

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 29 年 10 月 30、31 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017 年 10 月 30 日(14:00～15:09)  
10 月 31 日( 9:00～11:58)

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	( 〃 )
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	( 〃 )
	櫻井 眞	( 〃 )
	政井貴子	( 〃 )
	鈴木人司	( 〃 )
	片岡剛士	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官 (30 日)
	木原 稔	財務副大臣 (31 日)
内閣府	前川 守	内閣府審議官 (30 日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (31 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	加藤 毅
企画局政策企画課長	奥野聡雄
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	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	田村健太郎
企画局企画役	永幡 崇
企画局企画役	長野哲平

## 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（9月20、21日）で決定された短期政策金利（ $-0.1\%$ ）および長期金利操作目標<sup>（注）</sup>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、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

### 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 $-0.06\sim-0.02\%$ 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、直近では $-0.2\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、為替が幾分円安・ドル高方向の動きとなる中、企業業績への期待などもあって大きく上昇し、直近では21年ぶりの高値更新となる22千円程度で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の拡大などを受けて、幾分円安・ドル高方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場は、概ね横ばい圏内で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。

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ている。輸出は緩やかな増加基調にあるほか、設備投資も持ち直しの動きが続いている。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに前年比 $+1\%$ 台半ばで推移している。

欧州経済は、着実な回復を続けている。輸出は、緩やかに増加している。個人消費は、労働市場や消費者コンフィデンスの改善などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も緩やかな増加基調にある。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベース、コアベースともに前年比 $+1\%$ 台半ばで推移している。この間、英国経済は、物価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペースが鈍化してい

---

（注） 「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。」

る。

新興国経済をみると、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ている。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比＋1%台半ばで推移している。この間、NIEs・ASEANでは、輸出が増加するもとの、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、既往の資源価格の底入れなどを背景に持ち直している。インドの景気は、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、回復に向かっている。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、地政学的リスクへの警戒感の後退や堅調な経済指標等を背景に上昇したが、欧州の長期金利は、欧州政治情勢を巡る不透明感もあって横ばい圏内で推移している。この間、企業業績への期待や地政学的リスクへの警戒感の後退などから、多くの国で株価が上昇したほか、新興国への資金流入も続いている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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。輸出は、海外経済の成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは、増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの電子部品や中間財を中心に持ち直している。先行きの輸出は、情報関連や資本財が堅調に推移すると見込まれることから、当面、増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長が続くもとの、基調としては緩やかな増加を続けるとみられる。

公共投資は、増加している。先行きについては、当面、熊本地震の復旧復興対策や各種インフラ事業もあって、高水準で横ばい圏内の動きが続くとみられる。その後は、経済対策の押し上げ効果の減衰に伴い減少に転じたあと、オリンピック関連工事が下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。9月短観をみると、2017年度の設備投資計画は大企業を中心に堅調なスタンスとなっており、こうした企業の前向きな姿勢を反映して、先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れは大きいものの、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりな

どを背景に、当面、緩やかな増加を続けていくとみられる。その後は、資本ストックの積み上がりが明確となることなどから、減速圧力が強まっていくと考えられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。有効求人倍率は着実な改善傾向を辿っているほか、失業率も2%台後半まで低下している。

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。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、天候要因等の振れを伴いながらも増加している。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている。

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある。先行きについては、内外需要の増加を反映して、当面は、しっかりとした増加を続ける可能性が高く、その後も、海外経済が成長するもとの、基調としては緩やかな増加を続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）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、小幅のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっているが、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、小幅のプラスにとどまっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、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。

予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。長期金利から中期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

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、3%程度のプラスとなっている。CP・社

債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で1割台半ばの高い伸びを続けている。マネーストックの前年比は、4%程度の伸びとなっている。

## 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

国際金融市場について、委員は、一頃に比べ地政学的リスクへの警戒感が後退する中、米欧の長期金利は安定的に推移しており、米独をはじめとする主要国の株価は、企業業績への期待や堅調な経済指標などから、上昇しているとの認識を共有した。何人かの委員は、最近の好調な株価については、経済の改善という十分な裏付けがあるものの、一部に過熱感を指摘する声もあることから、地政学的リスクの動向を含め、引き続き、様々な観点から注視していく必要があると述べた。複数の委員は、米欧の中央銀行は細心の注意を払って金融政策の正常化を進めており、これが最近の国際金融市場の安定に寄与しているとの見解を示した。

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。ある委員は、海外経済の不透明感が和らぐ中で、過去数年間控えられてきた設備投資が、今後相応に出てくる可能性は高く、2018年にかけて海外経済が成長を続ける確度は高まっていると述べた。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、実質GDP成長率が4～6月は前期比年率+3.1%、7～9月は同+3.0%となるなど、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けているとの認識で一致した。複数の委員は、9月の自動車販売台数や小売売上高が強めに反発していることからみても、大型ハリケーンによる個人消費の下押しは解消される方向にあるとの見方を示した。米国経済の先行きについて、委員は、国内民間需要を中心にしっかりとした成長が続くとの認識を共有した。

欧州経済について、委員は、内外需ともに緩やかに増加しており、着実な回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、欧州の製造業PMIやドイツのIFO景況感指数の動きをみると、欧州の業況感は相当程度改善していると指摘した。欧州経済の先行きについて、委員は、英国のEU離脱交渉を巡る不透明感などが経済活動の重石となるものの、基調としては緩やかな回復経路を辿るとの見方で一致した。ある委員は、ECBが資産買入規模の縮小を決定しても、市場に大きな混乱が生じなかった背景には、市場参加者の経済見通しが良好であることが大きく影響していると述べた。

新興国経済について、委員は、全体として持ち直しているとの認識を共有した。このうち中国経済について、委員は、7～9月の実質GDPが前年比+6.8%と引き続き堅調に推移しているなど、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ているとの見方で一致した。一人の委員は、過去数年にわたり、中国国内で過剰な在庫と生産能力の削減を進めてきたことが、結果として、輸出入の両面を通じて、わが国を含むアジア経済に好ましい影響を与えていると指摘した。NIEs・ASEANについて、委員は、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、内需も底堅く推移しているとの見方で一致した。また、委員は、ロシアやブラジルなどの資源国についても、既往の資源価格の底入れや金融緩和効果などから持ち直しているとの認識を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の着実な成長の波及や各国の政策効果などから、経済の回復もしっかりとしたものになっていくとの見方で一致した。このうち中国経済について、委員は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの認識を共有した。一人の委員は、中国経済を巡るリスクとして、不動産市場の過熱とその後の調整を挙げつつも、これまでのところ市場は比較的落ち着いており、現段階ではソフトランディングする可能性が高いとの見方を示した。

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、「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、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であ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、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。一人の委員は、わが国経済は外需主導から内需の改善を伴うより自律的な成長へと移行しつつあるほか、景気拡大の裾野は、業種や企業規模、地域を跨いで多面的な広がりをみせていると述べた。また、この委員は、わが国経済については、企業や政府の取り組みもあって労働力率や労働生産性が上昇しており、需要と供給という面でもバランスよく成長していると付け加えた。この点に関連し、別のある委員は、「量的・質的金融緩和」導入後のわが国の労働生産性の伸び率は、導入前の10年間と比べても、また、主要国と比べても高くなっていると指摘した。このほか、一人の委員は、企業の内部留保が過度に積み上がれば、経済全体として過剰貯蓄の状態となり、自然利子率が低下する可能性もあるため、企業の貯蓄・投資・労働者への配分のバランスが重要との見解を述べた。

輸出について、委員は、海外経済の成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。一人の委員は、4～6月の輸出は前期比小幅に減少したが、7～9月は再びしっかりと増加しているとしたうえで、情報関連や資本財を中心とした輸出の増加傾向に変化はみられないとの見方を示した。先行きの輸出について、委員は、グローバルな製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するもとで、当面は増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長を背景に、基調としては緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

公共投資について、委員は、2016年度の経済対策の執行に伴い増加しているほか、先行きも、高水準で横ばい圏内の動きが続くとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの設備投資について、委員は、緩和的な金融環境や成長期待の高まりなどを背景に、緩やかな増加を続けていくとの見方で一致した。この間、一人の委員は、企業の営業キャッシュフローに対する設備投資の割合が長らく低下していることからみても、企業の設備投資意欲はなお本格化していないとの見解を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。

ある委員は、有効求人倍率や新規求人倍率がバブル期のピークを超えて着実に上昇しているほか、失業率も2%台後半まで低下するなど、このところ労働需給は一段とタイト化していると指摘した。

個人消費について、委員は、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認識を共有した。ある委員は、夏場の天候不順にもかかわらず、個人消費がしっかりとしていた背景には、最近の株高等による消費者マインドの改善も相応に影響しているとの見方を示した。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方を共有した。この間、一人の委員は、前回の消費税増税以降、実質可処分所得が増えても実質消費が十分には増えていないと指摘したうえで、その背景として、消費税増税により家計の将来所得の低下予想が顕在化した可能性を挙げた。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を反映して、当面はしっかりとした増加を続け、その後も、海外経済が成長するもとの、基調としては緩やかな増加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0%台後半のプラスとなっている一方、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、小幅のプラスにとどまっているとの見方で一致した。こうした弱めの動きについて、委員は、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が影響しているとの認識を共有した。この間、委員は、予想物価上昇率について、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ているが、弱含みの局面が続いているとの認識で一致した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

2017年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。2018年度までの期間について、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で、国内需要は増加基調を辿るとの認識を共有した。また、委員は、輸出も、海外経済の成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。2019年度について、委員は、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、景気拡大が続くとの認識を共有した。こうした議論を経て、委員は、わが国の経済は、2018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の見方を共有した。そのうえで、委員は、2017年7月の展望レポートでの見通しと比べると、見通し期間の成長率は、概ね不変であるとの見方で一致した。

2018年度にかけての景気について、委員は、設備投資は、緩やか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の見方を共有した。また、委員は、個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとで、緩やかな増加傾向を辿るほか、公共投資は、経済対策の効果などから2017年度に増加した後、2018年度は、経済対策効果の減衰に伴い減少に転じるものの、オリンピック関連需要もあって高めの水準を維持するとの見方で一致した。2019年度について、委員は、設備投資は、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減速するほか、個人消費も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、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の見方を共有した。この間、消費税率の引き上げが実体経済に与える影響について、委員は、2014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が、その時々々の所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性は大きいとの認識を共有した。

委員は、実体経済から物価面への波及に関し、労働需給の着実な引き締まりに比べ、物価が弱めの動きを続けていることについて議論を行った。委員は、企業や家計において、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根強く残っていることが、企業の賃金・価格設定スタンスに影響しているとの認識を共有した。こうした企業のスタンスについて、多くの委員は、人手不足に見合った賃金上昇をパート労働者等にとどめる企業が多く、正規雇用者の賃金上昇が相対的に遅れていることにも表れていると指摘した。また、多くの委員は、企業において、賃金コストの上昇を吸収し、販売価格の引き上げを避けるため、ITを活用した省力化投資の拡大や、深夜営業の取

り止めといったビジネス・プロセスの見直しに取り組む動きが広がっていると述べた。一人の委員は、9月短観で、中小企業の本年度のソフトウェア投資額が前年比2割強と大幅に増加する計画となったのは、こうした企業の対応を反映している面もあると付け加えた。

そのうえで、委員は、企業の賃金・価格設定スタンスに変化がみられてきていることについて議論を行った。大方の委員は、パート時給がはっきりとした上昇基調を続けているほか、既往の為替円安による仕入価格の上昇などもあって、企業のコスト面からみた価格上昇圧力は着実に高まっているとの認識を共有した。一人の委員は、コンビニエンスストアや外食等のパート時給は過去最高を更新し、介護関連の派遣時給も上昇に転じているとしたうえで、現在は正規雇用の賃上げを待つ段階であり、来春の賃上げ交渉の行方を注視していると述べた。企業の価格設定スタンスについて、ある委員は、人手不足などから値上げに踏み切る企業が増えるなか、外食やビール系飲料等の一部業種では、値上げによって利益率が改善し、株価の上昇に繋がる事例もみられると指摘した。別のある委員は、雇用・所得環境が改善する中、消費者の値上げに対する許容度も徐々に増してきているとの見方を示した。これらに関連し、一人の委員は、わが国では、値上げが20数年ぶりという企業も多いことから、物価の上昇に向けて社会のノルム（規範）を変化させるためには、企業が値上げの経験を積み重ね、消費者に受け入れてもらうノウハウを蓄積していくことが大切であると述べた。

この間、何人かの委員は、労働力率の上昇や省力化投資などの生産性向上に向けた取り組みは、短期的には物価を抑制する方向で作用するが、やや長い目でみれば、潜在成長力を引き上げるとともに、企業の期待収益の向上等を通じて、物価の押し上げにも寄与すると指摘した。一人の委員は、企業が設備投資や人材投資を積極化させ生産性を飛躍的に向上させる環境は十分に整っていると指摘したうえで、生産性の向上が実質雇用者所得の持続的な増加をもたらすことで、個人消費は増加に転じ、2%の「物価安定の目標」の達成も視野に入ってくると述べた。

こうした議論に対し、ある委員は、女性の労働参加の増加に加え、男性の就業率にも改善の余地があることを踏まえると、高齢化が進む中においても、労働市場にはなお過大な供給余力が残存していると指摘した。この委員は、こうした状況が続く限り、雇用の逼迫による賃金上昇が本格化する可能性は低いとの見方を示した。これに対し、ある委員は、追加的な労働供給が賃金・物価に与える影響を検討する場

合には、生産年齢人口が毎年 50～100 万人近く減少しているというわが国全体の人口動態も念頭に置く必要があると述べた。また、別の一人の委員は、高齢化の進展によって、労働力率の上限が構造的に低下している可能性が高いことから、労働力率の上昇はいずれ頭打ちとなり、これが賃金や物価を抑制する力も、いずれ減衰するとの認識を示した。

委員は、物価情勢の先行きについて議論を行った。大方の委員は、消費者物価の前年比は、足もと弱めの動きが続いているが、先行きについては、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。これらの委員は、7月の展望レポートでの見通しと比べると、物価上昇率の見通しは、携帯電話通信料の値下げの影響等から 2017 年度について幾分下振れているが、2018 年度、2019 年度については概ね不変であるとの見方で一致した。そのうえで、これらの委員は、消費者物価の前年比が 2%程度に達する時期は、2019 年度頃になる可能性が高いとの認識を共有した。この間、一人の委員は、資本・労働市場ともに供給過剰が残存しており、日本経済は、2%の「物価安定の目標」を達成するに足る状況からまだ距離があるとの見解を示した。

さらに、委員は、消費者物価の前年比が 2%に向けて上昇率を高めていくメカニズムについて具体的に議論した。まず、大方の委員は、有効求人倍率がバブル期ピークを上回るなど、労働需給が一段と引き締まっている中、マクロ的な需給ギャップは着実に改善しているとの見方で一致した。先行きについても、大方の委員は、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 2018 年度にかけてプラス幅を拡大し、2019 年度も比較的大幅なプラスで推移するとの認識を共有した。次に、大方の委員は、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向を辿り、2%程度に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。これらの委員は、その背景として、①「適合的な期待形成」の面では、当面、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中で、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を指摘した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・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、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。このうち海外経済の動向について、複数の委員は、新興国経済の足取りがしっかりとってきているほか、欧州の金融セクター問題などについても一頃ほどの不透明感がなくなってきたことから、全体として下方リスクが減衰しているとの見方を示した。複数の委員は、米欧の中央銀行が、金融政策の正常化にあたって丁寧な情報発信を続けていることは、国際金融市場における不透明感の低下に繋がっていると付け加えた。そのうえで、委員は、経済の見通しについては、リスクは概ね上下にバランスしているとの認識で一致した。

次に、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の存在、③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、の3点を挙げた。このうち、中長期的な予想物価上昇率の動向について、委員は、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに時間がかかり、物価が弱めの推移を続ける場合には、予想物価上昇率の高まりが遅れるリスクがあるとの見方で一致した。また、委員は、差別化の難しい財・サービスの価格について、流通形態の変化や規制緩和等によって、競争環境が一段と厳しくなる場合には、物価上昇を抑制する可能性があるとの見方を共有した。この点、ある委員は、厳しい値下げ競争を背景に、携帯電話関連の価格低下が、一時的なものではなく、やや長めに物価下押し圧力として効いてくる可能性に言及した。そのうえで、委員は、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

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策運営にあたって、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、大方の委員は、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は、下げ止まりから一部に上昇傾向を示す指標もみられており、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、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り、現時点で追加緩和を行うべきではないとの認識を共有した。ある委員は、持続的な需要拡大が所得の改善を促すような経済の好循環を息長く支えて、脱デフレの完遂に資するため、現在の金融緩和を継続すべきであるとの意見を述べた。複数の委員は、現在の金融政策の枠組みには、予想物価上昇率や潜在成長率が上昇すれば、実質金利の低下や自然利子率の上昇を通じて金融緩和効果が強まる仕組みが内在しているため、現状の金融市場調節方針を維持することにより、2%に向けたモメンタムを強化していくことが可能であるとの見方を示した。別の委員は、現在の金融緩和政策は、企業が不断の生産性向上に取り組むことができる環境を整える観点からは、最適な政策であるとの見解を述べた。また、ある委員は、現在の実質イールドカーブの水準は、全ての年限において均衡イールドカーブを大幅に下回っているほか、過去の金融緩和局面と比べても、既に十分に緩和的であり、追加緩和は不要であるとの見解を示した。複数の委員は、「物価安定の目標」の達成を急ぐあまり、極端な金融緩和策をとると、金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下といった副作用が生じ、結果的に十分な政策効果が得られない可能性がある」と述べた。こうした見方に対し、一人の委員は、資本および労働市場の双方において過大な供給余力が残存していると見込まれるほか、2019年の消費税率の引き上げを踏まえ、現時点で追加緩和策を講じ、「物価安定の目標」の早期達成への確度を高めるべきであると主張した。

この間、ある委員は、市場の一部において、日本銀行の金融政策も、米欧とともに「出口」に向かうべきとの声が聞かれるが、わが国の金融緩和の開始時期は米欧よりも遅いため、「出口」に向かう時期が遅くても不思議はないと述べた。また、同じ委員は、「出口」の局面における日本銀行の収益悪化を懸念する必要はないと述べ、その理由として、金融緩和の過程では、日本銀行の収益増加で国庫納付金が増え、税収が増大して財政赤字の対GDP比が減少しているほか、「出口」の後でも、長期的には、金利上昇に伴う日本銀行の収益増加が見込まれることを指摘した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と整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。ある委員は、市場からは、長短金利は非常に上手くコントロールされているとの評価が聞かれると

しつつも、日々の政策運営にあたっては、国債市場の流動性に加え、国内外投資家の動向や金融機関の保有有価証券のポートフォリオの中身について一層注視する必要があると述べた。

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、大方の委員は、以下の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。」

これに対し、ある委員は、より長期の金利を引き下げる観点から、10年物国債金利に代えて、15年物国債金利が $0.2\%$ 未満で推移するよう長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。

この委員の意見に対して、何人かの委員は、15年物国債金利を引き下げた場合の経済・物価に及ぼす具体的な政策効果や、それをもたらすメカニズムが明らかでないと指摘した。この点について、別の委員は、15年物金利のような超長期ゾーンの引き下げは、保険や年金の運用利回りの低下などを通じ、国民のマインド面に影響を及ぼすことが懸念されると付け加えた。

長期国債以外の資産の買入れについて、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。ある委員は、市場の一部で、ETFの残高目標を達成するために、日本銀行が年末にかけて買入れペースを加速させるとの思惑が生じていることについて、そうした見方は適当でないと述べた。そのうえで、この委員は、ETFの買入れは、株式市場におけるリスク・プレミアムに働きかける観点から実施しており、実際の買入れ額は市場の状況に応じて変動するほか、残高目標の達成時期として、特定の時点を定めている訳ではないと付け加えた。別の一人の委員は、現時点では市場機能に大きな影響は生じていないとしても、ETFをはじめとする各種リスク性資産の買入れについては、政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から点検すべきであると述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、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。

これに対し、一人の委員が、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、今後、展望レポートにおける消費者物価指数の政策委員見通しの中央値について、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、何らかの追加緩和手段を講じるという新たなコミットメントを導入することが適当であると述べた。これに対し、ある委員は、既に、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いうコミットメントを導入しており、新たなコミットメントを行う必要はないとの意見を述べた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府としては、少子高齢化という最大の課題を克服し、持続的な経済成長を実現するために、「生産性革命」と消費税の増収分などを活用した「人づくり革命」の実現に向けて、年内にも新たな経済政策パッケージを取りまとめていく。
- こうした中においても、財政再建の旗は降ろすことなく、プライマリーバランス黒字化を目指して、引き続き、歳出・歳入両面から改革を続け、今後達成に向けた具体的な計画を策定する。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

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、緩やかな回復基調が続いている。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、緩やかに回復していくことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動

向の判断には、GDPデフレーターを含め、各種物価指標を総合的にみることが重要である。

- 日本経済の最大の課題は、サプライサイドの改革による潜在成長率の引き上げであり、そのための経済政策の最大の柱は「人づくり革命」と「生産性革命」である。この2本の柱の施策を具体化するため、年内に新しい経済政策パッケージを策定し、可能なものから速やかに実行に移していく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、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する。加えて、金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き、経済財政諮問会議等の場で十分説明いただきたい。

## V. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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、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。

#### 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、鈴木委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

## 2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解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-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、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、全員一致で決定された。

### 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、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

## 3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の採決結果を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを公表文中に記述することが必要との意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」〈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。

## VI. 「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。

議長からは、こうした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、11月1日に公表するこ

ととされた。なお、片岡委員は、物価の前年比について、来年以降、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの理由から、先行きの物価見通しに関する記述に反対した。

#### 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、鈴木委員

反対：片岡委員

#### VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年9月20、21日開催分）が全員一致で承認され、11月6日に公表することとされた。

以 上

2017年10月31日  
日本銀行

### 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した<sup>(注1)</sup>。

#### (1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）<sup>(注2)</sup>

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。

#### (2) 資産買入れ方針（全員一致）

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。

以上

<sup>(注1)</sup> 片岡委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。

<sup>(注2)</sup> 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、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

(29年12月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017年12月20日(14:00～15:27)  
12月21日(9:00～11:39)

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	( 〃 )
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	( 〃 )
	櫻井 眞	( 〃 )
	政井貴子	( 〃 )
	鈴木人司	( 〃 )
	片岡剛士	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官 (20日)
	木原 稔	財務副大臣 (21日)
内閣府	前川 守	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	桑原茂裕
理事	前田栄治
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	奥野聡雄
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	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	吉村研太郎
企画局企画役	井出穰治

## 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（10月30、31日）で決定された短期政策金利（ $-0.1\%$ ）および長期金利操作目標<sup>（注）</sup>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、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

### 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、直近では $-0.1\%$ 台後半で推移している。

株価（日経平均株価）は、堅調な企業業績等から、引き続き年初来高値圏で推移しており、最近では、22千円台後半での動きとなっている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、一時、幾分円高方向の動きが進んだが、期間を通してみれば、概ね横ばい圏内で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、幾分円安方向での推移となっている。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。

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ている。輸出は緩やかな増加基調にあるほか、設備投資も持ち直しの動きが続いている。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに前年比 $+1\%$ 台半ばで推移している。

欧州経済は、着実な回復を続けている。輸出は、緩やかに増加している。個人消費は、労働市場や消費者コンフィデンスの改善などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も緩やかな増加基調にある。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベースは前年比 $+1\%$ 台半ばで、コアベースは同 $+1\%$ 台前半で推移している。この間、英国経済は、物価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペー

---

（注） 「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。」

スが鈍化している。

新興国経済をみると、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ている。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比＋1%台後半で推移している。NIEs・ASEANでは、輸出が増加基調にあるもとで、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に緩やかに回復している。インドでは、新たな物品サービス税導入の影響による経済の混乱は終息に向かっており、景気は緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、政治情勢を巡る不透明感が意識されて低下する場面がみられたものの、税制改革への期待感などが金利押し上げ要因となり、期間を通してみれば横ばい圏内で推移している。この間、堅調な企業決算や米国の税制改革への期待などから、先進国の株価は高値圏で推移しているほか、新興国への資金流入も続いている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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

輸出は、海外経済の成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは、振れを均せば増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの電子部品や中間財、資本財など幅広く持ち直している。先行きの輸出は、情報関連や資本財を中心に、緩やかな増加基調を続けるとみられる。

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。先行きについては、2016年度第2次補正予算の押し上げ効果の減衰に伴い減少に転じたあと、オリンピック関連工事が下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が改善する中で、増加傾向を続けている。法人企業統計で7～9月の売上高経常利益率をみると、堅調な内需や海外経済の成長にも支えられて、既往最高水準である6%程度を維持している。こうした中、7～9月のGDPベースの実質設備投資（2次速報値）は、前期比＋1.1%と4四半期連続で増加したほか、12月短観における2017年度設備投資計画の前年比は、同時期の過去平均（2004～2016年度）をはっきりと上回る姿となった。先行指標

である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れを伴いつつも、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。有効求人倍率は着実な改善傾向を辿っているほか、失業率も2%台後半まで低下している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、足もとでは、耐久財が自動車や携帯電話機における供給要因を主因に減少しているが、全体としては概ね横ばいの動きとなっている。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている。

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある。先行きについては、内外需要の増加を反映して、当面はしっかりとした増加を続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）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、プラス幅の拡大が続いている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっているが、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、小幅のプラスにとどまっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、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。

予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。長期金利から中長期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

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%台後半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で1割台前半の高い伸びを続けている。マネーストックの前年比は、4%程度の伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、堅調な企業業績などを背景に、先進国の株価は高値圏で推移しているほか、多くの新興国で資金流入の動きが続いており、投資家のリスクテイク姿勢は総じて維持されているとの認識を共有した。米欧の長期金利について、複数の委員は、このところ横ばい圏内で落ち着いた動きをみせており、12月に行われた米国の利上げも、市場は冷静に受け止めているとの見方を示した。別の複数の委員は、最近、米国のイールドカーブがフラット化していることについて、FRBの長期国債買入れによりターム・プレミアムが低下している可能性や、先行きの経済成長率や予想物価上昇率に対する市場参加者の見方が慎重化している可能性を指摘した。ある委員は、米国をはじめグローバルに物価上昇に弾みがつき、金利が上昇すれば、新興国の資金フローにも影響が及び得るため、引き続き注視していく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、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。委員は、世界的に貿易活動が活発化する中、先進国は着実な回復を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。ある委員は、相対的に出遅れていた新興国経済が2016年後半頃から持ち直してきたことで、世界経済は同時回復に向かい始めたように思われると述べた。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。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、7～9月の実質GDPが前期比年率+3.3%と、3年ぶりの高水準となるなど、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けているとの認識で一致した。一人の委員は、実質GDPに対する設備投資や純輸出のプラス寄与も拡大傾向にあり、企業部門を含め、バランスのよい成長を続けていると

の見解を述べた。米国経済の先行きについて、委員は、国内民間需要を中心にしっかりと成長が続くとの見方を共有した。何人かの委員は、法人税減税を含む税制改革は米国経済を押し上げる方向で作用すると考えられるが、そのインパクトやタイミングについて、今後とも、よくみていく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、内外需ともに緩やかに増加しており、着実な回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、ECBによる2018年の経済見通しが9月時点から上方修正されたことを指摘したうえで、欧州経済は、従来の想定から上振れて推移しているとの見方を示した。別のある委員は、最近公表された指標をみると、企業の景況感や消費者のコンフィデンスが一段と改善していると付け加えた。欧州経済の先行きについて、委員は、英国のEU離脱交渉を巡る不透明感などが経済活動の重石となるものの、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。このうち中国経済について、委員は、高めの伸びとなった7～9月からはやや減速しているが、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。こうした安定成長の背景として、複数の委員は、経済の変動に対する当局の機動的な対応を指摘し、別のある委員は、高水準の新車販売やITビジネスの急速な普及を挙げた。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとで、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから、内需も底堅く推移しているとの見方で一致した。ある委員は、ロシアやブラジルなどの資源国経済も、インフレ率の落ち着きや金融緩和効果などを背景に、持ち直しから緩やかな回復へと着実に改善しているとの認識を示した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の着実な成長の波及や景気刺激策の効果などから、経済の回復もしっかりとしたものになっていくとの見方で一致した。このうち中国経済について、委員は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとで、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

海外経済を巡るリスク要因として、委員は、引き続き、米国の経済政策運営や英国のEU離脱交渉の展開、地政学的リスクなどが挙げられるとの認識を共有した。何人かの委員は、地政学的リスクについて、東アジア情勢に加え、資源価格に影響を与え得る中東情勢の不確実性も高い状況にあると付け加えた。複数の委員は、先行きの米国の政策運営が予想しにくい中であって、同国の長期金利や株価が大きく変動し、これが金融市場や世界経済に影響を与えることがないか、しっか

りと点検していく必要があると述べた。この間、ある委員は、新興国・資源国経済の回復に加え、米国の税制改革に関する議論が進捗し、英国のEU離脱交渉にも幾分進展がみられるなど、海外経済を巡る不透明感は、ひと頃より後退してきているとの見方を示した。

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、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で推移する中、増加傾向を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、7～9月の実質GDPが、輸出と設備投資に牽引される形で前期比年率+2.5%と高めの伸びを示したことも、こうした認識と整合的であると付け加えた。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、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの見方を共有した。これらの議論を踏まえ、何人かの委員は、わが国の経済は、企業・家計の両部門において、バランス良く成長していると指摘した。また、一人の委員は、最近の継続的な経済成長には、需要サイドの循環的な要因に加え、生産性の向上や労働力率の上昇といった中長期的な成長力の強まりも寄与しているとの見解を示した。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既往の経済対策による下支えなどを背景に、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、増加基調を辿るとの認識を共有した。

輸出について、委員は、海外経済の成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。ある委員は、ひと頃1%程度まで低下していた世界貿易量の前年比が、最近は4%台まで回復しており、これが、わが国の輸出にも好影響をもたらしていると付け加えた。先行きの輸出について、委員は、世界経済が緩やかな成長を続けるもとで、当面、緩やかな増加基調を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

公共投資について、委員は、2016年度第2次補正予算の執行が進捗したことにより、実質公的固定資本形成は4～6月に大きめの増加となったあと、7～9月は減少したが、こうした動きは当初の想定どおりであるとの認識を共有した。そのうえで、公共投資の現状判断について、委員は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移しているとの見解で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善する中で、増加傾向を続けているとの認識で一致した。これまでの「緩やかな増加基調にある」との判断から一歩進める理由として、何人かの委員は、7～9月のGDPベースの実質設備投資が前期比+1.1%に上方修正され、4～6月の同+1.2%に続いて、はっきりと増加したことを指摘した。また、ある委員は、12月短観において、企業の業況感が改善する中、設備投資計画も9月時点から一段と伸びを高めている点を挙げた。先行きの設備投資について、委員は、緩和的な金融環境や成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。ある委員は、当面、世界貿易の回復という追い風を受けて輸出が拡大し、それが国内の設備投資の増加につながる可能性が高いとの見解を述べた。一人の委員は、大企業の保有現預金の対総資産比率は過度に高まってはいないが、総資産の増加には海外M&A等が寄与していることを考えると、大企業は、資金を国内の設備投資ではなく、海外への投資に振り向けているとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締めを続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。一人の委員は、地域毎の差異はあるものの、景況感の改善が進むもとの、人手不足が全国に広がっていると指摘した。先行きの雇用者所得について、委員は、労働需給の着実な引き締めが続く、企業収益も改善するもとの、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、今後、RPA（ロボティック・プロセス・オートメーション）やAIの活用が進めば労働需給は緩むとの見方もあるが、労働力人口の減少が見込まれる中、イノベーションによる新商品・サービスの供給や「働き方改革」による残業時間削減に伴い、新規雇用の需要増加も想定されるため、労働需給は一段と引き締まる可能性があるとして述べた。この間、多くの委員は、最近の人手不足は、引き続き、企業に対して、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しなど、労働生産性の向上に向けた取り組みを促していると指摘した。そのうえで、一人の委員は、企業の人的投資やソフトウェア投資を一段と促進するためには、競争制限的な規制を撤廃し、企業の新陳代謝を促すことが効果的であり、それによって労働生産性が高まってはじめて、実質賃金が上昇していくとの見解を述べた。また、ある委員は、長期にわたる需要不足とデフレのもとで、労働力率が継続的に低下したほか、企業の過剰サービスや過度な値下げが結果的に生産性の伸びを抑制してきたと指摘したうえで、こうしたある種のヒステリシス（履歴効果）が、最近の人手不足を契機に薄れつつあると述べた。そのうえで、この委員は、ヒステリシスの希薄化に伴い、わが国の中長期的な成長力が一

段と高まれば、人々のデフレマインドや将来不安は徐々に後退していくとの見方を示した。

個人消費について、委員は、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。多くの委員は、夏場の天候不順などから一部の指標に弱めの動きもみられているが、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、個人消費の改善基調に大きな変化はないとの見方で一致した。この点に関し、何人かの委員は、このところ、サービス消費がしっかりと増加しているほか、各種の消費者マインド指標も着実に改善していると述べた。一方で、一人の委員は、2019年に予定されている消費税の増税を含め、さまざまな形で将来の国民負担が増えるとの見通しが、家計の消費抑制につながっているとの見解を述べた。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方で一致した。一人の委員は、人手不足の状況や高水準の企業収益などから判断して、2018年は、賃金・俸給の増加率が一段と高まることが期待できることから、個人消費は堅調に推移するとの見通しを示した。別の委員は、バランスのよい経済成長のためには、個人消費が景気の牽引役になっていくことが重要であることから、消費者マインドが改善傾向を続ける中で、先行き、どの程度消費がしっかりと改善していくかに注目していると述べた。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を反映して、当面は、しっかりとした増加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0%台後半のプラスとなっている一方、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、小幅のプラスにとどまっているとの見方で一致した。大方の委員は、わが国の景気が緩やかに拡大するもとで、労働需給が着実に引き締まっていることと比べれば、物価は弱めの動きとなっているとの認識を共有した。複数の委員は、食品や外食で十数年ぶりに定番・看板商品の価格が引き上げられるなど、値上げに関する報道は着実に増えているが、個々の企業の動きが物価指数を動かすには、なお力不足であると述べた。こうした状況について、何人かの委員は、多くの企業において、省力化投資などにより、賃金

コストの上昇を価格に転嫁することを避ける動きが続いていると指摘した。ある委員は、大手流通などで値下げの動きが続いているほか、電子商取引との競合激化の影響も無視できないと付け加えた。

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。複数の委員は、賃金上昇によるサービス価格の押し上げに加え、原油など資源価格の上昇に伴って企業間取引における財の価格も上昇しており、これが消費者物価に波及していく可能性があるとの指摘した。もっとも、このうちの一人の委員は、日用品などに対する消費者の価格感応度は引き続き高く、実際の物価上昇にはなお時間を要する可能性もあると付け加えた。別の委員も、値上げを受け入れる雰囲気は消費者の間でまだ十分には醸成されておらず、企業の積極的な価格設定スタンスの拡がりについては、依然、不確実性が大きいと述べた。そのうえで、複数の委員は、最近、政府が、賃上げに積極的な企業に対する税負担の軽減措置などを打ち出したことは、賃上げに躊躇する多くの企業の背中を同時に押すことで、現状を打開するとともに、所得の増加を通じて、消費者の値上げに対する許容度を高める契機となり得るとの見方を示した。

この間、委員は、予想物価上昇率について、弱含みの局面が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、短期的なインフレ予想は総じて下げ止まりの動きとなっているが、中長期的なインフレ予想については、一部に上昇傾向を示す指標がみられているものの、こうした動きはなお限定的であると述べた。別の一人の委員は、資本市場および労働市場に過大な供給余力が残存していることから、エネルギー価格上昇の影響を除けば、物価上昇率は高まっておらず、「適合的な期待形成」を通じて予想インフレ率が上昇するダイナミクスも明確には働いていないと指摘した。もっとも、多くの委員は、このところ現実の物価上昇率が少しずつ高まってきているほか、今後とも、マクロ的な需給ギャップの改善などから物価の上昇が見込まれるため、先行き、「適合的な期待形成」を通じて、人々の予想物価上昇率は高まっていくとの見方を示した。

## 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、「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、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。ある委員は、地域銀行の貸出が高めの伸びを維持している一方、都銀の大企業向け貸出の伸びがひと頃に比べて鈍化しているが、これについては、最近、大型のM&A案件がみられていないことの影響が大きいとの認識を示した。

### III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策運営にあたって、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、大方の委員は、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は、下げ止まりから一部に上昇傾向を示す指標もみられており、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、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。多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現までなお距離があることを踏まえると、今後とも、現在のきわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であるとの見解を示した。一人の委員は、最近利上げを行った韓国では、インフレ率が1.5%程度でアンカーされ、実質GDPも平均3%以上で成長しているなどと指摘したうえで、こうした状況と比較しても、日本の金融政策の転換は時期尚早であると述べた。

金融政策運営に関連して、ある委員は、きわめて緩和的な金融環境が実現している現在は、わが国の人材のポテンシャルを最大限に引き出すための構造改革や成長戦略を加速する好機であると指摘した。この点に関し、別の委員は、生産性の向上には、規制改革などによる企業の新陳代謝が必要だが、その際には失業の増加が障害となりがちだったと述べたうえで、現在の金融緩和政策は、失業者に新たな雇用機会を提供できる経済環境を整えることを通じて、生産性の向上を進めやすくすることにも貢献しているとの見解を示した。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについても議論を行った。何人かの委員は、現在の金融緩和政策の効果と副作用について、金融仲介機能や金融システムに及ぼす影響も含めて、引き続き、多面的に点検・評価していくことが重要であると指摘した。このうちの一人の委員は、現時点で、金融仲介機能に支障は生じていないが、銀行等の最近の収益状況をみると、低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積してきているとの見方を示した。一方で、別の一人の委員は、金融機関の貸出残高や貸出態度からいっても、現在のきわめて緩和的な金融環境は、引き続き、わが国の企業活動を強力にサポートしており、これまでのところ、金融仲介機能が停滞方向に向かうリスクは大きくないと述べた。また、ある委員は、今後、2%に向けて物価が上昇していき、経済の中長期的な成長力が高まっていく過程では、金融緩和政策の効果が強まることになるため、そうした環境変化や政策の副作用も考慮しながら政策運営にあたる必要があると述べた。一人の委員は、現時点では、現在の金融市場調節方針を維持することが適切であるとしつつ、先行き、経済・物価情勢の改善が続くと見込まれる場合には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、その持続性を強化する観点も含め、金利水準の調整の要否を検討することが必要になる可能性もあるとの見解を述べた。これに対し、別のある委員は、経済・物価の現状や先行きのリスク要因などを踏まえると、現在の政策の枠組みのもとで、さらなる金融緩和策を講じることにより、需給ギャップや予想インフレ率への波及効果を強め、「物価安定の目標」の早期達成の確度を高めるべきであるとの見解を示した。この間、別の一人の委員は、先行きの本行の金融政策運営が、市場に無用の変動をもたらすきっかけとならないよう、幅広い層を意識した丁寧な情報発信に努めていくことが重要であると述べた。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、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。複数の委員は、現在のイールドカーブ・コントロールのもとで実現している実質金利は、自然利子率を十分に下回って推移しており、景気の緩やかな拡大を力強く後押ししているとの見方を示した。

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、以下の方針を維持することが適切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。」

これに対し、ある委員は、米国の景気後退や2019年に予定されている消費税増税によって経済・物価が下振れるリスクを考慮すると、2018年度中に物価上昇率が2%に到達し、2019年度には2%をオーバーシュートする状況を目指すべきであり、そのために10年以上の国債金利を幅広く引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、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。そのうえで、ある委員は、現時点では市場に顕著な過熱感が生じていないとしつつも、ETFをはじめとする各種リスク性資産の買入れについては、株価や企業収益などが大きく改善していることや、今後も堅調に推移すると見込まれることを踏まえ、政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から検討すべきであると述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、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。

これに対し、一人の委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、今後、展望レポートにおける消費者物価指数の政策委員見通しの中央値について、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、何らかの追加緩和手段を講じるという新たなコミットメントを導入することが適当であると述べた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 平成 30 年度予算については、明日 12 月 22 日の閣議において概算決定することを予定しており、「経済・財政再生計画」を踏まえて、経済再生と財政健全化を両立する予算となるよう、大詰めの作業を進めている。また、災害対応をはじめとする追加的財政需要に適切に対処するために、平成 29 年度補正予算を編成することとしており、平成 30 年度予算と同時に概算決定することを目指して、作業を進めている。
- 平成 30 年度の税制改正については、日本経済の成長軌道を確認可能なものとするため、様々な形で働く人をあまねく応援する個人所得課税の見直し、賃上げや設備投資を後押しする税制上の措置、中小企業の代替わりを促進する事業承継税制の拡充などについて、12 月 14 日に平成 30 年度税制改正大綱として、与党において取りまとめられたところである。政府においても、この与党税制改正大綱を踏まえ、法案の準備等に取り組んでいく。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

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、緩やかな回復基調が続いている。12 月 19 日に閣議了解した政府経済見通しでは、実質 GDP 成長率を今年度 +1.9% 程度、来年度 +1.8% 程度と、7 月の「年央試算」を上回る成長を見込んでいる。景気回復により需給が引き締まる中、来年度の消費者物価上昇率は、+1.1% 程度に高まっていくと見込まれる。物価動向の判断には、GDP デフレーターを含め、各種物価指標を総合的にみることが重要である。
- 12 月 8 日に新しい経済政策パッケージを閣議決定した。「生産性革命」と「人づくり革命」を車の両輪として、少子高齢化という最大の壁に立ち向かっていく。「生産性革命」では、2020 年度に向けて、過去最高の企業収益をしっかりと賃上げや設備投資につなげていく。また、「人づくり革命」は長期的な課題であるが、2020 年度までの間に、これまでの制度や慣行にとらわれない新しい仕組みづくりに向けた基礎を築いていく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、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。

## V. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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、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。

#### 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、鈴木委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の国債金利を幅広く引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

### 2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解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、全員一致で決定された。

#### 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、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

#### VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、①消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの意見、および、②オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを公表文中に記述することが必要との意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」〈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. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年10月30、31日開催分）が全員一致で承認され、12月26日に公表することとされた。

以 上

2017年12月21日  
日本銀行

### 当面の金融政策運営について

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、以下のとおり決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）<sup>(注1)</sup>

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。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

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。

2. 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。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとの、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改善するなかで、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。この間、公共投資は高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。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）の前年比は、0%

台後半となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

3. 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。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどを背景に、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。輸出も、海外経済の成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。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<sup>(注2)</sup>。
4. リスク要因としては、米国の経済政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開、地政学的リスクなどが挙げられる。
5. 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。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<sup>(注3)</sup>。

以 上

---

<sup>(注1)</sup> 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、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の国債金利を幅広く引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

<sup>(注2)</sup> 片岡委員は、消費者物価の前年比は、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとして反対した。

<sup>(注3)</sup> 片岡委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。

(30年1月22、23日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018年1月22日(14:00～15:28)  
1月23日(9:00～12:07)

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	( 〃 )
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	( 〃 )
	櫻井 眞	( 〃 )
	政井貴子	( 〃 )
	鈴木人司	( 〃 )
	片岡剛士	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官 (22日)
	木原 稔	財務副大臣 (23日)
内閣府	前川 守	内閣府審議官 (22日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (23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	加藤 毅
企画局審議役	千田英継 (22日14:44～15:28)
企画局政策企画課長	奥野聡雄
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	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
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 (22日14:44～15:28)
企画局企画役	永幡 崇
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	井出穰治

## 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（2017年12月20、21日）で決定された短期政策金利（-0.1%）および長期金利操作目標<sup>（注）</sup>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、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

### 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）は概ね-0.05~-0.03%程度で推移している。ターム物金利をみると、短期レート（3か月物）は、直近では-0.1%台半ばで推移している。

株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇や企業業績への期待などから上昇し、直近では23千円台後半で推移している。為替相場をみると、各国通貨の対ドル相場が総じてドル安方向の動きとなる中、円の対ドル相場も、幾分円高・ドル安方向での推移となっている。この間、円の対ユーロ相場は、概ね横ばい圏内で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。

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ている。輸出は緩やかな増加基調にあるほか、設備投資も増加している。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに前年比+1%台半ばで推移している。

欧州経済は、着実な回復を続けている。輸出は、緩やかに増加している。個人消費は、労働市場や消費者コンフィデンスの改善などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も緩やかな増加基調にある。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベースは前年比+1%台半ばで、コアベースは同+1%台前半で推移している。この間、英国経済は、物価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペースが鈍化している。

---

（注） 「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。」

新興国経済をみると、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ている。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比＋1%台後半で推移している。NIEs・ASEANでは、輸出が増加基調にあるもとで、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に緩やかに回復している。インドでは、新たな物品サービス税導入の影響による経済の混乱は終息に向かっており、景気は緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米欧の長期金利は、市場予想を上回る経済指標や原油高等に伴うインフレ期待の高まりなどを背景に、上昇した。この間、堅調な企業業績や米国における税制改革法案成立などが好感され、先進国の株価は高値圏で推移しているほか、新興国への資金流入も続いている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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。

輸出は、海外経済の成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは、振れを均せば増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの電子部品や中間財、資本財など幅広く持ち直している。先行きの輸出は、資本財や情報関連が堅調に推移すると見込まれることから、当面、増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長が続くもとで、基調としては緩やかな増加を続けるとみられる。

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。先行きについては、2016年度の大型経済対策の押し上げ効果の減衰に伴い減少に転じたあと、オリンピック関連工事などが下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が改善する中で、増加傾向を続けている。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れを伴いつつも、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、当面、増加を続けていくとみられる。その後は、資本ストックの積み上がりが明確となることなどから、減速圧力が強まってくると考えられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けてお

り、雇用者所得も緩やかに増加している。有効求人倍率は着実な改善傾向を辿っているほか、失業率も2%台後半まで低下している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、7～9月は天候不順の影響などから減少したが、10月以降は再び増加に転じている。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている。

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある。先行きについては、内外需要の増加を反映して、当面は、しっかりとした増加を続ける可能性が高く、その後も、海外経済が成長するもとの、基調としては緩やかな増加を続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）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、このところ1%程度のプラスが続いている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%程度となっているが、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、小幅のプラスにとどまっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、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。

予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。長期金利から中期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

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%台半ばのプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で1割台前半の高い伸びを続

けている。マネーストックの前年比は、3%台後半の伸びとなっている。

## II. 貸出支援基金等の今後の取扱い

### 1. 執行部からの説明

貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していくとともに、復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援を継続する観点から、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」等の措置について、受付期間を1年間延長することとしたい。ついでには、「貸出支援基金運営基本要領」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た。本件については、その骨子を対外公表文に記載することとされた。また、その詳細については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

## III. 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

国際金融市場について、委員は、堅調な経済指標などを背景に、米欧の長期金利は上昇しているとの認識を共有した。また、多くの委員は、長期金利が上昇する中であっても、企業収益の増加期待や米国における税制改革法案の成立などを材料に、先進国の株価は高値圏で推移しているほか、新興国への資金流入も続いており、投資家のリスクテイク姿勢は総じて維持されているとの見方を共有した。そのうえで、何人かの委員は、史上最高値を更新している米国の株価について、市場では、バリュエーション指標などからみた割高感を指摘する声が増えてきていると指摘した。また、一人の委員は、米国における事業法人向け信用残高が増加を続けていることなどを踏まえると、長期金利の動向にも留意が必要との見方を示した。こうした議論を経て、何人かの委員は、米国の株価や長期金利の動向は、グローバルな金融市場の動向に大きな影響を与え得るため、引き続き、しっかりとみていく

必要があると述べた。

海外経済について、委員は、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。委員は、世界的に製造業の生産・貿易活動が活発化する中、先進国は着実な回復を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。一人の委員は、最近の製造業の回復は、循環的な要因だけでなく、I o TやA Iといった新規のテクノロジーと結びついた新たな需要が発掘されていることも相応に影響しているとの見解を述べた。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。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、実質G D P成長率がこのところ前期比年率3%台前半の伸びを続けるなど、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けているとの認識で一致した。米国経済の先行きについて、委員は、国内民間需要を中心にしっかりとした成長が続くとの認識を共有した。一人の委員は、今後とも、個人消費や設備投資を中心に、潜在成長率を上回る成長が続くとみられるほか、ハリケーンの影響などから落ち込んでいた住宅投資も、持ち直しが見込まれると付け加えた。

欧州経済について、委員は、内外需ともに緩やかに増加しており、着実な回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、難民やテロ問題に直面しているにもかかわらず、消費者コンフィデンスは改善を続け、個人消費は一貫して底堅く推移していると指摘した。欧州経済の先行きについて、委員は、英国のE U離脱交渉の展開などを巡る不透明感が経済活動の重石となるものの、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。このうち中国経済について、委員は、前年比6%台後半の実質G D P成長率が維持されるなど、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。一人の委員は、昨年10月の共産党大会後も経済に変調はみられていないとしたうえで、当面は、小型車に対する減税措置の終了が自動車販売にどのような影響を与えるかに注目していると述べた。N I E s・A S E A Nについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから、内需も底堅く推移しているとの見方で一致した。ロシアやブラジルなどの資源国についても、委員は、インフレ率の落ち着きや金融緩和の効果などから緩やかに回復しているとの認識を

共有した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の着実な成長の波及や景気刺激策の効果などから、経済の回復もしっかりとしたものになっていくとの見方で一致した。このうち中国経済について、委員は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの認識を共有した。

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、「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、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であ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、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で推移する中、増加傾向を続けてい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、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの見方を共有した。このほか、複数の委員は、最近の短観や支店長会議における報告を踏まえると、景気拡大の裾野が、大都市から地方、大企業から中小企業へと着実に広がっていることが、改めて確認されたと述べた。一人の委員は、需要の増加が、企業の生産性向上に向けた取り組みや能力増強を企図した設備投資、労働力率の上昇など、経済の供給面の拡大を後押ししているとの認識を示した。そのうえで、この委員は、供給面の拡大に伴い、経済の中長期的な成長力が高まりつつあると述べた。

輸出について、委員は、海外経済の成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。ある委員は、このところアジア向けの電子部品や中間財などが大きく伸びており、昨年 11 月の実質輸出は、リーマン・ショック前の水準を超えて、過去最高を記録したと付け加えた。先行きの輸出について、委員は、グローバルな製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するもとの、当面は増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長を背景に、基調としては緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

公共投資について、委員は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善する中で、増加傾向を続けているとの認識を共有した。複数の委員は、人手不足に対処するための省力化・合理化投資に加え、AI向け等の情報通信関連投資や、工場の増設等の能力増強に主眼を置いた投資も増えていくとの見方を示した。先行きの設備投資について、委員は、緩和的な金融環境や成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。この間、一人の委員は、設備投資の拡大は続いているものの、企業のキャッシュフローに対する割合は依然として大きいとは言えず、資本設備にはなお余剰感が残存していると述べた。この点に関し、別のある委員は、労働需給が益々タイト化していく中、中小企業を中心に、今後とも、生産性を引き上げるためのソフトウェア投資等が継続すると見込まれることから、それとともに、先行き、企業の総資産に占める現預金の比率は低下していくとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締めを続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。何人かの委員は、11月の有効求人倍率は1.56倍と1974年以来の高水準となっているほか、失業率も2.7%まで低下するなど、労働市場は一段とタイト化していると指摘した。また、何人かの委員は、本年の春闘の交渉過程やその結果が、正規雇用者の賃金上昇や消費活動の一段の改善にどう結びついていくのか、注目していると述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。複数の委員は、天候要因等により、消費活動指数は昨年夏場に減少したが、10月以降、サービスや非耐久財を中心に持ち直しており、消費の増加基調は崩れていないとの見解を示した。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方を共有した。この間、一人の委員は、最近のガソリン価格の上昇が、自動車の主たる交通手段である地方の家計マインドにマイナスの影響を及ぼす可能性を指摘した。また、別のある委員は、先行き、消費が活性化していくためには、現役世代における退職後の生活不安の軽減・解消に向けて、今後、わが国の社会保障制度がどのように改革されるかが重要であるとの認識を示した。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの鉱工業生産について、委員は、

内外需要の増加を反映して、当面はしっかりと増加を続け、その後も、海外経済が成長するも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1%程度のプラスとなっている一方、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、小幅のプラスにとどまっているとの見方で一致した。こうした弱めの動きについて、委員は、携帯電話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が影響しているとの認識を共有した。この間、委員は、予想物価上昇率について、これまでの「弱含みの局面が続いている」との判断を一步進め、「横ばい圏内で推移している」と評価することが適当との認識で一致した。その理由として、何人かの委員は、企業や家計のインフレ予想がこのところ下げ止まり傾向にあるほか、市場参加者のインフレ予想も上向いてきていることを指摘した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

2018年1月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。2018年度までの期間について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどを背景に、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見方を共有した。また、委員は、輸出も、海外経済の成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。2019年度について、委員は、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、景気拡大が続くとの認識を共有した。こうした議論を経て、委員は、わが国の経済は、2018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の見方を共有した。そのうえで、委員は、2017年10月の展望レポートでの見通しと比べると、見通し期間の成長率は、概ね不変であるとの見方で一致した。

2018年度にかけての景気について、委員は、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連投資の本格化、人手不足に対応した省力化投資の増加などから、増加を続けるとの見方を共有した。個人消費についても、委員は、雇用・所得環境の改善が続くもとの見方で一致した。公共投資

については、既往の経済対策による押し上げ効果が緩やかに減衰するものの、オリンピック関連需要などもあって高めの水準を維持するとの見方で一致した。2019年度について、委員は、設備投資は、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減速するほか、個人消費も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、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の見方を共有した。この間、消費税率の引き上げが実体経済に与える影響について、委員は、2014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が、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は大きいとの認識を共有した。

委員は、実体経済から物価面への波及に関し、労働需給の着実な引き締まりに比べ、物価が弱めの動きを続けていることについて議論を行った。委員は、企業や家計において、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根強く残っていることが、企業の賃金・価格設定スタンスに影響しているとの認識を共有した。賃金の設定スタンスについて、何人かの委員は、わが国では、労使ともに賃上げよりも雇用の安定を優先する傾向が強いことが、正規雇用者の賃金の伸びが鈍い理由の一つであるとの見方を示した。複数の委員は、米欧でも、リーマン・ショック後に大量の失業が生じた経験などから、近年、労働組合の間で賃金の上昇率よりも雇用の安定を優先する意識が強まっており、こうした傾向は日本固有のものではないと指摘した。企業の価格設定スタンスについて、複数の委員は、生産性の引き上げ余地が大きいサービス業を中心に、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を価格に転嫁することを避ける動きが続いていると指摘した。この間、ある委員は、男性の就業率がいまだ低いことや、失業率が相対的に高い若年労働者の比重が過去に比べて低くなっていることを踏まえると、十分な賃金の上昇を実現し、2%の「物価安定の目標」を達成するためには、現状の失業率がさらに低下する必要があるとの見方を示した。

そのうえで、多くの委員は、物価を取り巻く環境に、いくつか前向きの変化もみられてきていることについて議論を行った。何人かの委員は、人手不足の強まりが、パートのみならず、正規雇用者の賃金上昇圧力としても作用してきており、新卒の初任給を引き上げる企業も増えてきていると指摘した。何人かの委員は、政府による3%の賃上げ要請や、これを後押しする各種施策が打ち出されたことも、賃上げに向けた前向きな雰囲気を醸成していると付け加えた。また、何人か

の委員は、最近では、賃金コストの上昇を販売価格に転嫁する動きが次第に増えてきており、それが売上や収益の増加につながっているケースも少なくないとの認識を示した。こうした変化の背景として、複数の委員は、雇用・所得環境の改善や株価上昇に伴うマインドの好転などから、消費者の値上げに対する許容度が高まってきている可能性を指摘した。このほか、複数の委員は、このところ、予想物価上昇率の指標が下げ止まりや上昇を示していることについても、こうした現実の物価の動きが影響しているとの見方を示した。こうした議論を経て、ある委員は、予想以上に時間を要した面はあるが、これまで想定していた物価上昇のメカニズムに沿った前向きの動きが、次第に現実のものとなってきていると述べた。

委員は、物価情勢の先行きについて議論を行った。大方の委員は、消費者物価の前年比は、エネルギー価格上昇の影響を除くとなお弱めの動きが続いているが、先行きについては、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。これらの委員は、2017年10月の展望レポートでの見通しと比べると、見通し期間の物価上昇率は、概ね不変であるとの見方で一致した。そのうえで、これらの委員は、消費者物価の前年比が2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高いとの認識を共有した。

さらに、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて上昇率を高めていくメカニズムについて具体的に議論した。まず、大方の委員は、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、マクロ的な需給ギャップは着実にプラス幅を拡大しているとの見方で一致した。先行きについても、大方の委員は、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2018年度にかけてプラス幅をさらに拡大し、2019年度も比較的大幅なプラスで推移するとの認識を共有した。次に、大方の委員は、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向を辿り、2%程度に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。これらの委員は、その背景として、①「適合的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップが改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化し、現実の物価上昇率も着実に伸びを高め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を指摘した。

これらの議論に対し、一人の委員は、資本・労働市場ともに供給余

力が残存しており、いずれも2%の「物価安定の目標」を達成するに足る状況はまだ遠いとの見解を示した。そのうえで、この委員は、需給ギャップや予想インフレ率が物価を押し上げる動きが十分に働いているとは言い難く、依然低水準にとどまっている中長期の予想インフレ率の動きを踏まえると、トレンドインフレ率が2%に向けて明確に上昇するとの確信を持てる状況にはないとの見解を示した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・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、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。このうち海外経済の動向について、委員は、欧州周縁国の債務格付けの引き上げや不良債権処理の進捗などを踏まえると、金融セクターを含め、欧州債務問題にかかるリスクは、一頃よりもかなり低減してきているとの認識を共有した。一方、多くの委員は、米国の経済政策運営や地政学的なイベントが、株価の調整や長期金利の変動などにつながり得るリスクには、引き続き留意が必要との見方を示した。そのうえで、委員は、経済の見通しについては、リスクは概ね上下にバランスしているとの認識で一致した。

次に、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の存在、③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、の3点を挙げた。このうち、中長期的な予想物価上昇率の動向について、委員は、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに時間がかかり、物価が弱めの推移を続ける場合には、予想物価上昇率の高まりが遅れるリスクがあるとの見方で一致した。また、委員は、差別化の難しい財・サービスの価格について、流通形態の変化や規制緩和等によって、競争環境が一段と厳しくなる場合には、物価上昇を抑制する可能性があるとの見方を共有した。この点に関し、複数の委員は、既存の大型小売店舗とオンラインショッピングとの競合激化は、先行きの物価下振れ要因として特に意識しておく必要があると付け加えた。そのうえで、委員は、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との認識を共有した。

#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策運営にあたって、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、大方の委員は、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は、このところ横ばい圏内で推移しており、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進めていくことが適切であるとの認識を共有した。多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があることを踏まえると、今後とも、現在のきわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であるとの見解を示した。また、一人の委員は、しつこいデフレインドを踏まえると、「適合的な期待形成」を通じた予想物価上昇率の引き上げにはかなりの時間を要する可能性もあることから、強力な金融緩和を粘り強く続けることで、物価に現れ始めた明るい動きを持続的に支えていくことが必要であると述べた。このほか、ある委員は、わが国では、米欧と異なりインフレ期待が2%の水準にしっかりとアンカーされていないことが、企業の慎重な価格設定スタンスにつながっていると指摘したうえで、今後とも腰を据えて、現在の金融緩和を続けていくことが重要であると述べた。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについても議論を行った。何人かの委員は、現在の金融緩和政策の効果と副作用について、金融仲介機能や金融システムに及ぼす影響も含めて、多面的な点検・評価を継続していくことが重要であると指摘した。このうちの一人の委員は、現時点では、金融システムや金融機関の金融仲介機能に支障は生じていないが、米国債のイールドカーブのフラット化や外貨調達コストの上昇などの国内外の市場環境の変化と、これが金融機関の収益や金融システムに及ぼす影響には留意が必要であるとの見方を示した。ある委員は、やや長い目でみて、銀行セクターの収益と貸出態度の間には正の相関があることを踏まえると、低金利環境が続くもとでの金融機関の貸出運営スタンスにも意識を向けていく必要があると述べた。これに対して、別の一人の委員は、金利を引き下げると銀行の貸出意欲が低下し、金融緩和効果が阻害するというリバーサル・レート議論は、資金調達手段の一部を供給側からのみとらえたものであり、企業の他の代替的資金調達手段や借入需要の増加を十分に考慮していない議論であると指摘した。また、ある委員は、今後、2%に向け

て物価が上昇していき、経済の中長期的な成長力が高まっていく過程では、金融緩和政策の効果が強まることになるため、そうした環境変化や政策の副作用も考慮しながら、先行き、望ましい政策運営のあり方について、検討していくことも必要となり得るとの見解を述べた。一人の委員は、現時点では、現在の金融市場調節方針を維持することが適切であるとしつつ、先行き、経済・物価情勢の改善が続くと見込まれる場合には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、その持続性を強化する観点も含め、金利水準の調整を検討することが必要になる可能性もあると述べた。別のある委員は、現在の金融市場調節方針を続けることで、物価上昇率が2%に向けて上昇するとの確信が持てない以上、現在の政策の枠組みのもとで、さらなる金融緩和策を講じることにより、需給ギャップや予想インフレ率への波及効果を一段と強め、「物価安定の目標」の早期達成への確度を高めるべきであるとの見解を示した。

この間、ある委員は、このところ、海外投資家を中心に、金融緩和が早期に微修正されるとの声が聞かれているが、2%の「物価安定の目標」の実現まで距離がある現状では、そうした期待が高まることは好ましくないとの見解を示した。この点に関し、多くの委員は、米欧において金融政策が正常化に向かう中、市場は、日本銀行の金融政策運営に関して、従来より敏感になっていると指摘した。そのうえで、これらの委員は、引き続き、丁寧な情報発信に努めていくことが重要であるとの認識を示した。

このほか、ある委員は、わが国がデフレを脱却し、持続的成長を実現するためには、中長期的な財政の持続可能性に配慮しつつ、政府と日本銀行が一体となって、マクロ経済政策運営を強力に推進することが重要であるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、政府債務残高対GDP比率の高さや急速な高齢化による将来の財政支出の増加を考えると、財政赤字を拡大させ続けることにはリスクがあるが、財政緊縮のスピードを調整することで、デフレ脱却に向けた財政政策と中長期的な財政の持続可能性の維持とを両立させる余地があると述べた。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と整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。この間、何人かの委員は、1月9日の超長期ゾーンの国債買入れオペの減額に関し、その時点での国債市場の需給等を踏まえて実務的に決定されたにもかかわらず、市場の一部では、これが金融緩和縮小の思惑を呼び、為替円高の一因にな

ったのとの見方があると指摘した。そのうえで、委員は、オペの金額やタイミングは、金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針に沿って実務的に決まるものであり、オペの運営が先行きの政策スタンスを示すことはないということを、海外投資家も含めて繰り返し説明していく必要があるとの認識で一致した。

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、以下の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。」

これに対し、ある委員は、消費税増税や米国の景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に物価上昇率が2%に到達し、2019年度には2%をオーバーシュートする状況を目指すべきであり、そのために10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。そのうえで、この委員は、仮に、超長期ゾーンの金利水準や国債買入れオペの減額が金融政策について意図せざるシグナル効果を持つのであれば、これを是正するためにも、一段の緩和措置は有効であると付け加えた。

長期国債以外の資産の買入れについて、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。そのうえで、ある委員は、株価や企業収益などが大きく改善していることや、今後も堅調に推移すると見込まれることを踏まえると、ETFをはじめとするリスク性資産の買入れについては、「物価安定の目標」を実現するための政策パッケージの一要素として行っていることを認識しつつ、その政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から検討すべきであると述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、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。

これに対し、一人の委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、今後、展望レポートにおける消費者物価指数の政策委員見通しの中央値について、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、何らかの追加緩和手段を講じるという新たなコミットメントを導入することが適当であると述べた。

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 昨日1月22日、平成30年度予算および平成29年度補正予算を国会に提出した。
- 平成30年度予算は、保育の受け皿拡大や地域の中核企業による設備・人材投資等の促進等の重要課題に重点化しつつ、一般歳出の水準等の「目安」を達成し、公債の発行額を安倍内閣発足以来6年連続で減額するなど、経済再生と財政健全化の両立を実現する予算となっている。平成29年度補正予算においては、生産性革命・人づくり革命、災害復旧等・防災・減災事業、総合的なTPP等関連政策大綱実現に向けた施策などの2.7兆円の歳出の追加等を行っている。経済の好循環をより確かなものとし、持続的な経済成長を実現するためにも、本予算の一刻も早い成立を目指していく。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

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、緩やかに回復している。輸出や生産、設備投資など企業部門に一層の改善がみられるとともに、家計部門においても雇用情勢が着実に改善し、個人消費が持ち直している。このように、企業部門のみならず、家計部門でも改善の動きが広がっていることを踏まえて、先週1月19日、7か月ぶりに政府の景気判断を引き上げている。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、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断には、GDPデフレーターを含め、各種物価指標を総合的にみることが重要である。

- 今後、これまでの改革の取り組みを経済財政諮問会議において十分精査し、本年夏の骨太方針において、プライマリーバランス黒字化の達成時期およびその裏付けとなる計画を示していく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、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。加えて、金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き、経済財政諮問会議等の場で十分説明いただきたい。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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、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。

#### 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、鈴木委員

反対：片岡委員

— 片岡委員は、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

## 2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解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、全員一致で決定された。

### 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、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

## 3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の採決結果を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを公表文中に記述することが必要との意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」〈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。

議長からは、こうした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、1月24日に公表することとされた。なお、片岡委員は、消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの理由から、物価の見通しに関する記述に反対した。

#### 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、鈴木委員

反対：片岡委員

#### VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年12月20、21日開催分）が全員一致で承認され、1月26日に公表することとされた。

以 上

2018年1月23日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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、以下のとおり決定した<sup>(注1)</sup>。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）<sup>(注2)</sup>

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。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

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。

2. また、日本銀行は、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」等の措置について、受付期間を1年間延長することを決定した（全員一致）。

以 上

---

(注1) 片岡委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。

(注2) 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、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

(30年3月8、9日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018年3月8日(14:00～15:34)  
3月9日(9:00～11:39)

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	( 〃 )
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	( 〃 )
	櫻井 眞	( 〃 )
	政井貴子	( 〃 )
	鈴木人司	( 〃 )
	片岡剛士	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官(8日)
	うへの賢一郎	財務副大臣(9日)
内閣府	前川 守	内閣府審議官(8日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣(9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	加藤 毅
企画局政策企画課長	奥野聡雄
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	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	田村健太郎
企画局企画役	長野哲平

## 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（1月22、23日）で決定された短期政策金利（ $-0.1\%$ ）および長期金利操作目標<sup>（注）</sup>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、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。この間、国債買入れについて、2月2日に、長期ゾーンを対象として固定利回り方式のオペ（指値オペ）を実施した。

### 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）は幾分低下し、直近では $-0.2\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、米欧の株価が下落する中、為替の円高・ドル安方向の動きや米国の通商政策を巡る不確実性が意識されたこともあって下落し、最近では、21千円台前半で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、投資家のリスク回避姿勢が幾分強まるもとで、円高・ドル安方向での推移となっている。この間、円の対ユーロ相場も、円高方向で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。

米国経済は、拡大している。輸出は、増加基調にある。個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も、企業マインドの改善などを背景にしっかりと増加している。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに前年比 $+1\%$ 台半ばで推移している。

欧州経済は、しっかりとした回復を続けている。輸出は、増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境や消費者コンフィデンスの改善などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も増加基調にある。

---

（注） 「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。」

物価面をみると、インフレ率（H I C P）は、総合ベース、コアベースともに前年比＋1％台前半で推移している。この間、英国経済は、物価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペースが鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けている。物価面をみると、インフレ率（C P I）は、前年比＋1％台半ばで推移している。N I E s・A S E A Nでは、輸出が増加基調にあるもとで、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に緩やかに回復している。インドの景気は、内需を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、賃金・物価指標が市場予想を上回り、先行きの物価上昇ペースが速まるとの見方が広がったことなどから、上昇した。こうした動きをきっかけに投資家のリスク回避姿勢が強まり、米国をはじめ各国の株価は下落した。その後も、株価は振れの大きい展開が続いているが、クレジット市場や商品市場における価格変動は小幅にとどまっているほか、新興国から資金が流出する動きもみられていない。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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。

輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは、振れを均せば増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの資本財や電子部品、中間財など幅広く持ち直している。先行きの輸出は、資本財や情報関連を中心に、緩やかな増加基調を続けるとみられる。

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。先行きについては、2016年度の大型経済対策の押し上げ効果の減衰に伴い減少はするものの、オリンピック関連工事などが下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が改善する中で、増加傾向を続けている。法人企業統計で2017年10～12月の売上高経常利益率をみると、堅調な内需や海外経済の成長にも支えられて、引き続き改善傾向にある。こうした中、10～12月のG D Pベースの実質設備投資（2次速

報値)は、前期比+1.0%と5四半期連続の増加となった。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額(民間非居住用)は、月々の振れを伴いつつも、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。有効求人倍率は着実な改善傾向を辿っているほか、失業率も2%台半ばまで低下している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、10~12月に前期比がプラスに復した後、1月の10~12月対比も小幅の増加を続けた。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加や既往の株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少していることから、弱含んで推移している。

鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある。先行きについては、内外需要の増加を反映して、当面はしっかりとした増加を続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価(夏季電力料金調整後)を3か月前比でみると、国際商品市況の動きを反映して、上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、1%程度となっているが、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、0%台半ばのプラスにとどまっている。先行きについて、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、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。

予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。長期金利から中長期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

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、設備投資向けや企業買収関連などの資金需要が増加している。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%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で1割程度の高い伸びを続けている。マネーストックの前年比は、3%台半ばの伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、2月入り後、米国長期金利の上昇を契機に投資家のリスク回避姿勢が強まり、各国の株価が調整する場面もみられたが、これまでのところ、他の金融市場や実体経済への影響は限定的であるとの認識を共有した。何人かの委員は、この時期、一部投資家のショートボラティリティ戦略の巻き戻しなどが重なったことも、株式市場が急速に不安定化する一因になったとの見方を示した。このうちの一人の委員は、わが国の金融機関が外債投資を増やしてきたことを踏まえると、国際金融市場の変動が金融機関の財務状況に与える影響も、しっかりと把握していくことが重要であると述べた。国際金融市場の先行きについて、委員は、米国の経済政策運営などを巡る不透明感は払拭されておらず、これが国際資本フローやわが国の経済・物価に及ぼす影響については、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。ある委員は、グローバルにリスク回避姿勢が強まり、円高・株安傾向が長引くようなことがあれば、わが国の輸出が減少したり、設備投資や消費が抑制されたりする可能性があるとの付け加えた。

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。委員は、世界的に活発な貿易活動が継続する中、先進国は着実な改善を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。ある委員は、先進国における製造業の改善については、景気循環的な要因に加え、IoTやAI、自動運転といった技術革新に伴い新たな需要が発掘されていることも寄与していると指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、着実な成長を続けるとの認識で一致した。多くの委員は、世界的に製造業の生産・貿易活動が堅調に推移し、先進国・新興国がバランスよく成長することが見込まれるとの見方を示した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、実質GDP成長率が高めの伸びを続け、労働市場でも雇用の増加基調が続くなど、拡大しているとの認識で一致した。米国経済の先行きについて、委員は、拡大を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、労働需給の引き締まりに伴い賃金上昇ペースが加速しており、これが一層の消費拡大につながることを期待されると述べた。複数の委員は、法人税減税やインフラ投資の拡大は米国経済を押し上げる方向で作用すると考えられるが、そのインパクトやタイミングは必ずしも明確ではなく、今後とも、よくみていく必要があると指摘した。

欧州経済について、委員は、内外需とも増加基調にあり、しっかりと回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、底堅い個人消費が一貫して成長を支えていると指摘した。別のある委員は、製造業PMIが高めの水準を維持し、サービス業のPMIも足もと上昇するなど、企業の業況感は幅広く改善していると付け加えた。欧州経済の先行きについて、委員は、回復を続けるとの見方で一致した。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。その背景として、ある委員は、輸出が基調として増加していることに加え、経済の変動に対して当局が機動的に対応していることを指摘した。別の一人の委員は、小型車に対する減税措置終了の影響が心配されたが、これまでのところ、自動車販売に大きな落ち込みはみられないと付け加えた。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから、内需も底堅く推移しているとの見方で一致した。ロシアやブラジルなどの資源国経済について、委員は、インフレ率の落ち着きや金融緩和の効果などを背景に、緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。このうち中国経済について、委員は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

海外経済を巡るリスク要因として、委員は、引き続き、米国の経済政策運営や英国のEU離脱交渉の展開、地政学的リスクなどが挙げられるとの認識を共有した。多くの委員は、米国の政策運営については、財政・金融政策に加え、通商政策を巡る不透明感も高まっているとの見方を示した。この点に関し、複数の委員は、仮に米国が保護主義的な動きを更に強めた場合、これに反発する他国から米国への輸入が滞る恐れがあると指摘した。また、ある委員は、行き過ぎた保護主義は、

これまでに築かれたグローバルなサプライチェーンを毀損し、せつかく回復してきた世界貿易の縮小をもたらすリスクがあると付け加えた。この間、一人の委員は、北朝鮮を巡る情勢も、引き続き地政学的リスクとして認識しており、今後とも十分注意してみていく必要があると述べた。

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、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で推移する中、増加傾向を続けてい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、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの見方を共有した。何人かの委員は、2017年10～12月の実質GDP成長率が前期比年率+1.6%と潜在成長率を上回り、かつ8四半期連続のプラスとなったことは、わが国経済の着実な改善を裏付けていると指摘した。ある委員は、2000年代半ばの戦後最長の景気回復局面は外需に依存した自律性に乏しいものであったが、現在の景気回復は、地域、業種、企業規模のいずれでも拡がりがあり、バブル崩壊以降、最もバランスの取れた成長を実現していると述べた。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既往の経済対策による下支えなどを背景に、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。

輸出について、委員は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。複数の委員は、わが国のGDPベースでみた輸出は6四半期連続で増加しており、機械受注統計をみても、このところ海外向けが堅調に推移していると指摘した。先行きの輸出について、委員は、世界経済が着実な成長を続けるもとの、当面、緩やかな増加基調を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

公共投資について、委員は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移しているとの見解で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善する中で、増加傾向を続けているとの認識で一致した。複数の委員は、合理化・省力化投資の進展に加え、最近では、部材等の供給制約が意識される中、

設備更新の機会などを捉え、能力増強投資に取り組む企業も増加していると指摘した。先行きの設備投資について、委員は、緩和的な金融環境や成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。ある委員は、各種先行指標をみても、オリンピック関連投資や人手不足に対応した省力化投資を含め、設備投資は、当面、しっかりとした増加を続ける可能性が高いとの見解を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。何人かの委員は、1月の完全失業率が前月の2.7%から2.4%に大きく低下したことについて、労働市場の一段のタイト化を示すものではあるが、一時的な特殊要因が影響している可能性もあるため、予断を持たずに今後の動向をみていく必要があると指摘した。ある委員は、かつて日本の構造失業率は3.5%程度と言われていたが、現実の失業率はこれを大きく下回っているほか、新卒の採用率や女性就業率も大幅に高まるなど、最近の雇用環境の改善は著しいとの認識を示した。これに対して、一人の委員は、1990年代前半と比較すると、人口動態の変化等を勘案しても現在の就業率はなお低めであり、労働市場には、依然として供給余力が残存しているとの見解を述べた。何人かの委員は、労働市場の逼迫度は業種や職種によって異なっていると指摘した。これらの委員は、AIの活用を含め、労働の資本代替が進みやすい分野では有効求人倍率が低めである一方、女性の新規参入や資本代替が難しい運輸や、価格・報酬規制が強く、賃金が上がりにくい介護や保育などでは人手不足が深刻化していると述べた。この間、一人の委員は、長期にわたる需要不足とデフレのもとで定着した企業の非効率なビジネス・プロセスや投資抑制姿勢といったヒステリシス（履歴効果）が、最近の人手不足を契機に薄れてきていると指摘した。先行きの雇用者所得について、委員は、労働需給の着実な引き締まりが続き、企業収益も改善するもとで、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。そのうえで、多くの委員は、当面、春闘によって賃上げ率がどの程度高まるかに注目していると述べた。ある委員は、労使の前向きな取り組みが、先行き、実質ベースの賃金を前年比プラスに押し上げていくかどうかの一つの重要なポイントになると指摘した。

個人消費について、委員は、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。ある委員は、株価の下落や大雪などの悪天候、生鮮食品価格の上昇といったマイナス要因が少なくないにも関わらず、このところ、個人消費はしっかりとしているとの見方を示した。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加や既往の

株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方で一致した。ある委員は、昨夏以降の消費の回復力が弱い点が気がかりとしたうえで、先行き、輸出増加の好影響が、賃金上昇を通じて家計部門にどの程度波及していくか注視していると述べた。また、別の複数の委員は、春闘の結果や最近の株価下落が家計マインドに及ぼす影響についても、丁寧にみていく必要があると指摘した。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少していることなどを背景に、弱含んで推移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、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を反映して、当面は、しっかりとした増加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1%程度のプラスとなっている一方、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%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。大方の委員は、わが国の景気が緩やかに拡大するもとの、労働需給が着実に引き締まっていることと比べれば、物価は弱めの動きとなっているとの認識を共有した。そのうえで、複数の委員は、このところ、エネルギー価格のプラス寄与が縮小しつつある一方で、賃金コストや原材料価格の上昇が、外食や食料工業品などの価格押し上げにつながっていると指摘した。ある委員は、新年度入りを控え、様々な商品やサービスの値上げが報じられるなど、企業の価格設定スタンスにも徐々に変化がみられ始めているとの認識を示した。

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。複数の委員は、賃金上昇によるサービス価格の押し上げや、資源価格上昇に伴う財の企業間取引価格の上昇が、先行きの消費者物価に波及していく可能性があるとして述べた。このうちの一人の委員は、春闘後の賃金動向が、各企業の価格設定スタンスや値上げに対する消費者の許容度をどの程度改善させていくかが重要なポイントになるとの見解を示した。これらに対し、ある委員は、需給ギャップのプラス幅が拡大するもとの、物価にも上昇圧力がかかって

いるが、その勢いは依然として2%の「物価安定の目標」を早期に達成するに足るほど力強いものではないとの認識を示した。

委員は、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。ある委員は、短期的なインフレ予想については、最近、上昇傾向を示す指標が多くみられており、中長期的なインフレ予想も、一頃の弱含み局面を脱し、横ばい圏内の動きを維持していると指摘した。多くの委員は、このところ現実の物価上昇率が少しずつ高まってきたほか、今後とも、マクロ的な需給ギャップの改善などから物価の上昇が見込まれるため、先行き、「適合的な期待形成」を通じて、人々の予想物価上昇率は高まっていくとの見方を示した。こうした中、ある委員は、1月以降、予想物価上昇率に関する指標は総じて弱めの動きにとどまっており、現時点では、「適合的な期待形成」を通じて予想物価上昇率が上昇するメカニズムが十分に働くとの確信は持てないと述べた。

## 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、「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、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

## III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策運営にあたって、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、大方の委員は、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は、このところ横ばい圏内で推移しており、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進めていくことが適切であるとの認識を共有した。多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があることを踏まえると、今

後とも、現在のきわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であるとの見解を示した。また、一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策を継続することで、需要の活性化が供給面の変革を促す経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。別のある委員は、経済の供給面の強化に向けた動きは、自然利子率の上昇を通じて現在の金融緩和政策の効果を強める方向に作用していくことも期待されると付け加えた。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。何人かの委員は、現在の金融緩和政策の効果と副作用について、金融仲介機能や金融システムに及ぼす影響も含めて、多面的な点検・評価を継続していくことが重要であると指摘した。一人の委員は、現状、わが国の金融機関は充実した資本基盤を有しており、現時点で金融仲介機能に支障は生じていないが、金融機関の収益動向がその経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、この先、低金利環境が更に長期化すれば、先行き金融仲介が停滞していくリスクがあるとの見方を示した。ある委員は、今後、2%に向けて物価が上昇し、潜在成長率が高まるもとでは、金融緩和政策の効果が強まることになるため、そうした環境変化や政策の副作用も考慮しながら、適切な政策運営のあり方について検討していくことが必要であるとの見解を示した。一人の委員は、最近では大手銀行の新規貸出の多くが短期金利連動型となっていることなどから、長期の実質金利の低下が経済・物価へ及ぼす影響は小さくなってきている可能性があるとしたうえで、こうした変化も踏まえつつ、望ましいイールドカーブの形状について検証を進めていくことが重要であると指摘した。別のある委員は、望ましいイールドカーブの形状を判断するにあたっては、経済・物価のみならず、金融情勢もしっかりと考慮する必要があるが、オーバーバンキングという構造的な問題を踏まえれば、金融政策面の調整だけで金融仲介機能や金融システムを安定化させることは難しいとの認識を示した。この間、一人の委員は、わが国経済はデフレではない状況を維持する状態に到達したが、その過程で生じた好循環の勢いを、追加緩和策を講じることによって更に強め、デフレから完全に決別することが重要であると述べた。

委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方についても議論を行った。何人かの委員は、最近の為替市場や株式市場における不安定な動きについては、国際金融市場の変動に加え、わが国でも経済・物価情勢の改善が続く中、今後の金融政策運営の方向性を巡り、市場参加者の関心が高まっていることも影響しているとの見方を示した。何

人かの委員は、市場に誤解が生じないように、日本銀行としては、「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があることを踏まえ、引き続き、現在の強力な金融緩和を粘り強く進める方針にあり、いわゆる「出口」のタイミングやその際の対応を検討する局面には至っていないと考えていることを、丁寧に説明していくことが重要であると指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、将来的には、金融緩和の度合いを次第に縮小していくという意味での「正常化」を検討していくことになるが、それがなお金融緩和の領域にあり、需給ギャップの縮小を狙った「金融引き締め」とは異なることを、市場参加者にきちんと理解されるよう説明していくことも必要であると述べた。別のある委員は、企業の価格設定スタンスの強まりがネガティブに捉えられることのないよう、デフレ脱却の意義について人々の理解を得つつ、「物価安定の目標」の実現を図っていくことが重要であるとの認識を示した。

この間、一人の委員は、追加的な金融緩和の余地が大きい中、デフレ脱却を確実にするためには、財政政策の協力が必要になるとの見解を示した。そのうえで、この委員は、プライマリー・バランスの黒字化については、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、適切な定量的目標を定めて、柔軟に運営していくことが望ましいと述べた。

このほか、ある委員は、「量的・質的金融緩和」の経済への効果が小さいとみていた人の中には、強力な金融緩和のもとで経済が大きく改善したことを受けて、将来必ず経済は悪化すると強調することで自己の主張と現実とのバランスを取ろうとする向きもみられると指摘した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と整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。ある委員は、米欧において物価上昇率が高まり、金利上昇圧力が強まるもとでも、わが国のイールドカーブは低位で安定して推移していると指摘した。

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、以下の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。」

これに対し、ある委員は、消費税増税や米国の景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018 年度中には物価上昇率が 2 % に到達し、できるだけ早く 2 % をオーバーシュートする状況を目指すべきであり、そのために 10 年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、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こと、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こと、が適当であるとの認識を共有した。そのうえで、ある委員は、E T F などリスク性資産の買入れについては、「物価安定の目標」を実現するための政策パッケージの一要素として行っていることを認識しつつ、その政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から検討を続けるべきであると述べた。

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、「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。

これに対し、一人の委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、今後、展望レポートにおける消費者物価指数の政策委員見通しの中央値について、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、何らかの追加緩和手段を講じるという新たなコミットメントを導入することが適当であると述べた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今回が任期中最後の金融政策決定会合となる総裁および両副総裁におかれては、2013 年の就任以来、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向けて尽力してこられた。在任期間中のこうし

たご努力に対し、改めて敬意を表したい。

- 平成 30 年度予算は、2 月 28 日に衆議院で可決され、現在、参議院でご審議頂いている。政府としては、本予算の早期成立こそが最大の経済対策であると考えている。経済の好循環をより確かなものとし、持続的な経済成長を実現するべく、予算および関連法案の一刻も早い成立に向け、引き続き、取り組んでいく。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

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、緩やかに回復している。2017 年 10～12 月期 GDP 2 次速報では、実質成長率は前期比 +0.4%、年率換算で +1.6% と 8 四半期連続のプラスとなった。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、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断には、GDP デフレーターを含め、各種物価指標を総合的にみることが重要である。
- 政府としては、「生産性革命」と「人づくり革命」を車の両輪として、新しい経済政策パッケージを着実に実施する。働き方改革関連法案については、裁量労働制の改正部分を全面削除するが、その他の部分については今国会での成立を目指す。専門的・技術的な外国人受入れの制度の在り方については、具体的に検討を進め、方向性を示していく。また、TPP11 協定と関連国内法案を今国会に提出するべく準備を進める。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、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。
- 総裁および両副総裁におかれては、「物価安定の目標」の実現に向け、この 5 年間、大胆な金融緩和に取り組んで頂いた。改めて深く敬意を表したい。

## V. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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、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。

### 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、鈴木委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

## 2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解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、全員一致で決定された。

## 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、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

## VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、①消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの意見、および、②オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを公表文中に記述することが必要との意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜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. 議事要旨の承認

議事要旨（2018年1月22、23日開催分）が全員一致で承認され、3月14日に公表することとされた。

以 上

2018年3月9日

日本銀行

### 当面の金融政策運営について

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、以下のとおり決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）<sup>(注1)</sup>

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。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

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。

2. 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、総じてみれば着実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改善するなかで、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は弱含んで推移している。この間、公共投資は高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。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）の前年比は、1%程度となっ

ている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

3. 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。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどを背景に、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、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の着実な成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。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<sup>(注2)</sup>。
4. リスク要因としては、米国の経済政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、地政学的リスクなどが挙げられる。
5. 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。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<sup>(注3)</sup>。

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、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

(注2) 片岡委員は、消費者物価の前年比は、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとして反対した。

(注3) 片岡委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK月次調査(債券)」
- (図表 18) 国土交通省「地価公示」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 20) ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) 日本銀行、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券
- (図表 23) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 24) 日本相互証券
- (図表 25) ブルームバーグ社
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 東京証券取引所
- (図表 29) 日本銀行
- (図表 30) 国際決済銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 32) 日本銀行「短期社債等平均発行レート」、証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債等平均発行レート」
- (図表 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 35) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 36) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 37) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 38) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 39) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 42) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」