

マイナス金利政策の総括

前日本銀行総裁

政策研究大学院大学特任教授

京都大学経営管理大学院特命教授

黒 田 東 彦

《構 成》

はじめに

I マイナス金利政策導入の経緯

II マイナス金利政策の効果と副作用

III マイナス金利政策の廃止の判断とその後の状況

はじめに

日本銀行は、2016年1月にマイナス金利政策を導入し、2024年3月にこれを廃止した。2%の物価安定目標が、持続的、安定的に達成される見込みが立ったので、マイナス金利政策を含む非伝統的金融政策を終了し、金融政策の正常化に乗り出したのである。

本稿では、マイナス金利政策について、その導入の経緯、効果と副作用、廃止の判断と廃止後の状況など、2024年の時点で、総括的な検証を行うこととしたい。

I マイナス金利政策導入の経緯

日本銀行は、1998年～2012年まで15年続いたデフレから脱却し、2%の物価安定目標を、2年程度を念頭に置いて、できるだけ早期に達成するため、2013年4月に、2年で国債保有額を倍増し、マネタリーベースを倍増するような大幅な金融緩和を始めた。いわゆる「量的・質的金融緩和」(QQE)である。

このような異次元とも言える思い切った金融緩和に踏み出したのは、1990年1月から始まったバブル崩壊による金融危機と不況が、

1998年後半からデフレと深刻な経済停滞をもたらし、日本銀行は、1999年にゼロ金利政策、2001年には量的緩和政策を進め、2008年のリーマンショックを経て、2010年10月に「包括金融緩和」を導入したものの、デフレは収まらなかったからである。そこで、日本銀行は、2013年1月に、2%の物価安定目標を定め、これをできるだけ早期に実現するため金融緩和を進めることを決定して、政府との共同声明に盛り込み、2013年4月に、金融政策決定会合で全員一致によりQQEを導入したのだった。

QQEの効果は著しく、2014年春には消費者物価上昇率が1.4%に達したが、賃金上昇を伴わなかったことと、2014年4月に行われた消費税増税が、増税前の駆け込み需要の後に消費の反動減をもたらしたことから、消費が減少し、消費者物価上昇率が再び低下していった。そこで、日本銀行が2014年10月にQQEを拡大し、マネタリーベースが年間80兆円増加するよう、長期国債の保有残高が年間80兆円(30兆円追加)増加するよう買い入れ、買い入れの平均残存期間を7～10年程度に延長(最大3年程度延長)するとともに、ETF及びJ-REITの保有残高が従来の3倍増のペースで増加するよう買い入れを行うこととしたところ、物価上昇率は回復し、経済も順調に成長していったのである。

ところが、2014年に1バレル100ドルほど

だった石油価格が、2015 年には 50 ドル程度になり、2016 年初頭には 30 ドルまで低下して、消費者物価上昇率もマイナスに落ち込んでしまった。さらに、人民元が、2015 年以降の資本規制の緩和による資金流出を受けて下落し、中国が 1 兆ドルも外貨準備を使って買い支えたものの、下落が続いており、中国からのデフレ輸出が懸念される状況にあった。

そこで、日本銀行は、2016 年 1 月に、金融機関の日銀当座預金の金利を -0.1% とするマイナス金利政策を導入し、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」とした。その際、欧州でマイナス金利が金融機関の収益を悪化させて金融仲介機能を阻害しているとの批判を踏まえ、従来 0.1% の金利を付していた当座預金残高には引き続き 0.1% の金利を付し、マイナス金利を付すのは 20 兆円程度にとどめ、増加するほとんどの当座預金には 0% の金利とする 3 層構造にして、短期市場金利をマイナスにする一方で、金融機関の収益を過度に悪化させないようにしたのである（参考 1 参照）。

さらに、日本銀行は、2013 年以来の金融緩和に関する総括的検証を踏まえて、2016 年 9 月に、適正なイールドカーブ（景気刺激効果の強い短中期金利をマイナスにする一方、低下しすぎると年金や生保の収支を悪化させて消費マインドを悪化させ得る超長期金利を適切な水準に維持）になるよう、短中期金利をマイナスとし、10 年もの国債金利を 0% 程度とするイールドカーブ・コントロールを導入した。これが、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」である。同時に、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「オーバーシュート型コミットメント」を導入した。

なお、2020 年に始まったコロナ感染症の拡大と非常事態宣言などの下で、消費の落ち込みによるマイナス成長や物価上昇率のマイナ

スに対し、政府は雇用調整助成金やゼロゼロ融資で企業を支援し、日銀もコロナ対応金融支援特別オペを導入し、その利用残高は 90 兆円を超えた。

Ⅱ マイナス金利政策の効果と副作用

こうした思い切った金融緩和が行われる中で、日本経済はデフレではなくなった。1998～2012 年の 15 年間のデフレ期の平均は、成長率が 0.6% 、消費者物価上昇率が -0.2% （15 年のうち、11 年は物価が下落ないしフラットという「緩やかだがしつこいデフレ」）、賃金上昇率が -0.9% 、失業率が 4.6% だったものが、2013～2019 年には、低迷を脱して成長率が 1.2% 、消費者物価上昇率が 0.3% 、賃金上昇率が 0.2% に回復するとともに、新規雇用が 500 万人増えて失業率は 2019 年に 2.4% まで低下していった。就職氷河期は完全に克服され、人手不足の経済社会になったのである。

コロナ感染症の流行によって、2020 年に、経済は一時的にマイナス成長に陥り、失業率も 2.8% まで上昇したものの、2021～2023 年には、成長率が 1.9% 、消費者物価上昇率が 1.7% 、賃金上昇率が 1.2% 、失業率が 2.7% に回復した。

特に、2022 年 2 月にウクライナ戦争が始まり、石油価格がバレル当たり 80 ドルから 100 ドルに急騰し、貿易収支の悪化と欧米のインフレ対策の金融引き締めによる内外金利差の拡大からの円安も加わって、輸入物価が 40% も上昇し、消費者物価上昇率も 2023 年には 3% 台まで上昇した。そして、史上空前の企業収益と極めてタイトな労働市場の下で、30 年ぶりに、賃上げが 2.5% 程度に達したのである。2021 年まで続いた「賃金も物価も上昇しないというノルム」（長期インフレ期待が 0% 台にアンカーされた状態）は、崩れ始めたといえよう。

2024 年の春闘では、大企業は 5.2% の賃上げ（定昇除きで 2% 台後半の賃金上昇）、中小企業でも 4.5% の賃上げと 33 年ぶりの賃金上昇になっており、賃金と物価の好循環が始まりつつあるように思われる。

この間、懸念された地方銀行の収益状況の悪化は、金融機関自身の経営努力もあり、限定的であった。むしろ、このような思い切った金融緩和がなければ、経済の低迷が続き、企業倒産が増えて金融機関の収益状況も一段と悪化したのではないかと思料される。また、特に、イールドカーブ・コントロールが債券市場の機能度の低下をもたらすのではないかと懸念され、確かに、一時は債券市場の機能度の低下を示す指標が現れたが、緩和的な金融環境を生み出すうえでやむを得なかったように見える。

最後に、巨大化した日本銀行のバランスシートが、金融正常化の下で、日本銀行の財務状況の悪化を招く恐れについては、色々な議論があったが、この点については、次節で詳しく議論することとしたい。

Ⅲ マイナス金利政策の廃止の判断とその後の状況

冒頭に述べたように、日本銀行は、2024 年 3 月に、2% の物価安定目標が持続的、安定的に達成できる見通しが立ったとして、マイナス金利政策を含むイールドカーブ・コントロールを廃止し、金融政策の正常化に乗り出した。この判断は、おそらく、消費者物価が 2% 程度の上昇を続け、賃金上昇率が 3% 程度になり、賃金と物価の好循環が復活しつつあることを受けて行われた判断だと思われる（参考 2 参照）。

その後も、消費者物価上昇率はこのような状況が続き、日本銀行は、2024 年 7 月には政策金利を 0.1% から 0.25% に引き上げたが、その後、急激な円高と株安が発生したため、

金利引き上げには慎重な姿勢を示したものの、基本的には、経済物価情勢を見極めながら、徐々に金利を引き上げていくことに変わりはないと思われる。なぜなら、賃金と物価の好循環が続いており、2% の物価安定目標が持続的、安定的に達成される見込みに変わりはないからである。

ただ、どの程度の金利を目標に、どの程度の期間をかけて正常化を進めるのかは、明らかでない。理論的には、金融緩和でも金融引き締めでもない「中立金利」を目指して金利の調整を行うと言えても、そもそも日本の中立金利の水準について確固たる判断を下すのは容易ではない。

米国の F R B は、ウクライナ戦争によって消費者物価上昇率が 9% 近くまで上昇したので、政策金利を 0% から 5.25~5.50% まで引き上げた後、消費者物価上昇率が 3% を割って 2% の物価安定目標に近づきつつあるため、2024 年 9 月に政策金利を 0.50% 引き下げて 4.75~5.00% としたが、目標の中立金利の水準については明示していない。エコノミストの意見は、3~4% に分かれているようである。4% を取れば、あと 0.75% しか金利引き下げの余地はないことになり、3% を取れば、まだ 1.75% も金利引き下げの余地があることになる。

日本でも、中立金利についてのエコノミストの意見は、1~2.5% に分かれているようである（IMF は、日本の自然利子率を -0.5% と見ており、2% の物価安定目標が持続的、安定的に達成され、長期インフレ期待も 2% 程度にアンカーされる下で、中立金利は 1.5% ということになる）。1% を取れば、金利引き上げの余地は 0.75% 程度になるし、（IMF のいう）1.5% を取れば、金利引き上げの余地は 1.25% 程度あることになる。しかし、F R B と同じく、日本銀行も目標の中立金利を示していない。

すなわち、日本銀行は、毎回の金融政策決定会合で、経済物価情勢を見ながら、徐々に金利を引き上げて行き、経済も順調に成長し、物価上昇率も2%程度で安定している（長期インフレ期待が2%近傍にアンカーされている）ことが確認できたときに金利引き上げを停止し、その時の金利が中立金利であると言える。

日本銀行が金融政策の正常化を進める過程で、日本銀行の財務状況にどのような影響が出るのかについては、色々な議論がある。リーマンショック後の世界金融危機の中で、日本銀行と同様に量的緩和やマイナス金利政策を進めたECBやFRBは、すでにこうした非伝統的金融政策から脱却しているが、その過程で、赤字に陥り、国庫納付を停止している。日本銀行も、政策金利を引き上げ、バランスシートを縮小する過程で、赤字に陥る可能性が議論されていた。

ただし、日本銀行の場合は、ECBやFRBと異なる状況もあるので、必ずしも赤字に陥ると断定することはできないと思われる。

まず、第一に、ECBやFRBはウクライナ戦争後に9~10%のインフレに直面し、急速かつ大幅に政策金利を引き上げなければならず、国債などの債券保有が大幅な逆ザヤになって、赤字に陥ったのに対し、日本銀行は、こうしたインフレに対抗するのではなく、2%の物価安定目標が持続的、安定的に達成されるようになり、これ以上大幅な金融緩和を続ける必要がなくなったので、金利を徐々に中立金利に近づけていくプロセスにある。したがって、いきなり大きな逆ザヤになる可能性は低いと思われる。

第二に、上記のように政策金利が徐々に上昇する中で、国債金利も徐々に上昇して行くと考えられ、(国債のキャピタルロス、ECBやFRBと同様に時価会計でないのでカウントしないだけでなく)、保有国債の平均残存

期間が8年程度あるので、ECBやFRBと同様に償還される分の一部を再投資することによって、金利の高い国債に徐々に乗り替えていけるため、国債保有が逆ザヤになることは緩和されることになろう。

第三に、日本銀行は、毎年の国債保有による収益の中から債券取引損失引当金をこれまでに6兆円以上積み上げており、収益が赤字になった場合には、これを取り崩して赤字決算を避けることができる。このような制度は、ECBやFRBにはなく、日本銀行の財務状況の悪化を防ぎ、国庫納付金の変動を均す働きをしているのである（ただ、毎年こうした引き当てをした後でも、日本銀行は、ここ数年、毎年2兆円程度の国庫納付金を納付している）。

第四に、日本銀行は37兆円ほどのETFを保有しており（このキャピタルゲインも、時価会計でないのでカウントされないが）、これから得られる運用益が毎年1兆円ほどあり、日本銀行は当面ETFを売却する予定がないので、この運用益は、仮に国債保有が逆ザヤになった際にも、赤字決算になることを防止するようになろう。

要するに、日本銀行が金融政策の正常化を進める中でも、赤字に陥る可能性は低いということができよう。なお、仮に赤字になっても、ECBやFRBと同様に金融政策の運営上の問題を引き起こすことはないし、日本銀行やECB、FRBにはありそうにない債務超過になっているオーストラリア準備銀行（時価会計のため）やスイス銀行（資産の大半のユーロ資産の時価会計のため）でも、金融政策の運営に何ら支障をきたしていないのである。

日本銀行が中立金利に向けて、数年かけて金利を徐々に引き上げていく中で、日本経済の今後はどのように展開するかを展望すると、今後とも1%台の成長を続けるとと思われる。

日本経済の中期的潜在成長率は、0%台後半と言われてきたが、2021～2023年の平均成長率は、DX、GX投資の増加もあって1.9%に達しており、2024の成長率は、自動車認証不正による自動車生産の減退の関係で第1四半期の成長率が大幅なマイナスになったことから、1%をかなり下回ると思われるものの、今後は、実質賃金の上昇に支えられて消費も伸びると思われ、おそらく、中期的潜在成長率も1%程度に上昇していくと見られることから、2025年以降も1%台の成長が続くと考えられるのである。

こうした中で、金融政策の正常化が進められることが、金融機関、企業、家計、政府にどのような影響を及ぼすかを検討することにする。

まず、金融機関については、基本的に収益が改善すると思われる。なぜなら、預金金利の上昇より貸出金利の上昇の方が大きく、リザヤが拡大するからである。しかも、順調な経済成長の下で、貸し出しも増加していくと思われる。もちろん、市場金利の上昇により、保有債券のキャピタルロスが拡大し得るが、大手行は十分対応策を講じており、すでに史上最高水準の利益を上げている。また、地銀などでも十分な資本を保有しているので、銀行の破綻のようなことは考えにくい。

同じく、企業にとっても、収益が拡大していく中で、十分な現預金を保有しており、借入金利の上昇が障害になるとは思われない。もとより、ゼロゼロ融資によって本来退場すべきなのに倒産しないで済んできた企業が、返済に困って倒産するようなケースはあるかもしれないが、それが企業部門全体に広がるおそれはなく、また、政府保証なので、金融機関にも影響はない。

家計は、膨大な預金を保有しているので、

預金金利上昇によって、大きな利益を得ることになる。もとより、変動金利の住宅ローンを抱えている家計は影響を受けるだろうが、その程度や範囲は限定されている。

その意味で、金融政策の正常化による金利上昇で最も大きな影響を受けるのは、政府かもしれない。2000年頃、国債残高は330兆円ほどで、国債の利払い費は約10兆円だったが、その後、国債残高が増加する中でも、金利の低下により、国債利払い費は7～8兆円程度で推移し、2024年に国債金利の上昇を受けて9.7兆円になった程度である。しかし、国債残高は3倍の1100兆円に上っており、国債金利が2000年頃の水準（加重平均金利2.7%）に上昇すれば、国債利払い費は30兆円程度に増加するはずである。これは、子供子育て経費3兆円や防衛費増5兆円とは桁違いの増加である。

もちろん、金利は徐々に上がって行き、国債残高の平均残存期間は9年ほどあり、金利上昇は借換債や新発債に反映されるため、金利上昇がフルに利払い費増加に効いてくるのには、10年以上先だと思われ、時間的余裕はある。ただ、税の自然増収（名目GDPの伸び率3%×税収弾性値1.1でも税収の伸び率は3.3%程度）があるにしても、社会福祉支出などがそれ以上に増加する可能性があり、歳入増加が必要なことに変わりはない。

（参考1）日本銀行『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入』（2016年1月29日公表文）

（参考2）日本銀行「金融政策の枠組みの見直しについて」（2024年3月19日公表文）

(参考 1)

2016年1月29日
日本銀行

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

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、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする。

(1) 「金利」：マイナス金利の導入（賛成5反対4）^(注1)

金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する¹。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する（別紙）²。

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

(2) 「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。

(3) 「質」：資産買入れ方針（賛成8反対1）^(注3)

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³。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。

¹ 2016年2月16日からの準備預金種別期間から適用する。

² 階層構造方式は、マイナス金利の適用が金融機関収益を過度に圧迫し、かえって金融仲介機能を弱めることを防ぐ観点から、スイス（▲0.75%）、スウェーデン（▲1.1%）、デンマーク（▲0.65%）など、大規模のマイナス金利を実施している国々で、採用されている。

³ 従来通り、長期国債買入れの下限金利は設けず、▲0.1%を下回る金利での買入れも行う。

② E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円⁴、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

③ C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(4) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続

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3)。

2. わが国の景気は、企業部門・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもので、緩やかな回復が続けており、物価の基調は着実に高まっている。もっとも、このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している。

3. 日本銀行は、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することとした。日本銀行当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく。また、この枠組みは、従来の「量」と「質」に「マイナス金利」を加えた3つの次元で、追加的な緩和が可能なスキームである。日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもと、2%の「物価安定の目標」の早期実現を図る。

以上

⁴ 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E T Fの買入れ（年間約3,000億円）は、これとは別枠で4月から実施する。

(別 紙)

日本銀行当座預金のマイナス金利適用スキーム

日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する⁵。

1. 3段階の階層構造

(1) 基礎残高 (+0.1%を適用)

「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の残高については、従来の扱いを維持する。具体的には、各金融機関の日本銀行当座預金残高のうち、2015年1月～12月積み期間(基準期間)における平均残高までの部分を、既往の残高に対応する部分として、+0.1%を適用する。

(2) マクロ加算残高 (ゼロ%を適用)

以下の合計額にはゼロ%を適用する。

- ① 所要準備額に相当する残高
- ② 金融機関が貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合には、その残高に対応する金額
- ③ 日本銀行当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案して、適宜のタイミングで、マクロ加算額((1)の基礎残高に掛けて算出)を加算していく。

(3) 政策金利残高 (▲0.1%を適用)

各金融機関の当座預金残高のうち、(1)と(2)を上回る部分に、▲0.1%のマイナス金利を適用する。

2. 現金保有額が大きく増加した場合の取り扱い

金融機関の現金保有によってマイナス金利の効果が減殺されることを防止する観点から、金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合には、その増加額を、(2)のマクロ加算残高(それを上回る場合には、(1)の基礎残高)から控除する。

以 上

⁵ 階層構造としても、金融市場に対してはマイナス金利としての効果を持つ。すなわち、金融取引の価格(金利・株価・為替相場など)は、ある新しい取引を行うことに伴う歴史的な損益によって決まる。マイナス金利が当座預金残高の全体にからなくとも、歴史的な増加部分にかかれば、新しい取引によって当座預金が増えることに伴うコストは▲0.1%である。金融市場ではそれを前提として金利や相場形成がなされる。

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員。反対：白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。白井委員は、「量的・質的金融緩和」の補完措置導入直後のマイナス金利の導入は資産買入の限界と認識される恐れがあるほか、複雑な仕組みが混乱を招く恐れがあるとして、石田委員は、これ以上の国債のイールドカーブの低下が实体经济に大きな効果をもたらすとは判断されないとして、佐藤委員は、マイナス金利の導入はマネタリペーベースの増加ペースの縮小とあわせて実施すべきであるとして、木内委員は、マイナス金利の導入は長期国債買入の安定性を低下させることから危機時の対応策としてのみ妥当で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、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員。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) 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、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員、布野委員)。

(参考)

・開催時間——1月28日(木) 14:00～15:46
1月29日(金) 9:00～12:31

・出席委員——議長 黒田 東彦 (総裁)
岩田 規久男 (副総裁)
中曽 宏 (")
白井 さゆり (審議委員)
石田 浩二 (")
佐藤 健裕 (")
木内 登英 (")
原田 泰 (")
布野 幸利 (")

上記のほか、

1月28日
財務省 太田 充 大臣官房総括審議官 (14:00～15:46)
内閣府 西川 正郎 内閣府審議官 (14:00～15:46)

1月29日
財務省 岡田 直樹 財務副大臣 (9:00～11:50、12:05～12:31)
内閣府 高島 修一 内閣府副大臣 (9:00～11:50、12:05～12:31)
が出席。

・公表日時

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入——1月29日(金) 12:38
経済・物価情勢の展望(基本的見解)——1月29日(金) 12:38
経済・物価情勢の展望(背景説明を含む全文)——1月30日(土) 14:00 予定
主な意見——2月8日(月) 8:50 予定
議事要旨——3月18日(金) 8:50 予定

以 上

(参考 2)

2024年3月19日
日本銀行

金融政策の枠組みの見直しについて

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、賃金と物価の好循環を確認し、先行き、「展望レポート」の見直し期間終盤にかけて、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した。これまでの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策は、その役割を果たしたと考えている。日本銀行は、引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短利金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営¹する²。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている。

以上を踏まえ、金融市場調節方針等については、以下のとおりとすることを決定した。

(1) 金融市場調節方針（賛成7反対2）^(注1)

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。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す³。

(2) 長期国債の買入れ（賛成8反対1）^(注2)

これまでと概ね同程度の金額⁴で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

¹ マネタリ・ベースの陰謀に関するオーバーシュート型コミットメントについては、その要件を充足したものと判断する。

² この方針を実現するため、日本銀行当座預金（所要準備額相当部分を除く）に0.1%の付利金利を適用する。新たな金融市場調節方針および付利金利は、翌営業日（3月21日）から適用する。

³ 足もとの長期国債の月間買入れ額は、6兆円程度となっている。実際の買入れは、従来同様、ある程度の幅をもって予定額を示すこととし、市場の動向や国債需給などを踏まえて実施していく。

(3) 長期国債以外の資産の買入れ（全員一致）

①ETFおよびJ-REITについて、新規の買入れを終了する。

②CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する。

(4) 貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い（全員一致）

貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、氣候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する。貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとする。

2. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している（別紙）。賃金を巡る環境を整理すると、企業収益は改善を続けており、労働需給は引き締まっている。こうしたもと、本年の春季労使交渉では、現時点の結果を見ると、昨年に続きしっかりと賃上げが実現する可能性は高く、本支店における企業からのヒアリング情報でも、幅広い企業で賃上げの動きが続いていることが窺われる。物価面では、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているが、これまでの緩やかな賃金上昇を受けて、サービス価格の緩やかな上昇が続いている。このように、最近のデータやヒアリング情報からは、賃金と物価の好循環の強まりが確認されてきており、先行き、見通し期間終盤にかけて、「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した。

以上

^(注1) 賛成：植田委員、水見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員、野口委員。中村委員は、主として大企業に關係するETF買入れ等の終了には賛成であるが、マイナス金利政策は業績回復が遅れている中小企業の賃上げ余力が高まる蓋然性を確認するまで継続すべきとして反対した。野口委員は、賃金と物価の好循環の強まりを慎重に景観めるとともに、金融環境に不連続な変化をもたらすリスクを避ける観点から、長短金利操作とマイナス金利政策の同時撤廃は避けるべきとして反対した。

^(注2) 賛成：植田委員、水見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

- (別 紙)
- 経済・物価の現状と見通し
1. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、回復ペースが鈍化している。そうした影響を受けつつも、輸出は横ばい圏内の動きとなっている。鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなっており、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少している。企業収益が改善するも、設備投資は緩やかな増加傾向にある。雇用・所得環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るも、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

2. 先行きのわが国経済を展望すると、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復が続けるとみられる。その後は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まるも、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰するも、政府による経済対策の反動がみられることから、2%を上回る水準で推移するとみられる。その後は、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるも、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる。

3. リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。
- 以 上

- (参考)
- ・開催時間——3月18日(月) 14:00~16:22
3月19日(火) 9:00~12:28

・出席委員——議長 植田 和男 (総裁)
水見野 良三 (副総裁)
内田 眞一 (")
安達 誠司 (審議委員)
中村 豊明 (")
野口 旭 (")
中川 順子 (")
高田 創 (")
田村 直樹 (")

上記のほか、
3月18日
財務省 坂本 基 大臣官房総括審議官 (14:00~16:22)
内閣府 井上 裕之 内閣府審議官 (14:00~16:22)

3月19日
財務省 赤澤 亮正 財務副大臣 (9:00~12:08、12:17~12:28)
内閣府 井林 辰憲 内閣府副大臣 (9:00~12:08、12:17~12:28)
が出席。

・公表日時
金融政策の枠組みの見直しについて——3月19日(火) 12:35
主な意見——3月28日(木) 8:50 予定
議事要旨——5月2日(木) 8:50 予定
- 以 上