

公表時間

11月7日（月）8時50分

2016.11.7

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2016年9月20、21日開催分）

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2016年10月31日、11月1日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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、予め日本銀行政策委員会室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。

(開催要領)

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

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

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

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

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

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月28、29日）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは395～407兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.06\sim-0.03\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、 $-0.3\sim-0.2\%$ 程度で推移している。

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

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。

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

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

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

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

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

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

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

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

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

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

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

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

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

住宅投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けている。

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

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

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大

幅に増加しており、前年比は2割台半ばの伸びとなっている。

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

(3) 貸出支援基金の実行状況

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

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

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

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

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

III. 「ETFの銘柄別の買入額の見直し」について

1. 執行部からの説明

執行部は、本行が買い入れているETFは、銘柄毎の時価総額に概

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

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

2. 委員会の検討・採決

以上の執行部の説明を受けて、委員は、執行部が示した対応案のとおり、E T F の銘柄別買入れ額を一部見直すことが適当との認識で一致した。上記を内容とする「『指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領』の一部改正に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より直ちに公表することとされた。

IV. 議事要旨の承認

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

V. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. 金融面の動向

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

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

1. 執行部からの報告

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

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

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

2. 委員会の検討

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

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

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

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

マイナス金利の効果と影響については、多くの委員が、マイナス金

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

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

Ⅶ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上の議論を踏まえて、委員は、政策の方向性について議論した。

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

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

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

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

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

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

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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

(2) オーバーシュート型コミットメント

- ・ 消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースを拡大する方針を継続する。

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

2%の「物価安定の目標」を安定的に実現するうえで不可欠であると付け加えた。

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

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

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

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

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

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

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

VIII. 政府からの出席者の発言

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

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

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

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

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

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

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

IX. 採決

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

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」の「基本的見解」の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

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

2. 「経済・物価の現状と見通し」（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、「経済・物価の現状と見通し」の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

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

反対：木内委員

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

3. 金融市場調節方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に-0.1%のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

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

4. 長短金利操作のための新型オペレーションの導入（議長案）

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

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

反対：木内委員

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

5. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

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

6. 資産買入れ方針（木内委員案）

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

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

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

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

1. 木内委員案

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

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

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

議長からは、対外公表文（「金融緩和の強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

以 上

2016年9月21日
日本銀行

金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

① 金融市場調節方針（賛成7反対2）^(注1)

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

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

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

② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入（賛成8反対1）^(注2)

長短金利操作を円滑に行うため、以下の新しいオペレーション手段を導入する。

(i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）¹

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

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

(2) 資産買入れ方針（賛成 7 反対 2）^(注3)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① 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^(注4)

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

マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、拡大方針を継続する。この方針により、あと 1 年強で、マネタリーベースの対名目 GDP 比率は 100%（約 500 兆円）を超える見込みである（現在、日本は約 80%、米国・ユーロエリアは約 20%）。

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

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

(1) 「イールドカーブ・コントロール」導入の背景

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

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

(2) 予想物価上昇率の引き上げのための方策

一方で、2%の「物価安定の目標」は実現できていない。これは、①予想物価上

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

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

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

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

(3) 追加緩和手段

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

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

以上

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

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

【基本的見解】^(注5)

1. 総括的検証

(1) 「量的・質的金融緩和」のメカニズム

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

(2) 2%の実現を阻害した要因

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

(3) 予想物価上昇率の期待形成メカニズム

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

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

(4) マイナス金利と国債買入れによるイールドカーブの押し下げ

マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利の

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

(5) イールドカーブ引き下げの効果と影響

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

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

2. 示唆される政策の方向性

こうした検証からは、以下のような政策の方向性が示唆される。

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

以 上

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

経済・物価の現状と見通し

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

以 上

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