資も持ち直している。先行きを展望すると、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な増加に転じると考えられる。そうしたもとで、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¹⁷。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、当面横ばい圏内の動きを続けた後、新興国経済が減速した状態から脱していくもとで、既往の為替相場の動きによる下支えもあって、緩やかに増加して

¹⁷ 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、相当の幅をもってみる必要がある。

いくと考えられる。設備投資は、過去最高水準にある企業収益や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用する中、国内向け投資の積極化などもあって、増加を続けるとみられる。個人消費は、雇用環境の着実な改善が続き、賃金が上昇していくことや、エネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果が働くことなどから、緩やかに増加すると予想される¹⁸。こうした内外需要を反映して、鉱工業生産も、当面横ばい圏内の動きを続けた後、緩やかに増加していくとみられる。29年度にかけては、29年4月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。もともと、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、国内民間需要も、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて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。こうしたもとの、29年度は、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。7月の中間評価時点と比べると、27年度について、新興国経済の減速を背景とした輸出のもたつきや天候不順の影響などによる個人消費の鈍さから下振れているものの、28年度と29年度については概ね不変である。

- ③ 消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落の影響から、生鮮食品を除くベースでは0%程度となっているが、エネルギーを除くベースでは1%を上回るなど、物価の基調は着実に改善している。
- 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、新興国経済の減速を背景とした輸出のもたつきの影響などを受けつつも、労働面を中心として、着実に改善傾向をたどっている¹⁹。すなわち、失業率が緩やかに低下し、3%台前

¹⁸ 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、その時々々の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、相当の幅をもってみる必要がある。

¹⁹ マクロ的な需給バランスについては、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の計測は、従来から、後者のアプロ

半で推移するなど、労働需給は引き締め傾向が続いている²⁰。設備の稼働率は、輸出のもたつきの影響などがみられるが、わが国経済が緩やかな回復を続ける中、上昇傾向にあると考えられる。先行きについては、マクロ的な需給バランスは、27年度末にかけてプラス（需要超過）に転じた後、28年度に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を受けて、企業の賃金・価格設定スタンスは、特に27年度入り後、明確に変化している。労使間の賃金交渉においては、企業業績や労働需給に加え、物価動向を賃金に反映する動きが広がっており、27年のベースアップを含む賃上げは多くの企業で前年を上回る伸びとなった。また、価格改定の動きについても、広がりを持続性がみられている。このように、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は着実に作用している。もっとも、企業収益が過去最高水準にあり、失業率が3%台前半まで低下していることとの対比でみると、賃金の改善の程度はやや鈍い点には留意する必要がある。先行きについては、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。こうしたもとの、企業の賃金・価格設定スタンスは積極化していくと考えられる。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（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望する

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値は、計測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。

²⁰ 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 mismatches 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。構造失業率は、こうした mismatches 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とされる。構造失業率を一定の手法で推計すると、最近の水準は3%台前半となる。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。

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、同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、28年度後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²¹。7月の中間評価時点と比較すると、27年度と28年度については、原油価格下落の影響などから下振れているものの、29年度については概ね不変である。

- 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年度後半頃に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、海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。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

²¹ 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。

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、全体として減少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、10月30日に公表した（背景説明を含む全文は10月31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。

（「経済・物価情勢の展望（平成28年1月）」）

1月の会合では、27年度から29年度を対象とする「展望レポート」に関する議論を行った。

まず、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、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。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。そうしたもとで、輸出は、一部に鈍さを残しつつも、持ち直している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある。また、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資も持ち直している。公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向に

ある。鉱工業生産は、横ばい圏内の動きが続いている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、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。

- ② 先行きのわが国経済を展望すると、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、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。すなわち、わが国経済は、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²²。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。
- ③ 各年度毎の経済見通しとして、27年度下期から28年度にかけては、輸出は、当面持ち直しを続けたあと、新興国経済が減速した状態から脱していくもとの、既往の為替相場の動きによる下支えもあって、緩やかに増加していくと考えられる。設備投資は、輸出・生産の持ち直しに伴って設備稼働率が上昇するとともに、過去最高水準にある企業収益や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用するなか、国内向け投資の積極化などもあって、増加を続けるとみられる。個人消費は、雇用環境の着実な改善が続き、賃金が上昇していくことや、エネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果が働くことなどから、緩やかに増加すると予想される。鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響が和らぎ、在庫調整が進捗するにつれて持ち直しに転じ、その後は、内外需要を反映して緩やかに増加していくとみられる。29年度にかけては、29年4月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

²² 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、相当の幅をもってみる必要がある。

くとみられる²³。もともと、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、国内民間需要も、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて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。こうしたもとので、29年度は、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。今回の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

④ 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。この間、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、エネルギー価格の寄与度は、現在の-1%強から次第に剥落していくが、28年度末まではマイナス寄与が残ると試算される。この前提のもとでは、消費者物価の前年比が、「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、29年度前半頃になると予想される²⁴。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。今回の見通しを従来の見通しと比べると、28年度は下振れ、29年度は概ね不変である。物価見通しの下振れおよび2%程度に達する時期の後ずれば、原油価格の想定を下振れさせたことによるものである。

⑤ 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、新興国経済の減速を背景とした生産のもたつきの影響などを受けつつも、労働面を中心として、着実に改善傾向をたどっている²⁵。すなわち、失業率が緩やかに低下し、3%台前

²³ 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-0.7%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、相当の幅をもってみる必要がある。

²⁴ 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、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提に機械的に試算すると、29年度の消費者物価の前年比は+1.0%ポイント押し上げられる。

²⁵ マクロ的な需給バランスについては、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の計測は、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

半で推移するなど、労働需給は引き締め傾向が続いている²⁶。設備の稼働率は、輸出・生産の持ち直しに伴い、上昇していくと考えられる。先行きについては、マクロ的な需給バランスは、27年度末にかけてプラス（需要超過）に転じたあと、28年度に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、このところ弱めの指標もみられているが、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。すなわち、マーケット関連指標やアンケート調査のなかには弱めの指標もみられているが、企業の価格・賃金設定スタンスは、特に27年度入り後、明確に変化している。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みられる。こうしたもとの、価格改定の動きは拡がり持続性を伴っている。また、労使間の賃金交渉においては、26年以来、企業業績や労働需給に加え、物価動向を賃金に反映する動きが拡がっており、28年もこうした動きが継続することが見込まれる。このように、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は着実に作用している。もっとも、企業収益が過去最高水準にあり、失業率が3%台前半まで低下していることとの対比でみると、これまでのところ賃金の改善の程度が鈍く、労働分配率も低下傾向を続けている点には留意する必要がある。先行きについては、日本銀行が「マイナス金利付き量的・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。こうしたもとの、企業の価格・賃金設定スタンスは積極化していくと考えられる。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、物価の

応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの値は、計測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。

²⁶ 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 mismatches 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。構造失業率は、こうした mismatches 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にあたる。構造失業率を一定の手法で推計すると、最近の水準は3%台前半となる。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。

下押し圧力となる。なお、円安が物価に与える影響については、輸入物価の上昇を通じた直接的な物価押し上げ効果に加え、マクロ的な需給バランスの改善を通じて実際の物価を押し上げ、さらに予想物価上昇率を押し上げるというより持続的な効果もある。

- 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、29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、海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。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なかで、金融機関の国債保有残高は、全体として減少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、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に

実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。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。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、1月29日に公表した（背景説明を含む全文は1月30日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

イ. 27年10月6、7日の会合

(国際金融資本市場は、神経質な展開となった)

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つつあるとはいえ、中国をはじめとする新興国経済の先行きに対する不透明感が強く意識されるもとの、神経質な展開となった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、緩やかな回復を続けている)

景気の現状について、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。

ロ. 11月の会合

（国際金融資本市場は、総じて落ち着いた動きとなっている）

国際金融資本市場について、委員は、一頃の投資家のリスク回避姿勢は幾分後退しており、総じて落ち着いた動きとなっているとの見方を共有した。多くの委員は、米国では、10月の雇用統計が市場予想比上振れしたことなどから、年内の利上げ観測が再び高まっていると指摘したうえで、市場は落ち着いた反応を示しているとの見方を示した。

（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、先進国を中心とした成長が続き、その好影響が波及することなどを背景として、新興国経済も減速した状態から脱してい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、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、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、このところ弱めの指標もみられているが、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。

ハ. 12月の会合

(国際金融資本市場では、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まる展開となった)

国際金融資本市場について、委員は、12月FOMC(連邦公開市場委員会)での利上げ観測が高まる中、ECBによる追加緩和の規模が事前の予想を下回ったことや原油価格の大幅下落の影響を受けて、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まる展開となったとの見方を共有した。何人かの委員が、FOMCの利上げ決定を受けた国際金融資本市場の反応は概ね落ち着いたものとなっていると述べた。もともと、多くの委員は、米国の利上げが新興国の市場、経済に与える影響や先行きの利上げペースなどについて、なお不確実性が大きいことを指摘した。そのうえで、委員は、国際金融資本市場の動向について引き続き注意してみていく必要があるとの認識で一致した。

(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、先進国を中心とした成長が続き、その好影響が波及することなどを背景として、新興国経済も減速した状態から脱してい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、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の認識を共有した。大方の委員は、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ているとの見解を示した。

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、このところ弱めの指標もみられているが、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。

二. 28年3月の会合

(国際金融資本市場は、幾分落ち着きを取り戻している)

国際金融資本市場について、大方の委員は、2月中旬までは不安定な状態が続いていたが、その後、幾分落ち着きを取り戻しているとの見方を示した。何人かの委員は、その背景として原油価格の反発や堅調な米国の経済指標を指摘したうえで、G20において参加国が成長と安定を支える姿勢を改めて示したことも市場に安心感をもたらしたとの見方を示した。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）

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。

（わが国の景気は、基調として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、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、最近公表された経済指標には勢いを欠くものがみられるものの、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するもとで、わが国経済の回復基調は揺らいでいないとの見方を共有した。

景気の先行きについて、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で、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が、このところ弱含んでいる）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%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。

（金融環境は、きわめて緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。

(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年度下期には、10月から11月の会合において、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は、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のが適当であるとの認識を示した²⁷。先行きの金融政策運営の考え方については、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、上記の全ての会合において、長期国債保有残高の増加ペースの減額や、「物価安定の目標」の達成期間を見直し、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などを主張したが、いずれも反対多数で否決された。

(「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入)

12月の会合では、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置として、①「量的・質的金融緩和」を円滑に遂行していくための措置、および②設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業をサポートするための措置について検討を行った。

まず、①「量的・質的金融緩和」を円滑に遂行していくための措置について、何人かの委員は、市場の一部に資産買入れの持続可能性に対する懸念が存在していることを指摘しつつ、市場が予測する技術的な障害に対する手当てを予め行うことで、「量的・質的金融緩和」のもとでの資産買入れのより円滑な遂行を可能にし、市場の懸念を払拭するべきであるとの認識を示した。また、何人かの委員

²⁷ 詳細は、Ⅱ. 2. (1)を参照。

は、そうすることで、先行き、「量的・質的金融緩和」をしっかりと継続し、必要と判断した場合には迅速に追加緩和を行えるようになるとの見解を示した。具体的な措置として、以下の3つの施策について議論を行った。

第1に、委員は、金融機関から担保適格資産の不足を訴える声が聞かれていることから、日本銀行の適格担保を拡充することが適当との認識を共有した。具体的には、外貨建て証書貸付債権および住宅ローン債権を適格担保化することが適当との意見で一致した。

第2に、長期国債買入れの運営について、多くの委員は、28年は、グロスベースでの買入額の増加が見込まれることもあり、平均残存期間を「7年～12年程度」とするのが適当であると述べた。

第3に、J-REITの買入限度額の引き上げについて、多くの委員は、銘柄別の買入限度額である発行済投資口総数の5%に達する銘柄が増加しつつあるため、銘柄別の買入限度額を発行済投資口総数の10%に引き上げることが適当であるとの見解を表明した。

次に、②設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業をサポートするための措置について、多くの委員は、日本銀行として、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対して出来る限りのサポートを行うべきであるとの認識を示した。具体的な施策として、以下の3つを検討した。

第1に、多くの委員は、新たなETF買入れ枠を設定し、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするETFを買い入れる措置を導入することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、新たな買入れ枠は、日本銀行が金融機関から取得した株式の売却額と見合う年間約3,000億円とし、本措置の導入時期は、株式の売却を開始する28年4月とすることが適当との見解を示した。何人かの委員は、今後、趣旨に沿った新たなETFの組成に向けて、市場関係者において前向きな取り組みが進んでいくことを期待すると述べた。

第2に、委員は、成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業への投融資を追加し、同投融資については手続きを簡素化することが適当であるとの見解で一致した。一人の委員は、本措置は、ETF買入れの対象とならない非上場の中堅・中小企業に対するサポートという意味もあると付け加えた。

第3に、委員は、28年春に受付期限の到来する貸出支援基金等について、受付期間を1年間延長すべきであるとの意見を共有した。

上記の各施策のうち、新たなETF買入れ枠の設定、長期国債買入れの平均残

存期間の長期化、およびJ－REITの買入限度額の引き上げは賛成多数で決定し、その他の施策については全員一致で決定した。

ロ. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

1月の会合において、以下のような議論を行い、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを賛成多数で決定した。

多くの委員は、このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっており、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が増大しているとの認識を示した。そうした認識のもとで、多くの委員は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、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、追加的な政策対応を行うことが適当であるとの見解を示した。一方、別の何人かの委員は、国際金融市場のリスクは下方に厚いものの、国内の経済・物価情勢は、追加緩和を行うほどには悪化していないとの見解を示し、金融政策の現状維持が望ましいと述べた。

その後、追加緩和を行う場合に採り得るオプションとして、①「量的・質的金融緩和」の拡大（マネタリーベースの増加幅および資産買入れの拡大）と、②「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入という2案について検討を行った。

多くの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入について、物価の基調に悪影響が及ぶリスクの顕在化を未然に防ぎ、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、その導入が望ましいとの見解を示した。これらの委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」によって、「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ことが可能となるほか、マイナス金利を導入することにより、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れを継続することとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えることができるとの見解を示した。これらの委員は、マイナス金利適用の仕組みについては、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用するという設計が望ましいとの見解を共有した。このうち一人の委員は、マイナス金利については、欧州諸国の経験から、効果や実務的な問題についても適切に運営するだけの知見は集

積されており、問題を小さくしながらより効果を高めることができると述べた。別の一人の委員は、当座預金金利をマイナス化しつつ、大量の国債の買入れを円滑に実施できるかについて不確実性はあるが、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、欧州の事例を参考にしつつも、日本の実情に適合した工夫が施されており、問題をかなりの程度解消するものであると述べた。そのうえで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に賛意を示した全ての委員は、当座預金に対する3段階の階層構造は、限界的な金利をマイナスとし、イールドカーブの起点をマイナスにするという緩和効果を確保しつつ、金融機関収益への過度の圧迫により金融仲介機能が低下することがないように設計されているとの見解で一致した。これらの委員は、マイナス金利の導入に当たっては、当座預金の付利金利を当初は-0.1%とし、今後、必要な場合、さらに引き下げることが望ましいと述べた。

これに対し、複数の委員は、「量的・質的金融緩和」の補完措置の導入直後のマイナス金利の導入が、かえって資産買入れの限界と受け止められる可能性を指摘した。このうち一人の委員は、複雑な仕組みが混乱・不安を招くことなどへの懸念も示した。別の一人の委員は、マイナス金利の導入とマネタリーベース増額目標の維持は整合性に欠けること、マイナス金利は市場機能や金融システムへの副作用が大きいこと、日本銀行のみが最終的な国債の買い手となり、市場から財政ファイナンスと見做される恐れがあることなどへの懸念を示した。別の一人の委員は、マイナス金利の導入により、国債のイールドカーブを引き下げても、民間の調達金利の低下余地は限られ、設備投資の増加も期待し難いと述べた。さらに別の一人の委員は、マイナス金利の導入は、国債買入れ策の安定性を損ねたり、金融システムの不安定性を高めたりする問題があるため、危機時の対応策としてのみ妥当であると述べた。

こうした「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に関する反対意見に対し、複数の委員は、政策意図が誤解されないためには、コミュニケーションを通じて説明を尽くすことが重要であると述べた。ある委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の効果波及チャネルは、イールドカーブの起点を引き下げ、金利全般により強い下押し圧力を加えることで、实体经济への刺激を強めるという点で、「量的・質的金融緩和」の効果を強化するものと考えていることが適当であると述べた。別の一人の委員は、市場機能への影響に関して、欧州の事例では、マイナス金利のもとでも短期金融市場の取引は必ずしも減少していないことを指摘したほか、金融システムの面では、金融機関の収益に当面負の影響が出る

ことは避け難いものの、一日も早いデフレ脱却を実現することが、金融機関の経営環境を改善するうえでも重要であると述べた。

以上の議論を経て、委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを賛成多数で決定した。また、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、「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。

ハ. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の影響

3月の会合では、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が金融経済情勢や金融機関収益などに与えた影響について議論を行った。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が金融経済情勢に与えた影響について、大方の委員は、金利面では、マイナス金利の導入の効果は、既に現れているとの認識を共有した。何人かの委員は、国債のイールドカーブが全ての期間で低下したことを指摘し、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えるという狙いどおりの効果を発揮していると述べた。一人の委員は、住宅ローン金利の低下は、住宅投資を刺激するほか、借り換えを通じて債務者の金利負担を軽減し、消費にもプラスに働くとの見方を示した。また、複数の委員は、マイナス金利導入後も円高・株安が続いたことについて、世界的な投資家のリスク回避姿勢の過度の強まりを背景とするものであると指摘し、市場が落ち着きを取り戻すにつれて金利低下の効果はしっかりと波及していくとの見方を示した。また、複数の委員は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」はこれまで所期の効果を発揮してきた「量的・質的金融緩和」を一段と強化するものであり、実質金利の引き下げを通じて雇用・所得面を含め国民生活に幅広いメリットをもたらすということをしつかりと説明し、人々の理解を得ていくことが重要であるとの認識を示した。こうした見方に対して、何人かの委員は、マイナス金利の導入に伴う負の影響として、金融機関や預金者の不安を招いたことや金融市場の不安定化に拍車をかけたこと、また、日本銀行の政策運営が分かり難

いものとなったこと、行き過ぎた追加緩和期待が醸成されたことなどを指摘した。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の金融機関収益や金融仲介機能への影響について、複数の委員は、日本の金融機関は高い財務健全性を維持しているほか、「量的・質的金融緩和」導入以降、地域銀行を含め収益は高い水準にあることを指摘し、金融仲介機能が直ちに弱まるとは考え難いとの見方を示した。また、複数の委員は、金融機関の収益構造を抜本的に改善するためには、デフレから脱却し、低金利環境から脱することが不可欠であり、この点を、しっかり説明していく必要があるとの認識を示した。これに対し、複数の委員は、マイナス金利のもとでは、金融機関が資産・負債を圧縮することを通じて金融仲介機能が低下するリスクや、金融機関の過度のリスクテイクを通じて金融の不均衡が蓄積するリスクが高まるとの見方を示した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更²⁸

27年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、①定例の担保価格等の見直し、②「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置、③「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に伴う諸措置である。

イ. 定例の担保価格等の見直し

10月6、7日の会合において、適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から所要の見直しを行うため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を決定した。

ロ. 「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置

12月の会合において、「量的・質的金融緩和」を推進していくに当たり、より円滑にイールドカーブ全体の金利低下を促していくとともに、企業が設備・人材投資に積極的に取り組む動きがさらに広がっていくことを期待する観点から、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定した²⁹。

これに基づき、1月の会合において、「貸出支援基金運営基本要領」および「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正等、ならびに、「米ドル建の企業に対する証券貸付債権にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定を決定したほか、3月の会合において、「適格住宅ローン債権信託受益権担保取扱要領」および「設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するための指数連動型上場投資信託受益権買入等に関する特則」の制定等を決定した。

ハ. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に伴う諸措置

1月の会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に伴い、

²⁸ 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。

²⁹ 詳細は、Ⅱ. 2. (1) を参照。

「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の全面改正等を決定し、①日本銀行当座預金を3段階の階層構造（基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高）に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用すること、および、②「貸出支援基金」、「被災地金融機関支援オペ」および「共通担保資金供給オペ」をゼロ金利で実施することとした。

3月の会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を円滑に実施する観点から、①日本銀行当座預金のうちゼロ金利を適用する「マクロ加算残高」にかかる基準比率の見直しを原則として3か月毎に行うとともに、②MRFの証券取引における決済機能に鑑み、MRFを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（去年の受託残高を上限とする。）を加えることとし、これに基づき「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等を決定したほか、③金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、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。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成 27 年度下期入り後、27 年中は、26 年 10 月の「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 42）。

（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。

その後、12 月の会合において、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定し、1 月以降は、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による資金供給を行い、マネタリーベースの増加を図った。

（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～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42) 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10月末	344.4	247.2
11月末	343.7	245.8
12月末	356.1	253.0
28年1月末	358.8	259.3
2月末	358.8	259.0
3月末	375.7	275.4

(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、3月末時点では、301.9兆円となった。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、3月末時点の残高は、それぞれ7.6兆円、2,936億円、2.0兆円、3.2兆円となった(図表43)。

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、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高が24.4兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、5.6兆円となった。米ドル特則分についても、2回の貸付を実行し、3月末時点の残高は、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、3月末時点の残高は、3,144億円となった(図表43)。

(図表 43) 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					(億円)			マネタリーベース
	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	貸出支援基金	成長基盤強化支援資金供給	貸出増加支援資金供給	
26年									
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
10月末	2,709,948	21,990	31,956	63,729	2,563	284,591	48,473	236,118	3,444,225
11月末	2,786,785	22,360	32,447	65,202	2,648	284,591	48,473	236,118	3,436,698
12月末	2,820,254	21,954	31,985	68,985	2,696	297,780	52,672	245,108	3,561,336
28年									
1月末	2,917,384	22,089	32,380	71,831	2,793	297,780	52,672	245,108	3,587,612
2月末	2,987,494	23,534	32,138	74,826	2,877	297,780	52,672	245,108	3,588,015
3月末	3,018,986	19,700	31,703	75,676	2,936	300,570	56,350	244,220	3,756,977

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

	国庫短期 証券買入 オペ	国債 買現先 オペ	C P 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 特別)	
26年														
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
10月末	357,980	0	0	66,122	66,122	3,161	0	0	0	0	276	0	0	12,000
11月末	348,741	0	0	64,615	64,615	3,161	0	0	0	0	234	1	0	12,000
12月末	315,937	0	0	63,715	63,715	3,143	0	0	0	0	0	72	0	12,000
28年														
1月末	340,233	0	0	62,714	62,714	3,144	0	0	0	0	0	1	0	12,000
2月末	341,624	0	0	58,669	58,669	3,144	0	0	0	0	0	1	0	11,994
3月末	369,147	0	0	36,739	36,739	3,144	0	0	0	0	1,900	101	0	11,999

(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28年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、405.6兆円（前年比+25.4%）となった。

資産をみると、「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」のもとで買入れが進んだことから、長期国債は301.9兆円（前年比+37.1%）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）の残高も増加した。貸付金は、貸出増加支援資金供給等が増加した一方、共通担保資金供給オペが減少したこと等から、34.0兆円（前年比-0.2%）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により、275.4兆円（前年比+36.7%）となった。発行銀行券は、95.6兆円（前年比+6.6%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ18.8兆円（前年比10.5倍）、0.2兆円（前年比-98.9%）となった。

（図表44）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、カッコ内は前年比%

	27年3月末		27年9月末		28年3月末	
(資産)						
国債	269.8	(36.0)	309.6	(35.0)	349.2	(29.4)
[うち長期国債]	220.1	(42.8)	262.8	(46.2)	301.9	(37.1)
[うち短期国債]	49.7	(12.4)	46.7	(-5.5)	47.3	(-4.8)
コマーシャル・ペーパー等	2.0	(5.6)	2.0	(-7.2)	2.0	(-0.5)
社債	3.2	(1.2)	3.2	(0.2)	3.2	(-2.2)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.4	(0.2)	1.4	(0.2)	1.4	(-0.5)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	4.5	(57.3)	6.2	(93.7)	7.6	(68.8)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.21	(38.7)	0.26	(59.3)	0.29	(42.3)
貸付金 ^(注4)	34.1	(29.6)	35.0	(17.1)	34.0	(-0.2)
外国為替	7.1	(15.5)	7.2	(9.7)	6.7	(-5.8)
資産計	323.6	(33.9)	366.1	(32.1)	405.6	(25.4)
(負債・純資産)						
発行銀行券	89.7	(3.5)	91.6	(5.9)	95.6	(6.6)
当座預金	201.6	(56.6)	242.2	(50.0)	275.4	(36.7)
政府預金	1.8	(6.9)	6.2	(4.8倍)	18.8	(10.5倍)
売現先勘定	17.6	(31.6)	11.3	(-27.3)	0.2	(-98.9)
負債・純資産計	323.6	(33.9)	366.1	(32.1)	405.6	(25.4)

(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31.4兆円となった。このうち、成長基盤強化支援資金供給は7.0兆円、貸出増加支援資金供給は24.4兆円となった。

(図表45)「貸出支援基金」の残高

— 億円

	27年3月末	27年9月末	28年3月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	61,156	62,861	69,859
貸出増加を支援するための資金供給	223,454	236,118	244,220
合計	284,610	298,979	314,079

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表44の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

27年度下期中に償還期限が到来した長期国債のうち7.2兆円については、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。

また、「量的・質的金融緩和」の実施に伴って生じ得る本行の収益の振幅を平準化し、財務の健全性を確保する観点から、長期国債に関する引当金である「債券取引損失引当金」を拡充した。