

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 29 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 29 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、海外経済の成長を背景に、増加基調を辿った)	2
(鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った)	3
(設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った)	5
(住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資は増加した)	7
(雇用・所得環境は着実に改善した)	8
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増した)	10
(2) 物価	12
(3) 海外経済	16
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	20
(3) 債券市場	21
(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」	37
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 29年6月の会合	47
(国際金融市場では、米国や欧州において、長期金利が低下した一方、堅調な企業決算などを受けて、株価は堅調に推移した)	
(海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている)	
(わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつある)	
(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、弱含みの局面が続いている)	
(金融環境は、きわめて緩和した状態にある)	
ロ. 9月の会合	49
(国際金融市場では、地政学的リスクが意識される局面もみられたが、全体としてみれば、投資家のリスク回避の動きは限定的となっている)	
(海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている)	
(わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くことで、緩やかに拡大している)	
(消費者物価の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている)	
(金融環境は、きわめて緩和した状態にある)	
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続	51
ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営	54
3. 金融市場調節の実施状況	56
4. 日本銀行のバランスシートの動き	61
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	63
2. 金融政策決定会合議事要旨	100
参考計表・資料一覧	174

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 29 年度上期のわが国の経済を振り返ると、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大した。

輸出は、海外経済の成長を背景に、増加基調を辿った。国内需要をみると、公共投資は増加した一方、住宅投資は横ばい圏内の動きとなった。設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、増加基調を辿った。

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、プラス幅を拡大して 0% 台後半となった。予想物価上昇率は、一部には昨年夏頃をボトムに上昇傾向を示す指標もみられたが、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、金利は低水準で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。

株価は、米欧株価が上昇する中で、好調な企業決算等を背景に上昇し、9 月末には 20 千円台前半となった。

為替市場では、円の為替相場は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移し、9 月末には 112 円台となった。円の為替相場は、欧州政治情勢を巡る不透明感が後退する中で、円安ユーロ高方向の動きが続き、9 月末には 132 円台となった。

4. 企業金融について、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などの資金需要が増加した。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、プラス幅が緩やかに拡大し、9月時点では3%程度のプラスとなった。CPおよび社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移した。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は、前年比で1割台半ばから後半の高い伸びを続けた。マネーストック（M2）の動向をみると、前年比4%程度で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 29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月と6月の会合では、わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつあると判断した。7月と9月の会合では、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大していると判断した。

7. 金融政策運営面では、29年度上期のすべての会合において、28年9月の会合で決定した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとの、以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続することとした。

（1）長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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。

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。

（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 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。

先行きの金融政策運営について、29年度上期のすべての会合において、「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。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、マネタリーベースの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、「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」との考え方を示した。

（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、513.4兆円（前年比+12.4%）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

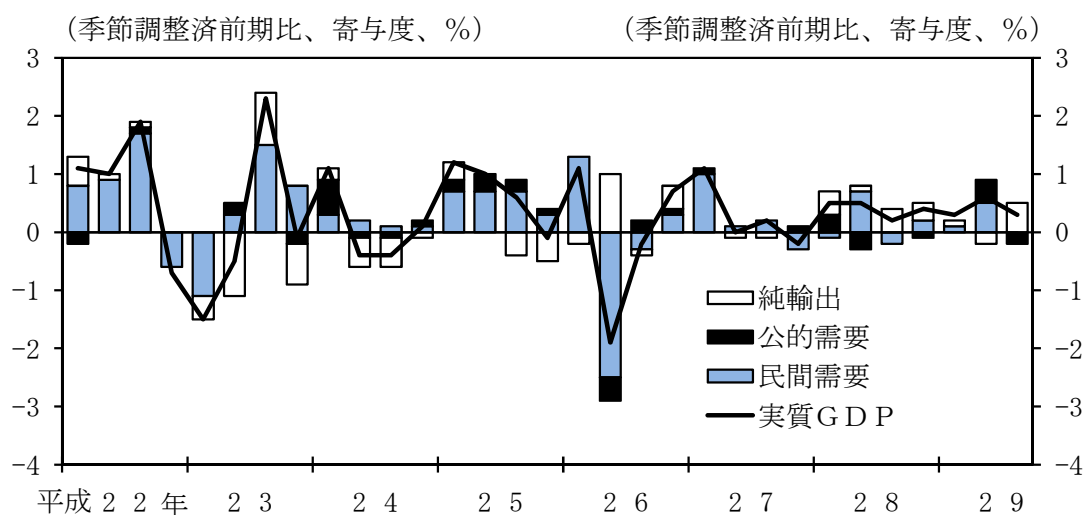
(概況)

平成 29 年度上期のわが国の経済を振り返ると、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大した。

輸出は、海外経済の成長を背景に、増加基調を辿った。国内需要をみると、公共投資は増加した一方、住宅投資は横ばい圏内の動きとなった。設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、増加基調を辿った。

以上の経済情勢を実質 GDP の前期比で見ると（図表 1）、28 年 1～3 月以降、7 四半期連続でプラスとなった。半期で見ると、29 年度上期は、前年度下期対比で年率 1.9% の伸びとなった。

(図表 1) 実質 GDP の推移



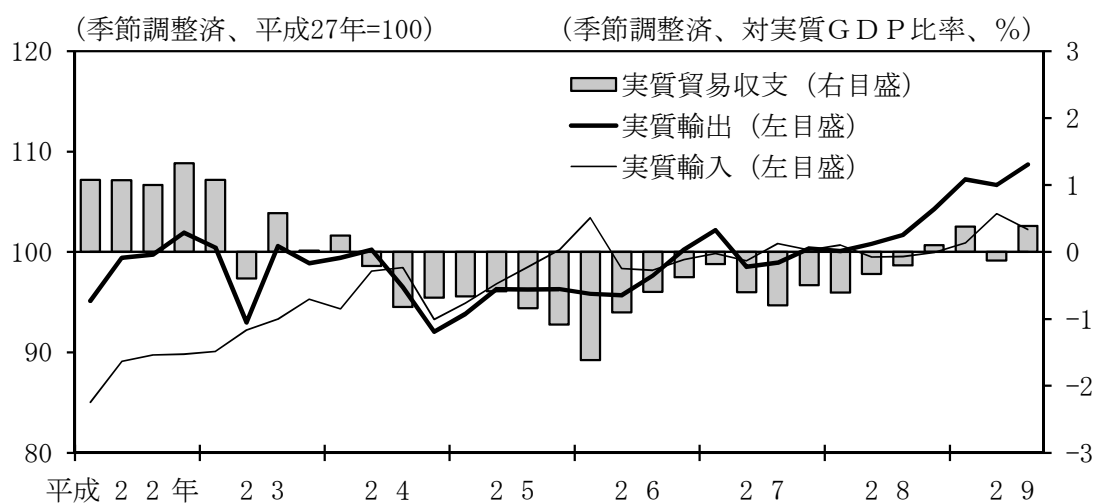
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照（以下の図表についても同様）。

(輸出は、海外経済の成長を背景に、増加基調を辿った)

実質輸出は¹、海外経済の成長を背景に、増加基調を辿った(図表2)。仔細にみると、先進国向けは、増加基調を続けたほか、新興国・資源国向けも、情報関連や中間財を中心に持ち直した(図表3)。

実質輸入は、個人消費の動きを反映して消費財が増加したことなどから、持ち直した(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28年 第3四半期	平成29年			
		4	1	2	3
米国 <20.2>	-0.4	2.6	-0.1	2.4	2.3
EU <11.4>	-0.3	-3.1	4.0	6.6	-3.2
アジア <53.0>	1.7	4.7	3.6	-2.1	1.6
中国 <17.7>	0.9	7.1	4.8	0.1	1.9
NIEs・ASEAN等 <35.3>	2.2	3.4	3.0	-3.1	1.5
その他 <15.4>	0.1	-1.8	7.0	-4.3	1.0
実質輸出計	0.9	2.5	2.8	-0.5	1.9

(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

	平成28年 第3四半期	平成29年			
		4	1	2	3
中間財 <18.8>	-0.1	-0.6	-1.2	2.5	2.1
自動車関連 <24.9>	2.2	3.5	-0.1	1.3	0.2
情報関連 <21.2>	2.1	4.1	4.4	-4.2	3.0
資本財 <17.1>	-0.4	3.6	6.0	3.5	-1.9
実質輸出計	0.9	2.5	2.8	-0.5	1.9

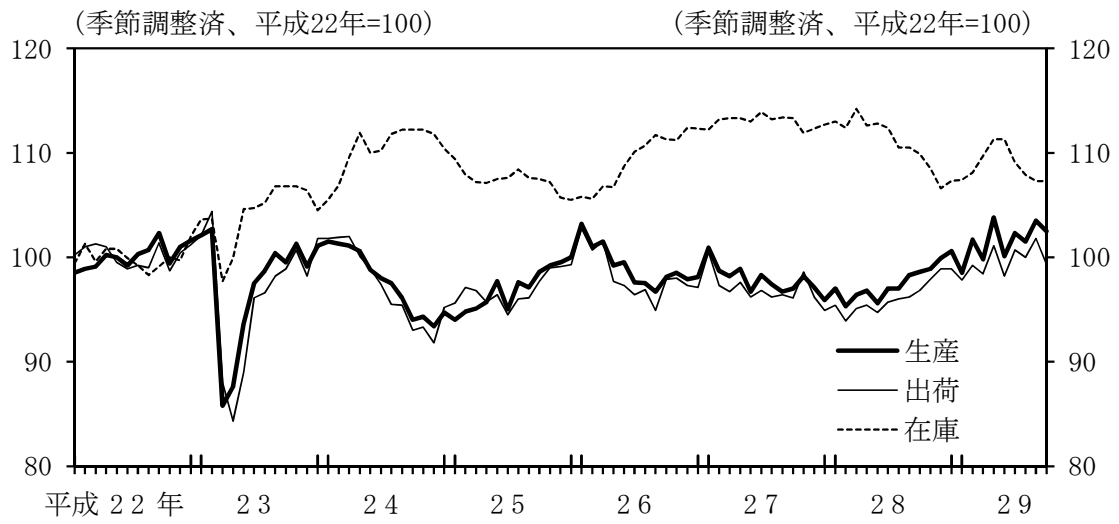
(注) < >内は、28年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEs・ASEAN等は、NIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)やASEAN(タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムなど)のほか、インド、バングラデシュなども含む。

(鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った)

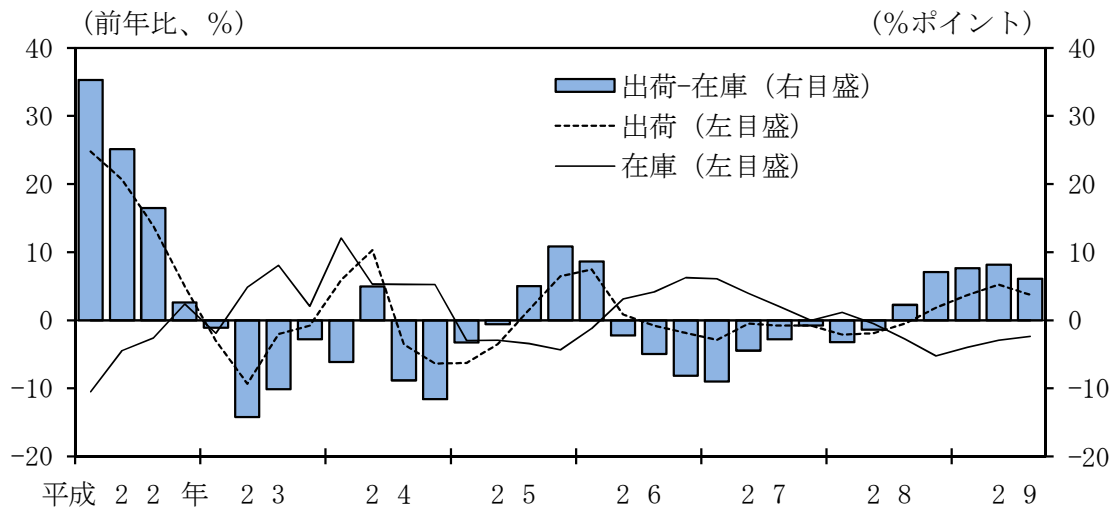
鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った(図表4)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)は、国内への生産移管の動きもあって、振れを伴いながらも増加を続けた。電子部品・デバイスは、スマートフォン関連需要などから、増加を続けた。はん用・生産用・業務用機械も、緩やかに増加した。

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をはっきりと上回って推移しており、改善した状態を続けた(図表5)。

(図表4) 鉦工業生産・出荷・在庫



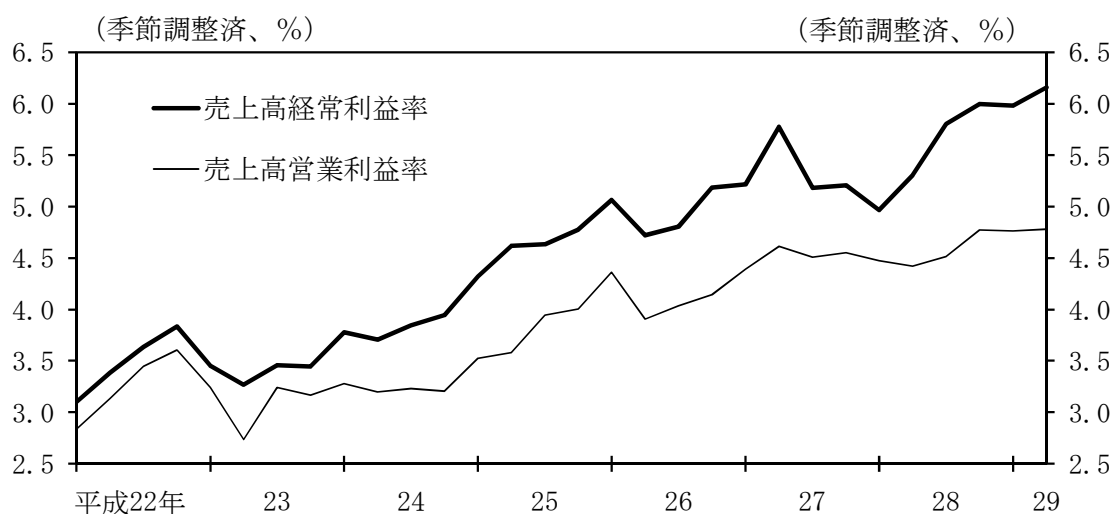
(図表5) 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った)

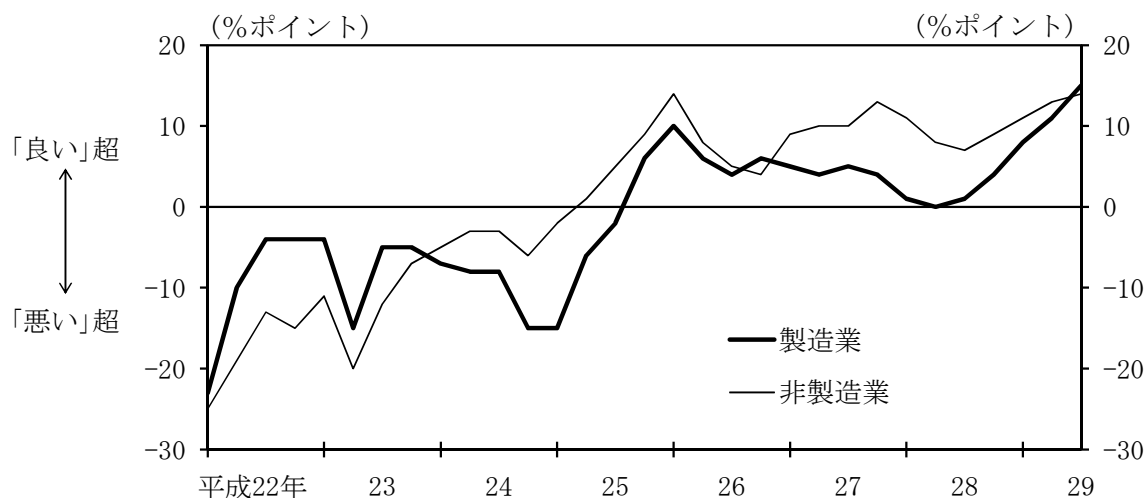
企業収益は、改善した。法人企業統計の利益率（季節調整値）の推移をみると（図表6）、経常利益率は、堅調な内需や海外経済の成長にも支えられて、はっきりと改善した。この間、企業の業況感を短観でみると、企業収益の改善を反映して、幅広い業種で改善した（図表7）。

(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。

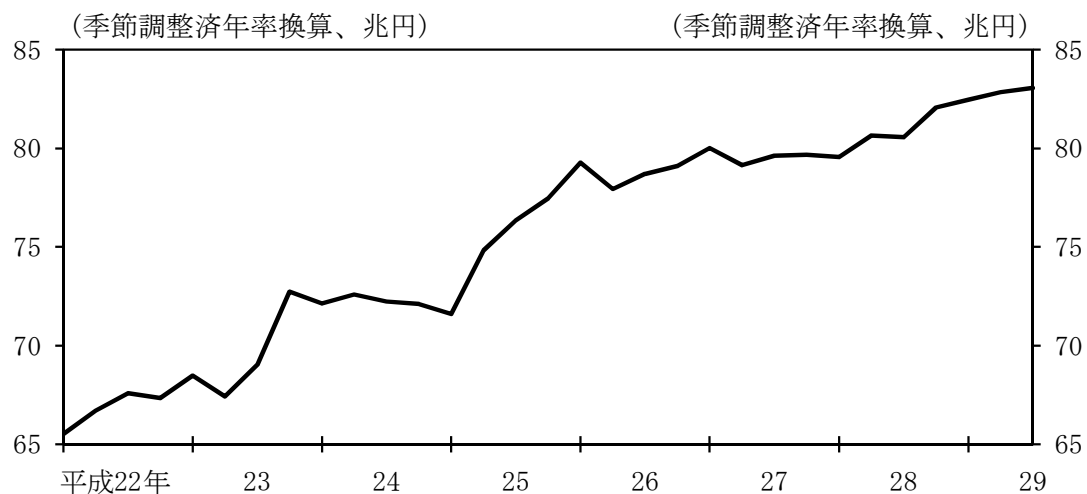
(図表7) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調を辿った。29年度上期のGDPベースの実質設備投資は、前年度下期対比で年率1.7%の伸びとなった(図表8)。

(図表8) 設備投資 (実質、GDPベース)

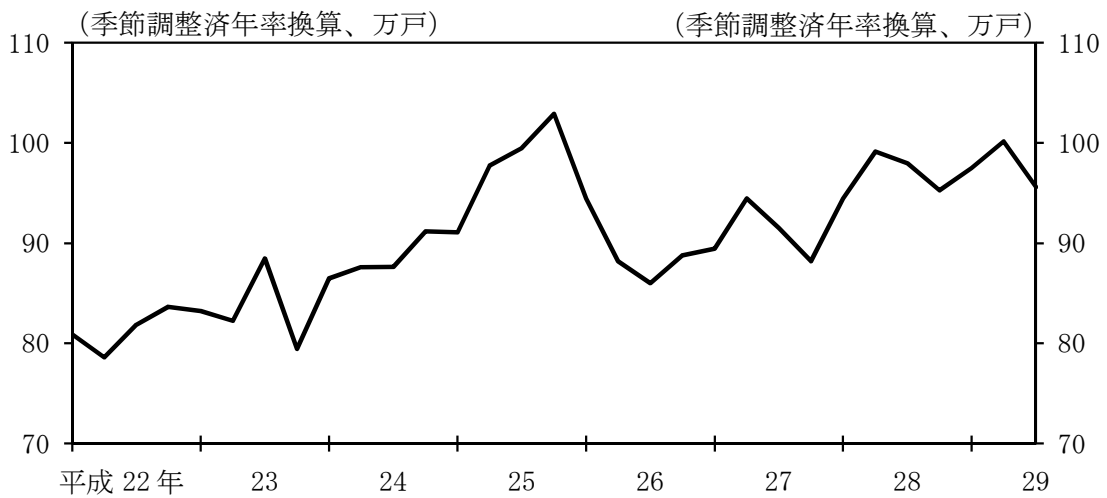


(住宅投資は横ばい圏内で推移し、公共投資は増加した)

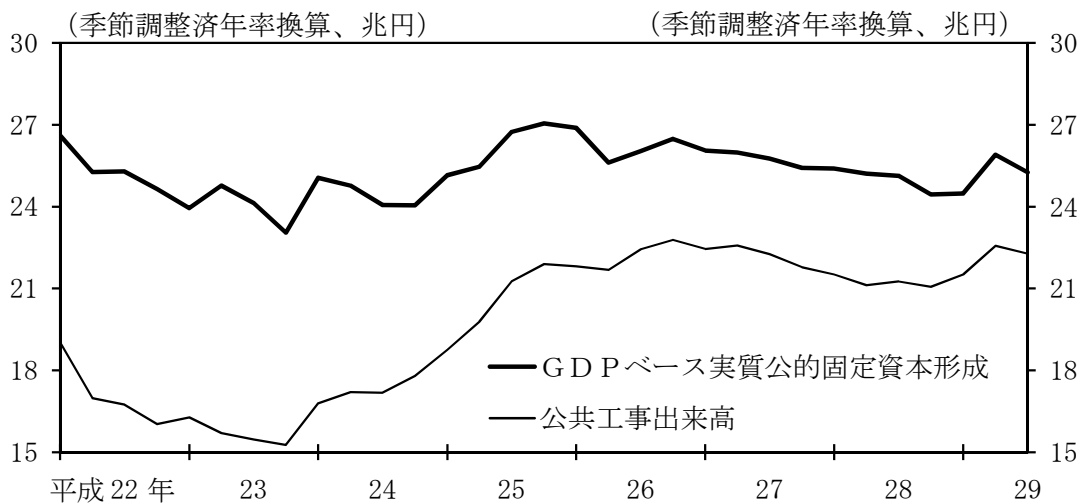
住宅投資は、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境が下支えとなったものの、貸家への節税ニーズの一巡もあって、横ばい圏内で推移した(図表9(1))。公共投資は、増加した(図表9(2))。

(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・所得環境は着実に改善した）

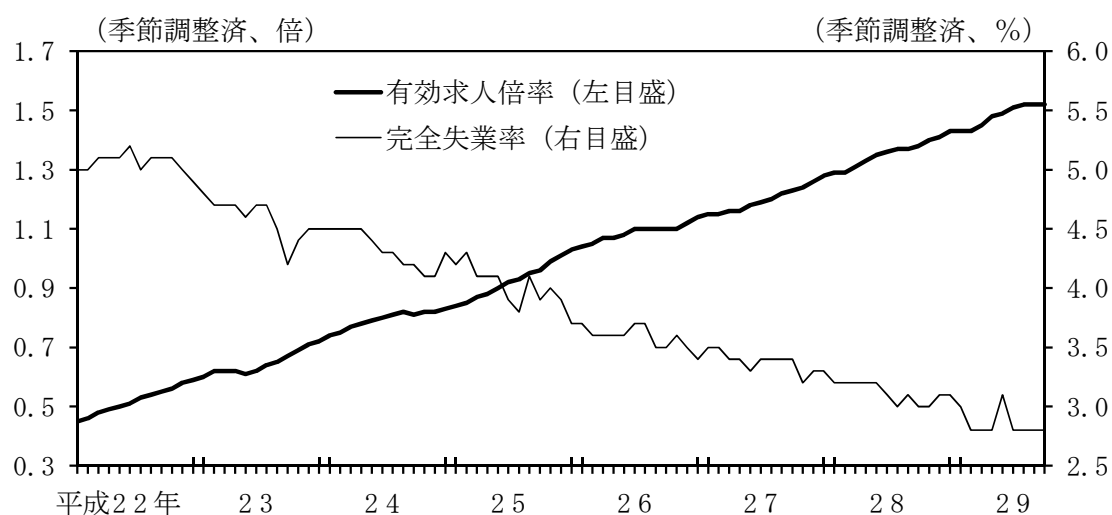
雇用面についてみると（図表 10）、労働力調査の雇用者数の前年比は、1%台半ばの伸びを続けた。そのもとで、有効求人倍率は着実に上昇を続けたほか、完全失業率は2%台後半となるなど、労働需給は着実な引き締まりを続けた。

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（図表 11）。

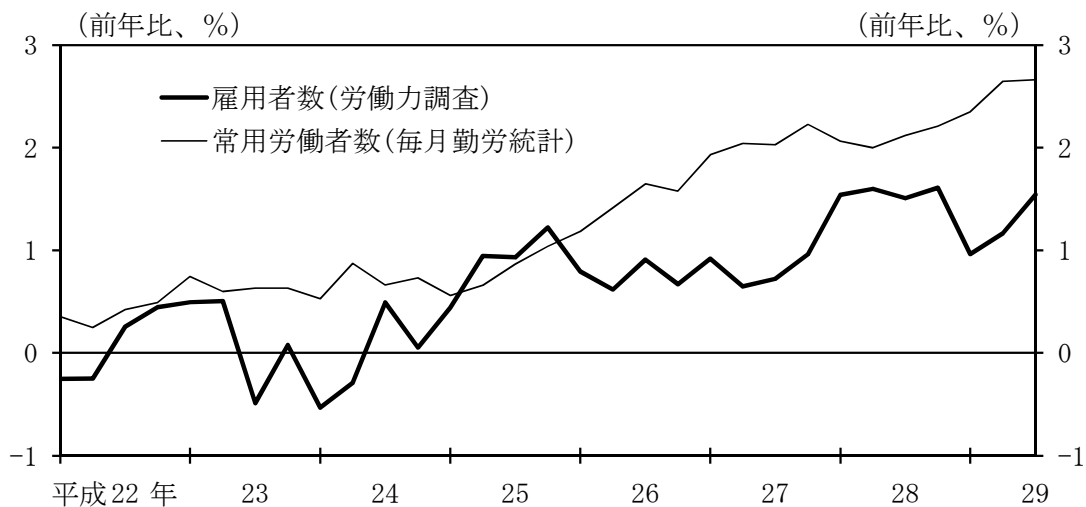
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は、振れを伴いつつも、緩やかな増加を続けた。

（図表 10）労働需給

（1）有効求人倍率と完全失業率

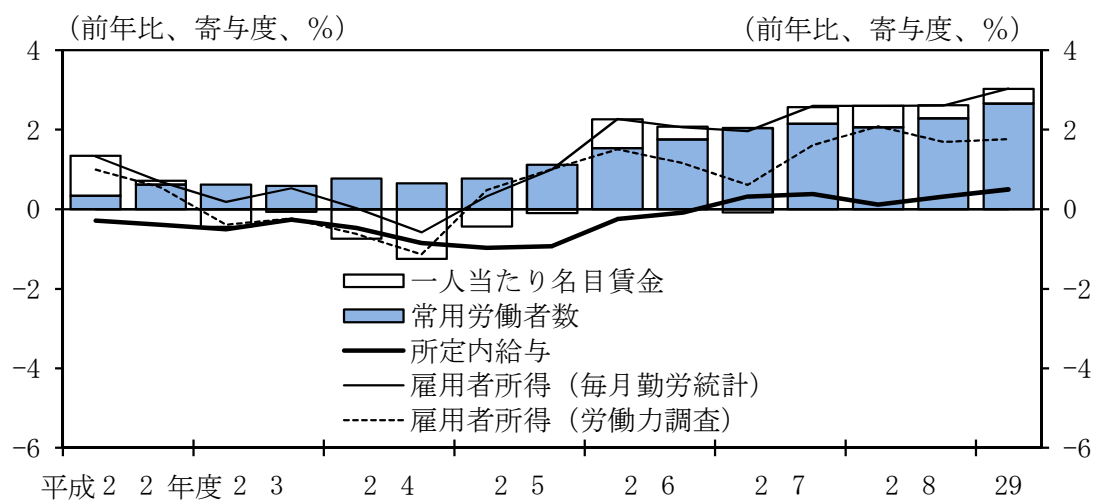


(2) 雇用者数と常用労働者数



(注) 常用労働者数(毎月勤労統計)は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



(注) 雇用者所得(毎月勤労統計)は、常用労働者数(毎月勤労統計)×一人当たり名目賃金(毎月勤労統計)で算出。雇用者所得(労働力調査)は、雇用者数(労働力調査)×一人当たり名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

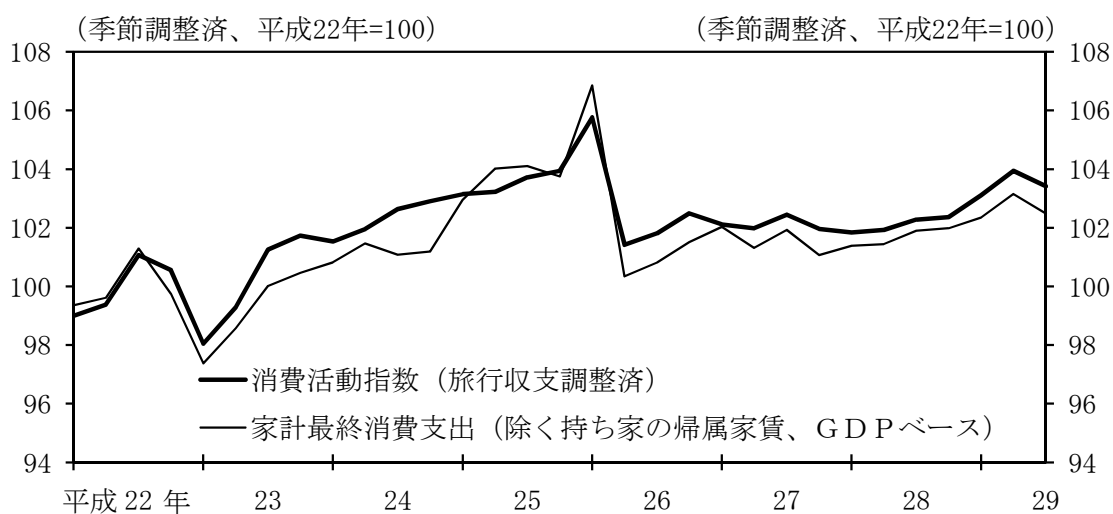
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増した)

個人消費については、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増した(図表 12(1))。財の消費動向を小売業販売額(実質)で見ると(図表 12(2))、耐久財がリーマン・ショック後の需要喚起策により購入された乗用車や家電が買い替え期を迎えつつある中で増加を続けたことなどから、底堅さを増した。サービス消費では、外食が増加を続けたほか、旅行は海外旅行を中心に持ち直した(図表 12(3))。

この間、個人消費関連のマインド指標は、振れを伴いつつも、株価上昇や良好な雇用環境などを背景に、ごく緩やかに持ち直した(図表 13)。

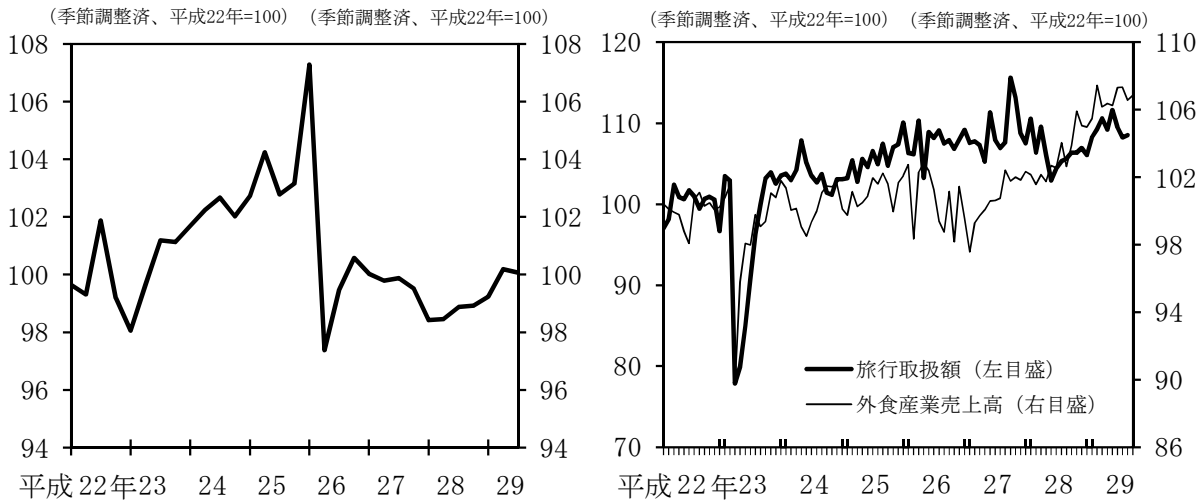
(図表 12) 個人消費

(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)

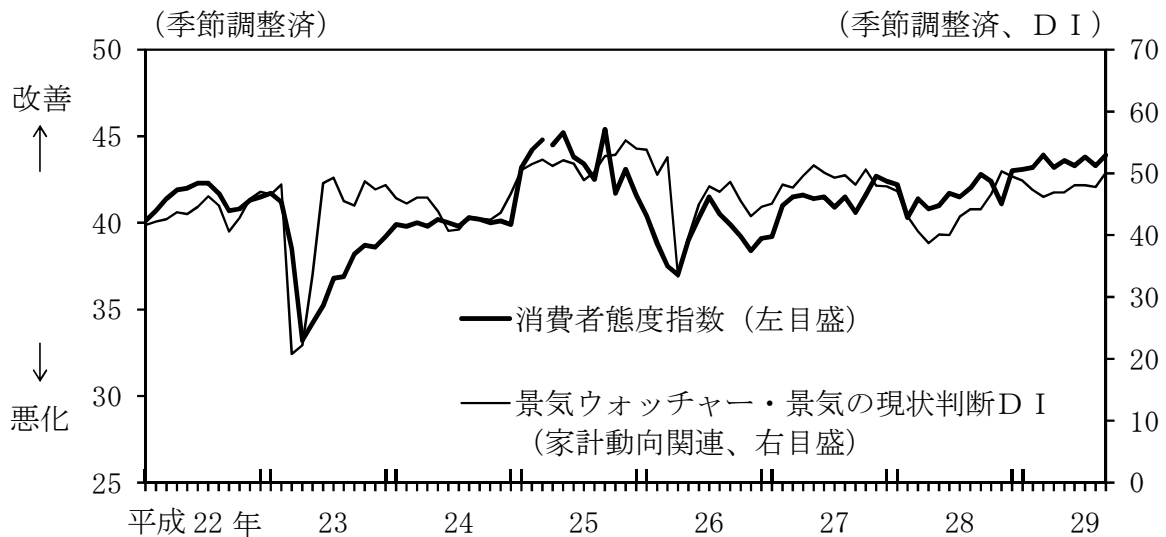


(注1) 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。

(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・二人以上の世帯 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。

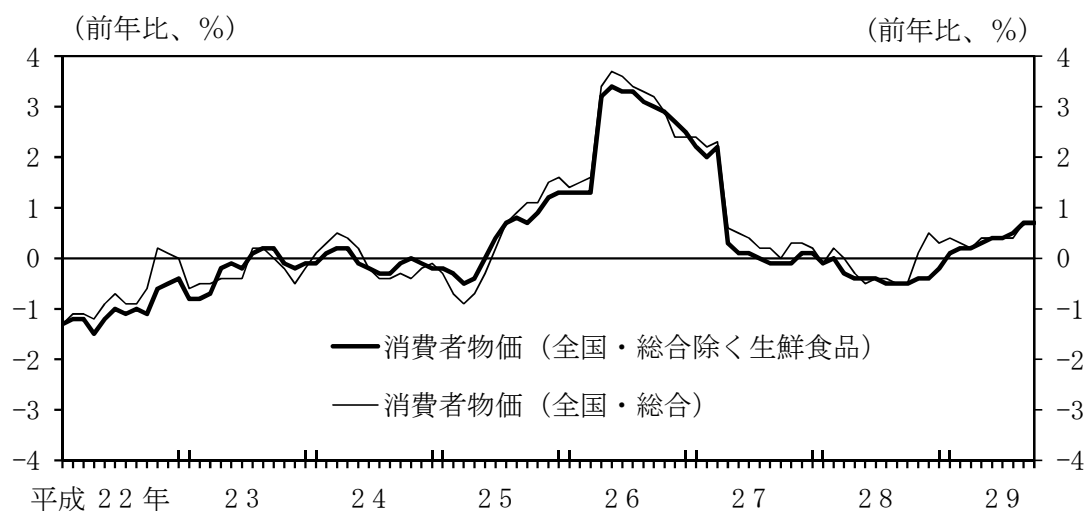
(2) 物価

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、プラス幅を拡大して0%台後半となった（図表14）。内訳をみると（図表15）、財は、耐久財がテレビなど家電製品を中心にマイナス幅を縮小し、食料工業製品がプラス幅を拡大した一方で、石油製品がプラス幅を縮小したことから、プラス幅の拡大が一服した。一般サービスは、通信料（携帯電話）や家賃の下落などから、マイナスで推移した。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の上昇を主因に、プラスに転化したあと、プラス幅を拡大した。

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、0%程度から小幅のプラスで推移した。刈込平均値²の前年比をみると（図表16）、プラス幅を拡大して0%台半ばとなった。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、横ばいで推移した。

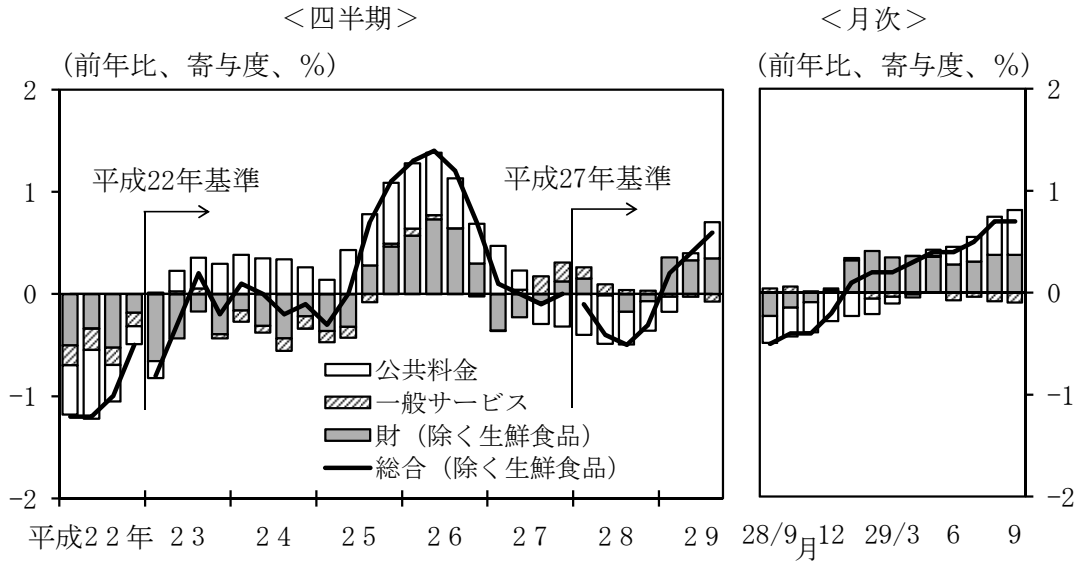
予想物価上昇率は（図表17）、一部には昨年の夏頃をボトムに上昇傾向を示す指標もみられたが、弱含みの局面が続いた。

(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。

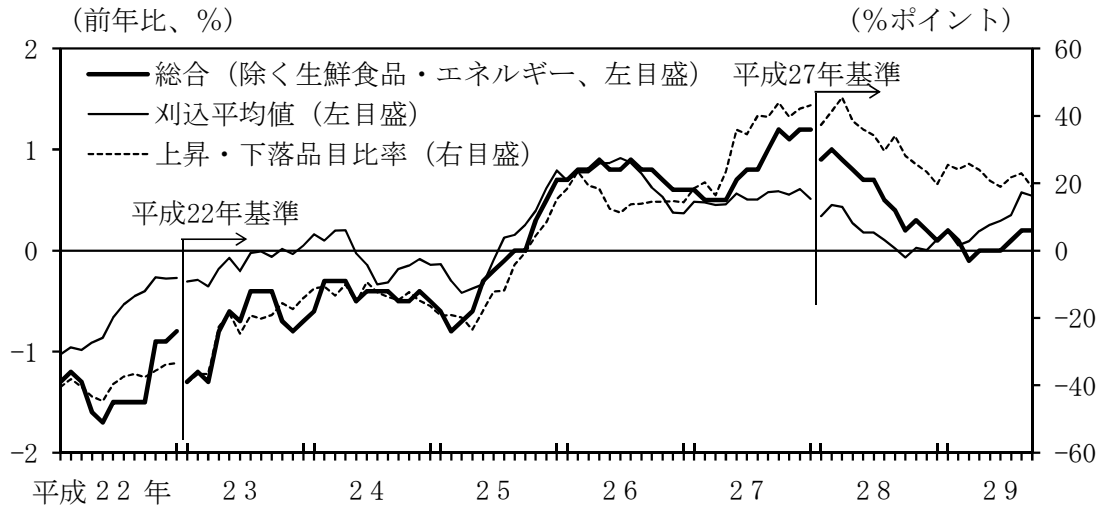
(図表 15) 消費者物価（全国・総合除く生鮮食品）の内訳



(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。

(図表 16) 消費者物価の基調的な変動



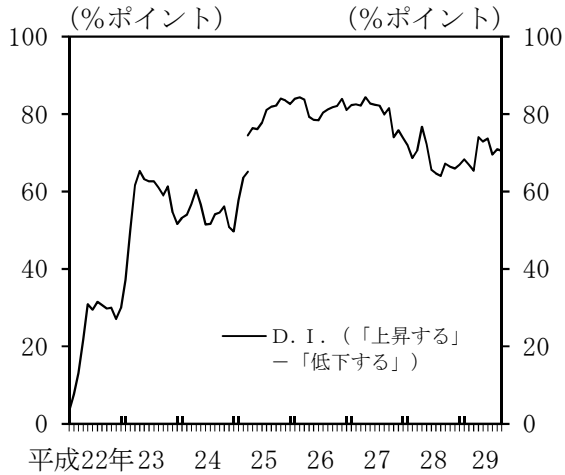
(注 1) 刈込平均値は、全個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(注 2) 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。

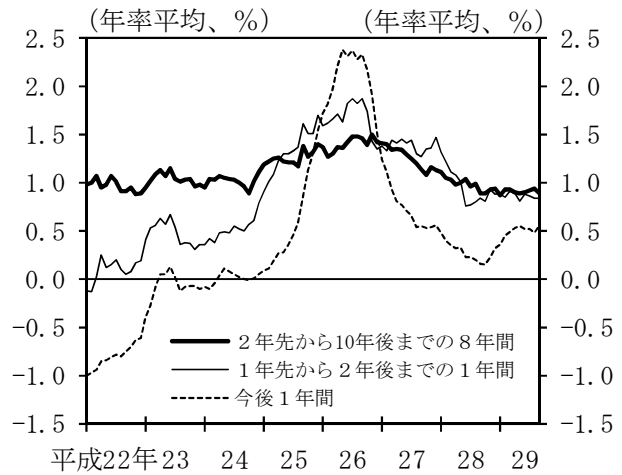
(注 3) 消費者物価指数は、消費税調整済み。

(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)



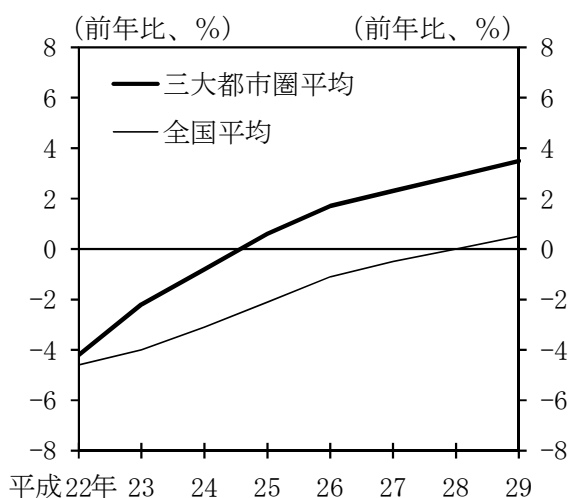
(注1) 消費動向調査では、各世帯が1年後の物価見通しを回答。25年4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。

(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。

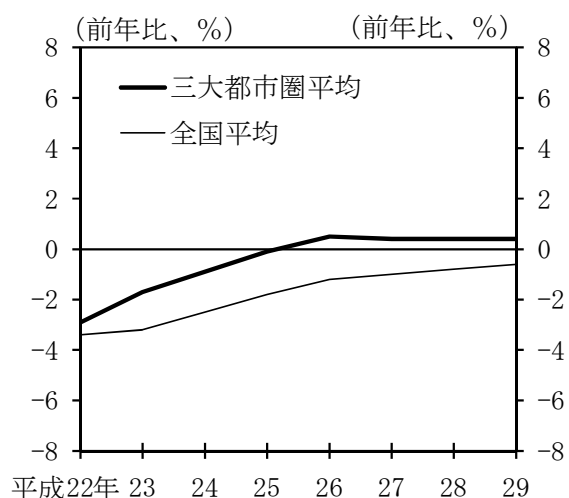
地価を都道府県地価（7月時点）の前年比で見ると（図表18）、全国平均では、商業地がプラスに転じ、住宅地もマイナス幅を縮小した。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均では、商業地がプラス幅を拡大し、住宅地は小幅のプラスを続けた。

（図表18）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

29年度上期の海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いた（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、%)

		27年	28年	28年 第2四半期	3	4	29年 1	2	3
米 国		2.9	1.5	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.0
ユーロエリア		2.1	1.8	1.4	1.8	2.6	2.2	2.6	2.5
新興 国・ 地域	中 国	6.9	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8
	イ ン ド	7.5	7.9	7.9	7.5	7.0	6.1	5.7	-
	NIEsおよび ASEAN4	3.6	3.8	3.9	3.8	3.9	4.1	4.1	-
	ブラジル	-3.8	-3.6	-3.6	-2.9	-2.5	-0.4	0.3	-
	ロ シ ア	-2.8	-0.2	-0.5	-0.4	0.3	0.5	2.5	1.8

(注) NIEsおよびASEAN4は、IMF公表のGDPウェイト（28年、購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、雇用・所得環境の着実な改善を背景として、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けた。物価面をみると、消費者物価の前年比は、総合ベースおよび食料・エネルギーを除くコアベースともに概ね1%台後半で推移した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、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6月会合で1.00~1.25%の範囲へと引き上げた。保有債券を段階的に縮小するバランスシート正常化プログラムについては、9月会合において10月から開始することを決定した。先行きの金融政策についてのガイダンスは、「経済状況はフェデラル・ファンド・レートの緩やかな上昇を正当化するかたちで展開し、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」との文言が維持された。

ユーロエリア経済は、着実に回復した。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、概ね1%台半ばで推移した。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%台前半で推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、期中を通じて政策金利（主要リファイナンス・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。また、資産買入についても、買入規模（月間600億ユーロ）、買入期間（少なくとも29年12月まで）を維持した。先行きの金融政策については、6月会合の声明文で、主要政策金利は「長期にわたり、ネットでの資産買入が行われる期間を超えて、現行水準もしくはより低い水準にとどまると予想される」とのフォワードガイダンスのうち、「より低い水準」との文言が削除された。

新興国・地域をみると、中国経済は、当局による景気下支え策の効果もあって、総じて安定した成長を続けた。物価面をみると、消費者物価の前年比は、引き続き政府目標（3%前後）を下回って推移した。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、財政支出の拡大が続いた。金融政策面では、中国人民銀行は、預金や貸出の基準金利、預金準備率を据え置いたほか、リバースレポ金利や常設貸出ファシリティ金利も据え置いた。

中国以外の新興国・地域についてみると、NIEs・ASEAN諸国・地域の経済では、輸出が増加するもとの、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから内需は底堅く推移した。インド経済は、7月の新たな物品サービス税導入の影響による振れを伴いつつも、回復に向かった。ブラジルやロシアの経済は、既往の資源価格の底入れや金融緩和の効果などから持ち直した。物価面をみると、多くの国・地域で、インフレ率は目標値近傍で推移した。金融政策面では、多くの国が金利を据え置く中で、メキシコが利上げした一方、ブラジル、ロシアなどは利下げした。

2. 金融面の動向

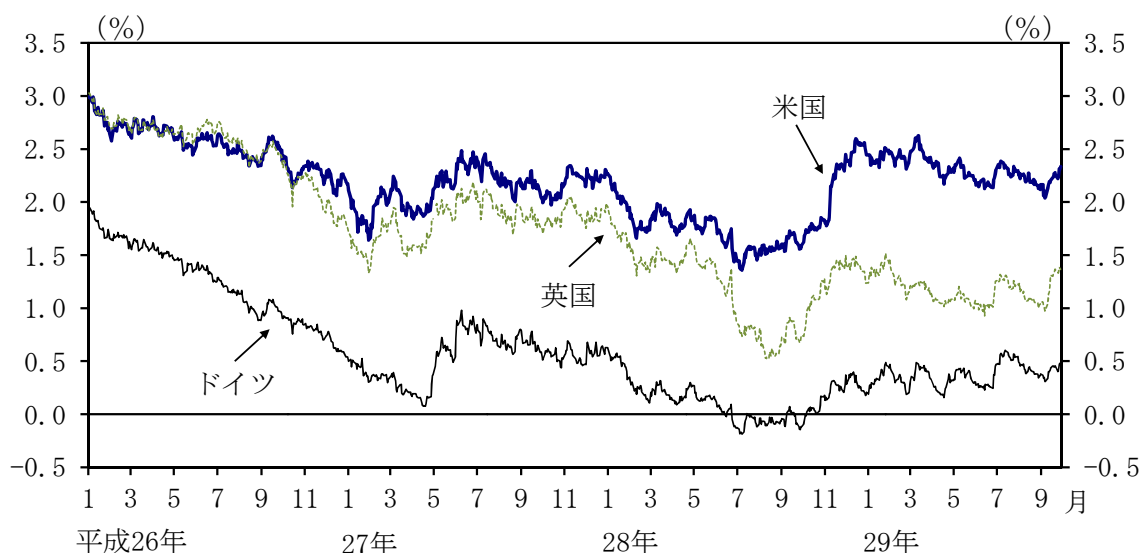
(1) 国際金融市場

平成 29 年度上期の国際金融市場は、主要中央銀行の金融政策に関する思惑や、地政学的リスクの高まりなどに左右される場面もあったが、総じてみれば落ち着いた展開となった。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートは米国連邦準備制度の誘導目標レンジ内で安定的に推移した。ターム物金利は、米国連邦準備制度による利上げを織り込みながら上昇したあと、横ばい圏内で推移した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、中銀預け金金利付近で横ばい圏内の動きとなった。

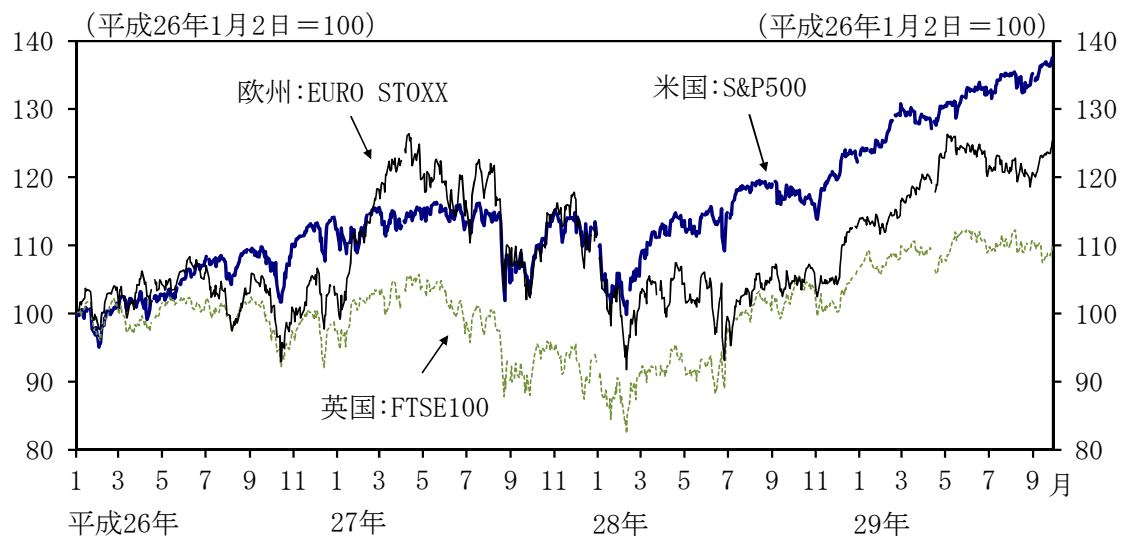
主要国の長期金利（国債 10 年物利回り）は（図表 20）、総じてみれば横ばい圏内の動きとなった。夏場に欧州中央銀行の大規模な金融緩和の縮小を巡る思惑等から、米国、ドイツ、英国の長期金利は揃って上昇したが、その後は、北朝鮮を巡る地政学的リスクの高まりなどを背景に低下基調で推移した。

(図表 20) 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 21）、米国株（S & P 500）は良好な経済指標や企業決算が相次いだことなどから上昇した。欧州株価（EURO STOXX）は、欧州政治情勢を巡る不透明感は後退したものの、ユーロ高等が重石となり上値の重い展開となった。この間、英国株価（FTSE 100）は、堅調に推移した。

（図表21）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、良好な経済指標や企業収益などを背景に活発な資金流入が続き、通貨と株価は上昇した。

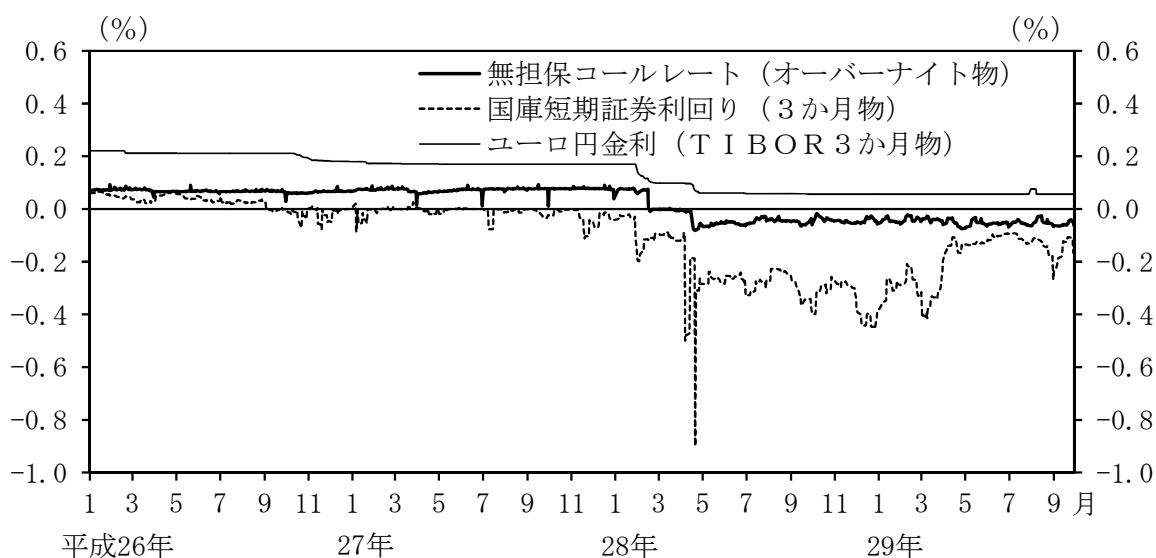
国際商品市況は、商品毎に区々の動きとなった。原油（WT I）価格は、米国シェール・オイル増産などへの警戒感から下落したあと、O P E Cなど主要産油国における協調減産への一段の取り組みなどが好感され反発した。銅、鉄鉱石価格は、中国における堅調な経済指標などを受けて上昇した。農産物価格は、米国で天候不順による作況悪化が懸念されたことから夏場にかけて一時的に上昇した。この間、金価格は北朝鮮を巡る地政学的リスクの高まりなどから上昇した。

(2) 短期金融市場

29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、金利は低水準で推移した。

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22）³、小幅のマイナスで安定的に推移した。ターム物金利をみると⁴、国庫短期証券利回り（3か月物）は、8月末前後に一時的に低下した局面もみられたが、概ね▲0.1%を幾分下回る水準で推移した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は横ばいで推移した。

(図表 22) 短期金融市場金利

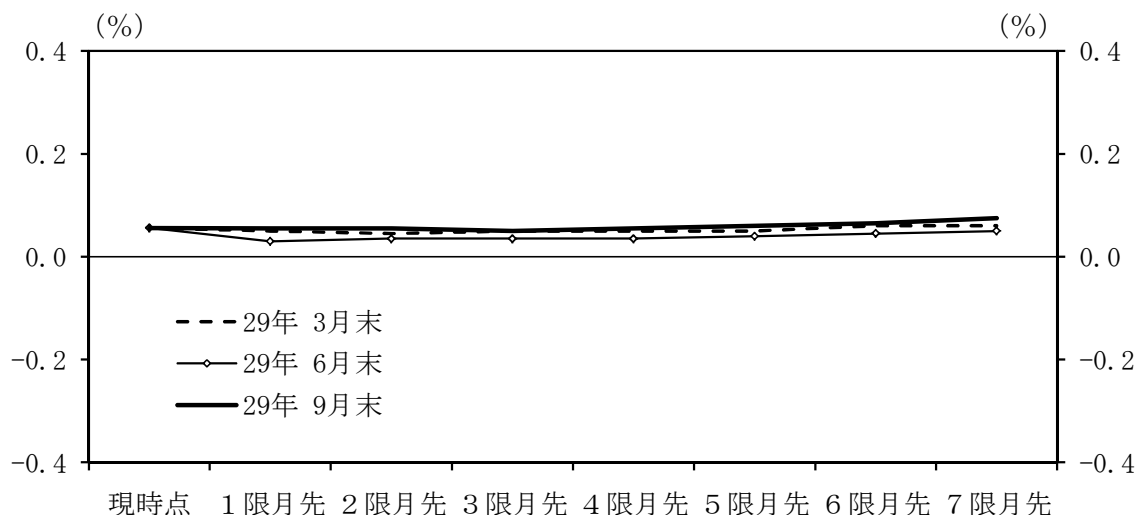


³ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

⁴ 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 23）、29 年度上期を通して概ね不変であり、先行きの短期金利について、概ね横ばいで推移することを見込む姿となった。

（図表 23）ユーロ円金利先物レート



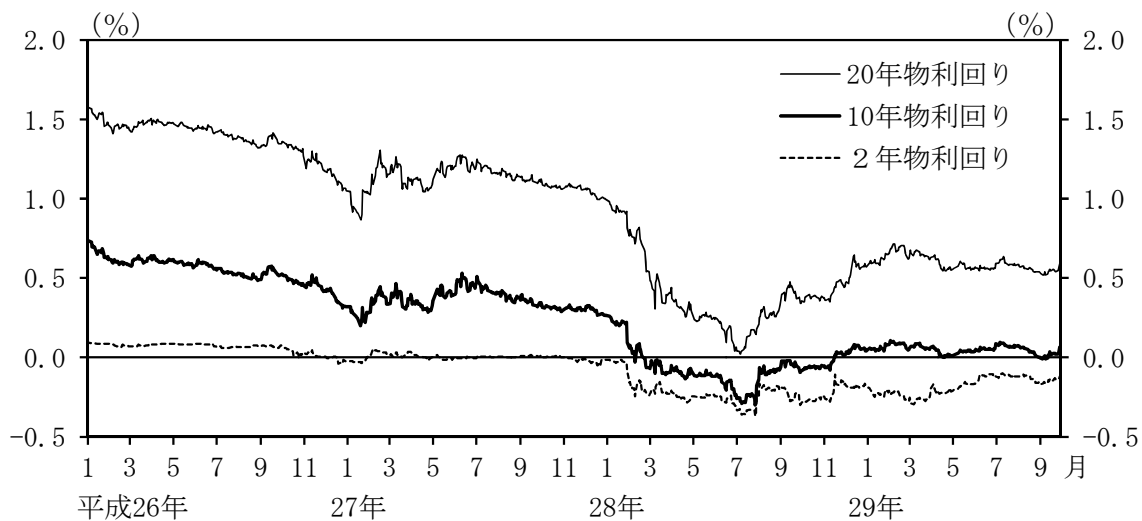
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、29年9月末時点（太い実線）における1限月先（29年12月央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.055%、2限月先（30年3月央時点）が0.055%、3限月先（30年6月央時点）が0.050%であったことを表している。

（3）債券市場

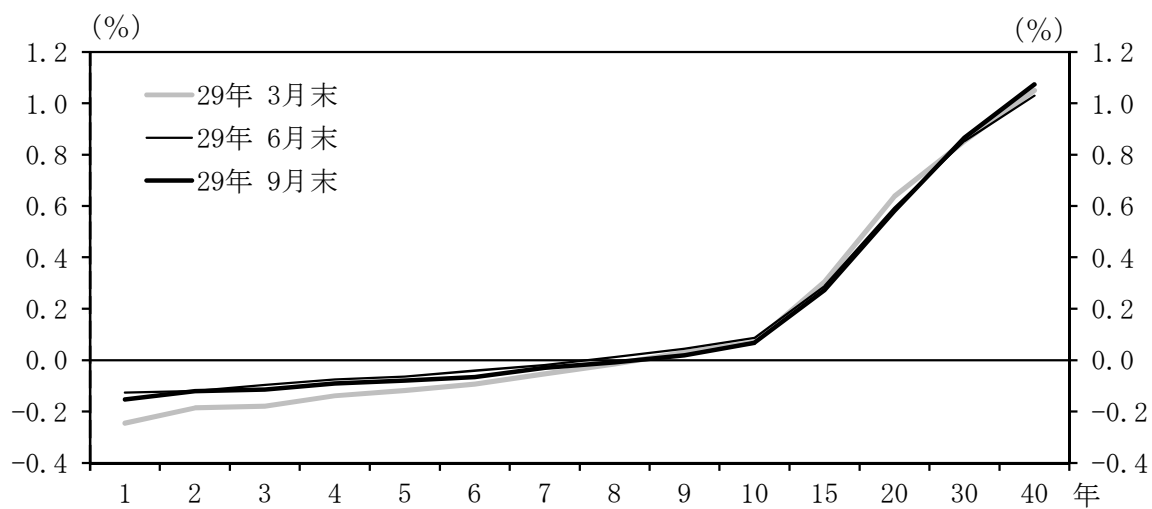
29 年度上期の債券市場の動向をみると（図表 24、25）、長期国債（10 年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。仔細にみると、7 月上旬にかけて欧州中央銀行の金融緩和縮小を巡る思惑等により欧米の長期金利が上昇する中で+0.1%程度まで上昇したあと、北朝鮮を巡る地政学的リスクの高まり等を背景に低下し、9 月上旬にはマイナスとなった。その後、9 月末にかけてはゼロ%近傍の小幅のプラス領域で推移した。

短中期国債（2 年債）の流通利回りは、海外投資家の運用需要が減少する中で、上昇した。この間、超長期国債（20 年債）の流通利回りは、低下した。

(図表 24) 国債流通利回り

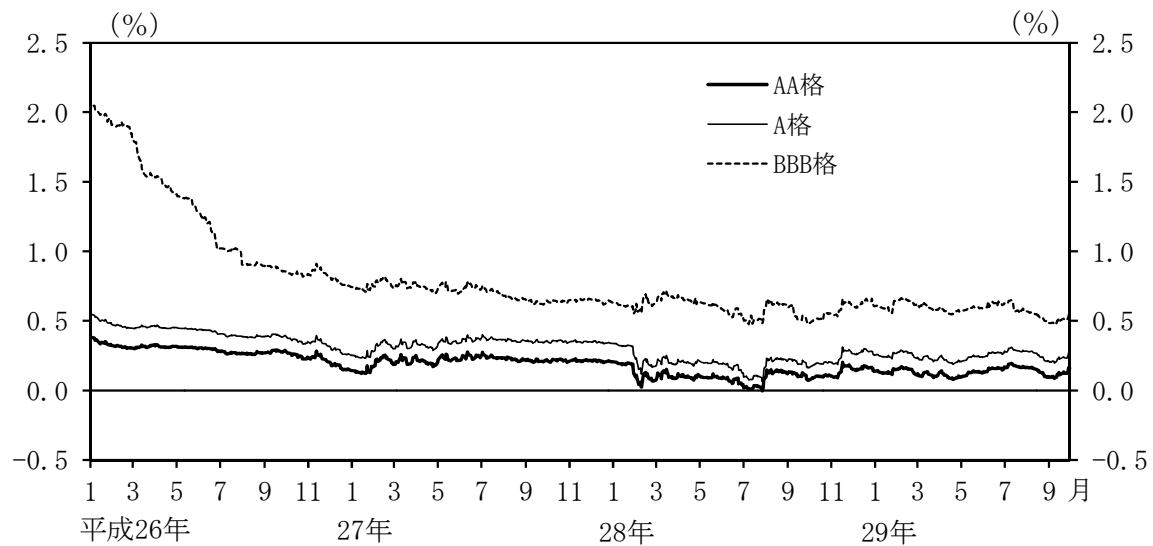


(図表 25) 国債の利回り曲線 (イールドカーブ)



社債流通利回りは（図表 26）、国債の流通利回りに連れる形で、7月上旬にかけて幾分上昇したあと、低下した。

（図表 26）社債の流通利回り

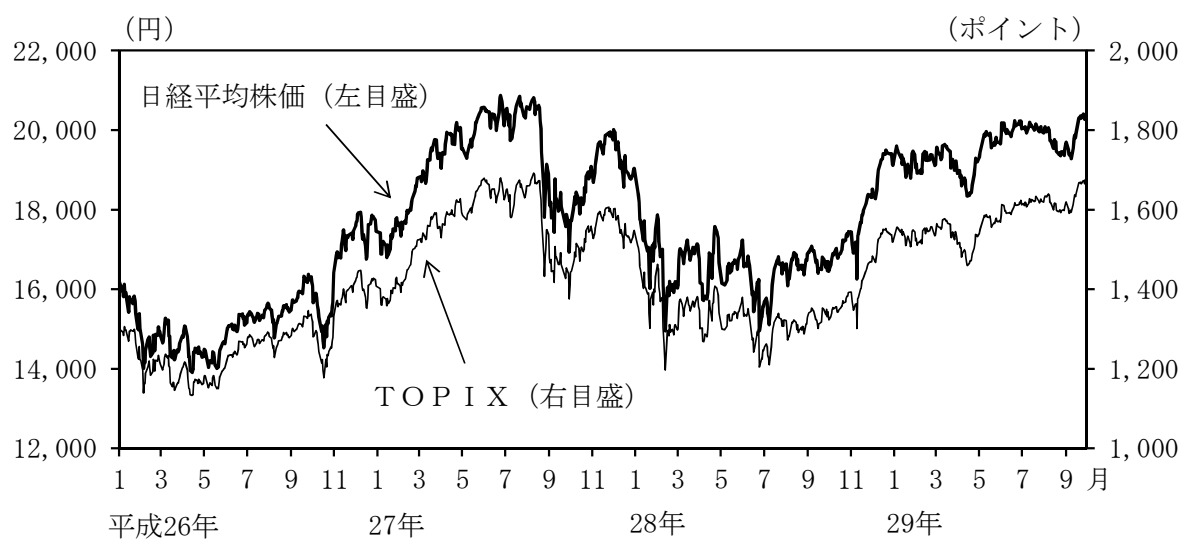


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

29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、米欧株価が上昇する中で、好調な企業決算等を背景に上昇し、9月末には20千円台前半となった。

(図表27) 株価



不動産投資法人投資口(J-REIT)の価格は(図表28)、REITを投資対象とする投資信託からの資金流出等を背景に、下落した。

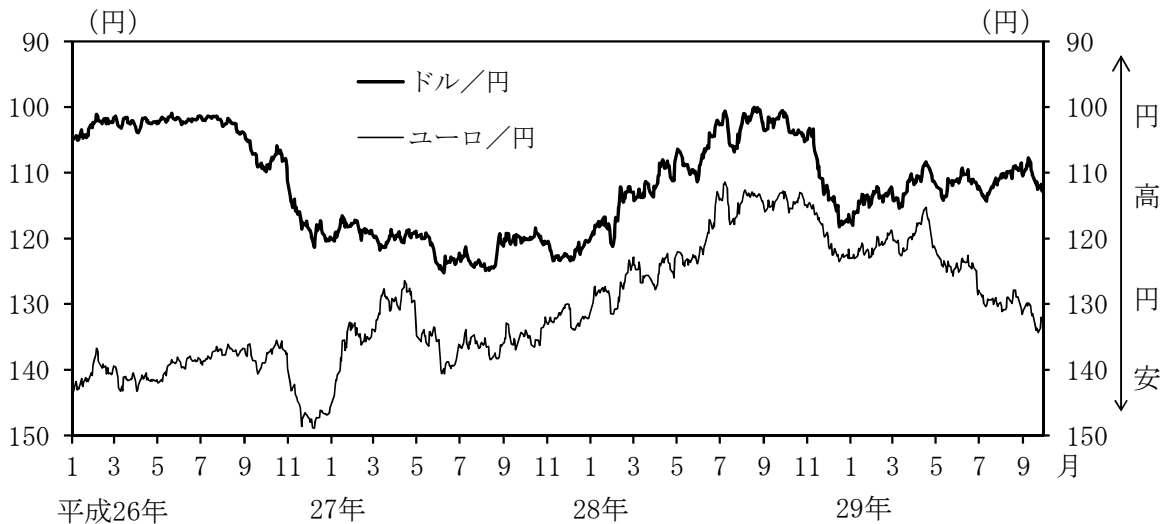
(図表 28) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

29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、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移し、9月末には112円台となった。円の対ユーロ相場は、欧州政治情勢を巡る不透明感が後退する中で、円安ユーロ高方向の動きが続き、9月末には132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）⁵、幾分円安方向に進んだ。

（図表 30）円の実質実効為替レート

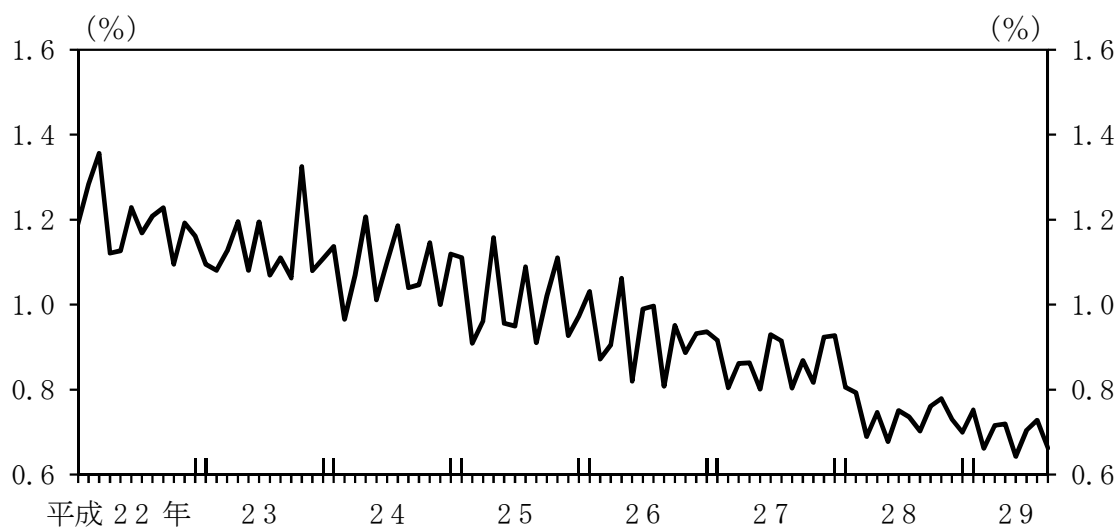


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

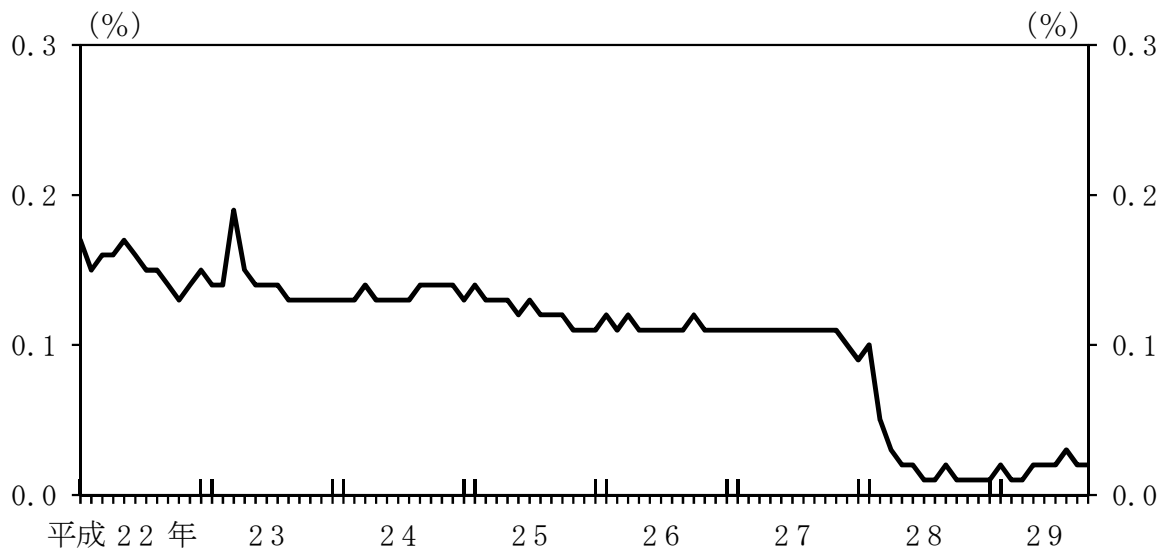
29年度上期において、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を進めるもとで、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

(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。

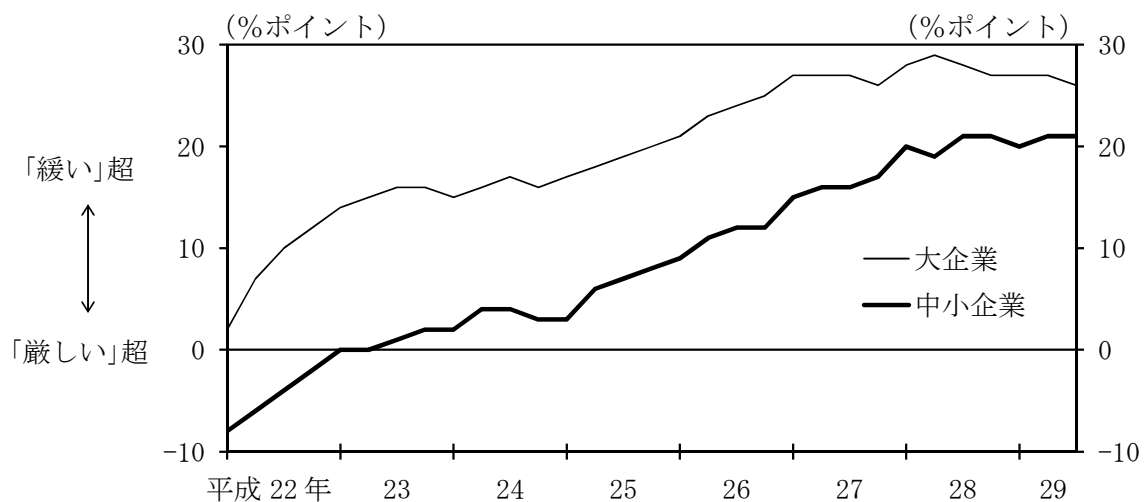
（図表 32）CP発行金利（3か月物）



（注）新発利回り。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。

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）

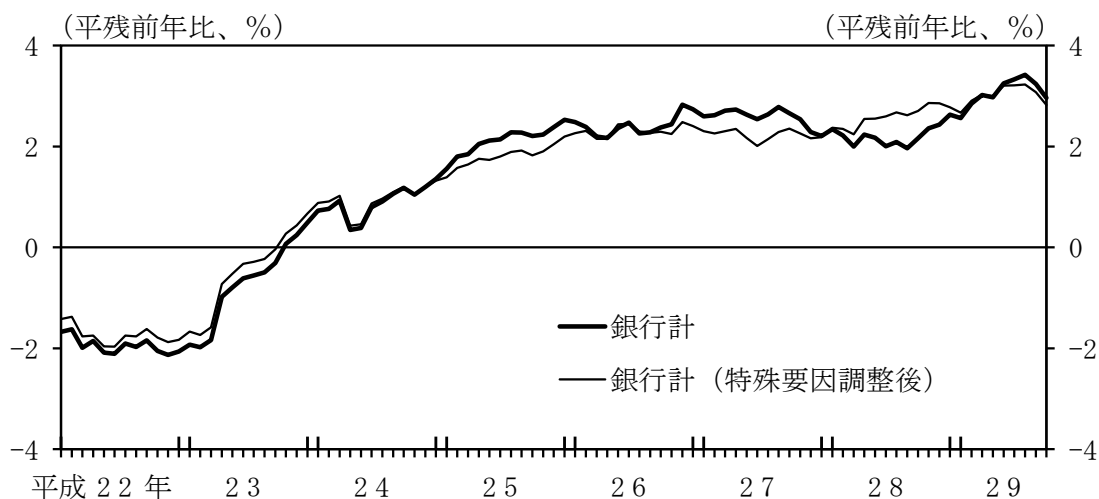


（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が増加した。

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）⁶、プラス幅が緩やかに拡大し、9月時点では3%程度のプラスとなった。CPおよび社債の発行残高の前年比は（図表 35）、高めのプラスで推移した。

（図表 34）民間銀行貸出残高

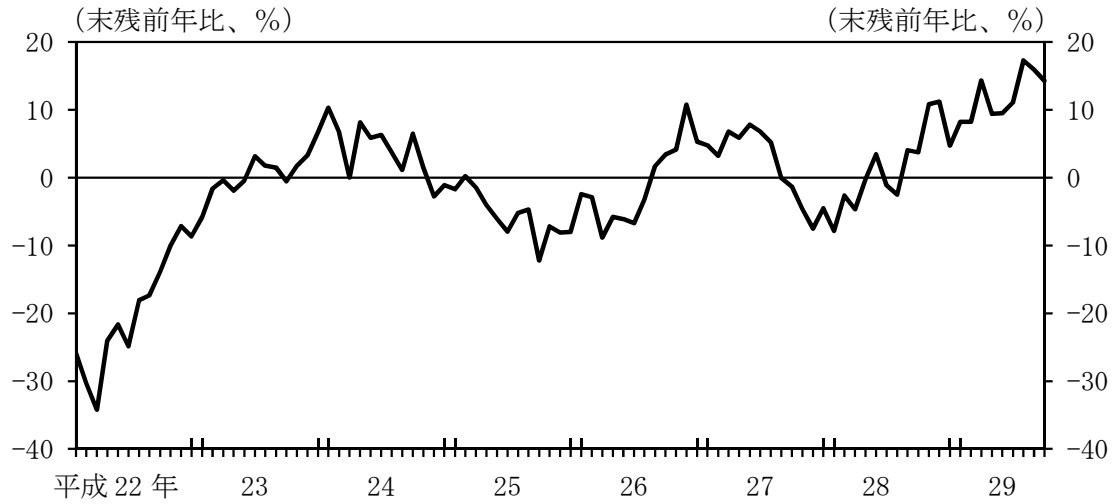


（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

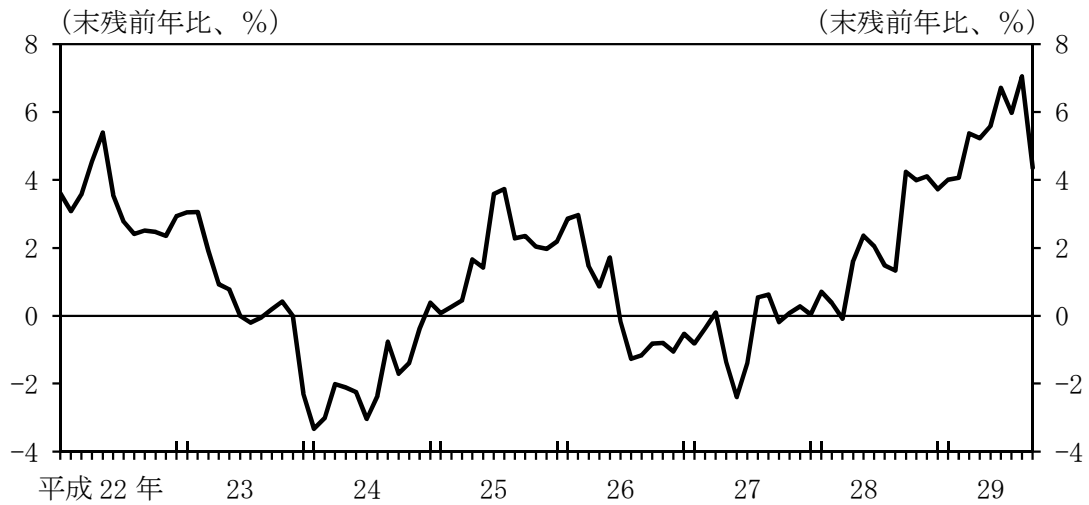
⁶ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。

(図表 35) 資本市場調達

(1) CP発行残高



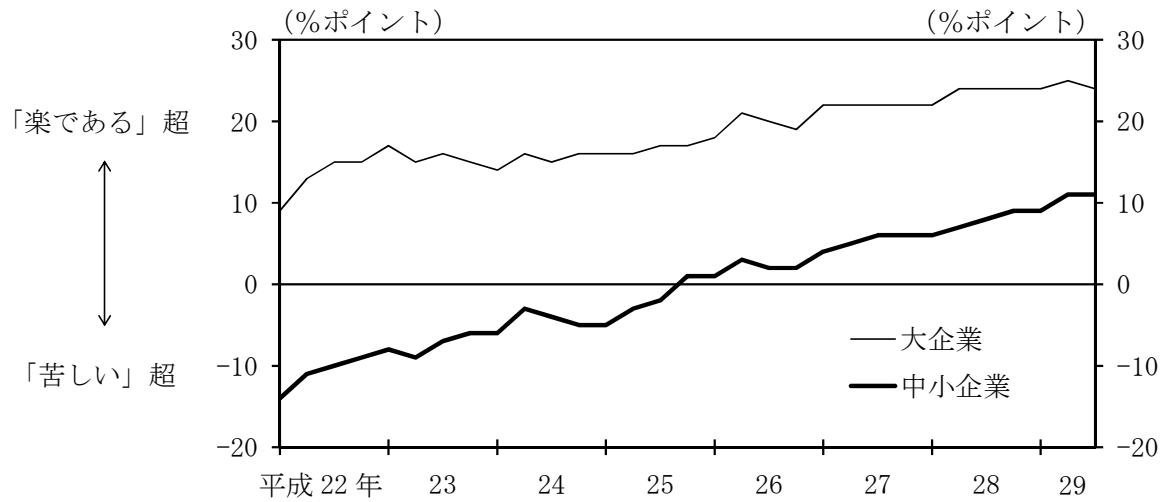
(2) 社債発行残高



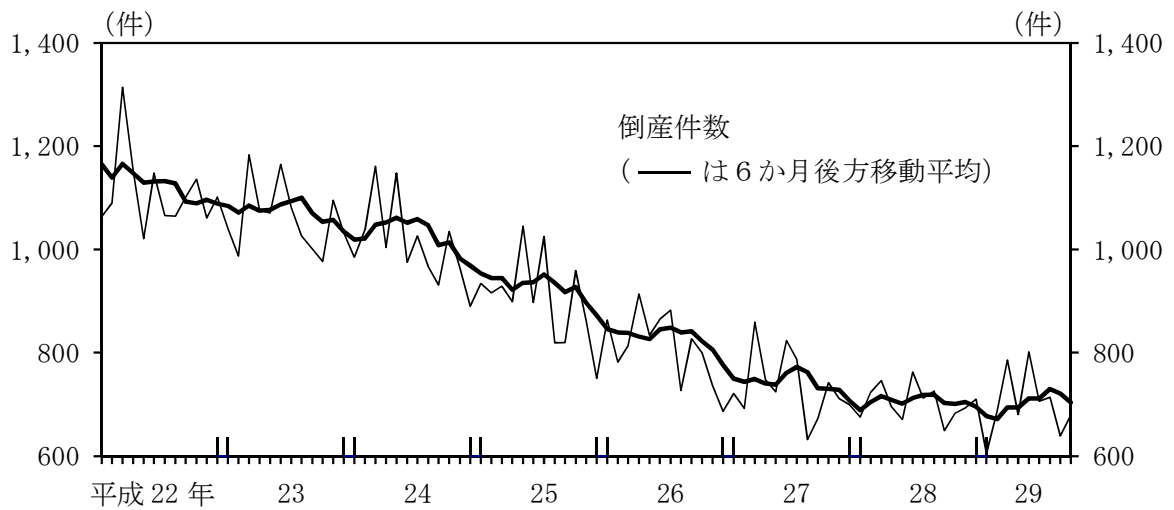
(注) CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む）。

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）



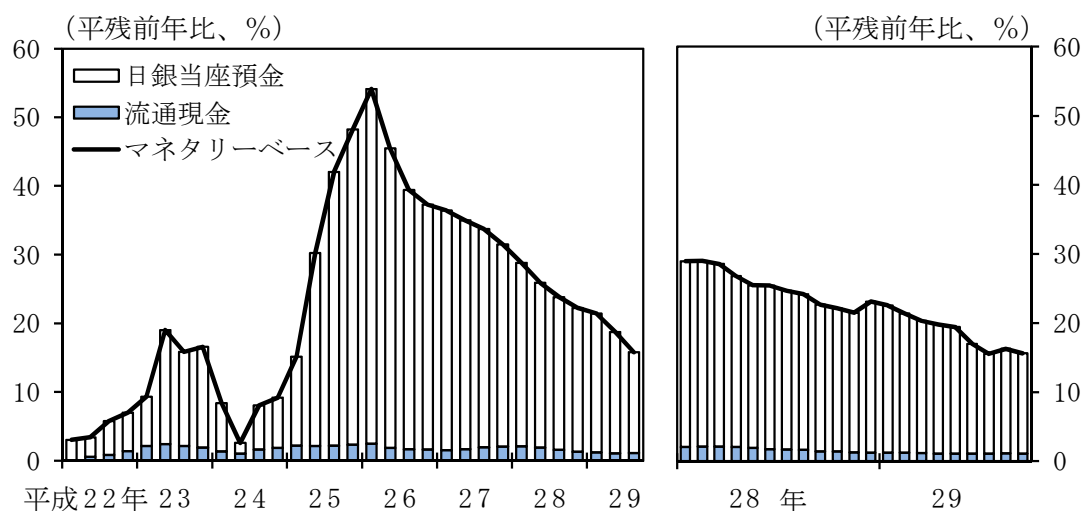
（図表 37）企業倒産



(7) 量的金融指標

29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）、前年比で1割台半ばから後半の高い伸びを続けた。

（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4%程度で推移した。

（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 29 年 4 月から 29 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)
	佐藤健裕	(審議委員、7月19、20日会合まで出席)
	木内登英	(審議委員、7月19、20日会合まで出席)
	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)
	鈴木人司	(審議委員、9月20、21日会合に出席)
	片岡剛士	(審議委員、9月20、21日会合に出席)

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、29 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29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、4月と6月の会合では「緩やかな拡大に転じつつある」、7月と9月の会合では「所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している」とそれぞれ判断した。先行きについては、29年度上期のすべての会合で、緩やかな拡大を続けるとみられるとの見方を示した（図表40）。

物価の現状については、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比でみて、4月と6月の会合では「0%程度となっている」、7月の会合では「0%台前半となっている」、9月の会合では「0%台半ばとなっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、29年度上期のすべての会合で、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合で、弱含みの局面が続いて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

29年4月	わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつある。
6月	わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつある。
7月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。
9月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、29年度上期のすべての会合において、28年9月の会合で決定した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでの、以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続することとした(図表41)。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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。

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。

(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。

- 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。

先行きの金融政策運営について、29年度上期のすべての会合において、「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。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、マネタリーベースの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、「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」との考え方を示した。

(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>< 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>29年4月27日</p>	<p>28年9月21日の会合で決定した以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した。また、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した^(注)。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</p> <p>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。</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>6月16日</p>	<p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%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。</p> <p>(資産買入れ方針)</p>
<p>7月20日</p>	<p>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。</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>9月21日</p>	<p>(先行きの金融政策運営に関する方針)</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。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、マネタリーベースの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、「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。</p>

(注) 4月から7月の会合では、金融市場調節方針、資産買入れ方針とも、賛成7反対2で決定された。9月の会合では、金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は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 29 年 4 月)」)

4月の会合では、29年度から31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、31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、緩やかな拡大に転じつつある。海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。この間、住宅投資と公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。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、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、弱含みの局面が続いている。
- ② 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。30年度までの期間を展望すると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計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、増加基調をたどると考えられる。すなわち、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、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、経済対策の効果などから29年度にかけて増加し、その後は、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。この間、海外経済は、先進国の着実な成長が続き、新興国経済の回復も、その好影響の波及や各国の政策効果によって、次第にしっかりとしたものになっていくことから、緩やかに成長率を高めていくと予想している。

こうした海外経済の改善を背景として、輸出も、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。31年度については、内需の減速を主因に、景気の拡大ペースは鈍化すると考えられる。すなわち、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、設備投資は減速すると見込まれる。また、家計支出も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じると予想される⁷。もっとも、海外経済の成長を背景とした輸出の増加が景気を下支えすることなどから、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くと見込まれる。以上のもとで、わが国経済は、30年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる⁸。30年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

- ③ こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると予想される⁹。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えとされる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどが続くもとで、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。それに伴い、自然利子率も上昇し、金融緩和の効果を

⁷ 31年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、31年度の成長率の下押し幅は、26年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまるとみられる。ただし、消費増税のインパクトは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きい点に留意する必要がある。

⁸ 29年4月の展望レポートでは、GDP統計や資本ストック統計の改定などを踏まえて、潜在成長率と需給ギャップに関する計測の見直しを行った。この結果、近年の研究開発投資の活発化や生産性の上昇を新たに織り込んだことから、潜在成長率の推計値は、従来の「0%台前半」から「0%台後半」に上方修正されている。一方、生産要素の稼働状況に関する評価には変わりがないことから、需給ギャップの水準は、従来から大きく変化していない。なお、いずれも、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。詳細は、背景説明を参照。

⁹ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、想定している。

高めると考えられる。

- ④ 29年1月の展望レポート以降の消費者物価の前年比の動きをみると、このところ、一部の耐久消費財やサービス価格が幾分弱めの動きとなっている。
- ⑤ もっとも、先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。30年度までの物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。2%程度に達する時期は、見通し期間の中盤(30年度頃)になる可能性が高い¹⁰。その後は、2%程度で安定的に推移していくものと見込まれる。
- ⑥ 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、中長期的な予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。各種のマーケット関連指標やアンケート調査結果をみると、上昇しているものもみられるが、総じてみるとなお明確な持ち直しには至っていない。もっとも、先行きについては、①「適合的な期待形成」¹¹の面では、後述のようにマクロ的な需給ギャップが改善する中で、エネルギー価格の動向などを映じて、現実の物価上昇率は高まっていくと予想されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。第2に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、ゼロ%程度で横ばい圏内の動きを続けてきたが、このところ改善しており、28年末にプラス転化した。特に、有効求人倍率がバブル期ピークに近づいているほか、失業率も2%台後半まで低下するなど、労働需給の引き締めりは一段と明確になっている。こうしたも
- とで、中小企業を含め、多くの企業において4年連続でベースアップが実現

¹⁰ 31年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、31年10月以降の消費者物価前年比(除く生鮮食品)は+1.0%ポイント押し上げられる(31年度でみれば、影響はその半分の+0.5%ポイントとなる)。

¹¹ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「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(28年9月)参照。

する見通しにあるなど、賃金は緩やかに上昇している。先行きについては、輸出・生産の増加に伴う設備稼働率の改善に加え、経済対策の効果の顕在化もあって労働需給の引き締まりがさらに強まることから、マクロ的な需給ギャップは、プラス幅を拡大していくと見込まれる。こうしたもとの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好循環が作用していくと考えられる。第3に、輸入物価についてみると、原油価格など国際商品市況の28年春以降の持ち直しは、29年度の消費者物価のエネルギー価格の前年比を押し上げるが、その影響は次第に減衰すると予想される。また、為替相場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、既往の為替相場の円安方向への動きが、29年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用すると考えられる。

- ⑦ 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、以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因として、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目があること、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

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¹²。

- 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、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考えられる。このように「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要がある。
- 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、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

¹² 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（25年1月22日）参照。

の方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい。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、これまでのところ、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。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している¹³。

- 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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。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、マネタリーベースの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、「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。

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27日に公表した（背景説明を含む全文は4月28日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（29年7月）」）

7月の会合では、29年度から31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、31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、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅

¹³ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（29年4月）を参照。

さを増している。この間、公共投資は増加に転じつつあり、住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。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、以下同じ）の前年比は、0%台前半となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

- ② 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。30年度までの期間を展望すると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計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、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連投資の本格化、人手不足に対応した省力化投資の増加などから、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとの、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、経済対策の効果などから29年度にかけて増加し、その後は、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。この間、海外経済は、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっ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予想している。こうした海外経済の改善を背景として、輸出も、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。31年度については、内需の減速から成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気拡大が続くと予想される。すなわち、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、設備投資が減速すると見込まれる。また、家計支出も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じると予想される¹⁴。もっとも、海外経済の成長を背景とした輸出の増加が景気を下支えするとみられる。以上のもとで、わが国経済は、30年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる¹⁵。

¹⁴ 31年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、31年度の成長率の下押し幅は、26年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまるとみられる。ただし、消費増税のインパクトは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きい点に留意する必要がある。

¹⁵ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」と計算される。ただし、

今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、幾分上振れている。

- ③ こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するも、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると予想される¹⁶。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えらる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなどが続くも、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。それに伴い、自然利子率も上昇し、金融緩和の効果を高めると考えられる。
- ④ 29年4月の展望レポート以降の消費者物価の前年比の動きをみると、エネルギー価格が押し上げに寄与するも、上昇率が高まってきている。しかし、こうした影響を除くと、年度初の価格引き上げの動きが限定的となるなど、弱めの動きとなっている。この背景としては、携帯電話機や通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることも影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている。このように、労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。実際の物価上昇率の影響を強く受けるため、中長期的な予想物価上昇率の高まりもやや後ずれしている。
- ⑤ もっとも、先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

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。

¹⁶ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味し、想定している。

従来の見通しと比べると、見通し期間の前半を中心に下振れるとみられるが、見通し期間の終盤にかけては、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まるという好循環が次第に作用すると考えられる。2%程度に達する時期は、31年度頃になる可能性が高い¹⁷。

- ⑥ 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ギャップは着実に改善している。特に、有効求人倍率がバブル期ピークを上回っているほか、失業率も3%程度まで低下するなど、労働需給の引き締まりは一段と明確になっている。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとで、マクロ的な需給ギャップは30年度にかけてプラス幅を拡大し、31年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率は、27年春以降、実際の消費者物価の前年比が0%程度ないし小幅のマイナスで推移してきたことから、弱含みの局面が続いているが、このところ、一部に上昇を示す指標もみられている。先行きについては、①「適合的な期待形成」¹⁸の面では、当面、後述のように輸入物価の動向などが現実の物価上昇率を押し上げるとみられるほか、その後も、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、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、原油価格など国際商品市況の28年春から29年初にかけての持ち直しは、29年度の消費者物価のエネルギー価格の前年比を押し上げると予想される。また、為替相場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、既往の為替相場の円安方向への動きが、29年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用すると考えられる。

¹⁷ 31年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、31年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（31年度でみれば、影響はその半分の+0.5%ポイントとなる）。

¹⁸ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「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」（28年9月）参照。

- ⑦ 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、以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因として、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目があること、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

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¹⁹。

- 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、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考えられる。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、下げ止まりから一部に上昇する指標もみられているもと、先行きも、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、が背景である。
- 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、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の方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。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、これまでのところ、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。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金

¹⁹ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（25年1月22日）参照。

融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。

- 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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。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、マネタリーベースの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、「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。

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20日に公表した（背景説明を含む全文は7月21日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

イ. 29年6月の会合

(国際金融市場では、米国や欧州において、長期金利が低下した一方、堅調な企業決算などを受けて、株価は堅調に推移した)

国際金融市場について、委員は、6月にFRBが政策金利の引き上げを行ったが、米国の経済政策運営に対する期待の後退や、一部の物価指標が市場予想を下回ったことなどを背景に、米国や欧州の長期金利は低下したとの認識を共有した。また、委員は、金利が低下する中、フランス大統領選挙の結果などを受けた欧州の政治情勢を巡る不透明感の後退や、堅調な企業決算などを受けて、米国や欧州の株価は堅調に推移したとの認識を共有した。

(海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている)

海外経済について、委員は、米国や欧州では、雇用・所得環境の改善を背景に家計支出を中心とした緩やかな成長が続いており、企業部門についても、グローバルな製造業サイクルの改善を背景に、生産や設備投資が徐々に持ち直すなど、前向きの動きが拡がりつつあるとの認識を共有した。また、新興国経済について、委員は、これまで回復が遅れていたロシアやブラジルなどでも前向きの循環がみられ始めているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、海外経済の基調に関する判断を幾分引き上げ、「総じてみれば緩やかな成長が続いている」とすることで一致した。海外経済の先行きについて、委員は、先進国が着実な成長を続けるとともに、新興国の回復も先進国からの好影響の波及や政策効果によって次第にしっかりとしたものになっていくことから、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、緩やかな拡大に転じつつある)

景気の現状について、委員は、海外経済が総じてみれば緩やかな成長を続けるもとで、輸出が増加基調にあるほか、企業収益が過去最高水準を更新する中、設備投資は緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。また、個人消費について、

委員は、雇用・所得環境が着実に改善する中で、底堅さを増しているとの見方で一致した。委員は、1～3月の実質GDP成長率が5四半期連続で増加したことにもみられるように、わが国の経済は概ね想定どおりの展開を辿っており、景気全体については、「緩やかな拡大に転じつつある」との判断を維持することが適当との認識で一致した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。

(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、弱含みの局面が続いている)

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、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、0%程度ないし小幅のプラスで一進一退の動きを続けているとの認識を共有した。予想物価上昇率について、委員は、現実の物価上昇率がこのところ幾分弱めの動きとなっていることなどから、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、弱含みの局面が続い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、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、小幅のプラスに転じたあと、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。

(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。委員は、「長短金利操作付き量的・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。

ロ. 9月の会合

(国際金融市場では、地政学的リスクが意識される局面もみられたが、全体としてみれば、投資家のリスク回避の動きは限定的となっている)

国際金融市場について、委員は、北朝鮮情勢を巡る地政学的リスクが意識される局面もみられたが、全体としてみれば、米欧の株価が高値圏で推移し、新興国市場にも資金流入が続くなど、投資家のリスク回避の動きは限定的となっているとの認識を共有した。

(海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている)

海外経済について、委員は、世界的な貿易活動の回復が続くもとで、先進国は着実な回復を続けているほか、新興国も全体として持ち直しているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。海外経済の先行きについて、委員は、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっていくことから、緩やかな成長を続けるとの見方で一致した。

(わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している)

景気の現状について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。委員は、企業部門の動きについて、輸出は増加基調にあるほか、設備投資も、収益が過去最高水準を更新する中、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。また、家計部門についても、委員は、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増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、緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計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増加基調を辿るとの認識を共有した。

（消費者物価の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている）

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%台半ばとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比については、引き続き、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、0%程度で推移しているとの見方で一致した。予想物価上昇率については、弱含みの局面が続い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、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。

（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。委員は、「長短金利操作付き量的・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ほか、金融機関の貸出態度も引き続き積極的であるとの見方を共有した。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続

29年度上期のすべての会合において、多くの委員は、28年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を維持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。」

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、①ETFおよびJ-R EIT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。

一方、4月から7月の会合では、複数の委員が、上記の金融市場調節方針および長期国債以外の資産の買入れ方針に反対した。このうち一人の委員は、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして、上記の長短金利の操作目標に反対した。また、この委員は、約6兆円のETFの買入れについて、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。もう一人の委員は、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。また、この委員は、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、長期国債やETF等の保有残高の増加ペースを減額することなどを主張したが、反対多数で否決された。

また、9月の会合では、一人の委員は、資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、31年度頃に

2%の物価上昇率を達成するには不十分であるとして、上記の金融市場調節方針に反対した。

先行きの金融政策運営の考え方について、4月から7月の会合では、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、マネタリーベースの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、「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。9月の会合では、全ての委員が、こうした方針を共有した。

（実体経済から物価面への波及を巡る評価）

29年度上期の会合において、委員は、労働需給の引き締まりに比べ、賃金や物価の改善がやや鈍いとみられることについて議論を行った。このうち賃金の改善がやや鈍い背景として、複数の委員は、パート労働者等と異なり正社員の賃金の伸びが鈍いことを指摘したうえで、労使間の賃金交渉において、前年度の物価上昇率の実績を基準とする慣行や、正社員の雇用の流動性が低いため、労働需給の引き締まりが人材獲得競争を通じて賃金上昇に結び付くメカニズムが弱いことなどがあると指摘した。また、賃金対比でみて物価の改善が鈍い背景については、委員は、企業はITを活用した省力化投資の拡大や、深夜や早朝の営業の取り止めといった既存のビジネス・プロセスの見直しなどに取り組むことで、賃金コスト上昇の吸収を図っているとの見方を共有した。このように、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点について、多くの委員は、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響していると指摘した。

そのうえで、多くの委員は、労働需給の引き締まりが続く中、賃金コスト吸収のための対応にも自ずと限界があると考えられるため、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化していくとの見方を共有した。9月の会合では、複数の委員は、このところ宅配サービスや飲食といった労働集約的な業種や都心の不動産賃貸業を中心に、値上げに向けた取り組みや、それに追随する動きが、少しずつ

であるが着実に広がってきていると指摘した。また、多くの委員は、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しは、企業の生産性向上や経済全体の成長力強化につながる前向きな動きとして評価すべきとの認識を示した。そのうえで、これらの委員は、こうした企業の取り組みは、一時的に物価を抑制する方向に作用するが、やや長い目でみれば、先行きの成長期待の強まりなどを通じて、物価上昇圧力として働いていくことも期待されると述べた。

（2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価）

こうした賃金・物価情勢を巡る議論を踏まえ、7月および9月の会合では、大方の委員は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとの認識を共有した。この背景として、多くの委員は、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率についても、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、の2点を挙げた。

これらを踏まえ、大方の委員は、現在の金融市場調節方針のもと、強力な金融緩和を粘り強く推進していくことが適切であるとの認識を共有した。

（2%の「物価安定の目標」を実現することの重要性）

6月および7月の会合では、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」を実現することが、わが国経済にとって重要であるとの認識を改めて共有した。その理由として、何人かの委員は、①消費者物価指数の統計上の上方バイアス、②将来の金融政策の対応力の確保、③グローバル・スタンダードを挙げた。このうち、グローバル・スタンダードについて、これらの委員は、主要国が2%という同じ物価上昇率を目指すことは、長い目で見た為替レートの安定にも資すると述べた。

（金融政策のいわゆる出口について）

6月の会合では、委員は、金融政策のいわゆる出口について関心が高まってい

る状況について議論を行った。何人かの委員は、金融政策運営の考え方については、日本銀行の財務面に及ぼす影響も含め、しっかりと説明し理解を得ていくことは重要であると述べた。そのうえで、これらの委員は、出口の具体的な進め方や、財務面の影響については、その時々を経済・物価情勢や金融市場の状況などによって変わり得ると指摘した。複数の委員は、2%の「物価安定の目標」の達成までなお距離がある中、あまり早い段階で不確実な情報を提供することは、却って市場に混乱を招く恐れがあるため、現段階では、内部でしっかりと調査や分析を進めておくことが重要であると述べた。

ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営

29年度上期のすべての会合において、委員は、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

4月の会合では、一人の委員は、28年秋以降世界的に長期金利が上昇した局面においても、わが国の長期金利は低位で安定的に推移したことにみられるように、長短金利操作の有効性は明確となっており、先行きもしっかりと効果を発揮していくとの見方を示した。7月の会合では、一人の委員は、7月上旬にかけて、長期金利に上昇圧力がかかる局面がみられたが、指値オペの機動的な実施などにより、円滑な金利コントロールが行われているとの見方を示した。

9月の会合では、一人の委員は、日々の調節運営にあたっては「ゼロ%程度」の範囲についてあらかじめ固定的な目線を持っておらず、長短金利操作は、長期金利がマイナスになることを排除しているわけではないと述べた。また、ある委員は、金融政策の枠組みとしての長短金利操作は、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最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促す仕組みであり、海外金利の動向に応じて、機械的に目標を動かすものではないとの認識を示した。複数の委員は、仮に内外金利差の縮小や地政学的リスクの高まりなどによる円高の進行がわが国経済に大きな影響を及ぼし、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが維持できなくなる場合には、必要に応じて金融市場調節方針を変更することになるとしたうえで、長短金利操作の枠組み自体に問題はなく、むしろ柔軟な対応を可能とするものであると述べた。

この間、長短金利操作のもとでの国債買入れについて、委員は、現行の政策枠組みのもとでは、長期金利の操作目標を実現するように運営しており、買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅をもって変動することを改めて確認した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成 29 年度上期を通じ、28 年 9 月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」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買入れ方針のもとで、金融市場調節を行った。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

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。

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。

(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 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。

上記方針のもとで金融市場調節を行った結果、10年物国債金利は、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。この間、長期国債の保有残高は増加を続け、9月末時点では、404.2兆円となった。また、E T F、J - R E I T、C P 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 15.8 兆円、4,348 億円、1.9 兆円、3.2 兆円となった(図表 42)。

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 38.8 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、6.9 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、235.4 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、4,040億円となった。「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、月に1度の頻度で実施を続け、9月末時点の残高は、1,195億円となった（図表42）。

(図表 42) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資金供給

(億円)

	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	国庫短期 証券買入 オペ	共通担保 資金供給 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
27年									
10月末	2,709,948	21,990	31,956	63,729	2,563	357,980	66,122	0	0
11月末	2,786,785	22,360	32,447	65,202	2,648	348,741	64,615	0	0
12月末	2,820,254	21,954	31,985	68,985	2,696	315,937	63,715	0	0
28年									
1月末	2,917,384	22,089	32,380	71,831	2,793	340,233	62,714	0	0
2月末	2,987,494	23,534	32,138	74,826	2,877	341,624	58,669	0	0
3月末	3,018,986	19,700	31,703	75,676	2,936	369,147	36,739	0	0
4月末	3,118,227	20,683	31,709	77,843	2,960	364,015	24,115	0	0
5月末	3,194,697	23,007	32,385	80,453	3,113	403,466	16,291	0	0
6月末	3,235,673	20,297	31,557	84,674	3,198	425,843	9,871	0	0
7月末	3,320,639	23,126	31,782	87,236	3,247	433,016	9,190	0	0
8月末	3,395,500	22,654	32,055	90,912	3,307	451,170	4,162	0	0
9月末	3,408,735	20,368	31,752	97,693	3,397	448,070	7,320	0	0
10月末	3,484,117	21,482	32,024	102,068	3,404	438,927	4,820	0	0
11月末	3,574,710	23,343	32,776	106,770	3,528	429,758	4,671	0	0
12月末	3,606,599	23,132	31,636	111,444	3,568	405,450	4,562	0	0
29年									
1月末	3,682,940	23,430	32,300	118,449	3,619	381,286	3,341	0	0
2月末	3,764,227	23,536	32,199	122,959	3,667	364,477	3,196	0	0
3月末	3,771,442	20,357	32,144	129,354	3,822	326,348	7,330	0	0
4月末	3,853,644	24,330	31,934	136,827	3,883	317,471	4,580	0	0
5月末	3,901,912	24,283	32,489	139,603	3,941	296,668	4,910	0	0
6月末	3,924,470	20,093	32,035	143,714	4,024	278,214	3,490	0	0
7月末	3,976,667	23,829	32,084	146,996	4,119	269,506	3,181	0	0
8月末	4,049,446	24,796	32,718	154,696	4,193	257,327	3,773	0	0
9月末	4,042,391	19,384	31,885	158,422	4,348	255,473	7,026	0	0

(注1) 「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。

(億円＜成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）
・米ドル資金供給オペは100万米ドル＞)

	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	成長基盤強化 支援資金供給 (円貨)	成長基盤強化 支援資金供給 (米ドル特則)	貸出増加 支援資金 供給	米ドル 資金供給 オペ	補完貸付
27年							
10月末	3,161	—	48,473	12,000	236,118	0	0
11月末	3,161	—	48,473	12,000	236,118	1	0
12月末	3,143	—	52,672	12,000	245,108	72	0
28年							
1月末	3,144	—	52,672	12,000	245,108	1	0
2月末	3,144	—	52,672	11,994	245,108	1	0
3月末	3,144	—	56,350	11,999	244,220	101	0
4月末	4,212	—	56,350	11,999	244,220	0	0
5月末	4,212	—	56,350	11,999	244,220	1	0
6月末	4,212	369	59,249	12,000	254,999	1,475	0
7月末	4,212	369	59,249	12,000	254,999	130	0
8月末	4,209	836	59,249	12,000	254,999	11	0
9月末	4,042	838	60,251	12,000	279,979	655	0
10月末	4,055	996	60,251	15,196	279,979	0	0
11月末	4,055	997	60,251	15,196	279,979	0	0
12月末	4,093	997	61,216	17,722	326,820	1,223	0
29年							
1月末	4,090	1,161	61,216	17,722	326,820	122	0
2月末	4,090	1,161	61,216	17,722	326,820	202	0
3月末	4,090	1,161	64,102	20,681	369,963	550	0
4月末	4,090	1,164	64,097	20,681	369,963	0	0
5月末	4,090	1,164	64,097	20,681	369,963	0	0
6月末	4,041	1,164	68,863	23,321	375,194	10	0
7月末	4,041	1,164	68,863	23,321	375,194	0	0
8月末	4,041	1,197	68,863	23,321	375,194	0	0
9月末	4,040	1,195	68,863	23,542	387,670	400	0

(注2) 「成長基盤強化支援資金供給（円貨）」の残高は、出資等に関する特則分および
小口投融资に関する特則分を含む。

(2) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補完 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	
27年						
10月末	0	0	0	276	—	3,444,225
11月末	0	0	0	234	—	3,436,698
12月末	0	0	0	0	—	3,561,336
28年						
1月末	0	0	0	0	—	3,587,612
2月末	0	0	0	0	—	3,588,015
3月末	0	0	0	1,900	—	3,756,977
4月末	0	0	0	283	—	3,861,893
5月末	0	0	0	377	—	3,867,264
6月末	0	0	0	61	—	4,039,372
7月末	0	0	0	495	—	4,039,463
8月末	0	0	0	1,987	—	4,045,290
9月末	0	0	0	4,446	0	4,128,432
10月末	0	0	0	429	0	4,176,291
11月末	0	0	0	69	0	4,198,407
12月末	0	0	0	6,149	0	4,374,314
29年						
1月末	0	0	0	553	0	4,354,926
2月末	0	0	0	2,301	0	4,336,596
3月末	0	10,016	0	24,237	0	4,472,678
4月末	0	0	0	2,390	0	4,621,733
5月末	0	0	0	567	0	4,559,275
6月末	0	0	0	2,834	0	4,680,343
7月末	0	0	0	121	0	4,683,444
8月末	0	0	0	326	0	4,691,626
9月末	0	0	0	3,885	0	4,746,665

(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29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、513.4兆円（前年比+12.4%）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404.2兆円（前年比+18.6%）となったほか、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）、金銭の信託（信託財産不動産投資信託）の残高も増加した。貸付金は、貸出増加を支援するための資金供給等が増加したことから、46.9兆円（前年比+33.0%）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、369.1兆円（前年比+18.4%）となった。発行銀行券は、100.8兆円（前年比+4.6%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ17.8兆円（前年比-40.0%）、0.4兆円（前年比-12.6%）となった。

（図表 43）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%

	28年9月末	29年3月末	29年9月末
(資産)			
国債	397.6 (28.4)	417.7 (19.6)	435.9 (9.6)
[うち長期国債]	340.9 (29.7)	377.1 (24.9)	404.2 (18.6)
[うち短期国債]	56.7 (21.4)	40.6 (-14.2)	31.7 (-44.2)
コマーシャル・ペーパー等	2.0 (1.9)	2.0 (3.3)	1.9 (-4.8)
社債	3.2 (-0.1)	3.2 (1.4)	3.2 (0.4)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.3 (-6.8)	1.2 (-13.2)	1.1 (-12.8)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	9.8 (56.6)	12.9 (70.9)	15.8 (62.2)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.34 (32.9)	0.38 (30.2)	0.43 (28.0)
貸付金 ^(注4)	35.2 (0.6)	44.7 (31.2)	46.9 (33.0)
外国為替	6.1 (-15.0)	6.6 (-1.3)	6.8 (11.0)
資産計	456.8 (24.8)	490.1 (20.8)	513.4 (12.4)
(負債・純資産)			
発行銀行券	96.3 (5.2)	99.8 (4.4)	100.8 (4.6)
当座預金	311.8 (28.7)	342.8 (24.4)	369.1 (18.4)
政府預金	29.7 (4.8倍)	21.8 (15.8)	17.8 (-40.0)
売現先勘定	0.4 (-96.1)	3.4 (18.0倍)	0.4 (-12.6)
負債・純資産計	456.8 (24.8)	490.1 (20.8)	513.4 (12.4)

- (注1) 信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式(受渡しベース)など(未収配当金等を含む)。
- (注2) 信託銀行を通じて買入れた指数連動型上場投資信託受益権(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
- (注3) 信託銀行を通じて買入れた不動産投資法人投資口(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
- (注4) 共通担保資金供給オペ、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)、貸出増加を支援するための資金供給、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48.3兆円となった。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は9.5兆円、貸出増加を支援するための資金供給は38.8兆円となった。

(図表44)「貸出支援基金」の残高

—— 億円

	28年9月末	29年3月末	29年9月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	72,412	87,139	95,345
貸出増加を支援するための資金供給	279,979	369,963	387,670
合計	352,391	457,102	483,015

(注) 米ドル資金供給に関する特則分(図表43の資産項目中の外国為替に計上)を含む。

29年度上期中に償還期限が到来した長期国債のうち2.9兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。28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は、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。