

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 30 年 10 月 30、31 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018 年 10 月 30 日(14:00～15:10)
10 月 31 日(9:00～12:01)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	茶谷 栄治	大臣官房総括審議官 (30 日)
	うへの 賢一郎	財務副大臣 (31 日)
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官 (30 日)
	田中 良生	内閣府副大臣 (31 日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
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	山城吉道
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	東 将人

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18、19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^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、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 $-0.07\sim-0.04\%$ 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、短期の円転コスト低下を受けた海外投資家による短国需要の高まりを背景に、 -0.3% 程度まで低下している。

株価（日経平均株価）は、円安や好調な企業決算期待など背景に、10月上旬にかけて24,000円台まで上昇したが、米国株価の下落や米中間の通商問題を巡る不透明感などから下落に転じ、最近では、22,000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、日米金利差の拡大等を背景に、10月上旬にかけて円安方向の動きとなった後、世界的な株価下落を受けて円高に転じたが、期間を通してみれば横ばい圏内の動きとなっている。この間、円の対ユーロ相場は、イタリアの政治情勢を巡る不透明感などが意識され、円高・ユーロ安方向で推移した。

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。先行きについても、総じてみれば着実な成長を続けるとみられる。

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・所得環境や消費者マインドなどに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も、企業収益や業況感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、総合ベースのインフレ率（P C

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

Eデフレーター)は前年比+2%台前半、コアベースは同+2%程度で推移している。先行きの米国経済は、拡張的な財政政策に支えられ、拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、幾分減速しつつも回復を続けている。輸出は、増勢が鈍化している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインド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。物価面をみると、総合ベースのインフレ率(HICP)は前年比+2%程度、コアベースは同+1%程度で推移している。先行きの欧州経済は、回復を続けるとみられる。この間、英国経済は、インフレ率の落ち着きなどから、緩やかな回復傾向にある。

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(CPI)は、前年比+2%台前半で推移している。先行きの中国経済は、米国による対中関税率引き上げの影響を相応に受けるものの、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みられる。NIEs・ASEANでは、輸出が増加基調にあるもとの、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、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、堅調な経済指標を受けた米国長期金利の上昇などをきっかけに、割高感が意識されていた米国株を始め、多くの国の株価が下落した。この間、脆弱性が高い一部の新興国通貨については、トルコやアルゼンチンにおける政策対応などを背景に、買い戻しの動きがみられた。商品市場では、原油価格が、中東における地政学的リスクが意識されて上昇した後、米国株価の下落などから反落し、期間を通してみれば横ばい圏内で推移した。

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の、緩やかに拡大している。先行きについても、緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けていることを背景に、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、当面、緩やかな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、オリンピック関連工事や補正予算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、企業収益が改善基調を辿り、業況感も良好な水準を維持するもとで、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、成長期待の緩やかな改善などを背景に、当面、増加を続けていくとみられる。その後は、資本ストックの調整圧力が高まっていくことから、設備投資の増加ペースは徐々に鈍化していくと見込まれる。

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、雇用者所得もこのところ伸びを高めている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準で上昇しているほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

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（実質・旅行収支調整済）をみると、4～6月に前期比で増加した後、7～8月の4～6月対比も増加した。先行きの個人消費は、当面は、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。その後も、消費税率引き上げに伴い一時的に減少に転じるものの、基調としては、緩やかな増加傾向を続けるとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している。新設住宅着工戸数の内訳をみると、持家、分譲、貸家ともに、このところ概ね横ばい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、当面は増加を続ける可能性が高く、その後も、海外経済が総じてみれば着実に成長するもとで、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、上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%程度となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台半ばとなっ

ている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（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、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6%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、3%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、米中間の通商問題を巡る不透明感などが意識される中で、10月上旬の米国株価の大幅下落をきっかけに投資家のリスク回避姿勢が強まり、株価を中心に振れの大きな展開が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、米中通商問題の長期化に加え、新興国からの資本流出リスクや英国のEU離脱交渉の難航、サウジアラビアを巡る地政学的リスクの強まりなども、株式市場におけるリスクセンチメントの悪化に繋がっていると指摘した。もともと、何人かの委員は、株価は大きく変動しているものの、内外ともに経済のファンダメンタルズは良好であるほか、現時点で、株式以外の市場が概ね安定して推移していることは安心材料であると述べた。このうちの一人の委員は、米国の株価下落は、一部のIT関連企業に対する過大な期待が調整された面があるほか、株価の下落が為替市場に波及していないことからみても、市場が、先行き、米国経済は堅調

を維持するとみていることを示している」と付け加えた。新興国を巡る市場の動向について、何人かの委員は、このところ、トルコやアルゼンチンの通貨下落の動きは小康状態にあるものの、米国等において金融政策の正常化が進む中で、経済に脆弱性を抱えるこうした国以外にも、資本流出の動きが波及することがないかどうか、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、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、最近では、国・地域間の成長のばらつきが拡大しているものの、米国を牽引役として、景気の前向きなサイクルは維持されているとの見方を示した。何人かの委員は、グローバル製造業PMIが50を上回る水準ながらも低下傾向を辿るなど、景況感の改善ペースが鈍化していることには留意が必要であると述べた。このうちの一人の委員は、貿易摩擦や米国の金利上昇を背景に、海外経済は踊り場の状態になりつつあるとの見方を示した。海外経済の先行きについて、委員は、総じてみれば着実な成長を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、IMFの世界経済見通しは幾分下振れたものの、当面、3%台後半の高めの成長率が続くと見込まれているほか、世界貿易量も前年比4%程度の伸びが予想されていると指摘した。そのうえで、これらの委員は、先行きの不確実性は幾分高まっているものの、現時点では、世界経済は拡大基調を続けるというシナリオは維持されているとの認識を示した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、拡大しているとの認識で一致した。何人かの委員は、7～9月の実質GDP成長率が前期比年率3%台半ばとなる中、9月の非製造業のISM指数が約20年振りの高水準となるなど、しっかりとした成長を続けていると述べた。そのうえで、複数の委員は、金利上昇の影響などから、このところ住宅市場が幾分弱含んでいることには留意が必要であると指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、拡張的な財政政策にも支えられ、拡大を続けるとの見方を共有した。ある委員は、財務制限条項を緩めたコベナンツライト・ローンの増加やサブプライム自動車ローンの延滞率上昇などがみられており、今後の金融面の動向を注視していると述べた。この点に関連して、別のある委員は、循環要因を調整した株価収益率はリーマンショック時を上回っているが、それだけで市場の過熱感を判断することはできないほか、家計や企業の債務残高は、リーマンショック時ほど極端に積み上がっていないことから、現時点で、金融面の大きな歪みは生じていないとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、幾分減速しつつも回復を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、足もとのPMIや輸出に減速感がみられるものの、設備投資や個人消費は増加基調を続けているとの見方を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、回復を続けるとの認識で一致した。何人かの委員は、英国のEU離脱交渉やイタリアの財政問題を巡る不透明感の高まりが、金融市場の変調や経済の下押しに繋がるおそれもあるため、この先、欧州経済の回復基調が維持されるかどうか、注意深くみていく必要があると述べた。

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。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインドが改善しており、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。資源国経済について、委員は、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、多くの委員は、今後、米国による対中関税引き上げの影響を相応に受けると考えられるものの、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。そのうえで、複数の委員は、先進国に比べて、新興国の方が、経済全体に占める貿易や海外からの投資に対する依存度が高いことから、通商問題や金利上昇が新興国経済に及ぼす影響を特に注意してみていく必要があると述べた。

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。何人かの委員は、9月短観で、企業の設備投資スタンスの強さが改めて確認されるなど、内需の増加が続いていると指摘した。何人かの委員は、わが国の実質GDPは、4～6月に前期比年率+3.0%と高い伸びとなった後、7～9月は自然災害の影響などから一時的に減速すると予想されるが、その後は、挽回生産や復興・復旧に向けた財政支

出も見込まれるため、増勢を取り戻すとの見方を示した。

輸出の現状について、委員は、自然災害による一時的な減産や物流被害の影響がみられるものの、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けていることを背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの輸出についても、委員は、海外経済の成長が続くもとで、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。ある委員は、官民挙げての取り組みが奏功して関西国際空港が当初予想よりも早く復旧したことで、関西のインバウンド需要の早期回復が見込まれると述べた。この間、複数の委員は、最近、工作機械などの中国向け受注が鈍化していることから、米中間の貿易摩擦問題がわが国の輸出に影響を及ぼしている可能性を指摘する声もあると述べた。多くの委員は、この問題がわが国の輸出に及ぼす影響は、現時点では限定的とみられるものの、米中間の交渉に進展の兆しが見えない中、輸出を巡る不透明感は一頃よりも高まっており、先行きの動向を十分注視していく必要があるとの認識を共有した。

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。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連工事や今夏の自然災害を受けた復旧工事などが下支えとなり、高めの水準を維持するとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善基調を辿り、業況感も良好な水準を維持するもとで、増加傾向を続けているとの認識で一致した。何人かの委員は、9月短観における今年度の設備投資計画は、大企業を中心に、この時期の平均的な伸び率をはっきり上回っているほか、その後のヒアリング情報からも、企業の堅調な設備投資スタンスが窺われると指摘した。先行きの設備投資について、委員は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の緩やかな改善などを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。

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、雇用者所得もこのところ伸びを高めているとの認識を共有した。一人の委員は、失業率が2%台半ばの低水準で推移する中、有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高水準を維持しており、特に正社員については、統計開始以来の最高水準にあるなど、労働市場は引き続きタイト化していると指摘した。

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。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、消費活動指数が春先から夏場にかけて増加を続けるなど、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は堅調に推移していると指摘した。別のある委員は、賃金統計がサンプル入れ替えの影響から過大に推計されている可能性を考慮しても、賃金と雇用を掛け合わせた雇用者所得は着実に増加していると指摘したうえで、こうした所得の改善が消費の増加を下支えしていると述べた。一方、ある委員は、設備投資の拡大など前向きな動きを見せている企業部門に比べ、家計における現預金重視の姿勢や節約志向には大きな変化がなく、個人消費が活性化するまでには時間がかかる可能性があるとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数について、委員は、持家、分譲、貸家ともに、概ね横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。

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。複数の委員は、今夏の自然災害により、7～9月の鉱工業生産指数は4～6月に比べて減少したが、被災地の生産設備や物流インフラは概ね復旧しており、その影響は一時的にとどまるとの見方を示した。先行きについても、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可能性が高く、その後も、海外経済が総じてみれば着実に成長するもとの、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1%程度となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、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。そのうえで、委員は、最近の基調的な動きを踏まえると、わが国の物価は、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べ、なお弱めの動きを続けているとの認識を共有した。この間、予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。大方の委員は、短期的な予想物価上昇率は一頃に比べると上昇しているものの、景気の拡大等に比べて現実の物価が弱めの動きを続けていることなどから、中長期的な予想物価上昇率は上がりにくい状況が続いているとの認識を共有した。

2. 経済・物価情勢の展望

2018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年度について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出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、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、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、基調として緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、2018年度は、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。2019年度と2020年度について、委員は、内需の減速を背景に成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くとの認識を共有した。そのうえで、委員は、2018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。

続いて、委員は、わが国の物価情勢について議論を行った。まず、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて物価が弱めの動きを続けている背景について、委員は、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、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の影響が大きいとの認識を共有した。こうした要因に加えて、委員は、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重な価格設定スタンスを維持することを可能にしているとの見解で一致した。一人の委員は、最近の物価上昇の遅れについては、長期的な需要停滞が供給力の低下をもたらすという、いわゆる履歴効果（ヒステリシス）に基づくデフレマインドや、ここ数年の生産性向上等の物価下押し要因が複合的に作用しており、需要不足という単純な要因によるものでないことは明らかであると述べた。

次に、委員は、先行きの物価動向について議論を行った。大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、2018年7月の展望レポートでの物価見通しと比べると、2018年度を中心に幾分下振れているとの見方で一致した。

さらに、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムを、一般物価の動向を規定する主要な要因に基

づいて整理した。まず、マクロ的な需給ギャップについて、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、プラス幅を拡大しているとの認識で一致した。一人の委員は、消費者物価の前年比上昇率が、4～6月をボトムに徐々に持ち直しているほか、短観の販売価格判断D Iがプラス圏で定着しているなど、プラスの需給ギャップを起点とする物価上昇のメカニズムは、足もとしっかりと作動していると付け加えた。また、先行きの需給ギャップについて、大方の委員は、2018年度はプラス幅の緩やかな拡大が続き、2019年度以降についても、プラス幅の拡大は一服するものの、比較的大幅なプラスで推移するとの見方を共有した。次に、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、先行き上昇傾向を辿り、2%に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。その背景として、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、需給ギャップの改善などに伴う現実の物価上昇率の高まりが、予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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が、予想物価上昇率を押し上げる力になると考えられることを指摘した。そのうえで、何人かの委員は、予想物価上昇率の高まりにはなお時間がかかると見込まれるものの、物価が2%に向けて徐々に上昇していくという方向感に変わりはないとの認識を示した。このうちの一人の委員は、人々の物価観の変化については不確実性が高いため、物価の上昇テンポは緩やかなものになると考えておくべきと述べた。この間、別の一人の委員は、需給ギャップの拡大が物価を押し上げにくくなっている可能性があることや、予想物価上昇率が弱めの動きを続けていることなどを踏まえると、現時点では、この先、2%に向けて物価上昇率が伸びを高めていくとは判断できないと述べた。

このほか、日本経済の成長力と物価動向の長期的な関係について、委員は、最近の女性や高齢者の労働参加の高まりや、生産性向上に向けた企業の取り組みは、短期的には、賃金や物価の上昇圧力を弱める方向に作用するが、より長い目でみれば、経済の成長力を強化し、賃金や物価の上昇圧力を高める可能性があるとの見方で一致した。

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、経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点を挙げた。委員は、米国等の保護主義的な動きを中心に、

このところ、海外経済を巡る下振れリスクは大きくなってきているとの認識を共有した。何人かの委員は、米中間の通商問題の影響については、近年、複雑なグローバル・サプライチェーンが構築され、各国経済の相互依存関係が一段と強まっていることを踏まえたうえで分析する必要があると述べた。また、何人かの委員は、現時点で、この問題がわが国経済に及ぼす影響は限定的であるものの、この先、貿易活動に対する直接的なインパクトのみならず、国際金融市場の動揺や企業マインドの悪化という間接的な経路を通じた影響が生じる可能性にも注意が必要であると指摘した。ある委員は、日本の株価の動きについて、内需型企業よりも外需型企業の株価下落の方が大きいと指摘したうえで、市場は、日本企業にも貿易摩擦問題がある程度影響しうるとみているのではないかと述べた。一方で、複数の委員は、NAFTAの再交渉が合意に達するなど、不確実性の低下に繋がる動きも一部にみられると指摘した。また、一人の委員は、米中を含め、各国間で問題解決に向けた対話が続いていることから、この問題について、極端な悲観論に傾斜しないように留意すべきであると述べた。このほか、多くの委員は、金融政策の正常化を含む、米国のマクロ政策運営が国際金融市場や新興国経済に及ぼす影響、英国のEU離脱交渉の展開や、中東等を巡る地政学的リスクなども、海外経済を巡るリスク要因として挙げられると述べた。そのうえで、委員は、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、③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、先行き上昇傾向を辿るとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、適格的な期待形成を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがあるとの見方で一致した。一人の委員は、需給ギャップが拡大するもとの現実の物価が上昇し、適格的期待形成を通じて予想物価上昇率も上がるのがメインシナリオではあるが、その前提となる海外経済について下振れリスクが高まっていることは気がかりであると述べた。この間、別のある委員は、プラスの需給ギャップのもとで物価の上昇が遅れているが、これは、企業の生産性向上の取り組みが物価上昇を抑制するなど、以前に比べて物価変動メカニズムが複雑化しており、先行きの不確実性も高まっていることが影響しているとの見解を示した。こうした議論を経て、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関する認識を踏まえ、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、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや、値上げに対する家計の慎重な見方が根強い点は注意深く点検していく必要があるが、2%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プラスの状態が続くもとで、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、徐々に高まると考えられることを挙げた。

委員は、7月の金融政策決定会合で決定した「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」について議論を行った。ある委員は、民間エコノミストへのアンケート調査によれば、政策金利のフォワードガイダンスの導入以降、「日本銀行が早期に利上げする」との見方が大きく減少していると述べ、こうした結果は、強力な金融緩和を粘り強く続けていくという日本銀行の政策スタンスに対する理解が進んでいることを示しているとの見解を述べた。何人かの委員は、国債市場の流動性や機能度を示す指標が、ある程度改善していることを踏まえると、7月に決定した金融市場調節や資産買入れの弾力的な運営は、概ね狙いに沿った効果を発揮していると指摘した。このうちの一人の委員は、7月の決定以降、国債金利は経済・物価情勢等に応じて多少変動するようになっているが、これは、強力な金融緩和効果がしっかり確保されていると評価しうる範囲内の動きであるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、長期金利が多少なりとも変動しうるとしたことで政策の持続性が担保された結果、そうした対応をせずに単に金利水準を維持する約束だけをした場合に比べて、フォワードガイダンスに対する信頼性は高まったとの見解を述べた。

続いて、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。大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続けていくこ

とが適切であるとの認識を共有した。一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を継続し、経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。別の一人の委員は、景気拡大や労働需給の引き締まりに比べると、基調としての物価は引き続き弱めの動きとなっていることから、きわめて緩和的な金融環境を息長く続けていく必要があるとの認識を示した。また、ある委員は、金融システム面の副作用について慎重に点検しつつ、現行の金融緩和を続けることで、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態をできるだけ長く維持し、物価上昇を粘り強く待つことが肝要であると指摘した。別のある委員は、過去に金利を引き上げた後に景気が悪化し、かえって長期金利が低下した局面があることを指摘したうえで、現在は、強力な金融緩和を粘り強く続けることが重要であり、こうした考え方は、金融機関にも理解されるようになってきていると述べた。この間、一人の委員は、名目長期金利を長期にわたって「ゼロ%程度」に誘導した場合、長期的な実質金利の動向等によっては、金融緩和が予想物価上昇率に与える影響がかえって低減する可能性がないか、注意する必要があると述べた。そのうえで、この委員は、政策の枠組みとしては緩和方向を維持しつつ、金利変動幅や金利操作目標年限等について、柔軟に検討していくことが重要であると指摘した。一方、ある委員は、2%に向けて物価に加速感がみられない現状を重く受け止める必要があり、こうした中であって、市場の一部で言われているような更なる長期金利変動幅の柔軟化を行えば、2%の実現に対する日本銀行のコミットメントを揺るがしかねないとの認識を示した。また、ある委員は、適合的な期待形成を通じた物価上昇経路が本格的に機能し始めるには、想定以上の時間を要するため、物価目標の早期達成に向けては、予想インフレ率に直接的に働きかけることが特に重要であるとの見解を示した。そのうえで、この委員は、金融緩和の強化とともに、政府との政策連携ももう一段強化する必要があるのではないかと述べた。

次に、委員は、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、長期的な視点からみた金融面の不均衡などについて議論を行った。委員は、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との見方を共有した。一方で、委員は、低金利環境や金融機関間の激しい競争環境が続くもとで、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との認識で一致した。そのうえで、委員は、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、これらのリスクは大きくないと判断さ

れるが、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ことも踏まえ、先行きの動向を注視していく必要があるとの認識を共有した。こうした点に関し、一人の委員は、地域金融機関では、経費控除後の貸出利鞘が過去の平均信用コストを下回る中で、ミドルリスク企業向けの貸出等を増やしており、将来、仮に景気後退局面となって信用コストが顕在化した場合には、加速度的に収益悪化が進む可能性には留意が必要であると指摘した。また、複数の委員は、金融機関の収益悪化については、低金利環境だけでなく、人口や企業数の減少、それに伴う競争環境の激化など、構造的な要因も強く影響していることから、金融仲介の機能度についても、この点を踏まえ、より多面的に点検していくことが重要との認識を示した。ある委員は、金融システムに関するリスクを点検する際には、不動産市場における不動産投資信託（REIT）の拡がりなど、モデルでは必ずしも描写しきれない構造変化を含め、様々な要因に目配りする必要があると付け加えた。この間、一人の委員は、金融仲介機能の低下や金融面の不均衡の蓄積といった問題に対応するための政策ツールとして、金利変更などの金融政策に焦点を当てる見方も見受けられるが、金融システムの安定確保を目的とするプルーデンス政策の重要性を見落としてはならないと指摘した。そのうえで、この委員は、金融仲介機能は金融政策の重要な波及経路であるため、金融政策運営面からも、その持続性確保に配慮する必要があるが、その場合でも、金融機関収益そのものの動向ではなく、金融緩和効果を全体として阻害するリスクや、マクロ経済全体にマイナスの影響を与えるリスクをどう評価するか、といった視点が重要であると述べた。

このほか、ある委員は、金融業の規模に対して十分な借入需要がないという構造問題は、過度にリスクを取るのではなく、利益のあがらない仕事を止めることで対応すべきであり、また、これは金融政策によっても解決することはできないと指摘した。そのうえで、この委員は、金融政策にできることは、十分な金融緩和を早期に行うことでデフレを防ぎ、名目GDPを拡大させることにより、全ての産業の名目の生産額を増大させ、経済の調整コストを引き下げることであると述べた。この間、一人の委員は、金融政策では財政の持続可能性や潜在成長率の低下という日本経済の課題を解決することはできないとの考え方があるが、現実には、「量的・質的金融緩和」の導入以降、景気の拡大を通じて雇用や財政は改善し、潜在成長率も安定しているとの見方を示した。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあるとの意見を述べた。別のある委員は、消費増税や海外経済を巡る不確実性が高く、需給ギャップが一本調子で拡大する可能性が低いことを踏まえ、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げ、需給ギャップに対する働きかけを強化することが必要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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、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マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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の方針を共有した。

これに対し、ある委員は、金融政策はカレンダーベースではなくデータディペンデントでなくてはならないと述べたうえで、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるガイダンスを導入する方が望ましいと述べた。別の一人の委員は、「物価安定の目標」の早期達成のためには、予想物価上昇率に直接働きかけることが重要であり、そうした観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、何らかの追加緩和手段を講じるというコミットメントを追加することが必要との意見を述べた。

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。

- 今般、一連の災害の被災地の復旧・復興や、公立小中学校等へのエアコンの設置等に対応するため、平成30年度補正予算案を臨時国会に提出した。本補正予算の早期成立に向け、全力で取り組んでいく。
- 消費税率については、少子化対策や社会保障に対する安定財源を確保する等の観点から、2019年10月1日に現行の8%から10%に引き上げる予定である。消費税率引き上げが経済に影響を及ぼさないように、あらゆる施策を総動員し、万全を期す。
- 日本銀行には、「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。先行きも、緩やかな回復が続くことが期待されるが、通商問題の動向が世界経済に与える影響や海外経済の不確実性、金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。また、相次いでいる自然災害の経済に与える影響に十分留意する必要がある。
- 全世代型社会保障への改革や第4次産業革命の実現について、年内に中間報告を取りまとめ、3年間の「工程表」を含む実行計画を来年夏までに決定する。財政健全化についても、「新経済・財政再生計画」を着実に推進していく。

- 2019年10月の消費税率引き上げについて、前回引き上げの際の経験を活かして、あらゆる施策を総動員し、経済に影響を及ぼさないよう、全力で対応する。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待している。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国

債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

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に買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、雨宮委員、若田部委員、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」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、原田委員からは、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、片岡委員からは、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要である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、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して、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、雨宮委員、若田部委員、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（2018年9月18、19日開催分）が全員一致で承認され、11月5日に公表することとされた。

以 上

2018年10月31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7反対2）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定して

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

いる。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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^(注2)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

(注2) 原田委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要であるとして反対した。

(30年12月19、20日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018年12月19日(14:00～15:23)
12月20日(9:00～11:45)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	茶谷 栄治	大臣官房総括審議官 (19日)
	うへの 賢一郎	財務副大臣 (20日)
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官 (19日)
	田中 良生	内閣府副大臣 (20日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
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	山城吉道
企画局企画役	永幡 崇
企画局企画役	稲場広記

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^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、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 $-0.07\sim-0.06\%$ 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、一時 -0.3% 程度の低水準で推移していたが、短期の円転コスト上昇を背景に海外投資家による短国需要が低下したことなどから、11月下旬以降、幾分上昇している。

株価（日経平均株価）は、米国株価の下落や米中間の通商問題を巡る不透明感などから、振れの大きい展開となっており、最近では、21,000円程度で推移している。為替相場は比較的安定した動きを続けており、円の対ドル相場、対ユーロ相場ともに、前回会合以降、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、総じてみれば着実な成長が続いている。先行きについても、総じてみれば着実な成長を続けるとみられる。

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・所得環境や消費者マインドなどに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も、企業収益や業況感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 $+2\%$ 近傍で推移している。先行きの米国経済は、拡張的な財政政策に支えられ、拡大を続けるとみられる。

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

欧州経済は、減速しつつも回復傾向にある。輸出は、増勢が鈍化している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にあるほか、設備投資も増加基調にある。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（H I C P）は前年比＋2％程度、コアベースは同＋1％程度で推移している。先行きの欧州経済は、回復傾向を続けるとみられる。この間、英国経済は、インフレ率の落ち着きなどから、緩やかな回復傾向にある。

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＋2％台前半で推移している。先行きの中国経済は、米国による対中関税率引き上げの影響を相応に受けるものの、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みられる。N I E s ・ A S E A Nでは、輸出が増加基調にあるもとの、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、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、米中間の通商問題や欧州の政治情勢を巡る不透明感などから、投資家のリスク回避姿勢が強まり、米欧の長期金利が低下したほか、株式市場では、多くの国で振れの大きい展開が続いている。この間、新興国の通貨は、米国の長期金利が低下するもとの、総じて落ち着いた動きとなっている。商品市場では、原油価格が、一部産油国における増産の動きや中東における地政学的リスクの緩和観測などを背景に、大幅に下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、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。先行きについても、緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けていることを背景に、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、新興国向けも総じてみれば持ち直している。先行きの輸出は、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、オリンピック関連工事や補正予算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、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとで、増加傾向を続けている。法人企業統計で2018年7～9月の売上高経常利益率をみると、自然災害の影響などから4～6月に比べて低下したものの、均してみれば高水準で推移している。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、高水準の企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、当面、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、雇用者所得もこのところ伸びを高めている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準で上昇基調にあるほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

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（実質・旅行収支調整済）をみると、7～9月に前期比で増加した後、10月の7～9月対比も増加した。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加に加え、既往の株価上昇による資産効果もあって、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振れを伴いながらも減少傾向にある一方、持家と分譲が足もと増加に転じつつあることから、全体として横ばい圏内で推移している。

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、上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%程度となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台半ばとなっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（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、プラス幅が拡大している。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6%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台前半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、米中間の貿易摩擦や欧州の政治情勢を巡る不透明感、原油価格の下落などを背景に、米欧の長期金利は低下し、多くの国の株式市場で振れの大きい展開が続いているとの認識を共有した。複数の委員は、世界経済のファンダメンタルズに大きな変化がみられないことを指摘したうえで、最近の株式市場は、先行きの不確実性にやや過敏に反応している可能性があるとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、最近の株式市場の動きは、先行きの景気後退や何らかの市場の歪みを示唆している可能性があるほか、市場の変動が更なるセンチメントの下振れに繋がる悪循環に陥る可能性もあるため、注意深く点検していく必要があると述べた。この間、何人かの委員は、円の対ドル相場を始め、為替市場は、比較的安定して推移していると指摘した。その理由として、何人かの委員は、米国経済が先行き堅調を維持するとの見方や日米の金利差が安定して推移していること、為替ヘッジなしの海外直接投資が大きく増加していることなどが影響している可能性があるとの見方を示した。新興国の通貨について、複数の委員は、このところ横ばい圏内の動きとなっているが、米国の金利上昇などに伴う資本流出リスクには引き続き留意する必要があると述べた。また、最近の原油価格の下落について、複数の委員は、一部産油国の増産といった供給面の要因に加え、中国経済の減速懸念など需要面の要因も影響していると指摘した。

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。多くの委員は、多くの国で企業や消費者のマインドはしっかりしており、内需は増勢を維持していると述べた。ある委員は、「世界経済の同時成長」などと言われた一頃のような理想的な状況ではなくなっているが、全体として景気の前向きなサイクルは維持されているとの見方を示した。これに対し、複数の委員は、国や地域ごとの成長のばらつきがより明確になりつつあり、一部では減速の兆候がみられ始めていると指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、総じてみれば着実な成長を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、牽引役である米国経済が高めの成長を続けると見込まれる中、海外経済が全体として拡大基調を続けるというシナリオは維持されているとの認識を示した。そのうえで、委員は、米中間の貿易摩擦を始めとする保護主義的な動きや中国など新興国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開など、海外経済の不確実性は一段と強まっているとの認識を共有した。米中間の貿易摩擦について、多くの委員は、米中首脳会談において一定の交渉進展がみられたものの、両国間には貿易不均衡の問題以外にも様々な懸案が存在していることから、貿易問題だけが先行して解決する可能性は低いとの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、先行き、時間の経過とともに、企業の心理や行動に対する影響が広がっていくことがないか、よくみていく必要があると述べた。ある委員は、仮に海外経済の減速や後退が明確になるとすれば、各国の財政・金融政策の動向が重要になると指摘した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、拡大しているとの認識で一致した。ある委員は、7～9月の実質GDP成長率が前期比年率3%台半ばの伸びとなる中、11月のISM指数も、製造業・非製造業ともに60前後の高い水準を維持するなど、しっかりと成長を続けていると指摘した。別の一人の委員は、良好な雇用・所得環境や最近の原油価格の下落が追い風となる中、クリスマス商戦も好調と伝えられるなど、個人消費は、引き続き増加傾向にあると述べた。こうした中、複数の委員は、金利の上昇が続くもとで、住宅市場がこのところ弱含んでいることや、企業の投資活動などに一部頭打ち感を示す指標がみられることなどには留意が必要と指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、拡張的な財政政策にも支えられ、拡大を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、米中貿易摩擦の影響や株式市場の動きには注意を要するが、良好な雇用・所得環境に支えられ、個人消費を中心に先行きも堅調さを維持する可能性が高いとの認識を示した。この間、ある委員は、景気後退を示唆しているとまではいえないが、足もと、予想物価上昇率の代理指標と

みなされるB E I（ブレイク・イーブン・インフレ率）が低下していることは懸念材料であると述べた。

欧州経済について、委員は、減速しつつも回復傾向にあるとの認識を共有した。複数の委員は、自動車の排ガス規制強化の影響などから、ドイツの生産は伸び悩んでいるが、設備投資や個人消費など内需は概ね堅調を維持しているとの見方を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、回復傾向を続けるとの認識で一致した。何人かの委員は、英国のEU離脱交渉の展開やイタリアの財政問題に加え、ドイツやフランスの政治情勢がやや流動化しているなど、景気の先行き不透明感が高まっているため、この先、欧州経済の回復基調が維持されるかどうか、注意深くみていく必要があると述べた。

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。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・家計のマインドが改善しており、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。資源国経済について、委員は、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、多くの委員は、米国による対中関税率引き上げの影響を相応に受けるものの、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。ある委員は、当局の景気刺激策の効果もあって、最近、固定資産投資が持ち直してきていることは、先行きに対する前向きの動きであると付け加えた。一方で、何人かの委員は、貿易問題の影に隠れてややみえにくくなっているが、最近、輸出入や自動車販売の減少など、中国経済の減速を示唆する指標がみられていることには注意を要すると指摘した。また、一人の委員は、民間企業のデフォルト率が上昇する中、当局が、企業の資金調達難の解消に向けて銀行に貸出増加を要請しているとしたうえで、今後、中国経済の動向を点検していくにあたっては、こうした金融面の動きも注視し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。多くの委員は、7～9月の実質GDPは自然災害の影響を主因に大幅なマイナス成長となったものの、10月以降、輸出や生産は増加に転

じたほか、12月短観でも良好な業況感や設備投資の堅調さが確認されており、わが国の景気について、これまでの基調判断に変化はないとの認識を示した。また、多くの委員は、各種指標の動きや企業ヒアリングなどによれば、米中貿易摩擦やグローバルな株価下落の影響は、これまでのところ限定的であるとの見方を示した。ある委員は、内外の需要は十分な水準にあり、これが供給能力の拡充を促すという好循環が持続していると指摘した。

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支出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。ある委員は、自然災害が相次いだ夏場以降、被災地におけるインフラ設備の復旧が進んでいることを考慮すると、今後とも、生産・輸出の落ち込みを挽回する動きが続く可能性が高いと指摘した。もっとも、別の一人の委員は、自然災害からの復旧需要や復旧生産は季節調整の歪みを均した実勢でみて力強いとはいえないほか、中国向けを始め、輸出が全体として弱いことも先行きの懸念材料であると述べた。ある委員は、12月短観における先行きの業況感に表れているとおり、米中貿易摩擦の長期化などを背景に、企業の慎重な見方が増えているため、今後の景気について楽観視することはできないと述べた。こうした議論を経て、多くの委員は、自然災害に伴う振れが一段落し、生産・輸出の基調をハードデータで確認できるまでには暫く時間がかかることから、当面は、ミクロ情報なども活用しながら、先行きの景気動向やリスク要因の点検に努める必要があると指摘した。この間、来年10月に予定されている消費税引き上げの影響について、ある委員は、政府による各種対策の効果もあって、わが国経済に対するマイナス・インパクトは、2014年の前回に比べて抑制される可能性があるとして述べた。もっとも、この委員を含む何人かの委員は、税率引き上げの影響は、その時々消費者マインドや雇用・所得環境などにも左右されるものであることから、引き続き、今後の動向を注意深く点検していくことが重要であると指摘した。

輸出の現状について、委員は、自然災害による一時的な減産や物流被害の影響が剥落し、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとの増加基調にあるとの認識を共有した。ある委員は、7～9月の輸出の落ち込みの殆どは、大雨などの影響を受けた西日本地域からの輸出額の減少で説明可能であると指摘した。先行きの輸出について、

委員は、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、緩やかな増加基調を続けるとの見方で一致した。そのうえで、複数の委員は、輸出は当面、緩やかな伸びを維持する可能性が高いが、中国からの工作機械受注の減少など、一部に海外経済の減速を示唆する動きもあるため、引き続きよくみていくことが重要であると述べた。

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。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連工事や夏場の自然災害を受けた復旧工事などが下支えとなり、高めの水準を維持するとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの増加傾向を続けているとの認識で一致した。何人かの委員は、7～9月のGDPベースの実質設備投資が、自然災害の影響などから8四半期振りの減少となったものの、12月短観における今年度の設備投資計画に目立った修正はみられず、引き続き、企業の投資スタンスはしっかりとしていると指摘した。先行きの設備投資について、委員は、高水準の企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。何人かの委員は、人手不足を背景とする効率化・省力化投資を含め、今後とも多様な投資が期待される一方、米中貿易摩擦の長期化が企業マインドに影響を与える可能性もあると指摘し、来年の3月短観で2019年度の設備投資計画が明らかになるまでの間、企業のマイクロ情報の収集・分析が特に重要になると述べた。

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りを続けており、雇用者所得もこのところ伸びを高めているとの認識を共有した。多くの委員は、失業率が2%台半ばの低水準で推移する中、有効求人倍率は、バブル期のピークを超えた高い水準を維持するなど、労働市場は引き続きタイトな状況であると指摘した。そのうえで、一人の委員は、人手不足が深刻化している現場部門に比べ、プロセスエンジニアリングが進みにくい間接・事務部門では、なおスラックが残っているともいわれており、労働需給の逼迫度合いは、業種や仕事の内容によって異なり得るとの見解を述べた。

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。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加に加え、既往の株価上昇による資産効果もあって、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、個人消費は緩やかに拡大しているものの、可処分所得の増加に比べて弱めの動きが続いていると指摘し、企業部門で投資や賃上げの動きが出てきた一

方、家計部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムが弱いのは課題であると指摘した。そのうえで、この委員は、消費税率引き上げの経済・物価に対する影響を考えるうえで、この点には留意が必要であると述べた。

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から振れを伴いつつ減少傾向にある一方、持家と分譲が足もと増加に転じつつあり、全体として横ばい圏内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。また、先行きについても、委員は、内外需要の増加を反映して、当面は、増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、現在は夏場の落ち込みを挽回する局面にあるが、今後は、落ち込みを回復するだけでなく、過去の増加トレンドに戻っていくかどうかポイントになるとの認識を示した。

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）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、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。そのうえで、委員は、最近の基調的な動きを踏まえると、わが国の物価は、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べ、なお弱めの動きを続けているとの認識を共有した。ある委員は、物価が伸び悩んでいる現状について、プラスの需給ギャップが賃金・物価の上昇圧力として働く一方、過去の低成長やデフレに起因する企業の慎重な価格設定スタンスや、最近の生産性向上に伴う物価上昇抑制効果などが複雑に影響しており、単純な需要不足が原因ではないと指摘した。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。ある委員は、タイトな労働需給が続くもとで、短観の販売価格判断DIが、大企業だけでなく中小企業でもプラスの領域で定着するなど、プラスの需給ギャップが原動力となって物価が緩やかに高まるという基本的なメカニズムは作動しているとの認識を示した。別のある委員は、先行き、企業の生産性向上の余地が小さくなってくれば、プラスの需給ギャップに伴う賃金上昇圧力が実際の賃金に反映され、企業の価格設定行動も変化していくとの見方を示した。ある委員は、プラスの需給ギャップを背景に、消費者物価の前年比はプラスで推移しているが、10月以降、原油価格が大幅に

下落し、ここ数年の上昇トレンドに変化がみられることは、物価に対する今後の懸念材料であると述べた。一人の委員は、7月の展望レポートにおいて、「物価の上昇を遅らせてきた要因の多くは次第に解消していく」と整理したが、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価が、その後も足踏みしていることなどを踏まえると、そうした要因の解消にはなお一層時間がかかるとみられると述べた。この間、ある委員は、今後、需給ギャップが一本調子で拡大する可能性は低く、原油価格の下落も「物価安定の目標」達成をさらに遅らせるかたちで作用するため、2%に向けて上昇していく姿は展望できないとの見解を示した。

予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。ある委員は、実際の物価上昇率が1年以上にわたってプラスを続けていることは、適合的な期待形成プロセスに徐々に好影響を与えていると考えており、予想物価上昇率をさらに高めていくためには、今後とも物価上昇率をプラスの領域で維持することが重要であると指摘した。複数の委員は、最近の原油価格の下落などが、実際の物価を押し下げ、先行き、予想物価上昇率の動きにも影響を及ぼす可能性に留意する必要があると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「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関する認識を踏まえ、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、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや、値上げに対する家計の慎重な見方が根強い点は注意深く点検していく必要があるが、2%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プラスの状態が続くもとで、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、徐々に高まると考えら

れることを挙げた。

委員は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した7月以降の動きについて、議論を行った。何人かの委員は、7月の決定会合で金融市場調節や資産の買入れをより弾力的に運営することを決定した後、長期金利はいったん上昇し、その後、足もとにかけてかなり低下するなど、日々の値動きがある程度増してきていると指摘した。これらの委員は、こうした動きは米国金利の動向などとも整合的であるとしたうえで、7月の決定は、国債市場の機能度の改善を図るという点で、概ね所期の成果を挙げているとの認識を示した。また、ETFの買入れについて、複数の委員は、夏場から年末にかけて、その時々での市場の状況に応じて弾力的な買入れが行われてきたことは、株式市場のリスクプレミアムに適切に働きかけるという本措置の目的に沿ったものであるとの見方を示した。最近の長期金利の低下について、一人の委員は、7月の「枠組み強化」の趣旨を踏まえると、長期金利が一時的にマイナスになることも許容すべきとの認識を示した。そのうえで、この委員は、長期金利は「ゼロ%程度」を中心に概ね対称的に変動するのが自然であり、長期国債保有残高の年間増加額約80兆円の「めど」のもと、柔軟に国債買入れ額を増やす局面もあり得ると述べた。別のある委員は、最近の金利低下は、米中貿易摩擦などを要因とした世界経済の先行きへの不安が引き起こしたものと考えられるため、この状況で金利を元に戻すようなオペレーションを行えば、むしろ金融を現状より引き締めることになってしまうと指摘した。こうした中、一人の委員は、7月の決定について、当初、市場には、長期金利の引き上げやETF買入れの削減を企図しているとの誤った観測も見受けられたが、この間の情報発信やオペレーションにより、そうした見方は徐々に解消され、本来の政策意図に対する理解が深まってきているとの認識を示した。そのうえで、この委員は、今後、再び金利が上昇したり、ETFの買入れ額が減少することもあり得るが、どちらの方向に変動しても、市場はこれを冷静に受けとめるだけの経験を積んできていると述べた。

続いて、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。大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を継続し、経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。何人かの委員は、

2%の「物価安定の目標」を実現する姿勢を堅持することは、強力な金融緩和を続けるというコミットメントの観点からも重要であるとの認識を示した。また、別のある委員は、不確実性の高い経済・物価動向のもとでは、不均衡を蓄積させずに緩やかな景気拡大を持続させることが重要であり、政策の効果と副作用を慎重に点検しつつ、強力な金融緩和を粘り強く続けることが肝要であると指摘した。この委員は、将来、仮に景気の下振れリスクが顕在化すれば必要に応じて果敢に対応する必要があるが、リスクが顕在化していない現時点で、大胆な政策対応を行うと、むしろ不均衡の蓄積に繋がる可能性に留意が必要であると付け加えた。こうした意見に対し、ある委員は、金融緩和の長期化に伴うリスクを考えると、できるだけ早期に物価安定目標を達成するため、現時点で金融緩和を強化することが必要であると指摘した。また、この委員は、財政政策と金融政策の方向感が異なると、デフレからの完全脱却の難度が高まるため、両者の更なる連携が重要であると述べた。

委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。一人の委員は、長期国債買入れにより既に積み上げてきた国債のストックによるタームプレミアムの押し下げ効果の大きさや、国債市場における新発債の残存率の低さを踏まえると、現状の国債買入れオペの運営には相応の見直し余地があると考えられると指摘した。また、この委員は、社債市場における最近の募残の動向などを踏まえると、長めの金利がより高い方が投資家の社債需要が増す可能性があるため、金融政策運営面でも、金利変動幅や金利操作目標年限等を柔軟に検討していくことが、将来の選択肢として考えられると述べた。この間、一人の委員は、国債買入れを長期間にわたって続けていく中にあるのは、金融機関の担保繰りに制約が生じ、短期ゾーンのオペへの応札などに影響が出てくることがないかといった点にも、目配りしていく必要があると指摘した。ある委員は、現在の低金利環境が金融機関収益を累積的に下押しすることで、地域金融機関が景気後退時に地域経済を支える一種のバッファとしての機能が、徐々に低下する可能性には留意が必要と述べた。そのうえで、この委員は、こうした地域の実情にも注意を払いつつ、今後とも、緩和的な金融環境を維持していく必要があると付け加えた。これに関し、ある委員は、「物価安定の目標」の達成前に拙速に金融政策の正常化を図ると、金利上昇に伴う実体経済への悪影響を通じて、金融機関の収益がかえって悪化する可能性がある」と述べ、金融システムの安定確保は、第一次的にはプルーデンス政策で対処すべきであると指摘した。

このほか、一人の委員は、来年度は、消費税率の引き上げや教育無償化の影響に加え、原油価格の下落や携帯電話料金の引き下げなど、様々な要因によって物価の基調がかなりみえづらくなるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、金融政策運営にあたって重視すべきは物価の基調的な動きであり、これらの要因が一時的なショックにとどまる限りにおいては、物価の基調や金融政策運営に対する影響は小さいとの見方を示した。もっとも、この委員を含む何人かの委員は、わが国の場合、いわゆる適切的な期待形成メカニズムが強く働くことから、先行き、一時的な物価の変動が予想物価上昇率の動きに影響を与えることがないかどうか、よく点検していくことが重要であると指摘した。何人かの委員は、こうした点を含め、先行きの物価見通しや対外的なコミュニケーションのあり方については、「展望レポート」を取りまとめる次回決定会合においても、しっかりと議論する必要があると述べた。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあるとの意見を述べた。別のある委員は、消費税率引き上げまで1年を切り、内外経済を巡る不確実性が増す中、需給ギャップが一本調子で拡大する可能性が低いことなどを踏まえると、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げ、需給ギャップなどに対する働きかけを強化することが必要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に買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、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マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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の方針を共有した。

これに対し、ある委員は、政策金利のフォワードガイダンスについて、今後とも、現在のきわめて低い長短金利を維持していくという方針自体は当然のことと考えているが、物価目標との関係がより明確となるガイダンスを導入する方が望ましいと述べた。別の一人の委員は、「物価安定の目標」の早期達成のためには、予想物価上昇率に直接働きかけることが重要であり、そうした観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、何らかの追加緩和手段を講じるというコミットメントを追加することが必要との意見を述べた。

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。

- 平成31年度予算については、「新経済・財政再生計画」を踏まえた歳出改革や、消費税率引き上げによる経済的影響を平準化する「臨時・特別の措置」を講じるとの方針のもと、現在、大詰めの作業を進めている。また、防災・減災、国土強靱化やTPP協定の早期発効といった喫緊の課題に対応するため、平成30年度第二次補正予算を編成しているところである。

- 平成 31 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、消費税率の引き上げに際しての需要変動の平準化に向けた自動車と住宅に対する税制上の支援策、イノベーションを促進するための研究開発税制の見直し、経済活動の国際化・多様化等を踏まえた国際課税の見直しや納税環境の整備などが、平成 31 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。政府としても、これを踏まえ、法案の準備等に取り組んでいく。
- 日本銀行には、「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。

- 2018 年 7～9 月の GDP 2 次速報では、実質成長率は前期比 -0.6%、年率換算値は -2.5% となった。これは、相次いで発生した自然災害により、一時的に個人消費が押し下げられたことや輸出がマイナスになったことが大きく影響しており、わが国の景気が緩やかに回復しているとの認識に変わりはない。
- 12 月 18 日に閣議了解した政府経済見通しでは、今年度 0.9% 程度、来年度 1.3% 程度の実質成長を見込んでいる。来年度については、10 月に消費税率引き上げが予定されている中、「臨時・特別の措置」などの各種政策の効果も相俟って、雇用・所得環境の改善とともに経済の好循環がさらに進展し、内需を中心とした景気回復が見込まれる。
- 12 月 7 日には「平成 31 年度予算編成の基本方針」を閣議決定した。本日の経済財政諮問会議では、財政健全化について、「改革工程表 2018」をとりまとめる予定であるほか、消費税率引き上げに伴う対応についても茂木大臣より報告する。前回の 3% 引き上げの経験を活かして、あらゆる施策を総動員し、経済に影響を及ぼさないよう全力で対応する。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待している。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、雨宮委員、若田部委員、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、原田委員からは、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、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、②2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要である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

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7反対2）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとで、設備投資は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。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も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、鉅

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

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支出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、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、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がプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる^(注2)。
4. リスク要因としては、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた新興国・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。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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^(注3)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、両宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

(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) 原田委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要であるとして反対した。

(31年1月22、23日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019年1月22日(14:00～15:26)
1月23日(9:00～11:52)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	茶谷 栄治	大臣官房総括審議官(22日)
	うへの 賢一郎	財務副大臣(23日)
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官(22日)
	田中 良生	内閣府副大臣(23日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
企画局審議役	中尾根康宏(22日14:47～15:26)
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	山城吉道
企画局企画調整課長	飯島浩太(22日14:47～15:26)
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	法眼吉彦

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（2018年12月19、20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^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、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-0.07～-0.06%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、短期の円転コスト上昇を背景に海外投資家による短国需要が低下したことなどから、上昇している。

株価（日経平均株価）は、米国株価の下落や米中貿易摩擦を巡る不透明感などを背景に、年末にかけて19千円程度まで下落したが、その後は、米欧株に連れる形で上昇に転じ、最近では20千円台半ばで推移している。為替相場をみると、12月中旬以降、投資家のリスク回避姿勢が強まるもとで、円の対ドル、対ユーロ相場は、ともに円高方向で推移している。特に、市場の流動性が薄くなった年始には、中国経済の減速を示唆する米国企業の決算が材料となる形で、一時的にやや大きく円高方向に振れる場面もあった。

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。先行きについては、米中貿易摩擦など最近の様々な動きには注意を要するが、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するもとで、総じてみれば着実な成長を続けるとみられる。

米国経済は、拡大している。輸出は、緩やかな増加基調にある。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられてしっかりとした増加が続いているほか、設備投資も、企業の業況感が

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

足もと低下したものの、改善を続けていることなどから、増加基調にある。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＋2％近傍で推移している。先行きの米国経済は、拡張的な財政政策に支えられ、拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、減速しつつも回復傾向が続いている。輸出は、持ち直しの動きがみられる。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にあるほか、設備投資も増加基調にある。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（HICP）は前年比＋2％程度、コアベースは同＋1％程度で推移している。先行きの欧州経済は、回復傾向を続けるとみられる。この間、英国経済は、雇用・所得環境の改善などを背景に、緩やかな回復傾向にある。

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（CPI）は、前年比＋2％台前半で推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、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みられる。NIES・ASEANでは、輸出が緩やかな増加基調にあるもとの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、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、米中貿易摩擦や欧州の政治情勢を巡る不透明感に加え、中国の弱めの経済指標なども材料となる形で投資家のリスク回避姿勢が強まり、米欧の長期金利が低下した。株式市場でも、米国株を中心に大幅に下落する場面がみられるなど、振れの大きい展開が続いている。この間、新興国の通貨は、米国の利上げペースが鈍化するとの見方が広がるもとの、安定的に推移している。商品市場では、原油価格は、産油国が減産を進めるもとの、持ち直している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、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。先行きについても、緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けていることを背景に、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、新興国向けも総じてみれば持ち直している。先行きの輸出は、当面、緩やかな増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済が総じてみれば着実に成長していくもとの、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、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、オリンピック関連工事に加え、自然災害を受けた補正予算や国土強靱化政策などを背景に、増加するとみられる。

設備投資は、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの、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、高水準の企業収益や緩和的な金融環境、成長期待の緩やかな改善などを背景に、当面、増加を続けていくとみられる。その後は、資本ストックの調整圧力が高まっていくことから、設備投資の増加ペースは徐々に鈍化していくと見込まれる。

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、雇用者所得も高めの伸び率となっている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

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（実質・旅行収支調整済）をみると、7～9月に前期比で増加した後、10～11月の7～9月対比も増加した。先行きの個人消費は、当面は、雇用者所得の増加と既往の株価上昇による資産効果に支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。その後も、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面もみられるものの、基調としては、緩やかな増加を続けるとみられる。

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を受けて振れを伴いながらも減少傾向にある一方、持家と分譲が足もと増加に転じつつあることから、全体として横ばい圏内で推移している。

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、当面は増加を続ける可能性が高く、その後も、海外経済が総じてみれば着実に成長するもとの、

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、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台前半となっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（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、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、プラス幅が拡大している。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5%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台半ば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とともに、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、多くの委員は、海外経済を巡る不確実性の高まりを背景に、年末から年始にかけて株価が下落し、円高・ドル安の動きが進むなど、内外の金融市場は不安定な動きを続けているとの認識を共有した。ある委員は、株価は実体経済の変化を増幅して伝えるものであるが、最近の株価下落は、中国経済の減速など、世界的な実質成長率の低下をある程度予想していると述べた。一方で、何人かの委員は、足もと株価が幾分回復し、為替相場も一頃より落ち着きを取り戻してきたことを指摘したうえで、主要国の経済のファンダメンタルズに大きな変化がみられないことなどを踏まえると、最近の市場の動きは、先行きの不確実性に対してやや過敏に反応している可能性があるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、最近の株式市場の変動が、投資家のリスクセンチメントの悪化を通じて、実体経済に波及することがないか注視していく必要があると指摘した。この間、複数の委員は、米国の利上げペースの鈍化は、一頃懸念された新興国からの資本流出懸念を和らげ、新興国の通貨や株価の安定に繋がる面もあると指摘した。最近の原油価格について、ある委員は、産油国の減産によって幾分持ち直してきているものの、価格が再び上昇トレンドに復するには時間がかかる可能性があるとして述べた。

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。多くの委員は、多くの国で、設備投資が緩やかに増加し、個人消費も堅調に推移するなど、内需は増勢を維持していると述べた。そのうえで、多くの委員は、米国の景気が拡大している一方、欧州と中国経済の減速感が強まっているなど、このところ、地域毎の成長のばらつきがより明確になってきていると指摘した。複数の委員は、グローバルPMIは引き続き50を上回っているが、米中貿易摩擦に対する懸念などから、製造業を中心に低下傾向が続いていることには留意が必要であると述べた。海外経済の先行きについて、委員は、総じてみれば着実な成長を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、先行きの海外経済を巡るリスクは、このところ下方に厚

みを増しているが、現時点では、世界経済は拡大基調を続けるというメインシナリオは維持されており、この点は、IMFの最新の見直しなどとも整合的であるとの見方を示した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、拡大しているとの認識で一致した。何人かの委員は、雇用者数や時間当たり賃金を始め、雇用・所得関連指標がしっかりと推移する中、クリスマス商戦も堅調な結果となるなど、家計部門を中心に景気の拡大が続いていると述べた。ある委員は、12月のISM指数が、11月に続き、製造業・非製造業ともに良好な水準を維持していることから、米国経済がしっかりと成長していることが窺われると述べた。こうした中、複数の委員は、金利の上昇が続くもとの、自動車販売や住宅市場がこのところ弱含んでいることや、企業の投資活動などに一部頭打ち感を示す指標がみられることには留意が必要であると指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、拡張的な財政政策に支えられ、拡大を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費を中心に、先行きも堅調さを維持する可能性が高いとの認識を示した。この間、何人かの委員は、不安定な株価や米中貿易摩擦、政府機関の一部閉鎖の長期化が、消費者マインドや企業活動に与える影響などは、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、減速しつつも回復傾向が続いているとの認識を共有した。複数の委員は、自動車の排ガス規制強化に伴う生産の下振れなどもみられるが、設備投資や個人消費など、内需は概ね堅調を維持しているとの認識を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、回復傾向を続けるとの認識で一致した。何人かの委員は、英国のEU離脱交渉は未だ着地点がみえないほか、フランス等の政治情勢を巡る不透明な状況も長期化していると指摘したうえで、先行きの不確実性が強まる中、この先、欧州経済の回復基調が維持されるかどうか、注視していく必要があると述べた。

新興国経済について、委員は、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。何人かの委員は、これまで進められてきた債務抑制政策の影響もあり、一部の指標で足もと弱めの動きもみられるが、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費は全体として底堅く推移していると指摘した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が緩やかな増加基調にあるもとの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。資源国経済について、委員は、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、多くの委員は、今後、米中貿易摩擦や当局の債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、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。この間、一人の委員は、スマートフォン需要の成熟化などから、最近、世界的に半導体需要が伸び悩んでおり、これがアジア諸国の生産や輸出に及ぼす影響を注視していく必要があると指摘した。

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。多くの委員は、7～9月の実質GDPは自然災害の影響を主因にマイナス成長となったものの、10～12月は、災害からの復興需要や挽回生産などもあって再びプラス成長が見込まれるなど、昨年夏の自然災害の影響はほぼ解消されたとの認識を示した。ある委員は、わが国経済は、企業部門を中心に拡大を続けているが、昨年秋以降の株価下落など、市場の一部には、先行きに対する悲観的な見方も存在すると指摘した。

輸出の現状について、委員は、自然災害による影響は解消し、海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとの、増加基調にあるとの認識を共有した。米中貿易摩擦や中国経済の減速がわが国の輸出に及ぼす影響について、多くの委員は、各種指標の動きや企業からのヒアリング情報などを踏まえると、これまでのところ、限定的なものにとどまっているとの認識を示した。先行きの輸出について、委員は、海外経済が総じてみれば着実に成長していくことを背景に、緩やかな増加基調を続けるとの見方で一致した。そのうえで、多くの委員は、支店長会議での報告をみても、中国を中心に、資本財や電子部品などの受注下振れを懸念する企業が増えてきていることから、今後とも、外需の動向をしっかりと点検していく必要があると述べた。

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。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から、増加するとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移し、業況感も良好な水準を維持するもとの増加傾向を続けているとの見方で一致した。多くの委員は、支店長会議においても、多くの企業は、世界経済の先行き不透明感に留意しつつも、前向きな設備投資スタンスを維持しているとの報告が大勢であったとの認識を示した。先行きの設備投資について、委員は、高水準の企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、人手不足を背景とする省力化投資を含め、増加を続けていくとの見方で一致した。ある委員は、中国経済の減速の影響からか、先行指標の機械受注や建築着工などに、最近、弱めの動きがみられていることには注意を要すると指摘した。

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、雇用者所得も高めの伸び率となっているとの認識を共有した。多くの委員は、失業率が2%台半ばの低水準で推移する中、有効求人倍率は、バブル期のピークを超えた高い水準を維持するなど、労働市場は引き続きタイトな状況であると指摘した。ある委員は、多くの中小企業が人材確保に苦戦する中、賃上げ圧力は着実に高まっており、最近では、新卒や若年層の賃金を引き上げる動きも増えてきていると指摘した。

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。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加と既往の株価上昇による資産効果に支えられて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。多くの委員は、10月の消費税率引き上げ時の家計のネット負担額は、教育無償化等の措置が合わせて実施されることなどから、2014年の引き上げ時に比べて小幅なものにとどまるとみられるほか、税率引き上げ前後の需要変動を平準化するための各種施策も、経済への影響を軽減すると考えられるとの認識を示した。一方、ある委員は、消費税率引き上げを控える中で、非耐久財消費が落ち込んだ状態から脱していないほか、消費者態度指数など、個人消費関連のマインド指標が弱含んでいることは心配であると述べた。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が減少傾向にある一方、持家と分譲が足もと増加に転じつつあり、全体として横ばい圏内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、内外需要が増加する中、自然災害に伴う昨年夏の落ち込みからの挽回生産もあって、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きについても、委員は、内外需要の増加を反映して、当面は、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）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台前半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。一人の委員は、各支店からの報告などを踏まえると、家計の値上げ許容度に明確な改善はみられず、外食などのサービス価格は、期待していたほどには伸びていないと指摘した。別のある委員は、生産性の向上に伴う物価下押し圧力があるもとで、原油価格下落の影響もあり、物価上昇は遅れているとの認識を示した。この間、中長期的な予想物価上昇率の動向について、大方の委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。一人の委員は、実際の物価が緩やかに上昇してきているにもかかわらず、こうした横ばいの動きが続いていることを踏まえると、わが国の予想物価上昇率は、想定以上に粘着的である可能性が高いとの見方を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

2019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、2020年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとの見方を共有した。委員は、米中貿易摩擦など最近の様々な動きには注意を要するが、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するもとで、海外経済は総じてみれば着実な成長を続けており、わが国の輸出は、基調として緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。国内需要について、委員は、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出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。こうした議論を経て、委員は、わが国経済は、先行き、潜在成長率並みの成長を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、2018年10月の展望レポートでの見通しと比べると、2018年度については、昨年夏の自然災害の影響などから下振れているが、2019年度、2020年度については、概ね不変であるとの見方で一致した。

続いて、委員は、わが国の物価情勢について議論を行った。まず、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて物価が弱めの動きを続けている背景について、委員は、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、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の影響が大きいとの認識を共有した。こうした要因に加えて、委員は、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重な価格設定スタンスを維持することを可能にしているとの見解で一致した。ある委員は、これまで、企業は労働コストの上昇を生産性の向上で吸収し、消費者に対する価格転嫁を極力見送ってきたが、人手不足感の強まりや原材料費の上昇を背景に、コスト上昇圧力の吸収余地は着実に縮小してきていると述べた。この点に関し、複数の委員は、ここ数年間の物価変動の要因を分析すると、物価が弱い局面においては、企業の生産性向上の動きもさることながら、むしろ為替や需要の変動が影響しているとの見方もあると述べた。

次に、委員は、先行きの物価動向について、議論を行った。大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、2018年10月の展望レポートでの物価見通しと比べると、原油価格の下落を主因として、2019年度を中心に下振れているとの見方で一致した。

さらに、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムを、一般物価の動向を規定する主要因に基づいて整理した。まず、マクロ的な需給ギャップについて、大方の委員は、労働需給の着実な引き締まりや資本稼働率の上昇を背景に、均してみればプラス幅を拡大してきているとの認識で一致した。また、大方の委員は、先行きの需給ギャップについても、比較的大幅なプラスで推移するとの見方を共有した。次に、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、先行き上昇傾向を辿り、2%に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。その背景として、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、需給ギャップの改善などに伴う現実の物価上昇率の高まりが、予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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が、予想物価上昇率を押し上げる力になると考えられることを指摘した。何人かの委員は、予想物価上昇率の高まりにはな

お時間がかかると見込まれるものの、物価が2%に向けて徐々に上昇していくという方向感に変わりはないとの認識を示した。この間、別のある委員は、需給ギャップの拡大が物価を押し上げにくくなっている可能性があることや、予想物価上昇率が弱めの動きを続けていることなどを踏まえると、現時点では、この先、2%に向けて物価上昇率が伸びを高めていくとは判断できないと述べた。

このほか、日本経済の成長力と物価動向の長期的な関係について、委員は、最近の女性や高齢者の労働参加の高まりや、生産性向上に向けた企業の取り組みは、短期的には、賃金や物価の上昇圧力を弱める方向に作用するが、より長い目でみれば、経済の成長力を強化し、賃金や物価の上昇圧力を高める可能性があるとの見方で一致した。

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、経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点を挙げた。委員は、米中間の貿易摩擦の問題や中国経済の減速など、海外経済を巡る下振れリスクはこのところ強まっているとの認識を共有した。多くの委員は、わが国経済に対する米中貿易摩擦の影響は、これまでのところ、限定的なものにとどまっているが、この問題が長期化すれば、貿易活動に対する直接的な下押し圧力に加え、企業マインドの悪化や金融市場の不安定化という経路を通じて、その影響が拡大する可能性があるとして述べた。中国経済について、何人かの委員は、当局が機動的な政策運営で景気を支える姿勢を明らかにしていることは安心材料であるが、米中貿易摩擦や債務抑制政策の影響を含め、経済が一段と減速するリスクには注意が必要と指摘した。一人の委員は、世界最大の中国の自動車市場を支えるサプライチェーンは、電子部品、鉄鋼、化学など、広域かつ多様な産業に跨っているため、同国の自動車販売のピークアウトは、日本を含むアジアや欧州の経済に大きな影響を与える可能性があるとして述べた。このほか、多くの委員は、米国のマクロ政策運営が国際金融市場や新興国経済に及ぼす影響、英国のEU離脱交渉が難航し、「合意なき離脱」に追い込まれる可能性や各種の地政学的リスクなども、海外経済を巡るリスク要因として挙げられると述べた。ある委員は、世界経済の下振れリスクが顕在化すれば、各国の財政・金融政策が重要となるが、その政策効果が発現するまでには相応の時間がかかる可能性があるとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、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、③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、先行き上昇傾向を辿るとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、適合的な期待形成を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがあるとの見方で一致した。ある委員は、予想物価上昇率が想定以上に粘着的である可能性を踏まえると、賃金・物価の上昇率が高まり、予想物価上昇率が2%にアンカーされるまでには、なお一層時間がかかる可能性があるとして述べた。こうした議論を経て、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関する認識を踏まえ、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、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや、値上げに対する家計の慎重な見方が根強い点は注意深く点検していく必要があるが、2%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プラスの状態が続くもとで、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、徐々に高まると考えられることを挙げた。

続いて、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。大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を継続し、経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。多くの委員は、物価上昇の原動力であるプラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、今後とも、経済・物価・金融情勢をバランスよく踏まえつつ、現在の緩和政策を粘り強く続けていくことが必要であると述べた。ある委員は、景気の下振れリスクを警戒する必要があるが、所得から

支出への循環メカニズムが維持されている中にあることは、現在の金融緩和を粘り強く続けることで、実体経済の持続的な改善を支えつつ、物価上昇率が高まっていくのを待つべきであるとの見解を述べた。この点に関し、一人の委員は、「現在の金融緩和を粘り強く続ける」という情報発信は、日本銀行の緩和的な政策スタンスを示すうえで重要であるが、同時に、金融市場において、当面は政策変更がないという予想が過度に固定化されてしまうことを防ぐ工夫も必要であると指摘した。別のある委員は、物価安定目標への到達が遠ざかっている現状を踏まえると、何か大きな危機が起きるまでは行動しないという態度は望ましくなく、むしろ、状況の変化に対しては、追加緩和を含めて迅速、柔軟かつ断固たる対応を取る姿勢を強調するとともに、一部で指摘されている緩和限界論に反論していく必要があると述べた。これに対し、ある委員は、不確実性の高い状況のもとで急いで政策を変更することは、かえって金融不均衡の蓄積や実体経済の振幅拡大に繋がるリスクもあるため、十分に情報を収集・分析したうえで、その時々状況に応じて適切に対応していくことが大事であるとの認識を示した。この間、複数の委員は、海外経済の下振れリスクが顕在化し、経済・物価情勢が大きく悪化するような場合には、政府との政策連携も一段と重要になるとの見解を述べた。

委員は、昨年7月に決定した「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を含め、金融緩和の効果についても議論を行った。多くの委員は、今後とも、強力な金融政策を続けていくためには、政策の効果と副作用をバランスよく考慮していくことが重要であるが、現時点では、金融緩和の効果が副作用を上回っているという認識を示した。ある委員は、昨年7月に決定した金融市場調節や資産買入れの弾力的な運用は、市場機能の低下という金融緩和に伴う副作用に対処するものではあるが、同時に、昨秋以降の金融市場の不安定な動きを緩和する役割も果たしていると指摘した。この間、ある委員は、イールドカーブ・コントロールは、実質金利を低位に維持することで実体経済の拡大に一定程度貢献しているものの、物価や予想物価上昇率への影響は、これまでのところ限定的であるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、長短金利の水準やマネタリーベースと物価上昇率等の関係について、さらなる分析と検討が必要であると指摘した。

委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。一人の委員は、金融機関が保有する国債の残高は、資金調達などの担保として最低限必要な水準に近付きつつあるとしたうえで、日本銀行が既に買い入れてきた長期国債のストックの大きさも踏まえると、現

状の国債買入れオペの運営には相応の見直し余地があると考えられると指摘した。何人かの委員は、低金利環境が長期化するもとの、先行き、地域金融機関を中心に、過度なリスクテイクによって収益を確保しようとする動きが広がる可能性があるとの認識を示した。一人の委員は、金融機関の貸出金利が低位にある中、仮に中小企業の経営が悪化すれば、地域金融機関の信用コストが増加し、その業績に影響が出る恐れがあると述べた。そのうえで、この委員は、地域金融機関の貸出運営が、リスクに見合ったリターンを得る形となっているか、注視していく必要があると指摘した。この間、ある委員は、ここ数年、金融機関の貸出が増加に転じているのは「量的・質的金融緩和」導入の成果であるが、貸出以上に預金が増えているため、金融機関の利鞘は縮小しているとの認識を示した。そのうえで、この委員は、利鞘の改善にとって必要なのは預金の削減であると述べた。

このほか、委員は、先行きの物価動向に関するコミュニケーションのあり方についても議論を行った。多くの委員は、来年度は、原油価格下落の影響に加え、消費税率の引き上げや教育無償化政策、携帯電話通信料の引き下げなど、わが国の物価の大きな変動に繋がり得る要因が幾つも見込まれると指摘した。この点に関し、何人かの委員は、2%に向けたモメンタムを判断するに当たって重視すべきは物価の基調的な動きであるため、物価変動の要因が一時的なショックにとどまる限り、物価の基調や金融政策運営に対する影響は小さいと指摘し、この点を、対外的にもしっかりと説明していく必要があると述べた。もっとも、複数の委員は、個別要因による価格の低下であっても、その拡がり次第では、「適合的な期待形成」のメカニズムを通じて、人々の予想物価上昇率を引き下げ、物価の基調に影響を与える可能性があるとの指摘した。何人かの委員は、原油価格の下落などは、物価を一時的に下押しするとみられるが、中長期的には、実質所得の増加を通じて、物価の押し上げ要因にもなり得るとの認識を示した。そのうえで、ある委員は、予想物価上昇率の低下を食い止めるためにも、中長期的に予想されるこうしたポジティブな影響についても、丁寧に説明していくことが重要であると指摘した。この間、一人の委員は、先行きの物価見通しを示していくに当たっては、消費税率引き上げと教育無償化政策という制度変更を一つの政策対応として捉えると、物価に対する影響は比較的軽微にとどまると予想されることや、本来、特定の要因を見通しから除外する扱いは限定的とすることが望ましいといった点を考慮する必要があると述べた。そのうえで、委員は、今後は、基本的には、両方の影響を織り込んだ見通し計数を中心に説明していくことが考えられるとの認識を共有した。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあるとの意見を述べた。別のある委員は、内外経済を巡る不確実性が増す中、需給ギャップが一本調子で拡大する可能性は低く、原油価格の下落や教育無償化などの要因も2%の達成をさらに遅らせる形で作用することなどを踏まえ、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げ、需給ギャップなどに対する働きかけを強化することが必要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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとし、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、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マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、2019年10月に予定されている消費

税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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の方針を共有した。

これに対し、ある委員は、政策金利のフォワードガイダンスについて、今後とも、現在のきわめて低い長短金利を維持していくという方針自体は当然のことと考えているが、物価目標との関係がより明確となるガイダンスを導入する方が望ましいと述べた。別の一人の委員は、「物価安定の目標」の早期達成のためには、予想物価上昇率に直接働きかけることが重要であり、そうした観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和を行うことを約束するという、コミットメントの強化策が必要であるとの意見を述べた。

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。

- 平成 31 年度予算は、経済再生と財政健全化を両立する予算となっている。すなわち、本年 10 月に予定されている消費税率の引き上げを踏まえ、消費税増収分を活用した幼児教育の無償化等を行うとともに、消費税率引き上げによる経済への影響を平準化するための措置を講ずる。一方で、歳出改革の取り組みを継続し、新規国債発行額を前年度よりも約 1 兆円減額する。毎月勤労統計の再集計については、国民に不利益が生じることがないように雇用保険等の追加給付を行うこととしているが、そのために必要な経費を計上するため、平成 31 年度予算の概算決定を変更した。
- 平成 30 年度第 2 次補正予算については、防災・減災、国土強靱化などの喫緊の課題に対応するため、3 兆円の歳出の追加等を行っている。経済・財政運営に万全を期すため、平成 31 年度予算と合わせ、一日も早い成立に向けて取り組んでいきたい。
- 日本銀行には、「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。先行きについては、雇

用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題の動向が世界経済に与える影響や、海外経済の不確実性、金融資本市場の変動の影響等に留意する必要がある。

- 消費税率引き上げに伴う対応について、今回の引き上げによる経済への影響は2兆円程度であるのに対し、新たな対策として、予算面、税制面で、合わせて2.3兆円程度の措置を講じる。このように、今回は、消費税率引き上げによる経済への影響を十二分に乗り越える対策としたところであり、経済の回復基調に影響が出ないよう経済運営に万全を期していく。
- 先週の経済財政諮問会議では、アベノミクスをさらに強化していく観点から、経済の好循環の拡大、内外のリスクや変動への対応、Society 5.0時代に相応しい仕組み作り、の3つの課題が提示された。これらの課題解決に向けた方法や優先順位について、今後、経済財政諮問会議の場で重点的に議論していく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待している。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、雨宮委員、若田部委員、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」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、原田委員からは、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、片岡委員からは、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要である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して、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、雨宮委員、若田部委員、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（2018年12月19、20日開催分）が全員一致で承認され、1月28日に公表することとされた。

以 上

2019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。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成7反対2）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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. 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）。

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

3. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

^(注2) 原田委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要であるとして反対した。

(31年3月14、15日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019年3月14日(14:00～16:00)
3月15日(9:00～11:32)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	矢野 康治	大臣官房長
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官 (14日)
	田中 良生	内閣府副大臣 (15日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
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	山城吉道
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	稲場広記

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^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、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 $-0.07\sim-0.02\%$ 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、1月末にかけて担保需要の増加等から -0.3% 程度まで低下したが、その後は上昇し、直近では -0.14% 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇や米中通商交渉の進展期待などを背景に上昇し、最近では、21千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、投資家のリスク回避姿勢が後退するもとで、幾分円安方向で推移している。円の対ユーロ相場は、欧州経済の先行き不透明感が意識される中、横ばい圏内の動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、景気刺激策の効果などにより、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するもとで、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、拡大を維持している。輸出は、緩やかな増加基調にある。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて増加しているほか、設備投資も、企業の業況感が足もと低下したものの、改善を続けていることなどから、増加基調にある。物価面

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

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＋2％近傍で推移している。先行きの米国経済は、拡張的な財政政策に支えられ、拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、減速している。輸出は、増勢が鈍化している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にあるものの、設備投資は、製造業の業況感悪化などを背景に、増勢が鈍化している。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（HICP）は前年比＋1％台半ば、コアベースは同＋1％程度で推移している。先行きの欧州経済は、弱めの動きがみられる製造業部門の調整が進捗することに伴い、次第に減速した状態から脱していくとみられる。この間、英国経済は、EU離脱を巡る不透明感などを背景に、減速している。

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が、弱めの動きに広がりが見られる。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。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、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みられる。NIEs・ASEANでは、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、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、米国の利上げ観測の後退や米中通商交渉の進展期待などから、多くの国で株価が上昇したが、3月入り後は、欧州の経済見通しの下振れや中国の弱めの経済指標を受けて、株価の上昇幅は縮小している。米欧の長期金利は、米国の利上げ観測の後退や欧州経済の減速懸念などから、緩やかに低下している。商品市場では、原油価格は、産油国が減産を継続するもとの、上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、足もとでは弱めの動きとなっている。先進国向けは増加基

調を続けているものの、新興国向けは足もと弱めの動きとなっている。先行きの輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。

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、オリンピック関連工事に加え、自然災害を受けた補正予算や国土強靱化政策などを背景に、増加するとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が総じて良好な水準を維持するもとで、増加傾向を続けている。法人企業統計で2018年10～12月の売上高経常利益率をみると、2四半期連続で低下したものの、総じて高い水準を維持している。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、総じて良好な企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、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、雇用者所得も高めの伸び率となっている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

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（実質・旅行収支調整済）をみると、10～12月に前期比で増加した後、1月の10～12月対比も増加した。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。

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傾向にある一方、持家と分譲が足もと増加に転じつつあることから、全体として横ばい圏内で推移している。

鉱工業生産は、足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある。先行きについては、内外需要の動向を反映して、緩やかに増加していくとみられる。

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、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台半ばとなっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的

な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

(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、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4~5%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%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、前回会合以降、米国の利上げ観測の後退や米中通商交渉の進展期待などを背景に、多くの国で株価が上昇したほか、為替市場や債券市場も、総じて落ち着いた動きとなっているとの認識を共有した。もっとも、何人かの委員は、欧州の経済見通しの下振れや中国の弱めの経済指標を受けて、3月入り後、主要国の株価上昇ペースは鈍化し、米欧の長期金利は幾分低下していると指摘した。円の対ドル相場について、複数の委員は、日米金利差の縮小などを円高要因として警戒する声があるが、これまでのところ、市場のリスクセンチメント改善を背景に、円相場は総じて安定した動きを続けているとの認識を示した。この間、ある委員は、最近の日本の株価が海外に比べて伸び悩んでいる背景について、中国関連株の弱さに加え、先行きの円高警戒感も影響している可能性があるとして述べた。多くの委員は、世界経済を巡る不確実性が高いことを踏まえると、先行き、投資家のリスク回避姿勢が強まり、市場が不安定化する可能性にも留意が必要と指摘した。このほか、原油価格について、ある委員は、

昨年急落後、産油国の減産によって幾分上昇しているものの、以前の水準に戻るには暫く時間がかかる可能性がある」と述べた。

海外経済について、委員は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。何人かの委員は、海外経済は、昨年秋頃から不透明感が漂い始めていたが、このところ、中国や欧州で弱めの経済指標がみられるほか、グローバルに情報関連財の生産増加が一服しているなど、成長ペースの鈍化が明らかになってきているとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、米国経済を始め、多くの国で内需が総じて堅調に推移していることを踏まえると、海外経済が、緩やかながら、引き続き成長している姿に変わりはないとの見方を示した。複数の委員は、グローバルPMIの製造業が50に近付いてきている一方、サービス業が高水準を維持していることは、各国における内需の堅調さを裏付けていると付け加えた。海外経済の先行きについて、委員は、先進国・新興国ともに内需が堅調に推移するもとの、総じてみれば緩やかに成長していくとの見方を共有した。多くの委員は、海外経済は、当面、減速の動きが続くものの、その後は、中国の景気刺激策の効果やITサイクルの反転などが期待され、徐々に持ち直していく可能性が高いとの認識を示した。このうちの何人かの委員は、国際会議などでは、世界経済は本年後半にかけて持ち直すとの見方が有力であるが、ITサイクルの動向を始め、この点に関する不確実性は高いと指摘した。このほか、委員は、米中間の貿易摩擦の帰趨や英国のEU離脱交渉の展開、地政学的リスクなどにも引き続き注意が必要であり、海外経済を巡るリスクが、下方に厚い状況が続いているとの認識を共有した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、拡大を維持しているとの認識で一致した。何人かの委員は、良好な雇用・所得環境のもとで、家計部門を中心に景気の拡大が続いており、この冬の寒波や政府機関の一部閉鎖が消費に及ぼす影響も、総じて限定的なものにとどまっているとの見方を示した。これに対し、別の一人の委員は、米国経済は拡大基調を維持しているものの、中国向け輸出の大幅な減少などから、生産や設備投資の伸びが一服している点は気掛かりであると述べた。米国経済の先行きについて、多くの委員は、拡張的な財政政策に支えられ、拡大を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、利上げに対するFRBの慎重な姿勢が、米国経済の成長を下支えするとの認識を示した。一方、複数の委員は、これまで景気を支えてきた拡張的な財政政策の効果は、本年後半頃から次第に剥落してくる可能性があることには注意が必要であると述べた。

欧州経済について、委員は、減速しているとの認識を共有した。何人かの委員は、個人消費は増加基調を維持しているものの、中国経済減速の影響などから輸出や生産の増勢は鈍化していると指摘した。ある委員は、昨年以降、自動車排ガス規制の強化に伴うドイツの生産減少や、イタリアの財政問題など、経済に対する様々な下押し要因が重なってきたが、欧州中央銀行が今年の見通しを大きく引き下げたように、ここに来て欧州経済の減速が明確になっていると述べた。欧州経済の先行きについて、委員は、排ガス規制等の一時的な要因が剥落するもとの、製造業部門の調整が進捗することに伴い、次第に減速した状態から脱していくとの認識で一致した。何人かの委員は、英国のEU離脱交渉の展開など、政治情勢を巡る不透明感の更なる増大が、金融市場の変調や景気の下押しに繋がることはないか、注視していく必要があると述べた。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているが、弱めの動きに拡がりが見られるとの見方で一致した。何人かの委員は、米中貿易摩擦やITセクターの調整が、製造業PMIや輸出入の下押し要因となっているほか、乗用車販売台数など個人消費の一部に弱めの動きが見られると指摘した。中国経済の先行きについて、委員は、今後、米中貿易摩擦や当局の債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、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。多くの委員は、既に進められている当局の景気刺激策の効果が次第に顕在化してくるほか、IT関連需要の持ち直しも期待されるため、年後半にかけて中国経済の成長ペースは回復してくる可能性が高いと述べた。もっとも、何人かの委員は、企業部門が高水準の債務残高を抱える中、景気刺激策を展開することは、当局にとっても難度の高い政策運営であり、その効果が表れる時期や大きさについては、不確実性が高いと指摘した。

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。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、中国経済減速の影響を受けつつも、各国の景気刺激策の効果などを背景に、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。複数の委員は、利上げに対するFRBの慎重な姿勢が、国際資本フローの安定化を通じて、新興国経済を下支えす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、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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。多くの委員は、昨年10～12月の実質GDPは、災害からの復興需要や挽回生産などもあってはっきりとしたプラス成長となったが、年明け後は、海外経済の減速の影響から、輸出や生産などのハードデータに弱めの動きが現われ始めていると指摘した。何人かの委員は、内閣府が発表した1月の景気動向指数が大幅に低下したが、これについては、指数を構成する生産関連の指標が下落したことなどが影響していると述べた。一方で、多くの委員は、設備投資や個人消費など、内需は堅調な動きを続けており、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムに変化は生じていないとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、輸出や生産に弱めの動きがみられるものの、全体としては、「景気は緩やかに拡大している」というこれまでの評価を維持することが適当との認識を共有した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、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支出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。そのうえで、多くの委員は、足もとの輸出・生産の弱さが企業の設備投資計画や雇用・所得環境にどのような影響を与えるかについては、3月短観の結果や支店長会議におけるミクロ情報なども踏まえつつ、しっかり点検していく必要があると述べた。この間、一人の委員は、海外経済の下振れリスクが一部顕在化する中、景気の下方向への局面変化が進みつつあり、海外経済動向や消費税率引き上げの影響次第では、今後、景気後退への動きが強まっていく可能性があるとして指摘した。本年10月に予定されている消費税率の引き上げについて、別のある委員は、海外経済の減速がわが国経済に下押し圧力をかける中、先行きの消費に悪影響を及ぼすリスクがあると指摘した。これに対し、何人かの委員は、消費税率引き上げ時の家計のネット負担額は、2014年の引き上げ時に比べて小幅にとどまるとみられるほか、税率引き上げ前後の需要変動を平準化するための各種施策も、経済への影響を軽減し得るとの認識を示した。一人の委員は、教育無償化政策が消費性向の比較的低い世代への所得還元であることや、税の徴収と各種対策のメリットを享受するタイミングが異なることが、先

行きの消費活動にどのような影響を及ぼすかといった点も、注視していく必要があると指摘した。

輸出の現状について、委員は、足もとでは弱めの動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、中国経済の減速やグローバルなIT関連需要の鈍化などを背景に、1月の実質輸出は大きく減少しており、中でも、中国向けの資本財や情報関連財の落ち込みが目立つと指摘した。先行きの輸出について、委員は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、中国の景気対策の効果や米中貿易摩擦の展開次第では、中国向けの製品・部材の輸出だけでなく、インバウンド観光など、外需の面で様々な分野に影響が及ぶと考えられるため、その動向をよくみていく必要があると述べた。

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。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から、増加するとの認識を共有した。複数の委員は、これまで予算措置に比べて工事が進んでいないとの指摘もあったが、足もと、先行指標である公共工事受注高が大きく増加していることからみても、今後は、補正予算等の執行が進み、公共投資は拡大していくことが見込まれると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が総じて良好な水準を維持するもとで、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、足もと、機械受注や建築着工が弱めの数字となっていることには留意が必要であるが、人手不足などを背景とした設備投資は引き続き堅調であると述べた。先行きの設備投資について、委員は、総じて良好な企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、人手不足を背景とする省力化投資を含め、増加を続けていくとの見方で一致した。複数の委員は、企業収益が頭打ちになる中、先行き、輸出・生産の弱めの動きが長引けば、設備投資にも下押し圧力がかかる可能性があると指摘した。これに対し、ある委員は、一旦能力増強投資を行えば、他の老朽化した工場設備も合わせて更新していく必要があるという企業経営者の声を紹介しつつ、世界経済が多少下振れしたとしても、わが国の設備投資が大きく崩れることはないともみていると述べた。

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りを続けており、雇用者所得も高めの伸び率となっているとの認識を共有した。多くの委員は、失業率が2%台半ばの低水準で推移し、有効求

人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準を維持するなど、労働市場は引き続きタイトな状況であると指摘した。ある委員は、世界経済の減速が日本経済に下押し圧力をかけているが、これまでのところ雇用の伸びは維持されていると付け加えた。別のある委員は、企業収益が頭打ちとなる中で、賃金の拡大ペースが弱まる可能性があるとして指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善を背景に、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。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支えられて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、最近の海外経済の減速が消費者マインド等に及ぼす影響などには注意を要するが、当面、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善や消費税率引き上げ前の需要増加などから、堅調に推移する可能性が高いとの見方を示した。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が減少傾向にある一方、持家と分譲が足もと増加に転じつつあり、全体として横ばい圏内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、足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、資本財や情報関連財を中心とする輸出の減少が、1月の生産を押し下げているが、堅調な内需が生産全体を下支えしていると指摘した。先行きの生産について、多くの委員は、内外需要の動向を反映して、緩やかに増加していくとの見方を示した。

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）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、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。そのうえで、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、内需が堅調を維持し、人手不足も続く中、プラスの需給ギャップを起点として、賃金・物価が緩やかに高まるという基本的なメカニズムは引き続き作動しているとの認識を示した。ある委員は、最近、食料工業製品を中心に値上げの報道が増えてきているほか、宿泊料など振れの大きな項目を除いてみると、サービス価格も比較的しっかりとした動きを続けていると述べた。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。ある委員は、需給ギャップが適度に逼迫するもとの、物価は緩やかにプラス幅の拡大を続けていくとみられるが、賃金の上昇は緩慢であり、原油価格も低迷していることから、「物価安定の目標」の実現には暫く時間がかかるとの見方を示した。複数の委員は、今年の春闘では、大企業のベースアップ率が昨年を幾分下回る水準となるなど、企業の慎重な賃金設定スタンスが窺われると指摘した。これに対し、別の複数の委員は、ベースアップ率は前年に比べて大きく低下してはいないと述べたうえで、今後は、より深刻な人手不足に直面している中小企業の状況も確認できるので、全体として判断していく必要があると指摘した。別のある委員は、物価は、プラスの需給ギャップという上昇圧力と、家計の根強いデフレマインドや生産性上昇などの抑制要因が併存する状況が続いており、先行きを巡る不確実性は高いと指摘した。複数の委員は、輸出や生産の減少が雇用や内需に波及し、物価上昇のモメンタムを弱めることがないか、これまで以上に警戒すべきであるとの認識を示した。

予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。複数の委員は、食料工業製品のように、値上げに向けた取り組みにより、実際に価格引き上げの動きが広がってくれば、企業や家計の予想物価上昇率も上昇していくことが期待されると指摘した。一人の委員は、消費税率引き上げが予想物価上昇率等を通じて経済・物価に与える影響を注視する必要があると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「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関する認識を踏まえ、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、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや、値上げに対する家計の慎重な見方が根強い点は注意

深く点検していく必要があるが、2%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プラスの状態が続くもとで、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、徐々に高まると考えられることを挙げた。

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。大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を粘り強く続け、経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。多くの委員は、物価上昇の原動力であるプラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢をバランスよく踏まえつつ、現在の政策のもとで、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述べた。ある委員は、当面は、景気動向を慎重に見極めつつ、金融機関や市場機能に与える副作用についてこれまで以上に留意して、現行の金融緩和政策を維持する必要があるとの見解を示した。一人の委員は、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、市場の状況に応じて対応できる一定の柔軟性を有しており、市場環境が変化するもとでも、市場機能に与える副作用を軽減しつつ、緩和的な金融環境を維持しやすい政策であると指摘した。この間、ある委員は、現時点では、内外経済の動向についてデータの蓄積を待つ必要があり、現在の政策を継続することが適当であるが、経済・物価を巡る下方リスクが顕在化しているのであれば、政策対応の準備をしておくべきとの認識を示した。また、ある委員は、低下した予想物価上昇率を再び高めることの難しさなどを考慮すれば、経済・物価情勢の局面変化に際しては、先制的に政策対応することが重要であると述べた。これに対し、ある委員は、2%の実現に向けた経済・物価情勢のメインシナリオは現時点で変わっていないとしたうえで、金融政策は、景気指標の短期的な変動に逐一、機械的に対応するものではなく、こうした基調判断に基づいて運営していく必要があるとの認識を示した。別の一人の委員は、需給ギャップのプラス基調に変調がない中であっては、現行の緩和政策を維持し、景気動向を慎重に見守ることが適当であるとの意見を述べた。このほか、一人の委員は、足もとの景気や物価動向を考慮すると、消費税率引き上げが経済・物価を下押しするリスク

は相応にあると述べたうえで、「物価安定の目標」の早期実現が見通せない中にあることは、財政・金融政策がさらに連携して総需要を刺激することが重要であると指摘した。別のある委員は、ここ数年、わが国経済が緩やかな拡大基調を維持できたのは、金融政策と財政政策による景気下支えが機能したことが大きいとしたうえで、今後とも、金融と財政のポリシーミックスというマクロ経済政策運営の枠組みが維持されることが重要であると述べた。

続いて、委員は、金融政策運営上の情報発信のあり方を巡って議論を行った。多くの委員は、世界経済の先行きを巡る不透明感が高まる中、市場参加者は、これまで以上に中央銀行が発するメッセージに敏感になっているため、日本銀行としても、情報発信のあり方には十分な注意を払う必要があるとの認識を共有した。一人の委員は、先行き、物価上昇のモメンタムが失われる懸念が生じれば、断固とした追加緩和を行うことを強調するとともに、一部で指摘されている緩和限界論には明確に反論すべきであると述べた。この点に関連し、一人の委員は、日本銀行は、これまでも、2%に向けたモメンタムを維持するために必要であれば、様々な緩和手段をとり得ることを具体的に示してきており、今後とも、こうした説明を丁寧に行っていくことが重要であると述べた。そのうえで、この委員は、これまでのところ「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されており、市場の思惑に拍車をかけたり、不安定化させないためにも、こうした基本的な判断を中心に据えたコミュニケーションを行っていくことが必要との認識を示した。別のある委員は、強力な金融緩和を息長く続ける姿勢を示すことにより、市場に対して、他の中央銀行と方向性が変わらないことをしっかりと伝えていくことが大事であると述べた。

委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。一人の委員は、これまで社債市場では、国債金利にスプレッドを上乗せして社債金利が決定されてきたが、国債金利がマイナスとなる中、こうしたプライシングが行われず、金利の絶対値が基準となりつつあると指摘した。そのうえで、こうした実質的なゼロ金利制約があるような状況では、追加的に国債金利が低下しても、これまでと比べ、金融緩和効果は限定的となる可能性があるとの指摘した。複数の委員は、低金利環境が長期化するもとで、先行き、地域金融機関を中心に、期間収益や自己資本に対する悪影響が少しずつ顕在化する可能性や、収益を確保するために、過度なリスクをとる動きが広がる可能性に留意する必要があるとの認識を示した。これに対し、ある委員は、長期的に名目金利を上げるには物価上昇率を高めることが必要であり、その

ためには、2%の早期実現が近道であると指摘した。そのうえで、この委員は、デフレから完全脱却する前に金融緩和をやめると、むしろ低金利が続いてしまうと付け加えた。一人の委員は、海外投資家の資金が国債市場に流入し、国債の需給が一段とタイト化していることや、金融機関の国債保有額が資金調達の手当等として最低限必要な水準まで近づいている可能性があることを踏まえれば、国債買入れオペの運営には見直し余地があると述べた。この間、一人の委員は、わが国経済の生産性向上のためには、金融業も含むすべての業種で、生産性の高い企業が新規参入し、低い企業が退出するよう、人材の企業間移動を促し、経済の新陳代謝を高める必要があると述べた。そのうえで、この委員は、長期にわたる金融緩和の圧力が、こうした人材移動を妨げていたわが国労働市場の硬直性を打破しており、これは、金融政策が構造改革を促す一例であると指摘した。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあるとの意見を述べた。別のある委員は、内外経済を巡る不確実性がさらに強まる中、需給ギャップが一本調子で拡大する可能性が低いことなどを踏まえると、現行の政策を粘り強く続けるのではなく、これまでよりも強力な緩和措置が必要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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。②C 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。

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マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に 2 %を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、2019 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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の方針を共有した。

これに対し、ある委員は、政策金利のフォワードガイダンスについて、今後とも、現在のきわめて低い長短金利を維持していくという方針自体は当然のことと考えているが、物価目標との関係がより明確となるガイダンスを導入する方が望ましいと述べた。別の一人の委員は、「物価安定の目標」の早期達成のためには、予想物価上昇率に直接働きかけることが重要であり、そうした観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和を行うことを約束するという、コミットメントの強化策が必要であるとの意見を述べた。

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。

- 先般、平成 30 年度第 2 次補正予算が成立した。防災・減災、国土強靱化や T P P 協定の早期発効といった喫緊の課題に対応するため、本補正予算を迅速に実施していく。
- 平成 31 年度予算については衆議院で可決され、現在、参議院でご審議頂いている。本予算は、消費税の増収分を活用した全世代型社会保障への転換や消費税引き上げに伴う経済的影響の平準化、防災・減災、国土強靱化といった現下の重要課題に対応するものであり、引き続き緊張感を持って、一刻も早い成立に向けて取り組ん

でいく。完全雇用に近い状況の一方で、財政余剰とはほど遠い厳しい財政事情のもとにあるが、財務省としては、経済最優先という大方針のもと、アンテナを高く張って堅実な財政健全化、賢明な財政運営に努めていきたい。

- 日本銀行には、「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。

- 2018年10～12月期のGDP 2次速報は、民需の増加に支えられてプラス成長となったが、中国経済が減速する中で外需寄与度が3四半期連続でマイナスとなったことには注意が必要である。
- 先行きの景気については、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題の動向が世界経済に与える影響や、中国経済の先行き、海外経済の動向とその政策に関する不確実性、金融資本市場の変動の影響等には留意する必要がある。
- 春闘では、6年連続でベアを実施する企業があるほか、人手不足が顕著な運輸業などでは大幅な賃上げを行う企業もあり、海外経済等のリスクがある中、賃上げに取り組む企業の努力がみられる。
- 現在国会で審議されている平成31年度予算および関連法の早期成立に努めているが、消費税率引き上げに伴う対応については、制度の更なる詳細の検討など、政府一体となって万全な対応を取っていく。また、先日発効した日EUのEPAは、TPP11とともに、日本経済の新たな成長エンジンとなることが期待される。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、雨宮委員、若田部委員、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、原田委員からは、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、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、②2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要である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（2019年1月22、23日開催分）が全員一致で承認され、3月20日に公表することとされた。

以 上

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7反対2）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとの、輸出は、足もとでは弱めの動きとなっている。国内需要の面では、企業収益や業況感が総じて良好な水準を維持するもとの、設備投資は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。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある。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、横ばい圏内で推移している。

3. 先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、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支出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、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる^(注2)。
4. リスク要因としては、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた新興国・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。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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^(注3)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

(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) 原田委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要であるとして反対した。

「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」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、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」