

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 28 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 28 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)	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)	3
(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を続け、公共投資は下げ止まった)	7
(雇用・所得環境は、着実な改善を続けた)	8
(個人消費は、一部に弱めの動きもみられたが、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	18
(2) 短期金融市場	21
(3) 債券市場	22
(4) 株式市場	24
(5) 外国為替市場	25
(6) 企業金融	27
(7) 量的金融指標	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	33

2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	34
(2) 「経済・物価情勢の展望」	44
(3) 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果について の総括的な検証	54
(4) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 28年6月の会合	57
(国際金融資本市場では、市場参加者が積極的にリスクテイクしにくい状況が続いている)	
(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)	
ロ. 9月の会合	58
(国際金融資本市場では、不確実性が高い状況が続いている)	
(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、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる)	
(金融環境は、きわめて緩和した状態にある)	
(5) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続	60
ロ. 金融緩和の強化	60
ハ. 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果について の総括的な検証	62
ニ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入	63
(6) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	67

3. 金融市場調節の実施状況	69
4. 日本銀行のバランスシートの動き	76
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	78
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	137
3. 金融政策決定会合議事要旨	178
参考計表・資料一覧	271

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 28 年度上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な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、横ばい圏内の動きとなった。国内需要をみると、公共投資は、下げ止まった。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、一部に弱めの動きもみられたが、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、持ち直しを続けた。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けた。

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、小幅のマイナスとなった。予想物価上昇率は、現実の物価上昇率がゼロ%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、27 年夏場以降の弱含みの局面が続いた。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、全般として、金利は一段と低下した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、7 月末にかけてマイナス幅が拡大した。もっとも、その後は米欧長期金利の上昇もあって上昇に転じた。上期末にかけては、9 月の金融政策決定会合で導入された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、ゼロ%を幾分下回る水準で推移した。

株価は、6 月の英国の国民投票が EU 離脱を支持する結果となり世界的に株価が下落する中で、一旦 15 千円を下回る水準まで下落した。もっとも、その後は、米欧株価が上昇する中、16 千円台半ばまで上昇した。

為替市場では、円の対ドル相場は、7 月にかけて、米国の利上げが緩やかな

ペースになるとの見方や、英国のEU離脱の影響への警戒感などから、円高ドル安方向で推移した。その後は、振れを伴いつつも概ね横ばい圏内で推移し、9月末には100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、9月末には112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、大幅に緩和した状態であった。

資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向け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%程度のプラスで推移した。社債の発行残高の前年比は、プラスに転じたあと、プラス幅が拡大した。また、CPの発行残高の前年比は、振れを均してみればプラスに転じて推移した。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は、日本銀行が資産買入を進める中、大幅に増加し、前年比は2割台で推移した。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. 28年度上期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、4月から9月のすべての会合で、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と判断した。

7. 金融政策運営面では、7月の会合において、「金融緩和の強化」として、以下の措置を決定した。

（1）ETF買入れ額の増額

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

(2) 企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置

① 成長支援資金供給・米ドル特則の拡大

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

② 米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度の新設

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

9月の会合では、「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行い、その結果を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、上記2つの政策枠組みを強化する形で、以下のとおり「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。

(1) 長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>

① 金融市場調節方針

金融市場調節方針は、長短金利の操作についての方針を示すこととする。次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

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

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入

長短金利操作を円滑に行うため、以下の新しいオペレーション手段を導入する。

(i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）

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

(2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産買入れについては、以下のとおりとした。

- ① ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② 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) オーバーシュート型コミットメント

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

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

(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、456.8兆円（前年比+24.8%）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

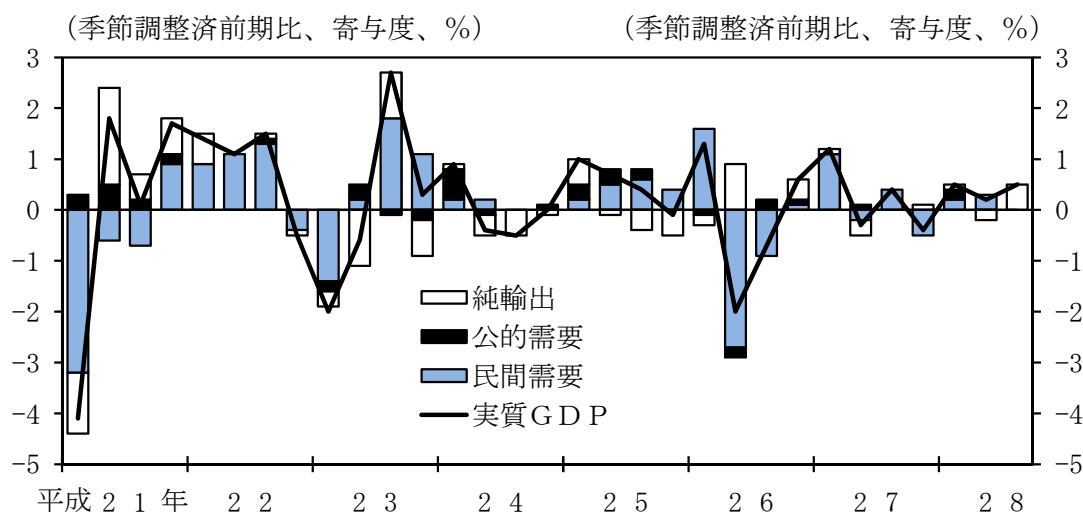
(概況)

平成28年度上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、横ばい圏内の動きとなった。国内需要をみると、公共投資は、下げ止まった。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、一部に弱めの動きもみられたが、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、持ち直しを続けた。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けた。

以上の経済情勢を実質GDPの前期比でみると(図表1)、1～3月以降、3四半期連続でプラスとなった。半期でみると、28年度上期は、前年度下期対比で年率1.4%の伸びとなった。

(図表1) 実質GDPの推移



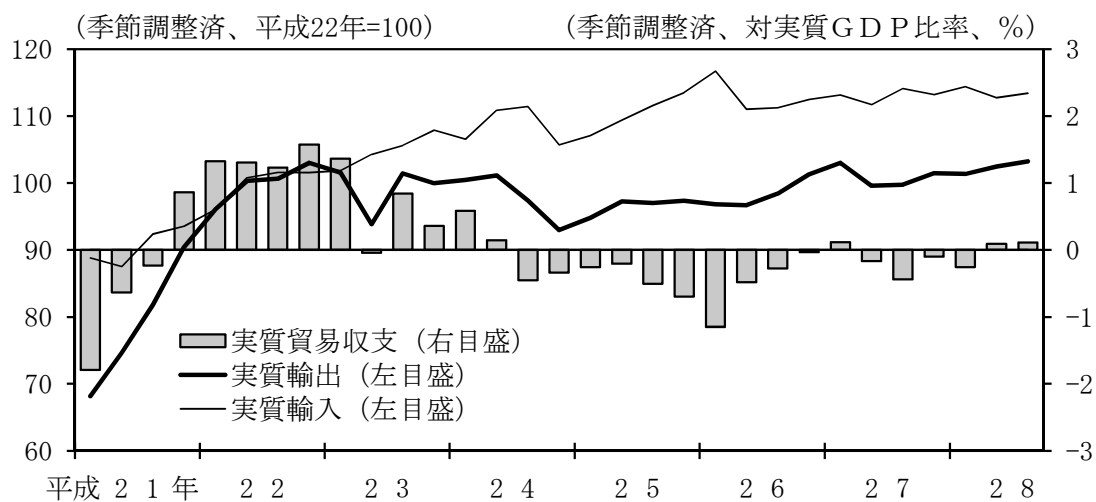
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

(輸出は、新興国経済の減速の影響などから、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)。仔細にみると、先進国向けは、振れを均せば自動車関連を中心に着実な増加を続けた。一方、新興国向けは、資本財・部品を中心に鈍い動きとなったことから、全体としては横ばい圏内で推移した(図表3)。

実質輸入は、振れを均せば横ばい圏内の動きとなった(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3四半期	4	1	2	3
米国	<20.1>	-0.8	2.8	1.2	-1.0	-1.4
EU	<10.6>	1.8	5.7	5.8	1.0	0.1
東アジア	<49.0>	-0.7	0.7	-0.5	1.7	1.8
中国	<17.5>	-1.8	2.9	-0.2	0.5	0.4
NIEs	<21.7>	-1.2	-0.8	-0.5	3.3	2.1
ASEAN4	<9.8>	2.6	0.4	-1.0	0.1	3.4
その他	<20.3>	0.8	-0.3	-2.2	3.8	0.9
実質輸出計		0.2	1.7	-0.1	1.1	0.7

(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

		平成27年		平成28年		
		第3四半期	4	1	2	3
中間財	<19.8>	-0.0	1.4	-1.6	1.0	0.4
自動車関連	<24.4>	2.2	4.8	-5.1	1.9	3.5
情報関連	<10.6>	-2.1	-1.2	0.3	0.2	1.7
資本財・部品	<27.5>	-0.9	-0.6	1.0	2.1	0.5
実質輸出計		0.2	1.7	-0.1	1.1	0.7

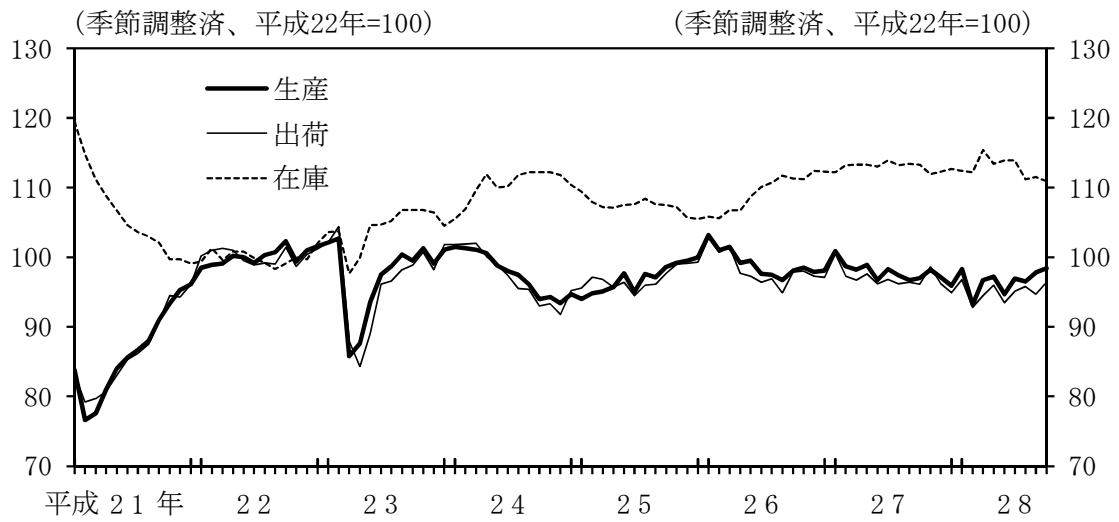
(注) < >内は、27年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。

(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)

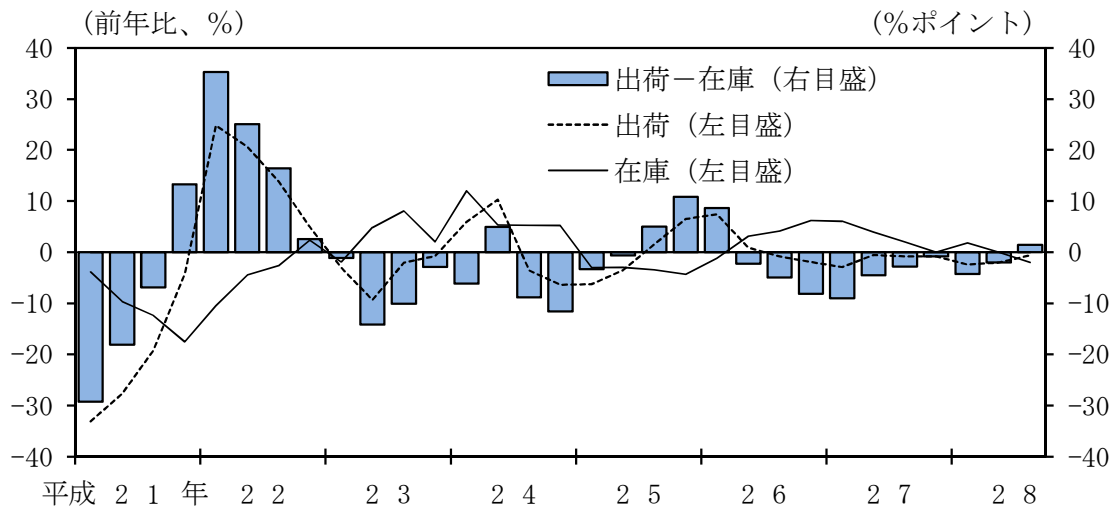
鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響が続くもとで、横ばい圏内の動きを続けた(図表4)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)は、製鉄所事故や熊本地震によるサプライチェーン問題を受けた振れを伴いつつも、基調としては、米欧向けの出荷の増加や国内への生産移管の動きもあって、緩やかに増加した。一方、はん用・生産用・業務用機械は、新興国経済の減速の影響などから、弱めの動きとなった。

この間、出荷・在庫バランスをみると、前年比で出荷の伸びが在庫の伸びに見合う状況が続いた(図表5)。

(図表4) 鉍工業生産・出荷・在庫



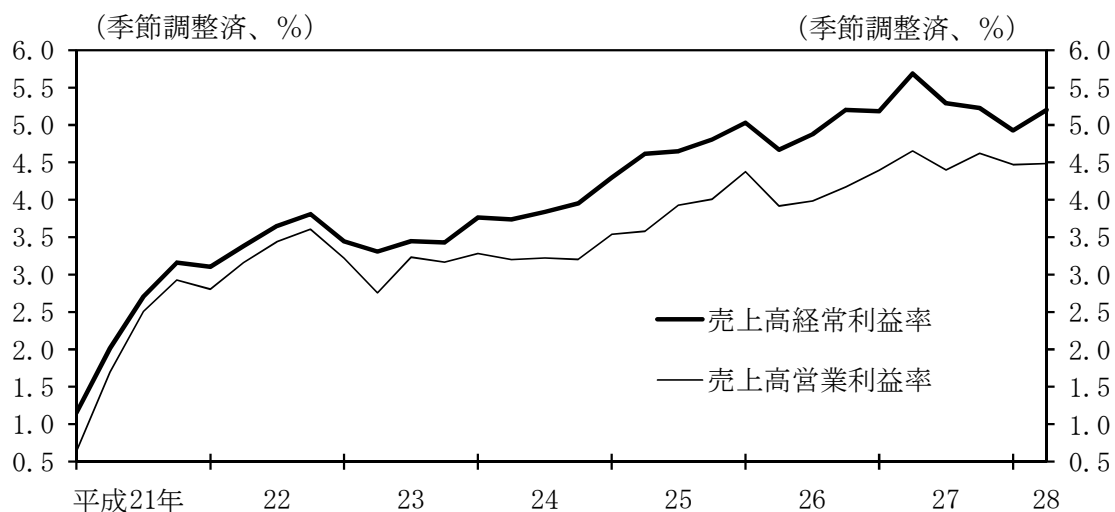
(図表5) 出荷・在庫バランス



(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)

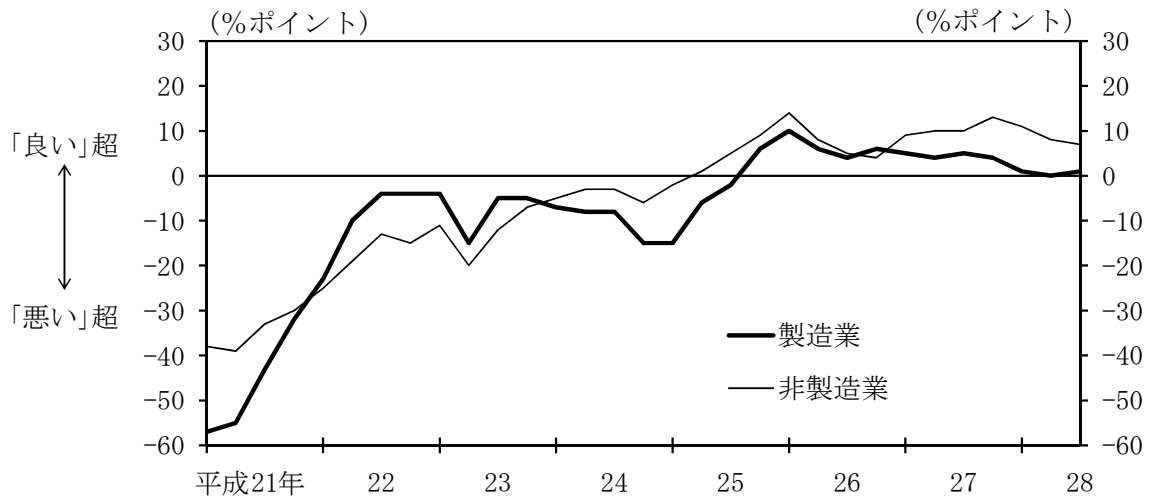
企業収益は、高水準で推移した。法人企業統計の利益率（季節調整値）の推移をみると（図表6）、経常利益率は、海外経済の減速や円高などが下押し要因となったものの、原油安に伴う交易条件の改善などから、高水準で概ね横ばいとなった。この間、企業の業況感を短観で見ると、個人消費における一部弱めの動きや、為替円高の影響などから慎重化したが、高水準の企業収益を反映して、総じてみれば良好な水準を維持した（図表7）。

(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。

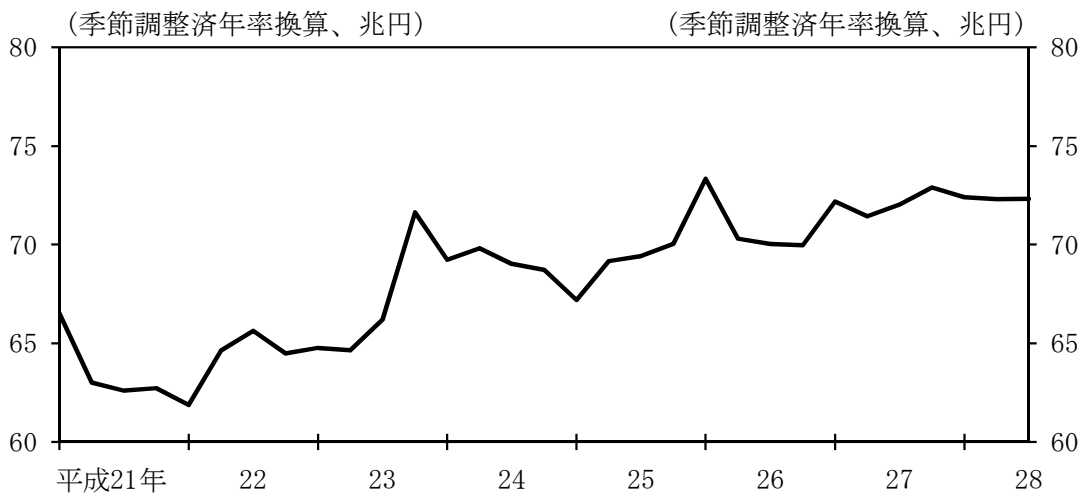
(図表7) 企業の業況判断D. I. (短観)



(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は、前年度の平均的な水準を上回って推移しており、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を辿った(図表8)。

(図表8) 設備投資(実質、GDPベース)

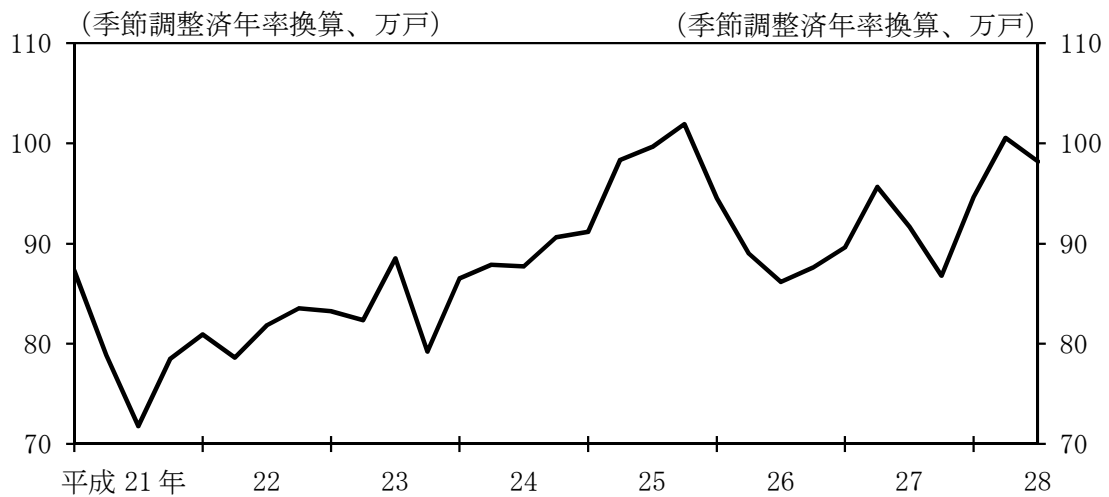


(住宅投資は持ち直しを続け、公共投資は下げ止まった)

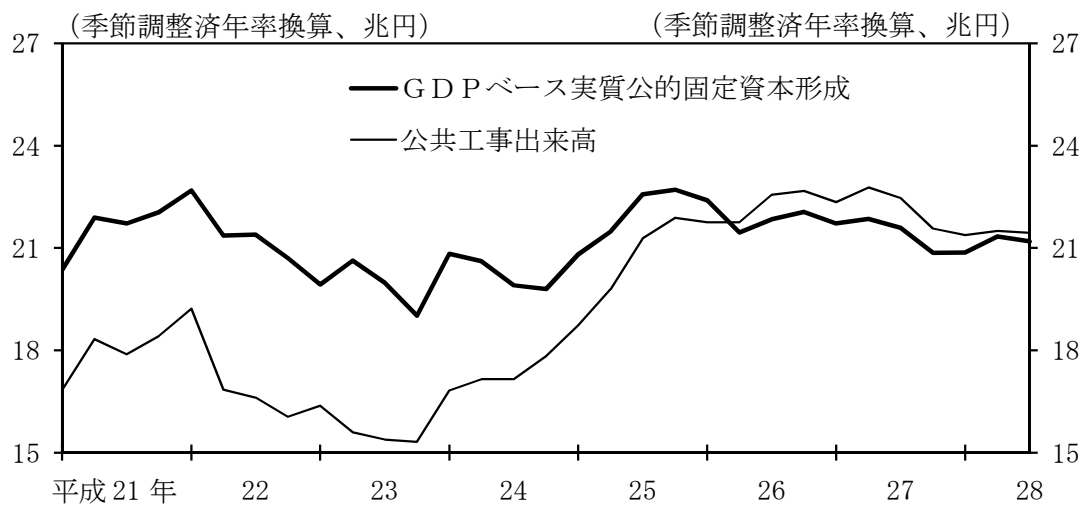
住宅投資は、緩和的な金融環境に支えられて、資産運用・節税ニーズの強い貸家を中心に、持ち直しを続けた(図表9(1))。公共投資は、2015年度補正予算による災害復旧・防災・減災事業や2016年度予算の前倒し執行などから、下げ止まった(図表9(2))。

(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）

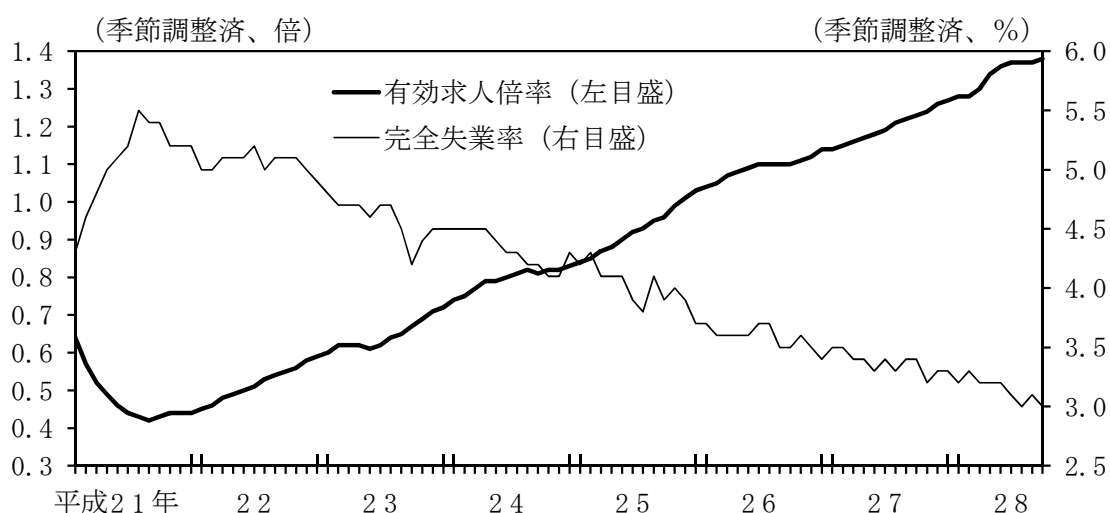
雇用面についてみると（図表 10）、労働力調査の雇用者数の前年比は、1%台半ばの高い伸びを続けた。そのもとで、有効求人倍率は着実に上昇したほか、完全失業率も、振れを伴いつつも緩やかな改善を続け、3%程度まで低下した。

賃金面では、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇した。所定内給与は、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増加するもとで、全体でも緩やかな増加を続けた（図表 11）。

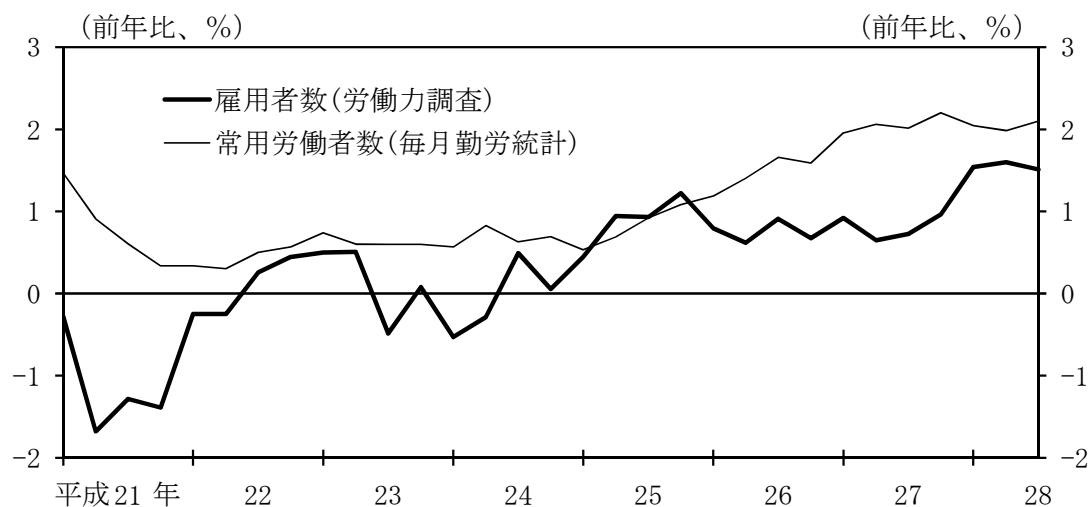
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得はしっかりと増加した。

（図表 10）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

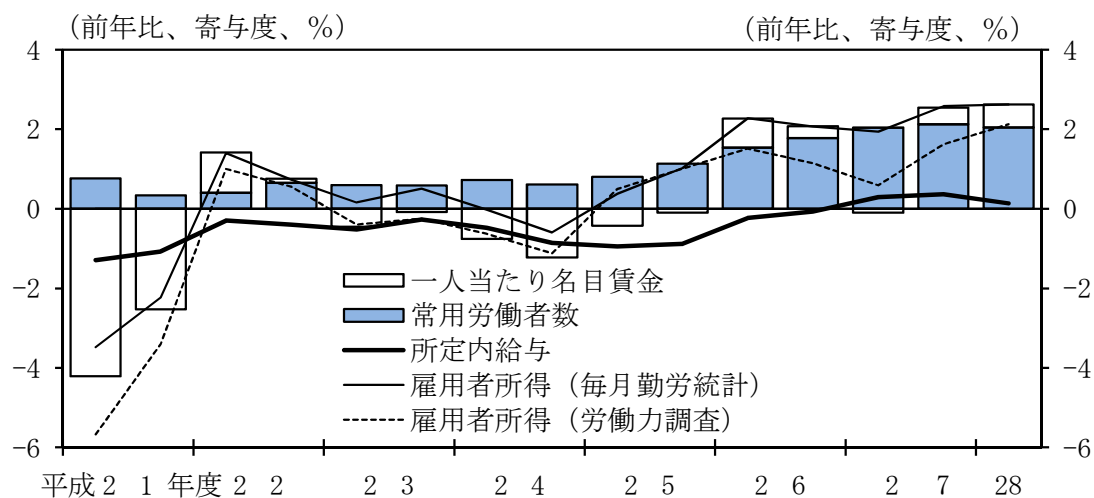


(2) 雇用者数と常用労働者数



(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。

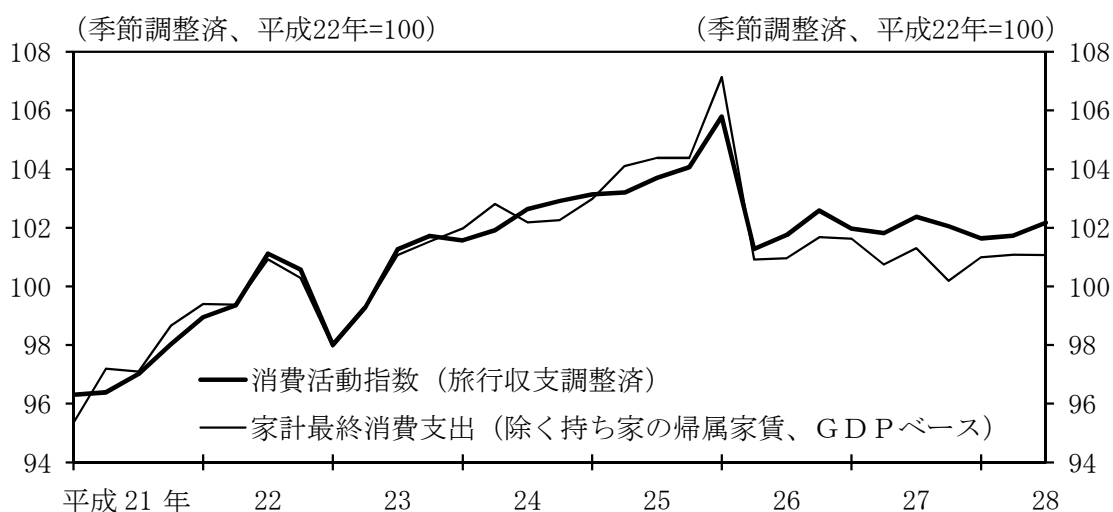
（個人消費は、一部に弱めの動きもみられたが、底堅く推移した）

個人消費については、一部に弱めの動きもみられたが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、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)）、年初以降の株価低下の影響や自動車の供給制約で減少したあと、それらの影響が緩和してきたことを受けてプラスに転じた。サービス消費は、外食が緩やかな増加傾向にあった一方、旅行は弱めに推移した（図表 12(3)）。

この間、個人消費関連のマインド指標は、株価下落の影響などから幾分悪化したあと、持ち直した（図表 13）。

（図表 12） 個人消費

（1）個人消費（実質）



(2) 小売業販売額 (実質)



(3) サービス消費 (名目)

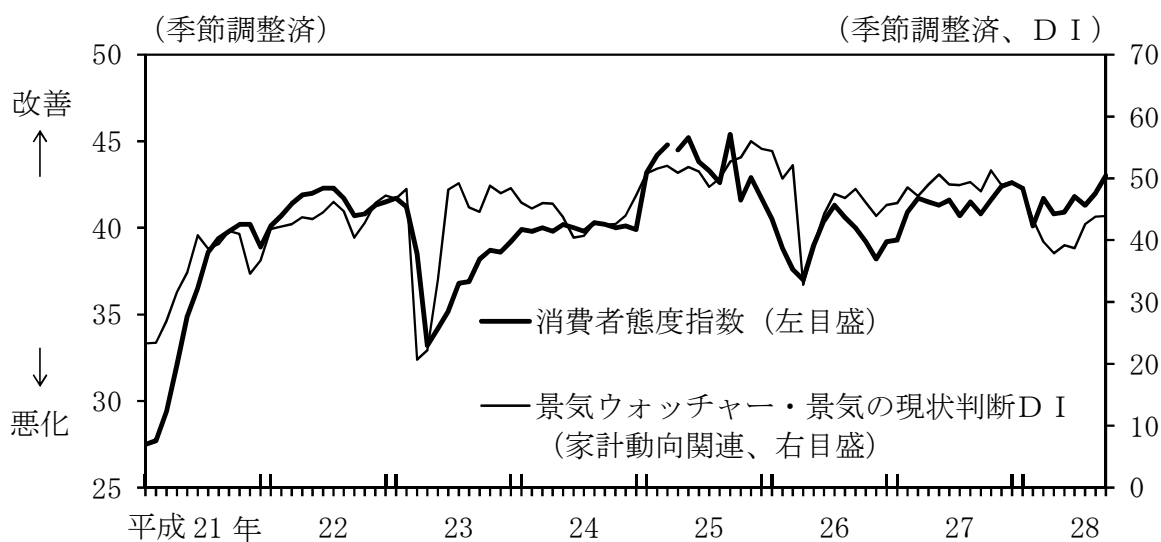


(注1) 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。

(注2) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。

(注3) 外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(図表 13) 個人消費関連のマインド指標



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

(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、小幅のマイナスとなった（図表 14）。内訳をみると（図表 15）、財は、前年同時期に値上げが行われた食料工業製品や生活関連財を中心に、本年は価格改定を見送る動きが多いほか、為替円高などを背景とした耐久消費財の下落もあり、伸びが低下した。一般サービスは、人手不足に伴う賃金上昇を背景とした値上げの動きが家事関連サービスなどで散見されたが、宿泊料の伸び鈍化や家賃の下落幅拡大もあって、財の伸び率低下を打ち消すまでには至らなかった。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、大きめのマイナスとなったあと、マイナス幅を縮小した。

基調的な変動を捉える指標として、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比をみると（図表 16）、プラス幅が縮小した。刈込平均値²、プラス幅が縮小し、0%程度となった。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、歴史的にみれば高水準を維持したものの、やや低下した。

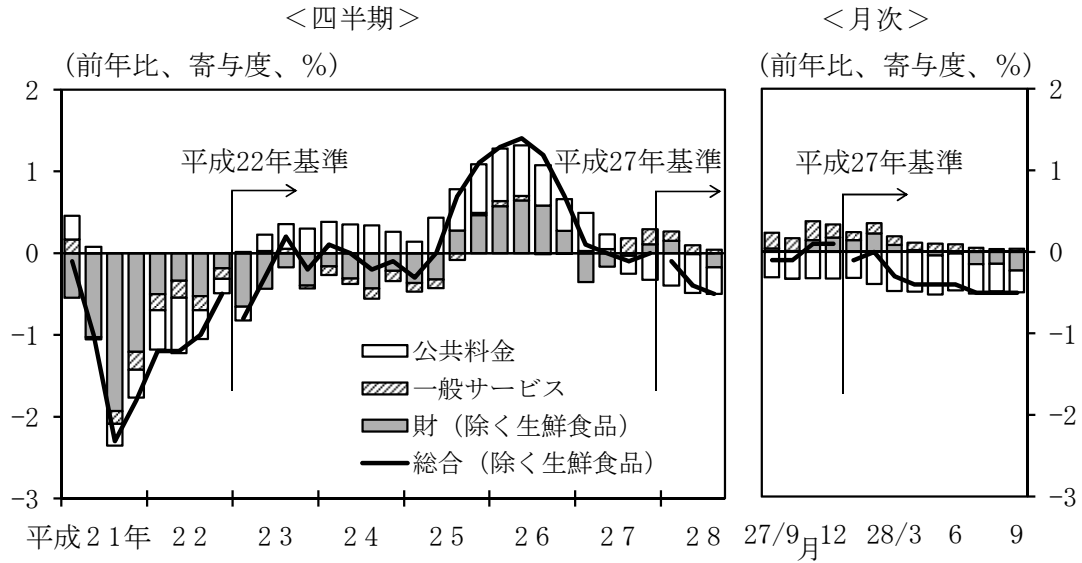
予想物価上昇率は（図表 17）、現実の物価上昇率が0%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、27年夏場以降の弱含みの局面が続いた。

（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。

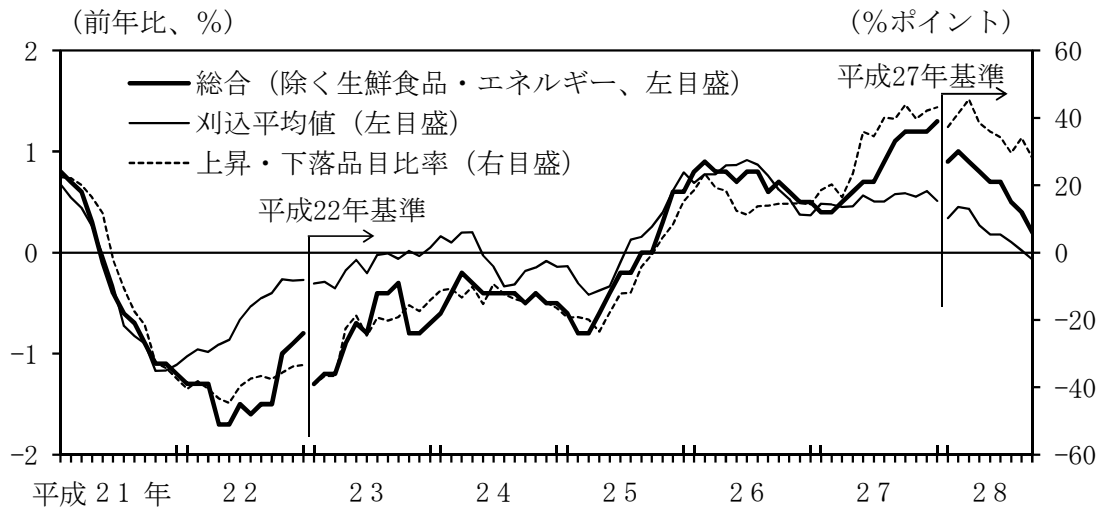
(図表 15) 消費者物価（全国・総合除く生鮮食品）の内訳



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

(注2) 消費者物価指数は、消費税調整済み(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・エネルギー)は日本銀行調査統計局算出。

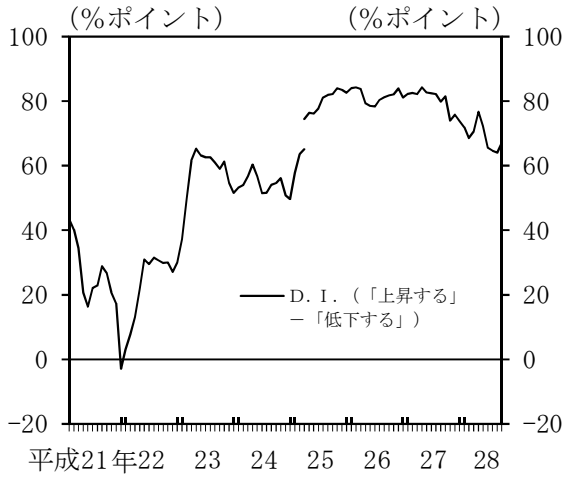
(注2) 刈込平均値は、全個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(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。

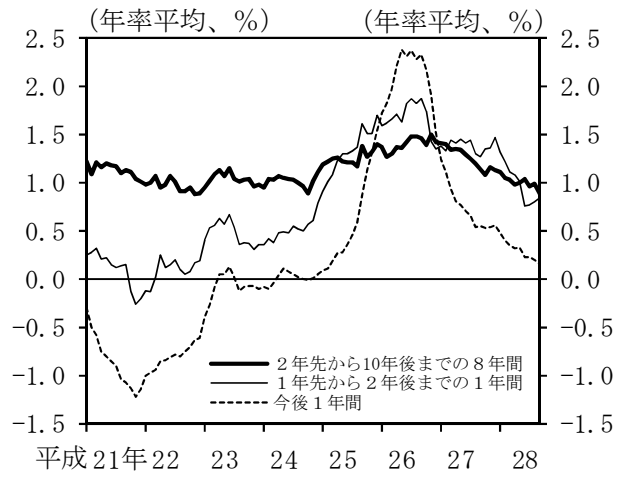
(注4) 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値)。

(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)



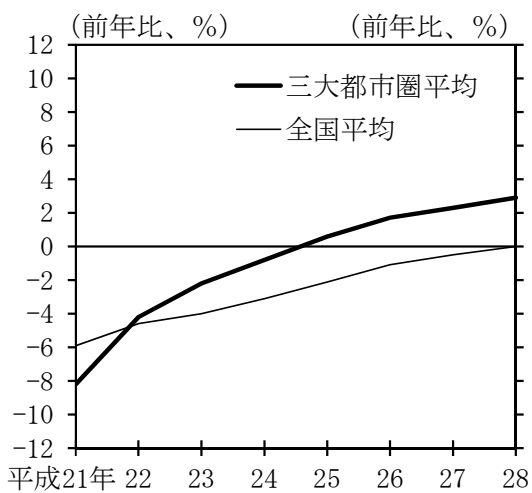
(注1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。25年4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。

(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。

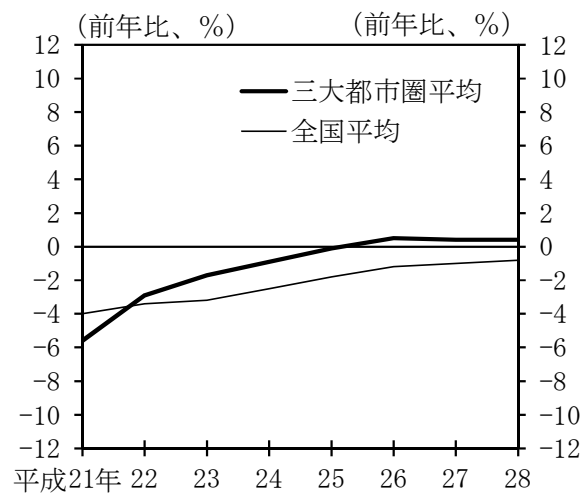
地価を都道府県地価（7月時点）でみると（図表18）、全国平均では、商業地が前年までの下落から横ばいとなり、住宅地も前年比のマイナス幅を縮小した。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均では、商業地が前年比プラス幅を拡大し、住宅地も小幅のプラスを続けた。

（図表18）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

28年度上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	27年 第2四半期	3	4	28年 1	2	3
米 国		2.4	2.6	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	2.9
ユーロエリア		1.2	2.0	1.5	1.4	1.8	2.1	1.2	1.4
新興 国・ 地域	中 国	7.3	6.9	7.0	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7
	イ ン ド	7.0	7.2	7.5	7.6	7.2	7.9	7.1	-
	NIEsおよび ASEAN4	4.1	3.5	3.4	3.3	3.5	3.4	3.8	-
	ブラジル	0.1	-3.8	-3.0	-4.5	-5.9	-5.4	-3.8	-
	ロ シ ア	0.7	-3.7	-4.5	-3.7	-3.8	-1.2	-0.6	-

(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、新興国の減速などから鉱工業部門は力強さをやや欠いたが、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%台前半で推移した。総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に概ね1%前後で推移した。

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0.25~0.50%の範囲に据え置いた。資産買入れプログラムについては現状維持とし、9月会合では、声明文に「フェデラル・ファンド・レートを引き上げる根拠は強まっていると判断したが、当面、目標に向けた進展継続の更なる証拠を待つことを決定した」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、期中を通じて「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」との文言を維持した。

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ものの、個人消費が引き続き増加するもとの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、エネルギー価格の下落を主因にゼロ%近傍で推移した。この間、英国では、消費者コンフィデンスが、欧州連合からの離脱を決定した国民投票後に悪化した後、9月にかけて反発した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、期中を通じて政策金利（主要リファイナシング・オペにおける適用金利）を0.00%、限界貸出金利を0.25%、中銀預け金金利を▲0.40%にそれぞれ据え置いた。ただし、9月会合では、声明文に、「政策理事会は、関係する委員会に対して、資産買入れプログラムを円滑に実施するための選択肢を検討するよう指示した」と付言した。

新興国・地域をみると、中国経済は、輸出・生産面を中心に幾分減速した状態が続いたが、総じて安定した成長を維持した。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。財政政策は、3月の全国人民代表大会で示された方針に従って運営されており、財政支出が増加した。金融政策面では、中国人民銀行は、預金や貸出の基準金利、預金準備率といった主要政策をいずれも据え置いた。

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。NIEs・ASEAN諸国・地域の経済では、全体としてみれば輸出・生産の弱さが続いており、やや減速した状態にあったが、景気刺激策の効果から内需は底堅く推移した。ブラジルおよびロシアでは、厳しい経済情勢が続いていたが、資源価格の底打ちなどから総じてみれば下げ止まった。物価面をみると、消費者物価の前年比は、多くの国・地域において低水準で横ばい圏内の動きとなった。ブラジルやロシアのインフレ率は、引き続き高い水準にあるが、自国通貨安の一服を背景に低下した。金融政策面では、メキシコが利上げした一方、韓国、インド、インドネシアなどが利下げした。

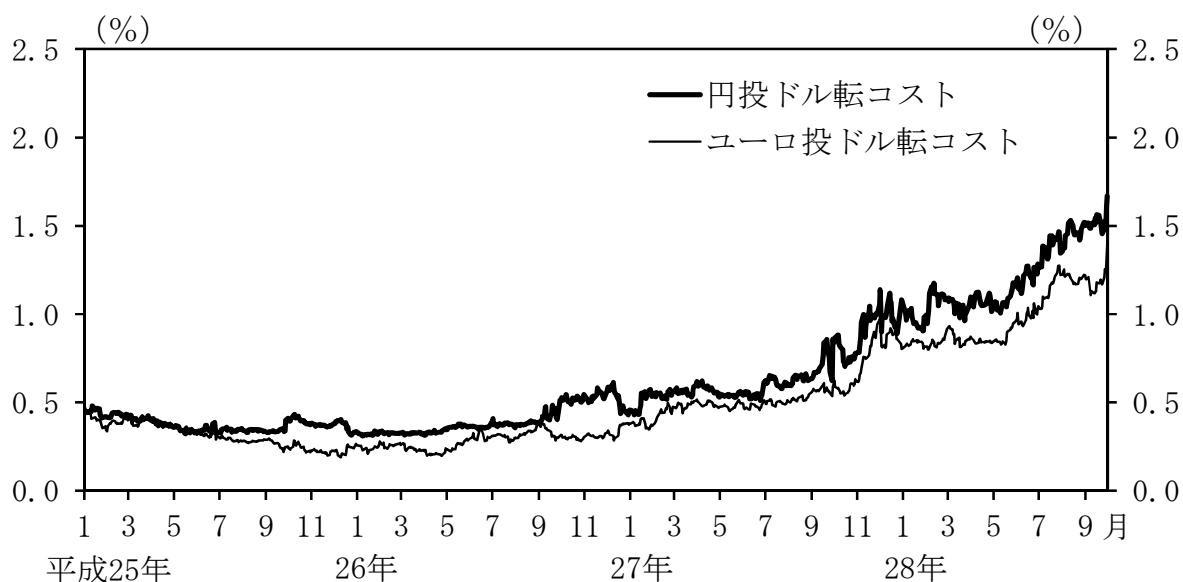
2. 金融面の動向

(1) 国際金融資本市場

平成28年度上期の国際金融資本市場では、英国の国民投票結果が大方の予想と異なったことを受け、投資家のリスク回避姿勢が強まったが、その後は主要中央銀行による政策運営への期待感の高まりなどを背景に落ち着きを取り戻し、各国の株価や新興国通貨は総じて堅調に推移した。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートは米国連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。ターム物金利はMMF規制改革の影響などを背景に水準を切り上げた。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利は中銀預け金金利付近で横ばい圏内の動きとなった。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縮小した。

(図表20) ドル転コスト(3か月物)

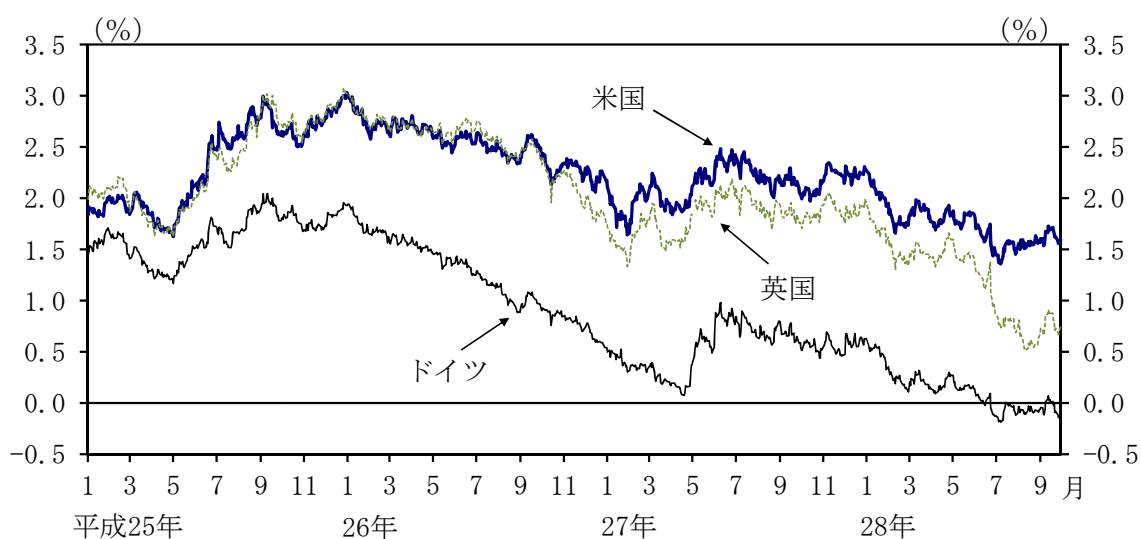


(注) ここでの円投ドル転コストは、円LIBORで調達した円を、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。ユーロ投ドル転コストは、ユーロLIBORで調達したユーロを、為替スワップによってドルに交換した場合のコスト。

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）、主要中央銀行による緩和的な政策運営への期待感などから低下したが、期末にかけて幾分上昇する場面もみられた。米国の長期金利は低下方向で推移したが、米国連邦準備制度による利上げが意識された 8 月以降、幾分上昇した。英国の長期金利は、国民投票の結果を受けて大幅に低下した後、イングランド銀行による大規模な金融緩和の決定により水準を一段と切り下げた。この間、ドイツの長期金利は、英国の国民投票後、概ねマイナス圏で推移した。

（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、英国の国民投票の結果を受けて急落する場面もみられたが、企業決算が総じて良好な内容であったほか、主要中央銀行による緩和的な政策運営への期待感などから堅調に推移した。英国株価（F T S E 100）も、金融政策運営に対する期待の高まりなどから上昇した。欧州株価（E U R O S T O X X）は、一部行の健全性に対する懸念から銀行株価の上値が重く、均してみれば横ばい圏内の動きとなった。

（図表22）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、主要中央銀行による緩和的な政策運営への期待感などを背景に資金が流入する動きがみられ、株価は上昇したほか、通貨は増価する方向で推移した。

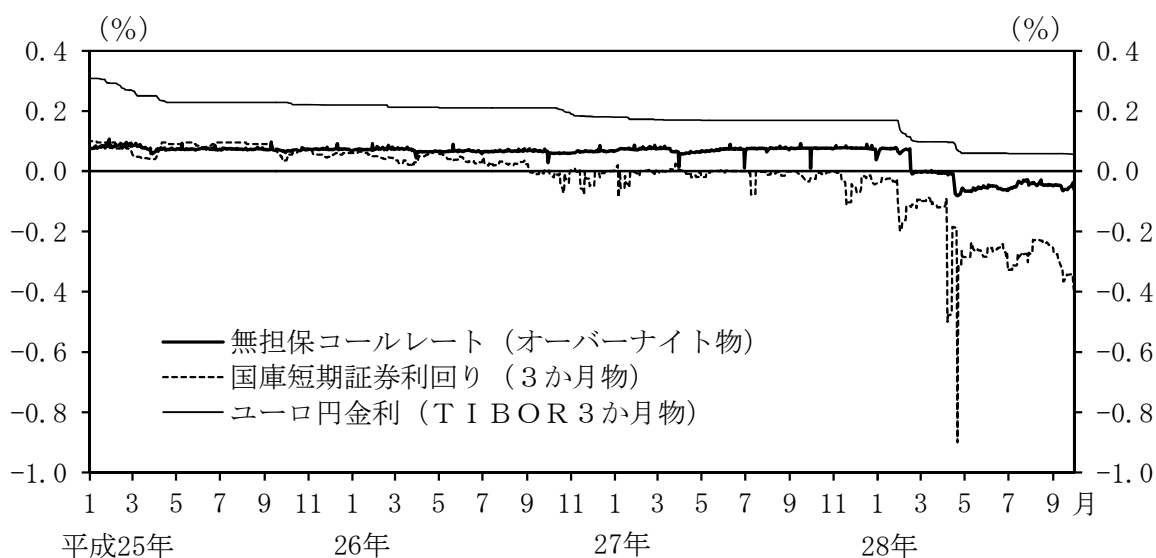
国際商品市況は、商品毎に区々の動きとなった。個別にみると、原油（W T I）は、ナイジェリアでの武装勢力によるパイプライン襲撃など供給制約につながる出来事が意識されて上昇したあと、7月以降は、1 バレル 40～50 ドルの範囲で推移した。非鉄金属（銅）は、主要採掘国の増産を受けた在庫の積み上がりなどが意識され、上値の重い展開となった。農産物は、南米における天候不順の影響などから、6月にかけて上昇したが、その後は米国の豊作観測もあって下落した。この間、金は上昇を続けた。

(2) 短期金融市場

28年度上期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般として、金利は一段と低下した。

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、投資信託がマイナス金利での資金運用を開始した4月中旬に低下し、9月末にかけて概ね▲0.05%前後で推移した。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、海外投資家の旺盛な需要などを背景に、一段と低下した。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

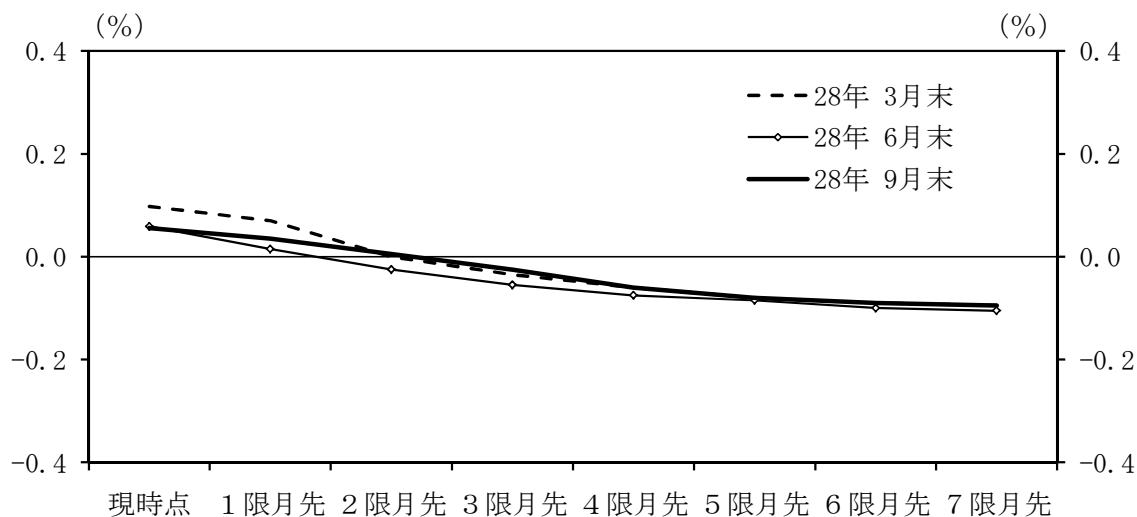


⁴ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

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）、28 年度上期を通して、概ね不変となった。先行きの金利については、緩やかな低下を見込む姿となっている。

（図表 24）ユーロ円金利先物レート

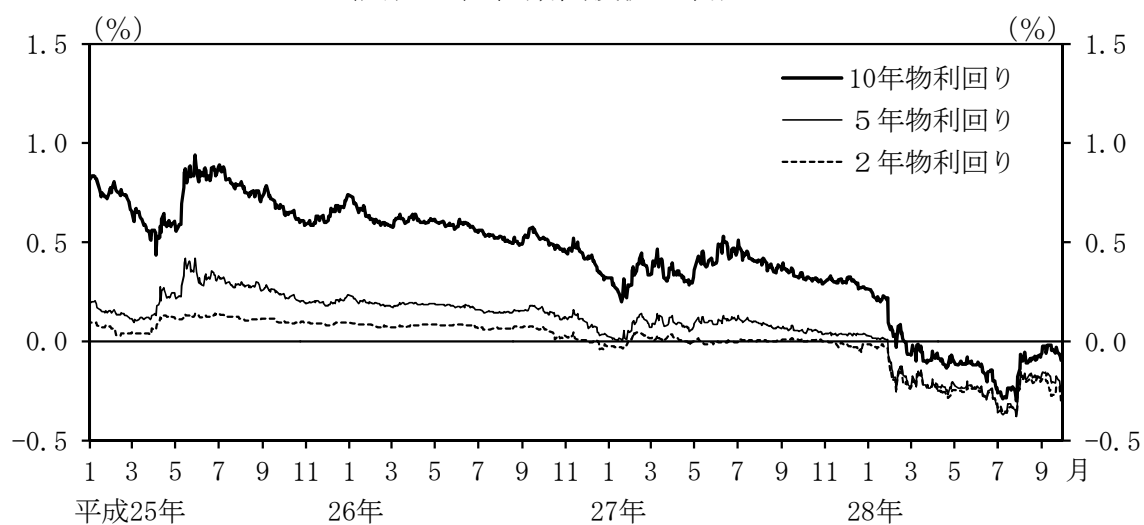


（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、28年9月末時点（太い実線）における1限月先（28年12月央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.035%、2限月先（29年3月央時点）が0.005%、3限月先（29年6月央時点）が▲0.025%であったことを表している。

（3）債券市場

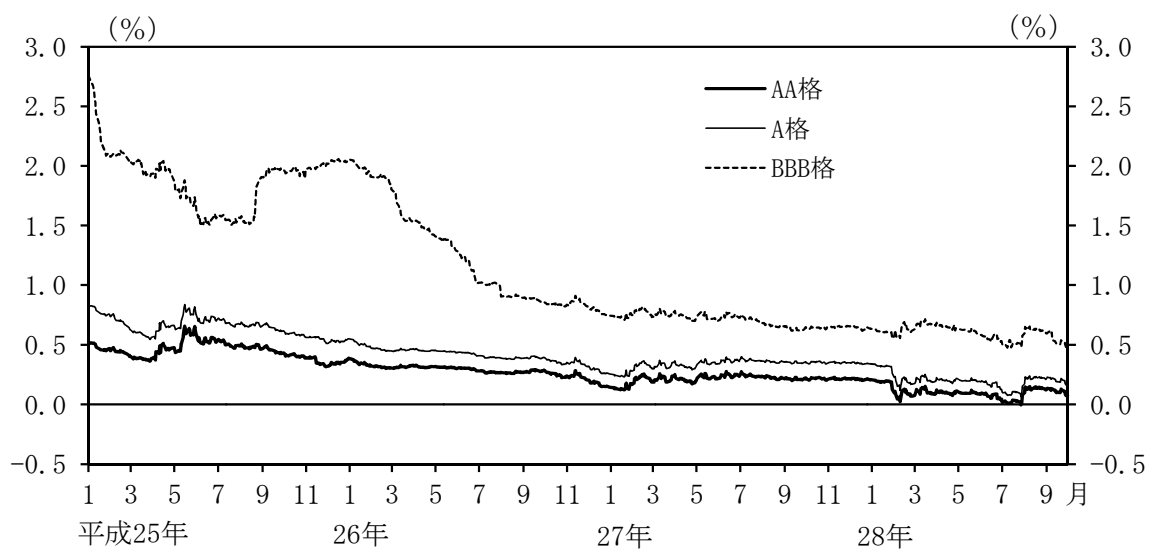
28年度上期の債券市場の動向をみると（図表 25）、長期国債（10年債）の流通利回りは、7月末にかけてマイナス幅が拡大した。もっとも、その後は米欧長期金利の上昇もあって上昇に転じた。上期末にかけては、9月の金融政策決定会合で導入された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、ゼロ%を幾分下回る水準で推移した。

(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）、7月末にかけて低下したあと、国債の流通利回りに連れて幾分上昇した。

(図表 26) 社債の流通利回り

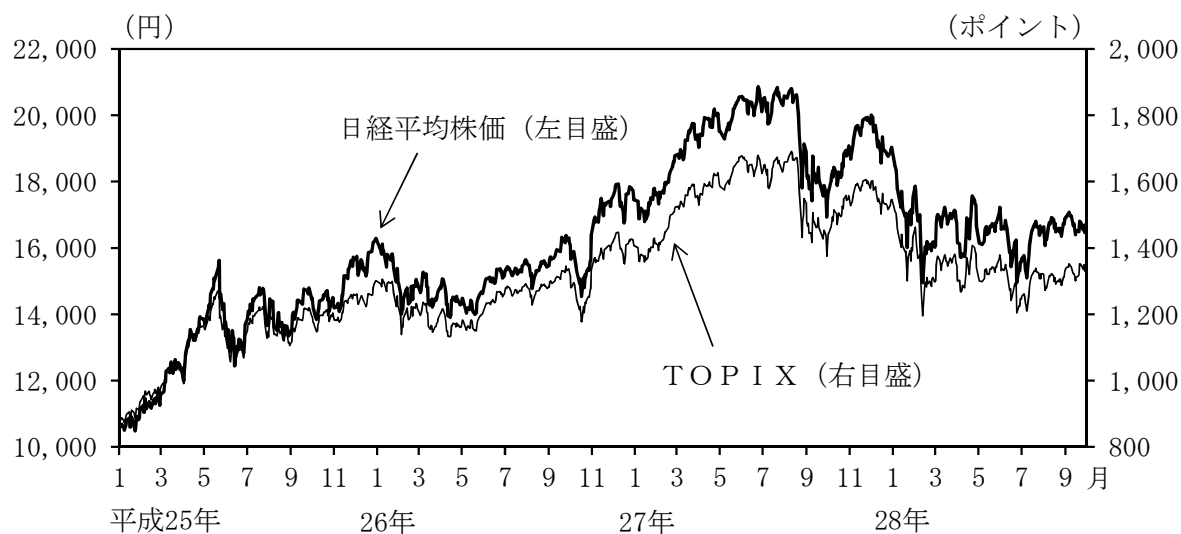


(注) 残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

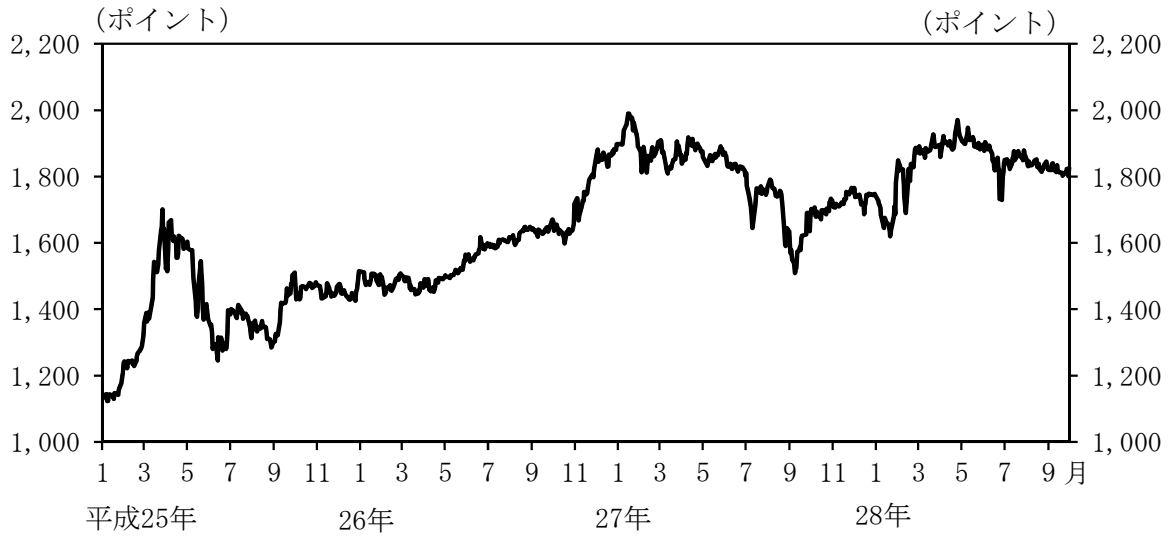
28年度上期の株式市場の動向をみると(図表27)、日経平均株価は、6月の英国の国民投票がEU離脱を支持する結果となり世界的に株価が下落する中で、一旦15千円を下回る水準まで下落した。もっとも、その後は、米欧株価が上昇する中、16千円台半ばまで上昇した。

(図表27) 株価



不動産投資法人投資口(J-REIT)の価格は(図表28)、英国のEU離脱を巡る不透明感を背景に大きく下落する局面もみられたが、均してみれば小幅の下落となっている。

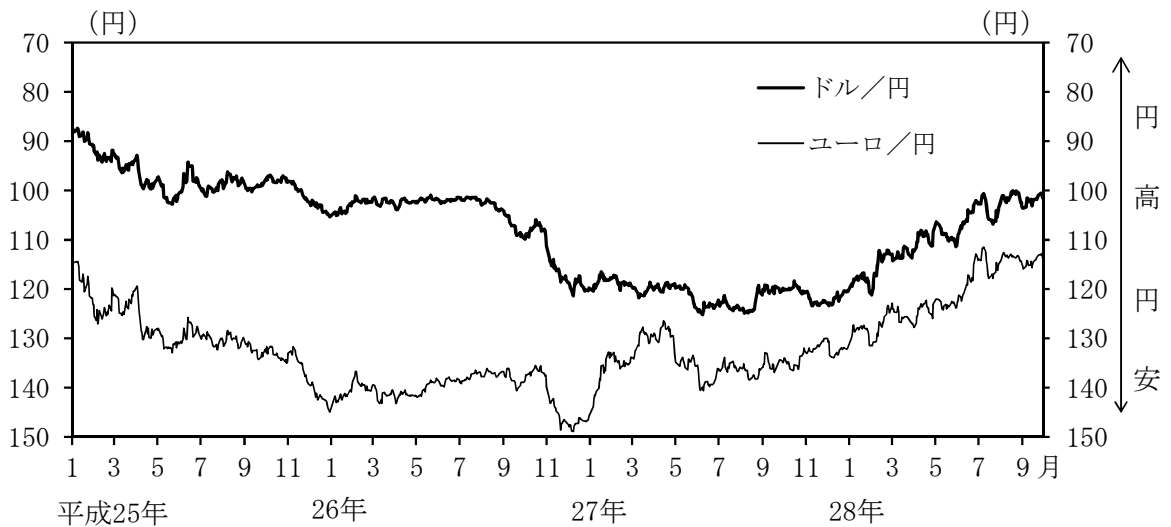
(図表 28) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

28年度上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、7月にかけて、米国の利上げが緩やかなペースになるとの見方や、英国のEU離脱の影響への警戒感などから、円高ドル安方向で推移した。その後は、振れを伴いつつも概ね横ばい圏内で推移し、9月末には100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、9月末には112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、円高方向に進んだ。

（図表 30）円の実質実効為替レート

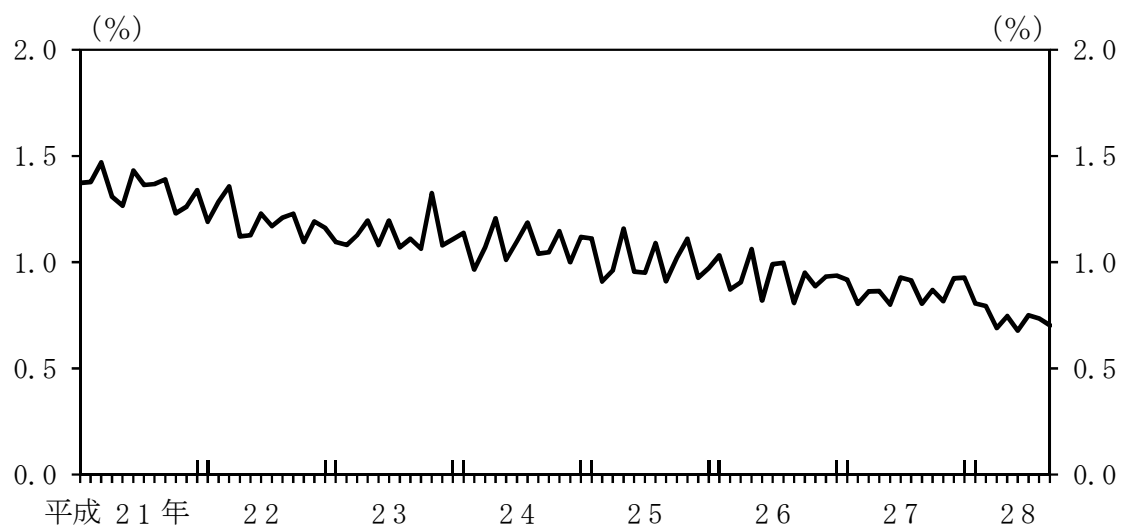


⁶ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

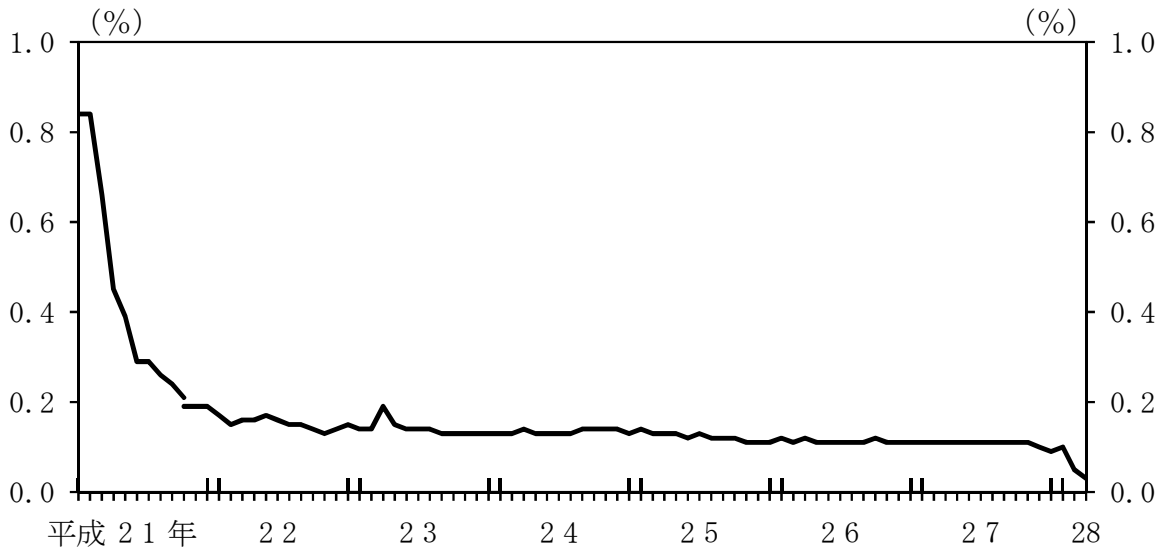
28年度上期において、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」および「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を進めるもとで、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

(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、CP・社債の発行金利は（図表 32）、きわめて低い水準で推移した。

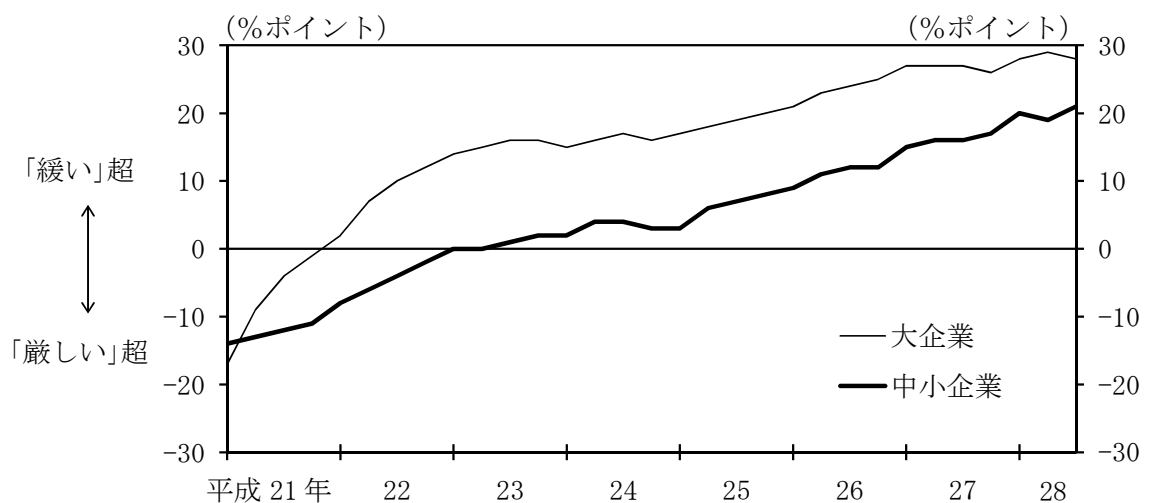
（図表 32）CP発行金利（3か月物）



（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。28 年 3 月下旬以降は、証券保管振替機構による統計の公表が中断されている。もっとも、ヒアリング情報等によれば、CP の発行金利は、全体としてきわめて低い水準で推移した模様である。

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）、大幅に緩和した状態であった。

（図表 33）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）

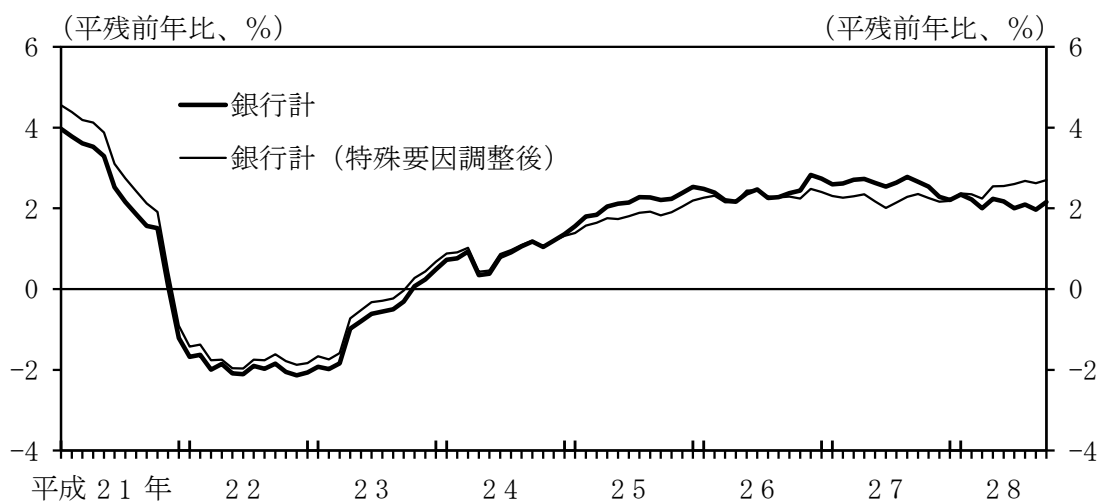


（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向け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%程度のプラスで推移した。社債の発行残高の前年比は（図表 35）、プラスに転じたあと、プラス幅が拡大した。また、CPの発行残高の前年比は、振れを均してみればプラスに転じて推移した。

（図表 34）民間銀行貸出残高

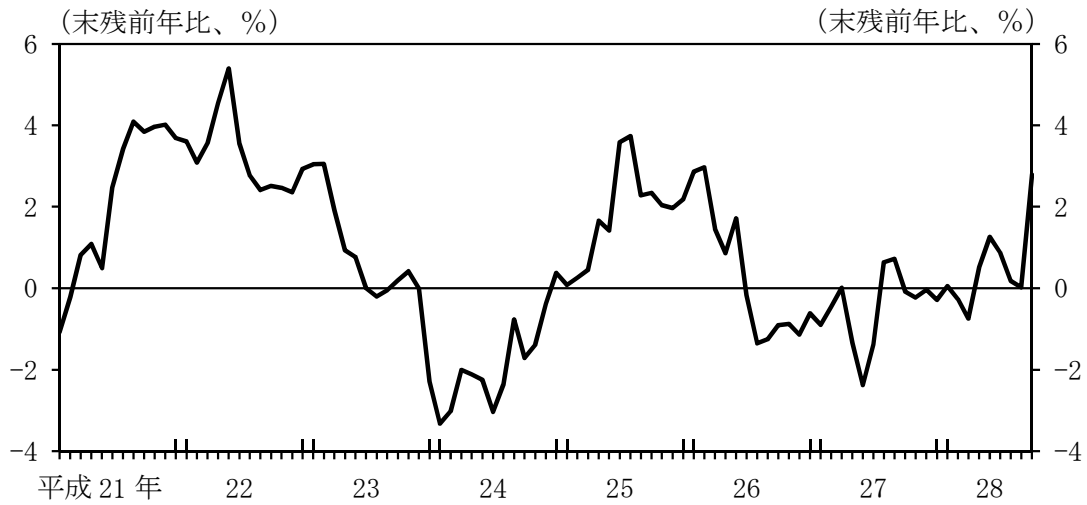


（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

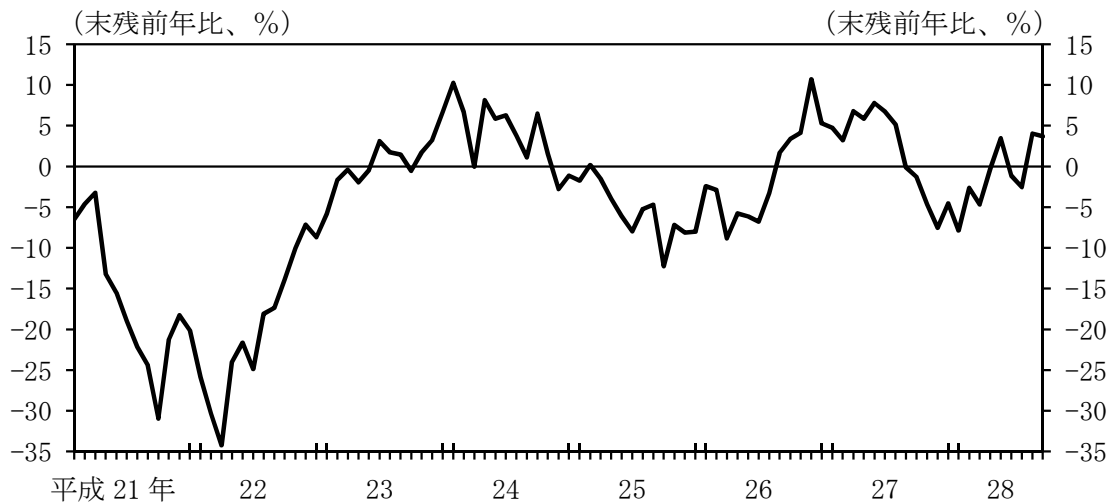
⁷ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。

(図表 35) 資本市場調達

(1) 社債発行残高



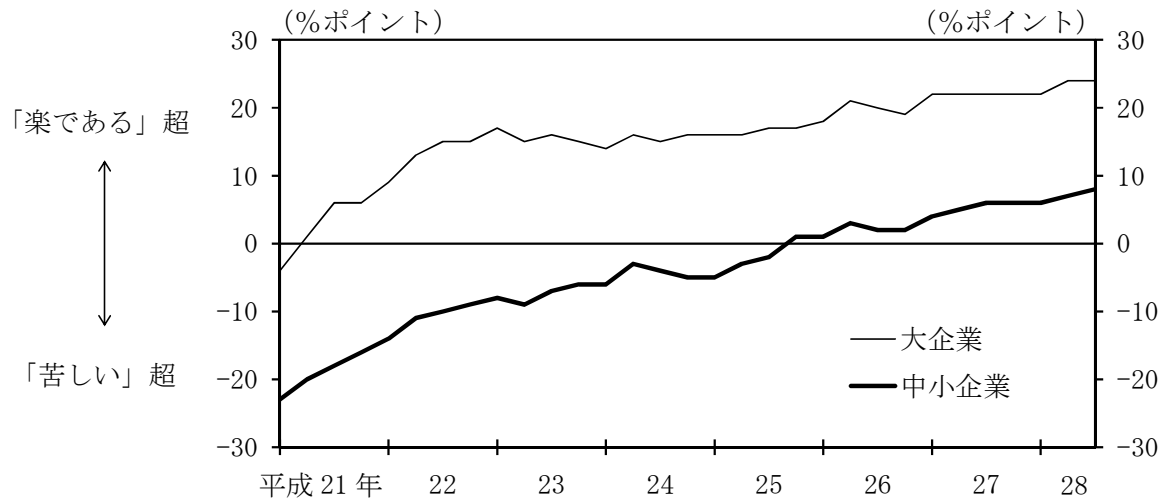
(2) CP発行残高



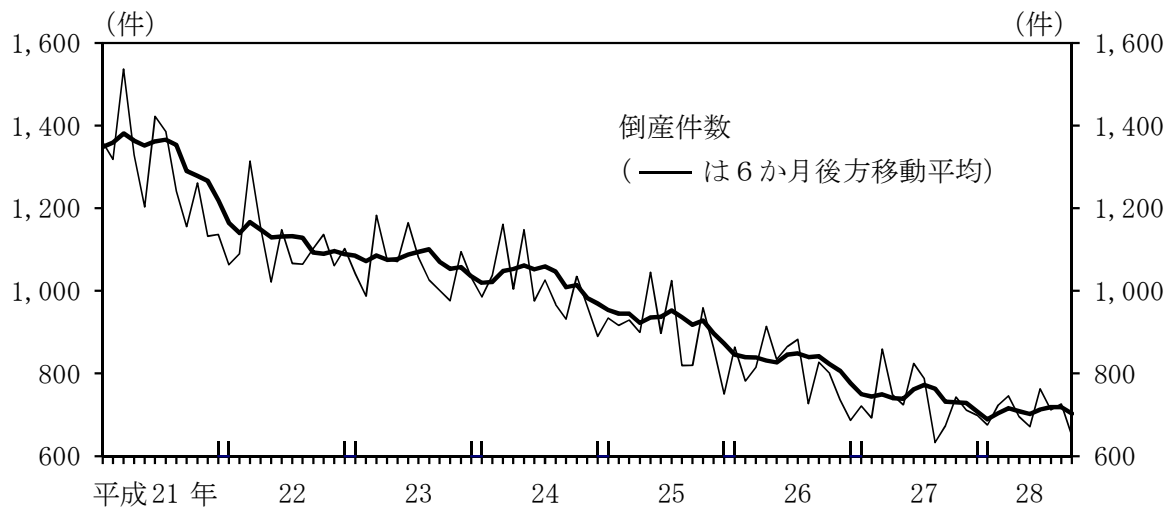
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。

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）



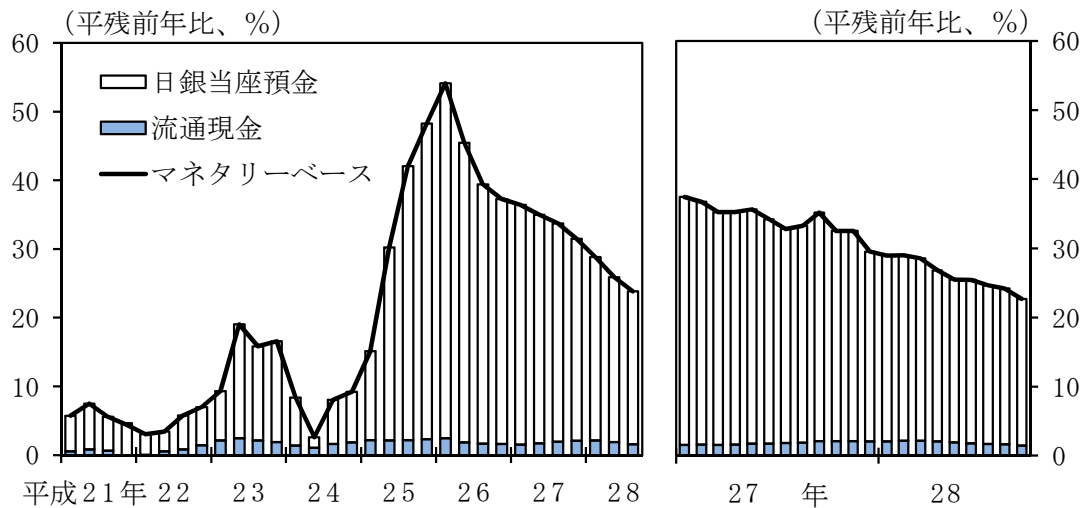
（図表 37）企業倒産



(7) 量的金融指標

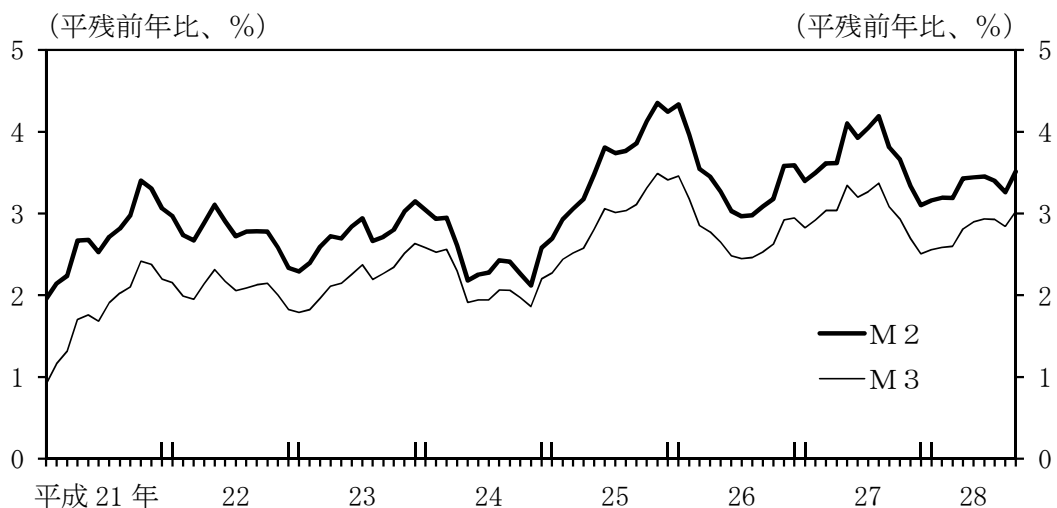
28年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表38）、日本銀行が資産買入れを進める中、大幅に増加し、前年比は2割台で推移した。

(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 28 年 4 月から 28 年 9 月までの間、計 4 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	黒田東彦	（総裁）
	岩田規久男	（副総裁）
	中曾 宏	（副総裁）
	石田浩二	（審議委員、6 月 15、16 日会合まで出席）
	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）
	櫻井 眞	（審議委員）
	政井貴子	（審議委員、7 月 28、29 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、28 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28年度上期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状について、28年度上期のすべての会合で、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と判断した。先行きについても、28年度上期のすべての会合で、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、4月と6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、4月の会合では、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとの見方を示した。6月の会合では、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとの見方を示した。7月と9月の会合では、現状について、小幅のマイナス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、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、28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

28年 4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。
6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。
7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。
9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、4月と6月の会合において、1月の会合で決定した以下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(図表 41)。

(「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。

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

⁸ このうち 3,000 億円の買入れは、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 ETF の買入れの実施に伴うものである。

持する。

(「金利」：政策金利)

日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

7月の会合では、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場では不安定な動きが続いていた中、こうした不確実性が企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、わが国企業および金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートする観点から、以下の措置を決定した。

(ETF買入れ額の増額)

ETFについて、保有残高が年間約6兆円⁸に相当するペースで増加するよう買入れを行う（従来の約3.3兆円からほぼ倍増）。

(企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置)

① 成長支援資金供給・米ドル特則の拡大

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

② 米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度の新設

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

また、7月の会合では、金融市場調節方針、ETF以外の資産買入れ方針、政策金利については、以下のとおり、1月の会合で決定した方針を維持した。

(「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。

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

(「金利」：政策金利)

日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

また、7月の会合では、「この間、政府は、大規模な「経済対策」を策定する方針にあるなど、財政政策・構造政策面の取り組みを進めている。日本銀行としては、今回の措置も含め「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、きわめて緩和的な金融環境を整えていくことは、こうした政府の取り組みと相乗的な効果を発揮するものと考えている」という考え方を示した。

さらに、同時に公表した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示したとおり、海外経済・国際金融市場を巡る不透明感などを背景に、物価見通しに関する不確実性が高まっている状況を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、次回の会合において、「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うこととし、議長はその準備を執行部に指示した。

9月の会合では、「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行い、その結果を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、上記2つの政策枠組みを強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

を導入することを決定した。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

① 金融市場調節方針

金融市場調節方針は、長短金利の操作についての方針を示すこととする。次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

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

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入

長短金利操作を円滑に行うため、以下の新しいオペレーション手段を導入する。

(i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）

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

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産買入れ方針については、以下のとおりとした。

① E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

② C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(オーバーシュート型コミットメント)

2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリー

ベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

また、9月の会合では、「政府と日本銀行は、25年1月に共同声明を公表し、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現に向け、政策連携を強化し、一体となって取り組むこととしている。日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進し、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する。政府の財政運営、成長力強化の取組みとの相乗的な効果により、日本経済をデフレからの脱却と持続的な成長に導くものと考えている」という考え方を示した。

先行きの金融政策運営について、4月から7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」との考え方を示した。9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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する(前述の「オーバーシュート型コミットメント」)。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」ことを決定した。具体的な追加緩和の手段としては、「「イールドカーブ・コントロール」の2つの要素である①短期政策金利の引き下げと②長期金利操作目標の引き下げを行うほか、「量的・質的金融緩和」以来実施してきた③資産買入れの拡大が考えられる。また、状況に応じて、④マネタリーベース拡大ペースの加速を手段とすることもある」という考え方を示した。

平成28年熊本地震への対応では、発生直後の4月の会合において、被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、被災地金融機関支援オペ(貸付総額3,000億円、無利息で実施、残高の2倍の金額をゼロ%

の金利を適用する「マクロ加算残高」に加算)等の措置を導入することを決定した。

(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>< 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>28年4月28日</p>	<p>28年1月29日の会合で決定した以下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。また、「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^(注1)。</p> <p>(「量」：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。</p> <p>(「質」：資産買入れ方針)</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～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3.3兆円^(注2)、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>6月16日</p>	<p>(「金利」：政策金利) 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>(「マイナス金利付き量的・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、「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>
<p>7月29日</p>	<p>28年1月29日の会合で決定した上記の金融市場調節方針、ETF以外の資産買入れ方針および政策金利を維持した。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^(注3)。</p> <p>そのうえで、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場では不安定な動きが続いていた中、こうした不確実性が企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、わが国企業および金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートする観点から、以下の措置を決定した^(注4)。</p> <p>(ETF買入れ額の増額) ETFについて、保有残高が年間約6兆円^(注2)に相当するペースで増加するよう買入れを行う(従来の約3.3兆円からほぼ倍増)。</p> <p>(企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置)</p> <p>① 成長支援資金供給・米ドル特則の拡大 成長支援資金供給・米ドル特則(企業の海外展開を支援するため、最長4年の米ドル資金を金融機関経由で供給する制度)の総枠を240億ドル(約2.5兆円)に拡大する(従来の120億ドルから倍増)。</p>

	<p>② 米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度の新設 金融機関に対する米ドル資金供給オペに関し、担保となる国債を、日本銀行当座預金を見合いとして貸し付ける制度を新設する。</p> <p>また、「この間、政府は、大規模な「経済対策」を策定する方針にあるなど、財政政策・構造政策面の取り組みを進めている。日本銀行としては、今回の措置も含め「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、きわめて緩和的な金融環境を整えていくことは、こうした政府の取り組みと相乗的な効果を発揮するものと考えている」という考え方を表明した。さらに、同日公表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示したとおり、海外経済・国際金融市場を巡る不透明感などを背景に、物価見通しに関する不確実性が高まっている状況を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、次回の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うこととし、議長はその準備を執行部に指示した。</p>
<p>< 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>9月21日</p>	<p>「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行い、その基本的見解と、経済・物価の現状と見通しを踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、上記2つの政策枠組みを強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した^(注5)。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</p> <p>① 金融市場調節方針</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。</p> <p>② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入</p> <p>(i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）</p> <p>(ii) 固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（従来は1年）</p> <p>(長期国債以外の資産買入れ方針)</p> <p>① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>② 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>(オーバーシュート型コミットメント)</p> <p>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。</p>

	今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。
<その他>	
28年4月28日	熊本地震の被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、被災地金融機関支援オペ（貸付総額3,000億円、無利息で実施、残高の2倍の金額をゼロ%の金利を適用する「マクロ加算残高」に加算）等の措置を導入することを決定した ^(注6) 。

- (注1) いずれの会合においても、金融市場調節方針と資産買入れ方針は賛成8反対1で、政策金利は賛成7反対2で決定された。
- (注2) このうち3,000億円の買入れは、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ETFの買入れの実施に伴うものである。
- (注3) 金融市場調節方針とETF以外の資産買入れ方針は賛成8反対1で、政策金利は賛成7反対2で決定された。
- (注4) ETF買入れ額の増額は賛成7反対2で、企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置は全員一致で決定された。
- (注5) 金融市場調節方針と長期国債以外の資産買入れ方針は賛成7反対2で、長短金利操作のための新型オペレーションの導入は賛成8反対1で決定された。
- (注6) 全員一致で決定された。

(2) 「経済・物価情勢の展望」

(「経済・物価情勢の展望 (平成 28 年 4 月)」)

4月の会合では、28年度から30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、30年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。そうしたもとの、輸出は、足もとでは持ち直しが一服している。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。一方、住宅投資はこのところ持ち直しが一服しており、公共投資も高水準ながら緩やかな減少傾向にある。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けているが、足もとでは、地震による影響もみられる。企業の業況感は、総じて良好な水準を維持しているが、新興国経済の減速の影響などから慎重化している。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品、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、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。
- ② 先行きのわが国経済を展望すると、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。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。見通し期間中の成長率については、29年4月に予定される消費税引き上げに伴う駆け込み需要とその反動による振れはありとみられる

が、基調として、潜在成長率を上回ると予想される⁹。

- ③ 各年度毎の経済見通しとして、28年度については、輸出は、当面鈍さが残るとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくことから、緩やかな増加に向かうと考えられる。また、企業収益は、非製造業を中心に増益基調を続け、過去最高水準で推移するとみられる。そのもとで、設備投資は、金融緩和に伴う実質金利の一段の低下効果もあって、増加基調を続けると考えられる。個人消費も、労働需給の引き締まりが続くなど雇用・所得環境が着実に改善していくことや、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。また、年度後半にかけては、29年4月に予定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要が国内民間需要を押し上げると見込まれる¹⁰。こうした内外需要のもとで、成長率は、潜在成長率を上回ると予想される。29年度については、家計支出は駆け込み需要の反動の影響を受けるものの、輸出が、海外経済の成長などを背景に緩やかな増加を続けるとともに、設備投資も、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて緩やかな増加基調を維持すると予想される。こうしたもとで、成長率は、潜在成長率を下回るものの、若干のプラスを維持すると予想される。30年度については、輸出が緩やかに増加するとともに、国内民間需要も、駆け込み需要の反動の影響が剥落することもあるとあって、増加すると考えられることから、成長率は、再び潜在成長率を上回ると予想される。この間、潜在成長率については、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向を辿り、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。29年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、幾分下振れている。

⁹ 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」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。

¹⁰ 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について、26年度のGDP統計の確報化などを踏まえて改めて定量的に試算すると、25年度+0.8%ポイント程度、26年度-1.3%ポイント程度、27年度+0.0%ポイント程度、28年度+0.4%ポイント程度、29年度-0.6%ポイント程度、30年度+0.1%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。

- 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、29年度の初め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年度中になると予想される¹¹。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。29年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、28年度について下振れている。
- 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に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締まりは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっている¹²。先行きは、失業率が緩やかに低下するなど、労働需給の引き締まりは続き、そうしたもとの、パート時給をはじめとする賃金への上昇圧力は強まっていくとみられる。設備の稼働率も、輸出・生産が持ち直していくに伴い、再び上昇していくと考えられる。このため、マクロ的な需給バランスは、28年度後半以降、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要による振れを伴いつつも、緩やかにプラス幅を拡大していくと見込まれる。すなわち、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。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が、このところ弱含んでいる。すなわち、予想物価上昇率に関するマーケット関連指標やアンケート調査結果は、このところ弱含んでいる。一方、企業は、27年度以降、エネルギー価格の下落から総合ベースの消費者物価上昇率が低迷する

¹¹ 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。

¹² 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。

なかにあっても、前向きな価格設定スタンスを維持しており、消費者も、雇用・所得環境の改善などを受けて、価格改定を受容しているとみられる。こうしたもとの、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比は、30か月連続でプラスを続けており、最近では1%を上回る水準で推移している。この間、28年の労使間の賃金交渉においては、3年連続でベースアップが実現する見込みにあるものの、総合ベースの物価上昇率の低迷などを背景に、改定率は、大企業を中心に27年を幾分下回った模様である。もっとも、賞与などによる収益の還元が行われているほか、労働需給の引き締まりを背景に、中小企業においても賃上げの動きが広がっている。こうしたことを踏まえると、企業収益から雇用者所得への波及は維持されており、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と考えられる。ただし、企業収益が過去最高水準で推移しており、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辿り、「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、原油価格をはじめとする国際商品市況の低迷が、輸入物価を通じた消費者物価の下押し圧力となる。この間、既往の為替円安による直接的な消費者物価の押し上げ効果は、次第に減衰していくとみられるが、マクロ的な需給バランスの改善や予想物価上昇率の上昇を通じた間接的な消費者物価の押し上げ効果は、より持続的なものと考えられる。

- 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年度中に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ていないほか、低金利に伴う金融機関収益の下押しによって金融仲介が停滞方向に向かうリスクについても、金融機関が充実した資本基盤を備え、前向きなリスクテイクを継続していく力を有していることから、大きくないと判断している¹³。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」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、4月28日に公表した（背景説明を含む全文は4月29日に公表）。

¹³ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（28年4月）を参照。

（「経済・物価情勢の展望（28年7月）」）

7月の会合では、28年度から30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、30年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。そうしたもとで、輸出は横ばい圏内の動きとなっている。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が高水準で推移するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。住宅投資は再び持ち直しており、公共投資は下げ止まっている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、地震による影響もあって、横ばい圏内の動きを続けている。企業の業況感は、総じて良好な水準を維持しているが、このところ慎重化している。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる。
- ② 先行きのわが国経済を展望すると、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残り、景気回復ペースの鈍化した状態が続くとみられる。その後は、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうことから、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。見通し期間中の成長率は、潜在成長率を上回って推移すると予想される¹⁴。

¹⁴ 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」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。

③ 各年度毎の経済見通しとして、28年度については、輸出は、暫く鈍さが残るとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうと考えられる。また、企業収益は、前年度に比べて減益となるものの、非製造業を中心に高水準で推移するとみられる。そのもとで、設備投資は、金融緩和に伴う実質金利の一段の低下効果もあって、増加基調を続けると考えられる。個人消費は、株価下落に伴う負の資産効果もあってこのところ弱めの動きがみられるが、雇用・所得環境の着実な改善が続くことなどから、緩やかに増加すると予想される。この間、公共投資も、28年度予算の早期執行や近日中に取りまとめられる予定の経済対策の押し上げ効果などから、緩やかな増加に転じると考えられる。こうした内外需要のもとで、成長率は、潜在成長率を上回ると予想される。29年度から30年度にかけては、輸出は、海外経済の成長率の高まりを背景に緩やかな増加を続けると考えられる。内需面では、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて緩やかな増加基調を維持すると予想される。個人消費も、雇用者所得の改善を背景に、緩やかな増加を続けると予想される。この間、公共投資は、近日中に取りまとめられる予定の経済対策による押し上げ効果などから29年度にかけて増加し、その後は、経済対策の効果は減衰するものの、オリンピック関連需要もあって、高めの水準で推移すると考えられる。こうしたもとで、成長率は、潜在成長率を上回ると予想される。この間、潜在成長率については、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向を辿り、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、財政面での景気刺激策の効果もあって、見通し期間の前半を中心に上振れている。なお、29年4月に予定されていた消費増税の延期に伴い、駆け込み需要とその反動減は均される¹⁵。

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、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。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%強から剥落していくが、28年

¹⁵ 政府は、29年4月に予定されていた消費税率の引き上げを31年10月まで2年半延期する方針を、6月2日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2016」で示している。このため、今回の見通しは、この方針を踏まえて作成している。

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、中心的な見通しとしては29年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。今回の物価見通しを従来の見通しと比べると、成長率が上振れる一方、為替円高や中長期的な予想物価上昇率の改善が後ずれしていることなどにより、28年度について下振れているが、29年度、30年度については概ね不変である。

- 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に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締まりは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっている¹⁶。先行きは、経済対策の効果もあって、失業率が低下するなど、労働需給の引き締まりは続き、そうしたもとで、パート時給をはじめとする賃金への上昇圧力は強まっていくとみられる。設備の稼働率も、輸出・生産が持ち直していくに伴い、再び上昇していくと考えられる。このため、マクロ的な需給バランスは、28年度末にかけてプラスに転じていくと見込まれる。すなわち、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。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が、このところ弱含んでいる。とくに、予想物価上昇率に関するマーケット関連指標やアンケート調査結果は、低下している。その背景としては、実際の消費者物価が1年以上にわたって前年比0%程度で推移したため、その影響を受ける形で、予想物価上昇率が低下したものと考えられる（予想物価上昇率に関する「適合的な形成メカニズム」）。また、このところの個人消費の弱めの動きを背景に、新年度入り後の価格改定においては、食料工業製品や耐久消費財など「財」を中心に改定を見送る動きがみられる。先行きについては、前述の見通しに基づけば、個人消費の持ち直しに伴って、企業の

¹⁶ 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。

価格設定スタンスは再び積極化していくとみられる。賃金設定スタンスについても、28年春の賃金改定交渉においては、伸び率は27年を下回ったものの、3年連続でベースアップが実現したほか、中小企業にも賃上げの動きが広がっている。さらに、労働需給の影響を強く受ける傾向のある非正規労働者の賃金は、はっきりと上昇している。こうした点を踏まえると、企業収益から雇用者所得への波及は維持されており、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは、引き続き作用していると考えられる。また、今後、エネルギー価格による下押しの剥落もあって、実際の物価上昇率は高まっていくと予想される。以上を踏まえると、中長期的な予想物価上昇率は、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の実現を目指して「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで上昇傾向を辿り、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、原油価格をはじめとする国際商品市況の既往の下落は、当面、輸入物価を通じた消費者物価の下押し圧力となるが、その影響は減衰していく。この間、為替が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響については、最近の円高もあって、価格上昇圧力を抑制する方向に作用すると考えられる。

- 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、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年度中に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、先行きの海外経済に関する不透明感や、そのもとでの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ていないほか、低金利に伴う金融機関収益の下押しによって金融仲介が停滞方向に向かうリスクについても、金融機関が充実した資本基盤を備え、前向きなリスクテイクを継続していく力を有していることから、大きくないと判断している。もともと、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」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、7月29日に公表した（背景説明を含む全文は7月30日に公表）。

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

9月の会合では、「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行い、その基本的見解を下記のとおり取りまとめた。

(総括的検証)

① 「量的・質的金融緩和」のメカニズム

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

② 2%の実現を阻害した要因

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

③ 予想物価上昇率の期待形成メカニズム

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

が重要である。

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

④ マイナス金利と国債買入れによるイールドカーブの押し下げ

マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げた。中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえで、この組み合わせが有効であることが明らかになった。

⑤ イールドカーブ引き下げの効果と影響

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

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

(示唆される政策の方向性)

こうした検証からは、以下のような政策の方向性が示唆される。

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

以上のような内容の「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、9月21日に公表した（背景説明も同日公表）。

(4) 金融経済情勢に関する検討

イ. 28年6月の会合

(国際金融資本市場では、市場参加者が積極的にリスクテイクしにくい状況が続いている)

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の先行き不透明感や、英国のEU離脱問題などが意識され、市場参加者が積極的にリスクテイクしにくい状況が続いているとの認識を共有した。

(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、幾分減速した状態が当面続くとみられるが、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し、新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

(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、引き続き、企業収益が高水準で推移し、労働需給の引き締まりも続いていることを指摘し、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用しているとの見方を共有した。

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の、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとの見方で一致した。

(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、当面小幅のマイナスないし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、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。

ロ. 9月の会合

(国際金融資本市場では、不確実性が高い状況が続いている)

国際金融資本市場について、委員は、英国国民投票後の不安定な状態から、ひとまず落ち着きを取り戻しているが、米国の利上げ時期を巡る思惑などを背景に相場が振れる局面もみられる等、不確実性が高い状況が続いているとの認識を共有した。

(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、先進国が着実な成長を続けるとともに、その好影響の波及や政策効果によって新興国も減速した状態から脱していくことから、海外経済は全体として緩やかに成長率を高めていくとみられるとの見方を共有した。

(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。

景気の先行きについて、委員は、暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残り、景気回復ペースの鈍化した状態が続くとみられるが、その後は、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな増加に向かうことから、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくとの見方で一致した。

(消費者物価の前年比は、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられるが、このところ弱含んでいる)

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

(5) 金融政策運営を巡る議論

イ. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続

28年度上期には、4月から7月の会合において、28年1月に導入した「マイナス金利付き量的・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、大方の委員は、金融市場調節方針について、「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、政策金利についても、引き続き日本銀行当座預金のうち政策金利残高に -0.1% のマイナス金利を適用することが適当であるとの認識を共有した。資産の買入れについては、4月と6月の会合において、大方の委員は、従来 buy 方針を継続するのが適当であるとの認識を示したが、7月の会合においては、後述のとおり、多くの委員が、ETF買入れ額を約6兆円までほぼ倍増させることが適当であるとの認識で一致した。先行きの金融政策運営の考え方については、4月から7月の会合において、大方の委員は、① 2% の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する、②今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

一方、複数の委員は、上記すべての会合において、マイナス金利は市場機能や金融仲介機能および国債市場の安定性を損ねることから、所要準備額を除く日本銀行当座預金については $+0.1\%$ の金利を適用することが妥当として反対した。

ロ. 金融緩和の強化

7月の会合においては、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場では不安定な動きが続いていた中、こうした不確実性が企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、わが国企業および金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートする観点から、「金融緩和の強化」のための措置を決定した。具体的には、「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」を全員一致で、「ETF買入れ額の増額」を賛成多数で、決定した。

このうち、「ETF買入れ額の増額」について、多くの委員は、最近の海外経済の不確実性の高まりを踏まえると、「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」に加えて、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の枠組みの中で金融緩和を強化すべきであるとの認識で一致した。これらの委員は、現在直面しているリスクは、海外発の不確実性が企業や家計のコンフィデンスに影響するというリスクであることを考慮すると、最も有効な手段はETFの買入れ増額であるとの認識を共有した。さらに、これらの委員は、ETF買入れ額の増額幅について、約6兆円まではほぼ倍増させることが適当であるとの認識で一致した。ある委員は、予想物価上昇率の改善が後ずれしていることなどを踏まえると、海外経済の不透明感の高まりや国際金融市場の不安定な動きが、わが国の企業や家計のコンフィデンスの悪化に繋がり、設備投資や消費などの支出行動に悪影響を及ぼしかねない点に留意する必要があると述べた。また、別の一人の委員は、ETFの買入れ額の倍増は、将来的な国民負担に繋がる可能性を考慮すると、非常に難しい判断ではあるが、政策の効果とコストを総合的に勘案すれば賛成であると述べた。一方、複数の委員は、ETFの買入れ増額に反対との意見を述べた。このうち一人の委員は、年間約6兆円のETFの買入れ額は過大であり、市場の価格形成を歪め、出口の難度を高めるほか、本行財務への悪影響も懸念されると述べた。また、この委員は、ETF買入れ増額は、政策の限界を一層明確に意識させるほか、政策の逐次投入とみられ、際限ない催促相場に陥るリスクがあるとの見方を示した。もう一人の委員は、ETFの買入れ増額は、追加緩和が必要な経済環境でないことに加えて、市場を歪めボラティリティ上昇に繋がる、本行の財務健全性を一段と損ねる、本行が株価を目標にしているとの誤ったメッセージとなることなどから反対であり、むしろ減額が妥当であると述べた。

この間、多くの委員から、政府が大規模な「経済対策」など財政政策・構造政策面での取り組みを進めていることを踏まえ、政府の取り組みとの相乗効果について発言があった。委員は、積極的な財政支出と物価安定目標を実現するための金融緩和政策の組み合わせは、一般的な「ポリシーミックス」であり、そのもとの景気刺激効果は強力なものになるとの認識で一致した。ある委員は、わが国の「ポリシーミックス」は、中央銀行マネーの恒久的増加を原資に財政支出を行うという意味での「ヘリコプターマネー」でないことをしっかりと説明していく必要があると述べた。また、一人の委員は、政府が新たに策定する経済対策は、本行の金融緩和政策と高い親和性を有するものと考えられると付け加えた。こうした議論を踏まえ、委員は、政府の取り組みとの相乗効果について、日本銀行と

しての考え方を公表文において対外的に説明することが適当であるとの見解で一致した。

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

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

9月の会合において、「量的・質的金融緩和」導入以降の3年間の経済・物価動向と政策効果の「総括的な検証」について、以下のような議論を行い、その基本的見解を前述（3）のとおり取りまとめ、賛成多数で決定した。

まず、「量的・質的金融緩和」の効果について、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させ、経済・物価の好転をもたらし、その結果、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなったとの見解を共有した。これらの委員は、マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したとの見解を示した。これに対して複数の委員は、限界的な金利低下の経済効果は逡減してきており、累積的な経済効果を中心にした評価は、効果を過大に見積もりかねないと述べた。

2%の「物価安定の目標」が実現できていない要因について、大方の委員は、

原油価格の下落、消費税率引き上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速とそのもとでの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が実際の物価上昇率を低下させ、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が弱含んだことが主な理由であるとの認識を共有した。また、多くの委員から、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要があるが、実際の物価上昇率が当面低い水準で推移する中であって、適合的な期待による引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性に留意する必要があるとの見解が示された。

マイナス金利の効果と影響については、多くの委員が、マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げたと述べた。委員は、国債金利の低下は、マイナス金利導入後も、貸出・社債金利の低下にしっかりつながっているとの認識を共有した。

委員は、マイナス金利の金融機関収益に与える影響等について留意すべきとの認識を共有した。この観点で、委員は、さらなる金利低下に伴う貸出金利への波及については、金融機関収益への影響や、それを踏まえた金融機関の貸出運営方針に依存するとの見解を共有した。また、委員は、イールドカーブの過度な低下、フラット化は、保険や年金などの運用利回り低下等を通して、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じ経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるとの認識を共有した。

二. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入

9月の会合において、以下のような議論を行い、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを賛成多数で決定した。

委員は、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、弱含んでいる予想物価上昇率を2%に向けて引き上げていく必要があるとの見解を共有した。大方の委員は、わが国では、予想物価上昇率の形成において、依然として「適合的な期待形成」の役割が相対的に大きいことを踏まえ、フォワード・ルッキングな期待形成を強める手段を導入する必要があるとの認識を示した。その方策として、多くの委員は、「物価安定の目標」に対するコミットメントを強化することが適当であるとの見解を共有した。そのうえで、複数の委員から、具体的には、消費者物価上昇率の「実績値」が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方

針を継続する、いわゆる「オーバーシュート型コミットメント」が適当であるとの意見が出された。これらの委員は、金融政策の波及ラグを考えれば、実際の物価上昇率が2%を超えるまで金融緩和をコミットすることは異例の措置であるが、それだけに家計や企業の予想形成に働きかける効果は大きいと述べた。

複数の委員は、コミットメントの対象について、これまで「物価安定の目標」に対するコミットメントとこれを裏打ちするバランスシートないしマネタリーベースの拡大が、予想物価上昇率の引き上げに寄与してきたことを踏まえると、マネタリーベースの拡大に関するコミットメントを導入することが、有力な手段になるとの見解を示した。

次に、多くの委員が、従来の金融緩和が主として実質金利の低下を通じて経済・物価の好転をもたらしたとの認識を踏まえ、これを長短金利の操作によって実現することを、政策枠組みの中心にすべきとの見解を示した。また、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が金利低下に大きな効果をもった一方で、金融機関収益等の面での影響も大きかったとの認識に立って、長短金利の操作によって、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」の実現のために最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促していくことが適当であるとの見解で一致した。これら多くの委員は、そうした枠組みのもとでは、経済・物価情勢に加えて、金融情勢の変化にも応じて柔軟に対応することが可能であり、その導入は、金融政策の持続性を高めることにもなると述べた。

長短金利のコントロール可能性について、多くの委員は、「量的・質的金融緩和」のもとでの大規模な国債買入れと、28年1月に導入したマイナス金利政策の組み合わせによって、イールドカーブ全体にわたり金利水準を引き下げられることが確認できており、イールドカーブ・コントロールは可能であるとの見解を示した。ある委員は、短期金利はコントロールできるが、長期金利はコントロールできないというのが中央銀行の伝統的な考え方であったが、リーマン・ショック以降、欧米の中央銀行においても、大規模な国債買入れによってイールドカーブ全体にわたって金利低下圧力を加えることを金融政策手段に加えていると指摘した。

以上の委員からの提案を整理するかたちで、①「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）」と②「オーバーシュート型コミットメント」の2つの制度設計の案が執行部より示され、検討が行われた。

多くの委員は、オーバーシュート型コミットメントおよびイールドカーブ・コ

ントロールによる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を支持した。ある委員は、オーバーシュート型の強力なコミットメントを導入しつつ、イールドカーブ・コントロールによって政策の柔軟性・持続性を高める組み合わせは、現在、考え得る最も効果的な対応であると述べた。別の委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の強力な枠組みを維持しつつ、必要に応じて柔軟な対応を可能とする一つの有効な手段であると述べた。そのうえで、本行がきわめて緩和的な金融環境を維持し、官民が成長力強化による取り組みを加速させることが、2%の「物価安定の目標」を安定的に実現するうえで不可欠であると付け加えた。

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

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、多くの委員は、以下の方針とすることが適当であるとの見解を示した。

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

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、

が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

(6) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

28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、①平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション等の措置、②企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置、③定例の担保価格等の見直し、④ETFの銘柄別の買入限度にかかる見直し、⑤長短金利操作のための新型オペレーションの導入である。

イ. 平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション等の措置

4月の会合において、平成二十八年熊本地震にかかる被災地の金融機関を対象に、適切な金融調節の実施を通じて、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するとともに、今後の被災地の金融機関の資金調達余力を確保する観点から、「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」および「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を29年4月30日までの時限措置として、「平成二十八年熊本地震にかかる被災地企業等債務に関する担保の適格性判定等に関する特則」を30年4月30日までの時限措置として、それぞれ制定した。また、当該オペレーションの残高の2倍の金額を日本銀行当座預金のうちゼロ%の金利を適用する「マクロ加算残高」に加算することとし、これに基づき「補完当座預金制度基本要領」の一部改正を決定した¹⁷。

ロ. 企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置

7月の会合において、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、成長基盤強化に向けた取り組みに対する支援を拡充し、金融機関と企業の前向きな行動を一層促していく観点から、①成長支援資金供給・米ドル特則を拡大するとともに、②米ドル資金供給オペレーションの担保となる国債の貸付け制度を新設す

¹⁷ あわせて、3月の会合における決定に基づき、「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペレーション」の残高を増加させた金融機関について、増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算するための「補完当座預金制度基本要領」の一部改正も決定した。

ることとし、これに基づき「米ドル資金供給オペレーションにおける担保の供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の制定等を決定した。

ハ. 定例の担保価格等の見直し

9月の会合において、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。

ニ. E T Fの銘柄別の買入限度にかかる見直し

9月の会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、E T Fの銘柄別の買入限度にかかる見直しを行うため、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正を決定した。

ホ. 長短金利操作のための新型オペレーションの導入

9月の会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」における長短金利操作を円滑に行うため、①日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）および②固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間の10年への延長を新しいオペレーション手段として導入することとし、これに基づき「国債売買基本要領」および「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成28年度上期入り後、7月の会合までは、平成28年1月の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入時から適用を開始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～12年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3.3兆円、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。

7月の会合においては、「金融緩和の強化」を決定し、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6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- 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、9月の会合においては、金融緩和強化のための新しい枠組みとして、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、以下の方針を決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

① 金融市場調節方針

金融市場調節方針は、長短金利の操作についての方針を示すこととする。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

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

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入

長短金利操作を円滑に行うため、以下の新しいオペレーション手段を導入する。

- (i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）
- (ii) 固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（従来は1年）

(2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

- ② 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) オーバーシュート型コミットメント

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。

マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

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

(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
28年4月末	386.2	284.4
5月末	386.7	286.8
6月末	403.9	303.3
7月末	403.9	302.8
8月末	404.5	303.5
9月末	412.8	311.8

(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、9月末時点では、10年物国債金利は▲0.09%となった。また、長期国債の保有残高は増加を続け、9月末時点では、340.9兆円となった。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、9月末時点の残高は、それぞれ9.8兆円、3,397億円、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、6月、9月に貸付を実行した結果、9月末時点の残高が28.0兆円となった。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、6.0兆円となった。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、4,042億円となった。「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、本年6月以降、月に1度の頻度で実施を続け、9月末時点の残高は、838億円となった（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)			(億円)
	長期国債	C P 等	社債等	E T F	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	マネタリー ベース
26年									
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
4月末	3,118,227	20,683	31,709	77,843	2,960	300,570	56,350	244,220	3,861,893
5月末	3,194,697	23,007	32,385	80,453	3,113	300,570	56,350	244,220	3,867,264
6月末	3,235,673	20,297	31,557	84,674	3,198	314,248	59,249	254,999	4,039,372
7月末	3,320,639	23,126	31,782	87,236	3,247	314,248	59,249	254,999	4,039,463
8月末	3,395,500	22,654	32,055	90,912	3,307	314,248	59,249	254,999	4,045,290
9月末	3,408,735	20,368	31,752	97,693	3,397	340,230	60,251	279,979	4,128,432

(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

(億円)

	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	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	熊本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	補完 貸付
					方式			
26年								
10月末	429,838	0	0	88,460	88,460	3,255	-	0
11月末	446,748	0	0	79,977	79,977	3,246	-	0
12月末	383,619	0	0	79,571	79,571	3,251	-	46
27年								
1月末	405,405	0	0	75,979	75,979	3,252	-	46
2月末	413,355	0	0	65,630	65,630	3,252	-	46
3月末	379,079	0	0	67,517	67,517	3,252	-	0
4月末	386,548	0	0	67,642	67,642	3,251	-	0
5月末	404,735	0	0	74,717	74,717	3,244	-	0
6月末	395,703	0	0	61,199	61,199	3,241	-	0
7月末	394,018	0	0	65,944	65,944	3,241	-	0
8月末	377,629	0	0	63,779	63,779	3,166	-	0
9月末	373,450	0	0	62,701	62,701	3,166	-	0
10月末	357,980	0	0	66,122	66,122	3,161	-	0
11月末	348,741	0	0	64,615	64,615	3,161	-	0
12月末	315,937	0	0	63,715	63,715	3,143	-	0
28年								
1月末	340,233	0	0	62,714	62,714	3,144	-	0
2月末	341,624	0	0	58,669	58,669	3,144	-	0
3月末	369,147	0	0	36,739	36,739	3,144	-	0
4月末	364,015	0	0	24,115	24,115	4,212	-	0
5月末	403,466	0	0	16,291	16,291	4,212	-	0
6月末	425,843	0	0	9,871	9,871	4,212	369	0
7月末	433,016	0	0	9,190	9,190	4,212	369	0
8月末	451,170	0	0	4,162	4,162	4,209	836	0
9月末	448,070	0	0	7,320	7,320	4,042	838	0

(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。

(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(米ドル特別)は100万米ドル>)

	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 補充 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	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							
10月末	0	0	0	152	-	1	11,949
11月末	0	0	0	0	-	1	11,949
12月末	0	0	0	0	-	1,528	12,000
27年							
1月末	0	0	0	27	-	0	12,000
2月末	0	0	0	0	-	0	12,000
3月末	0	0	0	473	-	810	12,000
4月末	0	0	0	117	-	0	12,000
5月末	0	0	0	0	-	0	12,000
6月末	0	0	0	807	-	520	12,000
7月末	0	0	0	2	-	0	12,000
8月末	0	0	0	9	-	2	12,000
9月末	0	0	0	420	-	539	12,000
10月末	0	0	0	276	-	0	12,000
11月末	0	0	0	234	-	1	12,000
12月末	0	0	0	0	-	72	12,000
28年							
1月末	0	0	0	0	-	1	12,000
2月末	0	0	0	0	-	1	11,994
3月末	0	0	0	1,900	-	101	11,999
4月末	0	0	0	283	-	0	11,999
5月末	0	0	0	377	-	1	11,999
6月末	0	0	0	61	-	1,475	12,000
7月末	0	0	0	495	-	130	12,000
8月末	0	0	0	1,987	-	11	12,000
9月末	0	0	0	4,446	0	655	12,000

(注3) 「国庫短期証券売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成28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、456.8兆円（前年比+24.8%）となった。

資産をみると、資産買入れを進める中、長期国債は340.9兆円（前年比+29.7%）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、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、35.2兆円（前年比+0.6%）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、311.8兆円（前年比+28.7%）となった。発行銀行券は、96.3兆円（前年比+5.2%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ29.7兆円（前年比4.8倍）、0.4兆円（前年比-96.1%）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、かっこ内は前年比%

	27年9月末		28年3月末		28年9月末	
(資産)						
国債	309.6	(35.0)	349.2	(29.4)	397.6	(28.4)
[うち長期国債]	262.8	(46.2)	301.9	(37.1)	340.9	(29.7)
[うち短期国債]	46.7	(-5.5)	47.3	(-4.8)	56.7	(21.4)
コマーシャル・ペーパー等	2.0	(-7.2)	2.0	(-0.5)	2.0	(1.9)
社債	3.2	(0.2)	3.2	(-2.2)	3.2	(-0.1)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.4	(0.2)	1.4	(-0.5)	1.3	(-6.8)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	6.2	(93.7)	7.6	(68.8)	9.8	(56.6)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.26	(59.3)	0.29	(42.3)	0.34	(32.9)
貸付金 ^(注4)	35.0	(17.1)	34.0	(-0.2)	35.2	(0.6)
外国為替	7.2	(9.7)	6.7	(-5.8)	6.1	(-15.0)
資産計	366.1	(32.1)	405.6	(25.4)	456.8	(24.8)
(負債・純資産)						
発行銀行券	91.6	(5.9)	95.6	(6.6)	96.3	(5.2)
当座預金	242.2	(50.0)	275.4	(36.7)	311.8	(28.7)
政府預金	6.2	(4.8倍)	18.8	(10.5倍)	29.7	(4.8倍)
売現先勘定	11.3	(-27.3)	0.2	(-98.9)	0.4	(-96.1)
負債・純資産計	366.1	(32.1)	405.6	(25.4)	456.8	(24.8)

(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、被災地金融機関を支援するための資金供給オペおよび平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペによる貸付金等の残高。

また、資産のうち、「貸出支援基金」は35.2兆円となった。このうち、成長基盤強化支援資金供給は7.2兆円、貸出増加支援資金供給は28.0兆円となった。

(図表45)「貸出支援基金」の残高

— 億円

	27年9月末	28年3月末	28年9月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	62,861	69,859	72,412
貸出増加を支援するための資金供給	236,118	244,220	279,979
合計	298,979	314,079	352,391

(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。

28年度上期中に償還期限が到来した長期国債のうち4.7兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。27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。