

公表時間

9月27日（火）8時50分

2016.9.27

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2016年7月28、29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9月20、21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7月28日(14:00～15:32)
7月29日(9:00～12:37)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

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

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

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

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月15、16日）で決定された方針^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは394～405兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

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

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

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。

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

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

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

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

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

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

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

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

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

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

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

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

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

住宅投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、再び持ち直している。

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

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、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、6月は+0.8%となっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金

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

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

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

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

ると付け加えた。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. 経済・物価情勢の展望

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

2016年度の景気展開について、委員は、輸出は、しばらく鈍さが

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

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

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

いくとの認識を共有した。

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

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

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

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

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

保に関する不安の解消に資するとの説明があった。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

政策金利について、大方の委員は、引き続き日本銀行当座預金のうち政策金利残高に -0.1% のマイナス金利を適用することが適当であるとの認識を共有した。

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

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

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

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

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

IV. 政府からの出席者の発言

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

の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時33分中断、11時50分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

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

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

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

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

V. 採決

1. E T F の買入れ方針の決定に関する件（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、E T F の保有残高が、年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う旨の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

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

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

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

3. 金融市場調節方針（議長案）

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

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

反対：木内委員

4. ETF以外の資産買入れ方針（議長案）

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

を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

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

反対：木内委員

5. 政策金利（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、日本銀行当座預金のうち政策金利残高に -0.1% のマイナス金利を適用することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

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

6. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

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

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

VI. 対外公表文（「金融緩和の強化について」）の検討

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

1. 木内委員案

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

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

議長からは、対外公表文（「金融緩和の強化について」〈別紙〉）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

Ⅶ. 「経済・物価情勢の展望」の検討

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

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

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：佐藤委員

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

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

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

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

採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、直ちに公表するこ

ととされた。また、背景説明を含む全文は、7月30日に公表することとされた。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員、木内委員は、上記の各議案で示した理由により、
反対した。

VIII. 議事要旨の承認

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

IX. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2017年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、
会合終了後、公表することとされた。

以 上

2016年7月29日

日本銀行

金融緩和の強化について

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

(1) ETF買入れ額の増額(賛成7反対2)^(注1)

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

(2) 企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置(全員一致)

成長支援資金供給・米ドル特則の拡大

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

米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度の新設

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

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

(1) 「量」：金融市場調節方針(賛成8反対1)^(注2)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

(2) 「質」：資産買入れ方針（賛成8反対1）^(注2)

資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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。

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。

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

(3) 「金利」：政策金利（賛成7反対2）^(注3)

日本銀行当座預金のうち政策金利残高に0.1%のマイナス金利を適用する。

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

4. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる^(注4)。

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

以 上

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