

2. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 29 年 4 月 26、27 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017 年 4 月 26 日(14:00～16:09)
4 月 27 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	(〃)
	佐藤健裕	(審議委員)
	木内登英	(〃)
	原田 泰	(〃)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (26 日)
	大塚 拓	財務副大臣 (27 日)
内閣府	羽深 成樹	内閣府審議官 (26 日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (27 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	正木一博
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	二宮拓人
企画局企画役	武藤一郎
企画局企画役	永幡 崇

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月15、16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。この間、年度末におけるレポ市場の国債需給を緩和する観点から、国債供給のための国債売現先オペの実施等の一時的な措置を講じた。

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 $-0.07\sim-0.04\%$ 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）は上昇し、直近では -0.15% 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、企業収益見通しは改善基調を維持しているものの、為替が円高・ドル安方向の動きとなったことを背景に、下落している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国長期金利の低下や、地政学的リスクの強まりが意識されるもとで、円高・ドル安方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場は、円高・ユーロ安方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。

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。輸出は外需の改善などから持ち直しているほか、設備投資で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、コアベースでは前年比 $+1\%$ 台後半、総合ベースでは同 $+2\%$ 程度で推移している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は、持ち直しの動きが続いている。個人消費は、労働市場や消費者コンフィデンスの改善

（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。」

などに支えられ、増加しているほか、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（H I C P）は、コアベースでは前年比ゼロ%台後半、総合ベースでは同+1%台後半で推移している。この間、英国経済は、足もとの物価上昇が個人消費の重石となっているが、総じてみれば回復が続いている。

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。N I E s・A S E A Nでは、輸出がはっきりと持ち直しているほか、景気刺激策の効果から内需が底堅く推移している。ロシア経済は、資源価格の底打ちなどから下げ止まっている。インドでは、高額紙幣の廃止による経済の混乱が一服している。ブラジルでは、内需の持ち直しに向けた動きは停滞しているが、輸出が増加するなど一部に明るい動きがみられる。新興国の物価面をみると、インフレ率は、エネルギー価格の上昇を主因に、多くの国・地域において上昇している。ブラジルやロシアのインフレ率は、既往の通貨安の一服などから低下する方向にある。

海外の金融市場をみると、米国では、積極的な経済政策運営に対する期待がやや後退したことや、地政学的リスクの強まりが意識されたことなどもあって、長期金利が低下した。新興国では、投資資金の流入を背景に、通貨が上昇したほか、株価は高値圏で推移した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつある。

輸出は、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にある。グローバルな製造業サイクルの好転や、新興国における在庫・設備調整の進捗などを背景に、情報関連や資本財を中心に、増勢が明確となっている。先行きの輸出は、グローバルな製造業の生産・貿易活動の改善が明確となる中で、当面、しっかりとした増加を続ける可能性が高い。その後も、情報関連の反動などによる振れを伴いつつも、海外経済の成長率が高まるもとの、緩やかな増加を続けるとみられる。

公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、経済対策の効果が徐々に本格化するもとの、当面、緩やかに増加するとみられる。その後は、経済対策の押し上げ効果が減衰するものの、オリンピック関連工事が下支えとなり、高水準で横ばい圏内の動きが続くとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善する

中で、緩やかな増加基調にある。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、月々の振れは大きいものの、緩やかな増加基調を維持している。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、緩やかな増加を続けるとみられる。ただし、今回の展望レポートにおける見通し期間の終盤には、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上昇傾向を辿っているほか、失業率も振れを伴いつつ緩やかな低下傾向を続けており、足もとでは2%台後半となっている。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、月々の振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を辿っている。先行きの個人消費は、雇用者所得の着実な増加とこれまで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、横ばい圏内の動きとなっている。

鉱工業生産は、内外需要の増加に加え、資本財や生産財を中心とする在庫調整の進捗を反映して、増加基調にある。先行きの鉱工業生産は、グローバルな製造業の生産・貿易活動の改善の好影響を受けながら、当面は、しっかりとした増加を続ける可能性が高い。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、このところ小幅のプラスで一進一退の動きを続けている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して、0%程度から小幅のプラスに転じていくとみられる。

（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プラス幅が緩やかに拡大しており、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、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2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、4%台前半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、米国新政権の積極的な経済政策運営に対する期待がやや後退したことに加え、欧州の政治情勢や地政学的リスクの強まりが意識されるもとで、昨年秋以降の株高・金利上昇の動きが一服しているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、国際金融市場は、当面、海外の政治情勢に影響される可能性が高く、その動向には十分な注意が必要であるとの認識を共有した。

海外経済について、委員は、先進国で着実な回復が続くとともに、アジア新興国でも輸出・生産面を中心に回復の動きが広がってきており、全体として成長のモメンタムが一段と強まっ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、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、世界的に鉱業部門の投資に動意がみられるなど、原油をはじめとする資源価格が底堅く推移していることが海外経済に好影響を及ぼしているとの認識を示した。海外経済の先行きについて、委員は、先進国が着実な成長を続けるとともに、新興国の回復も先進国からの好影響の波及や政策効果によって次第にしっかりとしたものになっていくことから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、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との認識で一致した。複数の委員は、本年入り後の個人消費関連指標が鈍化したことを指摘したうえで、こうした動きは、基本的には、天候不順などの一時的な要因によるものとみられると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として、民間需要を中心に成長が続くとの見方

を共有した。

欧州経済について、委員は、緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、英国のEU離脱交渉の帰趨をはじめとする政治情勢や金融セクターを含む債務問題を巡る不透明感が経済活動の重石となるものの、緩和的な金融環境のもとで、家計部門が牽引するかたちで、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、先行きの政治イベントを無事通過すれば、今年の後半以降、回復のモメンタムが強まる可能性もあると指摘した。

新興国経済について、委員は、一部の国は減速した状態にあるが、全体として持ち直しの動きが続い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、輸出が情報関連を中心に持ち直すとともに、個人消費が基調として底堅く推移するもとで、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、個人消費について、減税縮小後の反動減がみられる自動車以外は堅調さを維持していると指摘した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出がはっきりと持ち直しているほか、景気刺激策の効果から内需が底堅く推移しているとの見方で一致した。何人かの委員は、これらの地域には、欧米に加え、中国の輸入が回復していることの好影響が波及していると指摘した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の景気回復の波及や財政・金融面からの景気刺激策の効果などから、成長率は徐々に高ま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。

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているとの見方を共有した。一人の委員は、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が増加するもとで、民間銀行貸出残高の前年比が3%程度まで緩やかにプラス幅を拡大していることを指摘し、緩和的な金融環境が企業活動をしっかりとサポートし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、輸出・生産を起点とする前向きの循環が強まる中、労働需給は着実に引き締まり、経済活動の水準を表す需給ギャップのプラス基調が定着しつつあるとの認識を共

有した。そのうえで、委員は、現状判断を、「緩やかな回復基調を続けている」から、「緩やかな拡大に転じつつある」へと一歩進めることで一致した。

輸出について、委員は、前回会合以降、アジア新興国からの情報関連や資本財の需要増加などを背景に、増勢が一段と明確になっているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、輸出は、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にあるとの見方で一致した。先行きの輸出について、委員は、当面、グローバルな製造業の生産・貿易活動の改善が明確となる中でしっかりと増加が続き、その後も、情報関連の反動などによる振れを伴いつつも、基調としては、海外経済の成長率が高まるもとの、緩やかな増加を続けていくとの見方で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。複数の委員は、3月短観において、幅広い業種で業況感が改善し、設備投資計画も総じてしっかりと内容になったことを指摘し、外需を起点とした企業部門の前向きの循環は徐々に強まってきているとの認識を示した。先行きの設備投資について、委員は、緩やか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る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、今春の賃金改定交渉では、多くの企業で4年連続となるベースアップが実現し、その水準も概ね昨年並みと見込まれると述べた。このうち一人の委員は、特に人手不足感が強い中小企業において、引き上げ率が大企業を明確に上回るなど、賃上げの動きに拡がりがみられていると付け加えた。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の、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。

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、底堅く推移しているとの認識を共有した。一人の委員は、消費活動指数は、雇用者所得の増加との対比で見れば伸び悩む状態が続いてきたが、昨年半ば以降上昇に転じ、このところ雇用者所得に見合うかたちで伸びが高まってきていると指摘した。別のある委員は、幅広い地域や企業規模、業種で労働需給の引き締まりがみられていることが、消費マインドの好転を支え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、雇用者所得の着実な増加とこれまでの株価上昇に

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を共有した。この間、一人の委員は、2000年代半の景気拡大局面に比べると、現在は高齢化が進んでいるため、年金受給者の増加や現役世代の社会保障費の負担増が重石となって、消費への波及が進みにくくなっている可能性があること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、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、グローバルな製造業や貿易面の緩やかな改善が続くもとで、増加のモメンタムが明確に強まっているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、鉱工業生産は、内外需要の増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、増加基調にあるとの見方で一致した。ある委員は、中国経済の安定した成長、世界的な情報関連需要の強さ、アジアにおける在庫調整の進捗が、わが国を含めたグローバルな製造業の生産活動の活発化を支えているとの認識を示した。先行きの鉱工業生産について、委員は、グローバルな製造業の生産・貿易活動の改善の好影響を受けながら、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。一人の委員は、鉱工業指数統計の予測指数や企業からのヒアリング情報などを踏まえると、生産の回復は持続する可能性が高いと述べた。

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%程度となっているとの認識を共有した。また、委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、小幅のプラスで一進一退の動きとなっているとの見方で一致した。ごく最近の消費者物価の伸び悩みについて、何人かの委員は、携帯電話市場の競争激化を背景に、携帯電話機やその通信料が下落していることが大きく影響していると指摘した。委員は、こうした特定のセクターにおける一時的な動きは、基調的な物価の動向とは区別して考える必要があるとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、こうした要因を除いても、景気がしっかりと改善し、労働需給が引き締まりを続けていることとの対比で見れば、賃金や物価の改善はやや鈍いとの見方を示した。この間、予想物価上昇率について、委員は、現実の物価上昇率が昨年未まで小幅のマイナスで推移してきたことから、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、弱含みの局面が続いているとの認識を共有した。

2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、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、国内需要が増加基調を辿るとの認識を共有した。また、委員は、輸出も、海外経済が緩やかに成長率を高めていくため、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、内需の減速を主因に、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くとの認識を共有した。そのうえで、大方の委員は、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示した。これらの委員は、2017年1月の展望レポートでの見通しと比べると、2018年度までの成長率は、概ね不変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、オリンピック関連需要の本格化などを受けて、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、雇用者所得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年度にかけて増加し、その後は高めの水準で推移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見方で一致した。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实体经济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、まだ2年半も先のことであり、現時点ではかなりの幅をもってしておく必要があるとの認識を共有した。

委員は、实体经济から物価面への波及について議論した。現状、労働需給の引き締めりとの対比でみて、賃金や物価の改善がやや鈍いとみられることについて、何人かの委員は、企業が人手不足に直面するもとで、賃金を引き上げて労働力を確保し、これに伴うコストの増加を価格に転嫁するのではなく、営業時間の短縮や提供するサービスの見直しなどによって対応する動きがみられていることを指摘した。これらの委員は、その背景として、人々の間にデフレマインドが根強く残っており、企業が価格引き上げに動きにくい状況があると述べた。複数の委員は、正社員の賃金の伸びが鈍いことを指摘したうえで、その背景には、労使間の賃金交渉において、前年度の物価上昇率の実績

を基準とする慣行や、正社員の雇用の流動性が低いため、労働需給の引き締まりが人材獲得競争を通じて賃金上昇に結び付くメカニズムが弱いことなどがあると指摘した。

そのうえで、多くの委員は、先行き、労働需給の引き締まりが一段と強まるもとの、賃金と物価への波及が進んでいくとの認識を示した。複数の委員は、労働需給が引き締まりを続けるもとの、パート労働者の賃金が前年比2%台の高めの伸びとなり、今春の賃金改定交渉において中小企業でのベースアップ率が大企業を上回る見込みにあるなど、変化は既に現れてきていると指摘した。別のある委員は、就業者の過半が中小企業で働いていることを踏まえれば、賃金上昇を実感できる世帯は着実に拡がりつつあると考えられ、これは予想物価上昇率を高めていくうえできわめて重要な動きであるとの認識を示した。

物価情勢の先行きについて、大方の委員は、消費者物価の前年比は、①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、②2%程度に達する時期は、見通し期間の中盤である2018年度頃になる可能性が高い、③その後は、2%程度で安定的に推移していく、との見方を共有した。これらの委員は、2017年1月の展望レポートでの見通しと比べると、2018年度までの物価上昇率の見通しは、概ね不変との見方で一致した。この間、複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの見解を示した。

委員は、物価見通しの背景となる中長期的な予想物価上昇率と需給ギャップについて議論した。まず、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、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する中で、エネルギー価格の動向などを映じて、現実の物価上昇率は高まっていくと予想されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向を辿り、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。

次に、需給ギャップについて、大方の委員は、輸出・生産の増加に伴う設備稼働率の改善に加え、経済対策の効果の顕在化もあって労働需給の引き締まりがさらに強まることから、需給ギャップはプラス幅を拡大していき、そうしたもとの、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていくという好循環が作用していくとの認識を共有した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見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。

物価に固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②需給ギャップ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。

そのうえで、委員は、海外経済の動向や中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、わが国の経済・物価については下振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。特に、中長期的な予想物価上昇率の動向について、委員は、実際の物価上昇率がこのところ幾分弱めの動きとなっていることを踏まえると、「適合的な期待形成」を通じた予想物価上昇率の押し上げの力には不確実性があり、企業の価格・賃金設定スタンスが想定よりも慎重なものにとどまるリスクがあるとの見方で一致した。

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、物価動向について、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が、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要があるとの見方で一致した。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、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を推進していくことが適切であ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整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの見方を共有した。一人の委員は、昨年秋以降世界的に長期金利が上昇した局面においても、わが国の長期金利は低位で安定的に推移したことにみられるように、イールドカーブ・コントロールの有効性は明確となっており、先行きもしっかりと効果を発揮していくとの見方を示した。国債買入れについて、委員は、現行の政策枠組みのもとでは、長期金利の操作目標を実現するように国債買入れを運営しており、買入れ額は、金融市場の状況に応じて、あ

る程度の幅をもって変動することを改めて確認した。そのうえで、委員は、金融市場調節方針との関係で問題は生じていない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、多くの委員は、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。」

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、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。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する、③今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

これに対し、複数の委員が異なる見解を述べた。このうち一人の委員は、資産買入れ額を金融政策の操作目標とし、その段階的引き下げを確実に図ることで、資産買入れの持続性と市場の安定性を高め、既往の緩和効果を確保していくべきであると主張した。この委員は、国債市場の需給について、先行き、民間保有国債の削減余地が縮小するというストックの観点に加え、政府の国債発行額が減少するといったフローの観点からも、需給逼迫傾向が進みやすいと指摘したうえで、現時点で国債買入れペースをさらに縮小しないと、来年にかけて、国債買入れの持続性・安定性が確保できないとの認識を示した。

また、別の一人の委員は、現在の金融市場調節方針について、期間

10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすため、反対であると述べた。そのうえで、この委員は、現在の経済・物価情勢を踏まえると、市場に先んじて日本銀行主導で長期金利操作目標を引き上げる必要はなく、将来、物価の基調に関する見通しを市場参加者と日本銀行が共有する中で、市場動向を追認する形で目標を引き上げる姿が理想であるとの認識を示した。この委員は、長期国債買入れの金額については、減額できるときに減額し、先行きのリスクの顕現に備えつつ柔軟に運営していくことが適当であると付け加えた。

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29年度予算が3月27日に成立した。成長と分配の好循環を強化し、経済の好循環を確かなものとするため、本予算の円滑かつ着実な実施に取り組んでいく。
- 4月18日の日米経済対話では、貿易および投資のルールと課題に関する共通戦略、経済および構造政策分野での協力、分野別協力、の3本柱で議論を進めていくことで一致した。このうち経済および構造政策分野での協力の柱については、G7による3本の矢のアプローチ、すなわち、相互補完的な財政、金融および構造政策の積極的活用等について取り上げることとしている。
- 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、一部に改善の遅れもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やか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デフレーター等各種物価指標を総合的にみることが重要である。
- 働き方改革については、3月28日に働き方改革実行計画を決定した。今後、政府は、実行計画の内容に従って、早期に法案を国会に提出し、法案の成立に全力を傾注する。また、経済財政諮問会議では、骨太方針2017に向けた議論を開始した。人材

への投資による生産性向上を中心課題に据える方向で議論を深めていく。平成 28 年度第 2 次補正予算を含む「未来への投資を実現する経済対策」について、公共工事も含めた進捗状況を精査し、必要に応じて、対応策を検討したい。今年の春季労使交渉では、多くの企業で 4 年連続となるベースアップが実施される見込みである。幅広い賃金の上昇が実現することを期待する。

- 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」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。また、金融政策運営の状況や物価の見通し等を引き続き十分説明頂きたい。

V. 採決

1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、短期政策金利を-0.1%、10 年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間 10 年までの金利をマイナス圏

で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は+0.1%が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。

2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、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、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。

3. 資産買入れ方針（木内委員案）

木内委員から、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、次回金融政策決定会合までの資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約45兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

4. 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、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。

これに対し、佐藤委員からは、①物価見通しについて、「2%程度に達する時期は、見通し期間の中盤（2018年度頃）になる可能性が高い。その後は、2%程度で安定的に推移していくものと見込まれる」を「2%程度を見通せる時期は、見通し期間の中盤（2018年度頃）になる可能性が高い」に変更すること、②先行きの金融政策運営について、「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。」を削除すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：佐藤委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、木内委員、原田委員、
布野委員、櫻井委員、政井委員

木内委員からは、①経済見通しについて、「2018年度までの期間を中心に、景気の拡大が続くとみられる」とすること、②物価見通しについて、「しばらくの間は、かなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる」とすること、③中長期的な予想物価上昇率の見通しについて、「先行き安定的に推移するものとみられる」とすること、④マクロ的な需給ギャップの見通しについて、「概ね中立的な水準を維持し

ていくと見込まれる」とすること、⑤先行きの金融政策運営について、「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」、すなわち、最も蓋然性が高いと判断される見通しと中長期的観点から重視すべきリスクの点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ短期金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

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

採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、4月28日に公表することとされた。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年3月15、16日開催分）が全員一致で承認され、5月2日に公表することとされた。

以 上

2017年4月27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。

(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。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（賛成7 反対2）^(注2)

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

^(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、短期政策金利を▲0.1%、10年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は+0.1%が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。

^(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。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀

行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。なお、木内委員より、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、長期国債保有残高が年間約 45 兆円、ETFが約 1 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

(29年6月15、16日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017年6月15日(14:00～15:59)
6月16日(9:00～11:47)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (15日)
	大塚 拓	財務副大臣 (16日)
内閣府	羽深 成樹	内閣府審議官 (15日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (16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	正木一博
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	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

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（4月26、27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 $-0.08\sim-0.03\%$ 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）は緩やかに上昇し、直近では -0.1% 程度となっている。

株価（日経平均株価）は、米欧株価の上昇や好調な企業決算を背景に上昇し、一時、2015年12月以来となる2万円台を回復した。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国長期金利が低下したことを受けて、幾分円高・ドル安方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場は、小幅の円安・ユーロ高となった。

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。輸出は外需の改善などから基調として持ち直しているほか、設備投資で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、コアベースでは前年比 $+1\%$ 台半ば、総合ベースでは同 $+1\%$ 台後半で推移している。

欧州経済は、緩やかながら着実な回復を続けている。輸出は、持ち直しの動きが続いている。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、増加しているほか、設備投資も回復している。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、コアベースでは前年比 $+1\%$ 前後、総合ベースでは同 $+1\%$ 台半ばで推移している。

（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。」

この間、英国経済は、足もとの物価上昇が個人消費の重石となっているが、総じてみれば回復が続いている。

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。N I E s ・ A S E A N では、輸出は基調として持ち直しているほか、景気刺激策の効果や企業・家計のマインド改善から消費が底堅さを増しており、設備投資にも持ち直しの動きがみられる。ロシア経済は、資源価格の底打ちや既往の金融緩和などから持ち直している。インドでは、高額紙幣の廃止による経済の混乱が一服し、景気は回復に向かっている。ブラジルでは、輸出・生産面に持ち直しに向けた動きがみられる。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において横ばい圏内で推移している。ロシアやブラジルのインフレ率は、既往の通貨安の一服などから低下している。

海外の金融市場をみると、米国では、6月にF R B が政策金利の引き上げを行ったが、政治情勢を巡る不透明感や、雇用統計や物価指標が市場予想を下回ったことなどを受けて、長期金利は低下した。この間、好調な企業決算などを背景に、米国の株価は史上最高値を更新した。新興国では、投資資金の流入が続く中、通貨や株価は総じて堅調に推移した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつある。

輸出は、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にある。グローバルな製造業サイクルの好転や、新興国における在庫・設備調整の進捗などを背景に、情報関連や資本財を中心に、増勢が明確となっている。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、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、2016年度第2次補正予算の執行が進捗するもとの、災害復旧関連工事や各種インフラ整備を中心に、緩やかな増加に転じていくとみられる。

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。法人企業統計で売上高経常利益率をみると、新興国経済が持ち直す中、昨年末以降の円安傾向にも支えられて、このところはっきりと改善しており、1～3月は2期連続で既往最高水準を更新している。こうした中、1～3月のG D P ベースの実質設備投資（2次速報値）は、前

期比+0.6%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、月々の振れは大きいものの、増加基調を維持している。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩やかな金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、緩やかな増加を続けるとみられる。

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、失業率も緩やかな低下傾向を続けており、足もとでは2%台後半となっている。

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、1～3月は前期比でみて4四半期連続で増加したあと、4月も1～3月対比で伸びを高めながら増加を続けている。先行きの個人消費は、雇用者所得の着実な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。先行きの鉱工業生産は、グローバルな製造業の生産・貿易活動の改善の好影響を受けながら、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、上昇ペースが鈍化している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、0%程度ないし小幅のプラスで一進一退の動きを続けている。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、小幅のプラスに転じたあと、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとみられる。

（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プラス幅が緩やかに拡大しており、3%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2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、4%程度の伸びとなっている。

(3) 貸出支援基金の実行状況

6月上旬実行の「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分の新規貸付は8,622億円となり、今回の貸付実行後の残高は68,121億円となっている。このほか、ABL等特則分の残高は595億円、小口特則分の残高は146.59億円、米ドル特則分の残高は233.2億米ドルとなっている。

また、6月20日実行予定の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は26,427億円であり、今回の貸付実行後の残高は375,194億円となる見込み。

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、6月にFRBが政策金利の引き上げを行ったが、米国の経済政策運営に対する期待の後退や、一部の物価指標が市場予想を下回ったことなどを背景に、米国や欧州の長期金利は低下したとの認識を共有した。また、委員は、金利が低下する中、フランス大統領選挙の結果などを受けた欧州の政治情勢を巡る不透明感の後退や、堅調な企業決算などを受けて、米国や欧州の株価は堅調に推移したとの認識を共有した。ある委員は、堅調な株価と長期金利の低位安定が併存している背景には、世界経済の成長モメンタムが強まる一方、インフレ圧力の高まりがみられない中で緩和的な金融環境が継続するとの期待があるとの見方を述べた。多くの委員は、米国の経済政策運営や地政学的リスクなど海外情勢を巡るリスク要因が引き続き残存していることも踏まえると、国際金融市場の展開には今後も注視が必要であるとの見方を示した。

海外経済について、委員は、米国や欧州では、雇用・所得環境の改善を背景に家計支出を中心とした緩やかな成長が続いており、企業部門についても、グローバルな製造業サイクルの改善を背景に、生産や

設備投資が徐々に持ち直すなど、前向きの動きが拡がりつつあるとの認識を共有した。また、新興国経済について、委員は、これまで回復が遅れていたロシアやブラジルなどでも前向きの循環がみられ始めているとの見方を共有した。そのうえで、委員は、海外経済の基調に関する判断を幾分引き上げ、「総じてみれば緩やかな成長が続いている」とすることで一致した。海外経済の先行きについて、委員は、先進国が着実な成長を続けるとともに、新興国の回復も先進国からの好影響の波及や政策効果によって次第にしっかりとしたものになっていくことから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、雇用者数が均してみれば10万人台半ばの増加を続けるなど、雇用・所得環境が着実に改善する中で、家計支出を中心に、しっかりとした回復が続けているとの認識で一致した。ある委員は、個人消費関連指標は4月入り後に総じて反発していると指摘したうえで、1～3月にみられた個人消費関連指標の減速は、天候不順などの一時的要因によるものであったとの見方を述べた。米国経済の先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として、民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。ただし、複数の委員は、自動車販売台数が昨年後半を頂点に減少傾向にあることなどを指摘したうえで、先行きの消費動向が注目されると述べた。

欧州経済について、委員は、緩やかながら着実な回復が続けているとの認識を共有した。一人の委員は、イタリアやスペインでは不良債権問題への対応が進展してきており、欧州における金融セクターを巡る不確実性の後退は、欧州経済にプラスの影響をもたらす可能性があるとして述べた。先行きについて、委員は、英国のEU離脱交渉の展開をはじめとする政治情勢や金融セクターを含む債務問題を巡る不透明感が経済活動の重石となるものの、緩和的な金融環境のもとで、家計部門が牽引するかたちで、緩やかな回復が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、大方の委員は、輸出がはっきりと持ち直し、個人消費が良好な雇用・所得環境を背景に底堅く推移する中、総じて安定した成長が続けているとの見方を共有した。ある委員は、中国経済は堅調であり、これまでのところ不動産や金融面のリスクの顕在化もみられていないと付け加えた。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出や設備投資が持ち直しているほか、景気刺激策の効果や企業・家計のマインド改善から消費が底堅さを増しているとの見方で一致した。ある委員は、タイやマレーシアなど輸出依

存度が高い国において成長の加速が確認されると指摘し、こうした動きはグローバルな製造業の生産・貿易活動の改善を裏付けるものであると述べた。また、委員は、これまで回復が遅れていたロシアやブラジルの経済についても、インフレ率の低下や金融緩和、外需の好調などに支えられて、前向きの循環がみられ始めているとの認識で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の景気回復の波及や財政・金融面からの景気刺激策の効果などから、成長率は徐々に高ま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見方を共有した。

海外経済を巡るリスクについて、委員は、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、引き続き不確実性が高い状況にあるとの認識を共有した。多くの委員は、米国の財政政策について、その具体的内容や実施時期に関する不透明感が高まっているとの見方を示した。また、何人かの委員は、今後のFRBの利上げペースが、資本フローの変化などを通じて世界経済に与える影響に留意する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、海外経済が総じてみれば緩やかな成長を続けるもとの、輸出が増加基調にあるほか、企業収益が過去最高水準を更新する中、設備投資は緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。また、個人消費について、委員は、雇用・所得環境が着実に改善する中で、底堅さを増しているとの見方で一致した。委員は、1～3月の実質GDP成長率が5四半期連続で増加したことにもみられるように、わが国の経済は概ね想定どおりの展開を辿っており、景気全体については、「緩やかな拡大に転じつつある」との判断を維持することが適当との認識で一致した。そのうえで、委員は、景気判断をさらに一歩進めるには、もう少し各種の経済指標を見極めつつ、需給ギャップのプラス基調の定着を確認する必要があるとの見方を共有した。景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向き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、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にあるとの認識で一致した。何人かの委員は、輸出は1～3月まで4

四半期連続で増加した後、4月は1～3月対比で減少したが、その主因は船待ちによる自動車輸出の後ずれなどであり、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指摘した。先行きの輸出について、委員は、当面、グローバルな製造業の生産・貿易活動の改善が明確となる中でしっかりと増加が続き、その後も、海外経済の成長率が高まるもとの見方で一致した。

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で一致した。複数の委員は、労働需給のタイト化を背景に、省力化・効率化投資を積極的に行う動きもみられると付け加えた。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る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、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。この点に関し、何人かの委員は、労働需給の引き締まりが一段と明確になるもとの、労働需給の状況に感応的なパートの賃金が足もと2%台後半の高めの伸びとなっていると指摘した。複数の委員は、今年の賃金改定交渉では、中小企業におけるベースアップの上昇率が大企業を上回るなど、賃上げの動きに拡がりが見られると付け加えた。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、労働需給の引き締まりにより、企業において人材を確保するために、正社員の賃金を引き上げる動きや、IT投資や働き方改革を通じて労働生産性を引き上げる動きが進むと述べた。そのうえで、この委員は、労働生産性の上昇は、長い目でみれば、賃金の引き上げ余力の拡大につながるとの見方を示した。一人の委員は、日本の企業は固定費の上昇につながる所定内給与の引き上げに慎重になっていることから、これを変えるためには、成長期待を高める構造政策が重要であるとの見方を述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が着実に改善する中、改善を示唆する指標が多くみられており、個人消費の現状判断を、これまでの「底堅く推移している」から、「底堅さを増している」へと進めることが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、日本銀行が各種の販売・供給統計を合成して作成している消費活動指数は、昨年半ば以降、増加を続けており、足もとも伸びを高めていると指摘した。この点に関し、一人の委員は、雇用・所得環境が着実に改善

し、耐久財の買い替え需要が下支えに作用するもとで、足もとでは大型経済対策の家計支援策の効果が現われ始めていると付け加えた。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の着実な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。

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、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%程度となっており、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、0%程度ないし小幅のプラスで一進一退の動きを続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、企業収益や需給ギャップの改善との対比でみて、物価の上昇率がなかなか高まらないと指摘した。その背景について、複数の委員は、多くの企業において、提供するサービスの見直しや省力化投資により労働生産性を引き上げ、賃金の上昇圧力を吸収しようとする動きがみられていると指摘した。また、何人かの委員は、人々の間にデフレマインドが根強く残っているため、企業は、総じて慎重な価格設定スタンスを維持しているとの見方を示した。

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、小幅のプラスに転じたあと、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。何人かの委員は、賃金の上昇圧力が着実に高まっていることや、個人消費が底堅さを増していることを踏まえれば、企業の価格設定スタンスも次第に積極化していくとの見方を示した。この点に関連し、何人かの委員は、労働需給が一段と引き締まっていくことを踏まえると、サービスの見直しなどによるコストの吸収にも自ずと限界があるため、これを価格に転嫁していく動きが出てくると述べた。こうした見方に対し、一人の委員は、サービス削減による生産性上昇余地は大きく、労働需給の引き締まりが、賃金や物価の上昇に波及していくには、相当距離があると述べた。なお、別の一人の委員は、労働生産性の向上は、長い目でみれば、経済全体の潜在成長率を高め、いずれ実質賃金の上昇や雇用者所得の増加をもたらす、需要面から物価上昇圧力につながっていくと

指摘した。

この間、予想物価上昇率について、委員は、現実の物価上昇率がこのところ幾分弱めの動きとなっていることなどから、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、弱含みの局面が続いているとの認識を共有した。ある委員は、最近の予想物価上昇率に関するアンケート調査などをみると、一頃に比べ上昇を示す動きもみられると指摘した。

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との見方を共有した。一人の委員は、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要の増加を背景に、民間銀行の貸出残高の前年比プラス幅が足もと3%台前半まで伸びを高めていると述べ、緩和的な金融環境が企業活動をしっかりとサポートしているとの見方を示した。

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、物価動向について、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が、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要があるとの見方で一致した。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、これをできるだけ早期に実現するためには、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を推進していくことが適切であるとの認識を共有した。複数の委員は、現在の金融政策を維持することによって、需給ギャップの一層の改善と失業率の一層の低下および有効求人倍率の上昇を促し続けることが、2%の「物価安定の目標」を達成するうえで最も有効であると述べた。また、多くの委員は、労働需給の引き締まりが賃金の上昇をもたらし、これが物価上昇につながるというメカニズムは引き続き作用しているとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、現在の強力な緩和を粘り強く推進することで、経済・物価の改善をサポートしていくことが適当であると指摘した。

この間、大方の委員は、「2%」の「物価安定の目標」を実現することが、わが国経済にとってきわめて重要であるとの認識を改めて共

有した。一人の委員は、その理由として、第1に、消費者物価指数には統計の性質上、上方バイアスがあること、第2に、景気が悪化した場合の金融政策の対応力を確保しておくための「のりしろ」を確保する必要があることを指摘した。そのうえで、海外の主要な先進国をみても、消費者物価上昇率で2%を目標とすることがグローバル・スタンダードとなっており、関係国が同じ物価上昇率を目指すことは、長い目で見た為替レートの安定にも資すると考えられると述べた。これに対して、一人の委員は、2%の「物価安定の目標」は金融政策の自由度を奪っていると指摘したうえで、これを中長期の目標へと柔軟化しつつ、金融政策の正常化に向けた道筋として、将来の政策金利引き上げに関わる経済条件を示していくことが適当であると述べた。

委員は、最近、金融政策のいわゆる出口について関心が高まっている状況について議論を行った。ある委員は、こうした状況の背景には、景気の改善が一段と明確になっていることがあると指摘した。何人かの委員は、金融政策運営の考え方については、日本銀行の財務面に及ぼす影響も含め、しっかりと説明し理解を得ていくことは重要であると述べた。そのうえで、これらの委員は、出口の具体的な進め方や、財務面の影響については、その時々¹の経済・物価情勢や金融市場の状況などによって変わり得ると指摘した。複数の委員は、2%の「物価安定の目標」の達成までなお距離がある中、あまり早い段階で不確実な情報を提供することは、却って市場に混乱を招く恐れがあるため、現段階では、内部でしっかりと調査や分析を進めておくことが重要であると述べた。また、一人の委員は、自らの物価見通しのもとでは、2%の達成まで相当な距離があり、具体的な出口の時期を見通せないことが問題であると述べた。そのうえで、この委員は、出口政策について事前に開示しても、FRBのように、実際の政策の順序が過去の説明と異なることもあり得るため、市場とのコミュニケーションについては、周到な準備と丁寧な説明が必要であると述べた。

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整合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの見方を共有した。国債買入れについて、委員は、現行の政策枠組みのもとでは、長期金利の操作目標を実現するように国債買入れを運営しており、買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅をもって変動することを改めて確認した。そのうえで、委員は、金融市場調節方針との関係で問題は生じていない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、多くの委員は、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。」

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、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。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する、③今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

これに対し、複数の委員が異なる見解を述べた。このうち一人の委員は、資産買入れ額を金融政策の操作目標とし、その段階的引き下げを確実に図ることで、資産買入れの持続性と市場の安定性を高め、既往の緩和効果を確保していくべきであると主張した。この委員は、長期国債の買入れペースは、年間約80兆円のめどを下回る月が殆どであるが、現状程度の買入れペースでは、来年にかけて、国債買入れの困難度合いが強まる事態を回避できないとの認識を示した。

また、別の一人の委員は、現在の金融市場調節方針について、期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすため、反対であると述べた。また、この委員は、長期国債買入れの金額については、減額できるときに減額するのが適当であるとしたうえで、理論的には、買入れの進展とともにストック効果が働くため、より少ない国債買入れで10年金利を制御しやすくなるとの見解を示した。

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。

- 6月9日に「経済財政運営と改革の基本方針 2017」が閣議決定され、従来に引き続き、GDP 600兆円経済の実現と、2020年度の財政健全化目標の達成の双方の実現を目指す旨が盛り込まれた。夏以降、本方針に基づいて来年度予算編成を進めていくこととなるが、平成30年度予算編成は、「経済・財政再生計画」の「集中改革期間」の最終年度である。引き続き、経済再生を進めるとともに、歳出・歳入改革を着実に推進し、めりはりのついた予算としたいと考えている。
- 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。

- わが国の景気は一部に改善の遅れもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。6月8日に公表した2017年1～3月期のGDP 2次速報では、実質成長率は5四半期連続のプラス成長となり、前期比+0.3%、年率換算で+1.0%となった。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。
- 6月9日に「経済財政運営と改革の基本方針 2017」および「未来投資戦略 2017」が閣議決定された。成長と分配の好循環を拡大していくために、働き方改革の実行に加えて、人材への投資を通じた生産性の向上に取り組んでいく。また、イノベーションをあらゆる産業や日常生活に取り入れて社会課題を解決する Society 5.0の実現に向けて取り組んでいく。併せて、同日に「規制改革実施計画」および「まち・ひと・しごと創生基本方針 2017」を閣議決定した。
- 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。

V. 採決

1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、短期政策金利を -0.1% 、10年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は $+0.1\%$ が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。

2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、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、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、約 6 兆円の E T F 買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。

3. 資産買入れ方針（木内委員案）

木内委員から、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、次回金融政策決定会合までの資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約 45 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。買入れの平均残存期間は 7 年程度とする。② E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。」、との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

VI. 対外公表文（「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、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の 2 つの議案が採決に付されることとなった。この間、佐藤委員からは、マネタリーベースの拡大に関するオーバーシュート型コミットメントについて、現実的な目標設定でなく効果も期待できないなどとの反対意見が表明された。

1. 木内委員案

木内委員からは、①物価見通しについて、「しばらくの間は、かなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる。」とすること、②先行きの金融政策運営について、「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」、すなわち、最も蓋然性が高いと判断される見通しと中長期的観点から重視すべきリスクの点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ短期金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

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4月26、27日開催分）が全員一致で承認され、6月21日に公表することとされた。

VIII. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2018年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、公表することとされた。

以 上

2017年6月16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。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（賛成7反対2）^(注2)

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、緩やかな拡大に転じつつある。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。この間、住宅投資と公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

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大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとの増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、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^(注3)。
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^(注4)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、短期政策金利を▲0.1%、10年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は+0.1%が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。

(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。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。なお、木内委員より、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、長期国債保有残高が年間約45兆円、ETFが約1兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

(注3) 木内委員より、消費者物価の前年比は、しばらくの間は、かなり緩やかに上昇率を高めていくとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員）。

(注4) 佐藤委員は、マネタリーベースの拡大方針について、現実的な目標設定でなく効果も期待できないなどとして反対した。なお、木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、資産買入れ策と実質的なゼロ短期金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続するなどの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員）。

(29年7月19、20日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017年7月19日(14:00～15:32)
7月20日(9:00～12:03)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官 (19日)
	大塚 拓	財務副大臣 (20日)
内閣府	前川 守	内閣府審議官 (19日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (20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	永幡 崇
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（6月15、16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。この間、国債買入れについて、7月7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 $-0.06\sim-0.04\%$ 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、 -0.1% 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、為替が円安方向の動きとなる中、2万円前後の水準で推移した。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の拡大を受けて、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、ECBによる金融緩和縮小を巡る思惑等から、円安・ユーロ高方向の動きとなった。

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。輸出は基調として持ち直しているほか、設備投資で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、家計部門を中心に緩やかながら着実な回復を続けている。輸出は、持ち直しの動きが続いている。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しているほか、設備投資も回復している。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、コアベースでは前年比 $+1\%$ 台前半、総合ベースでは同 $+1\%$ 台半ば

（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。」

で推移している。この間、英国経済は、足もとの物価上昇が個人消費の重石となっているが、総じてみれば回復が続いている。

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。N I E s ・ A S E A N では、輸出の持ち直しが続くもとで、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、資源価格の底打ちや既往の金融緩和などから持ち直している。インドでは、高額紙幣の廃止による経済の混乱が一服し、景気は回復に向かっている。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において横ばい圏内で推移している。

海外の金融市場をみると、米欧の長期金利は、E C B による金融緩和縮小を巡る思惑等から上昇した。この間、堅調な経済指標や企業決算などを背景に、多くの国で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、新興国経済の持ち直しを背景に、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資本財を中心に持ち直している。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、増加に転じつつある。先行きについては、経済対策の効果が徐々に本格化するもとで、当面、増加していくとみられる。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、高水準で横ばい圏内の動きが続くとみられる。

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。6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、増加基調を維持している。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、失業率も緩やかな低下傾向を続けている。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、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、1～3月は前期比でみて4四半期連続で増加したあと、4～5月も1～3月対比で伸びを高めながら増加を続けている。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、その後も、新興国経済の回復や経済対策の効果の顕在化などを背景に、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、上昇ペースが鈍化している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台前半となっている。除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、0%程度で推移している。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プラス幅が緩やかに拡大しており、3%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プラス幅も、このところ拡大している。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2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、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、6月下旬以降、ECBやBOEによる金融緩和縮小を巡る思惑等から、米欧の長期金利は上昇したとの認識を共有した。また、委員は、長期金利が上昇する中であっても、堅調な経済指標や企業決算などを背景に多くの国で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。今後の国際金融市場の動向について、何人かの委員は、米欧における金融政策の動向等が、各国の債券市場や株式市場、さらには国際的な資本フローに及ぼす影響に特に留意する必要があると述べた。

海外経済について、委員は、世界的な貿易活動と製造業部門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はっきりとしたものになっていくことから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、4～6月の雇用者数が堅調に増加するなど、雇用・所得環境が着実に改善する中、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。ある委員は、昨年12月以降、FRBが政策金利の引き上げを続ける中であっても、これまでのところ、景況感に顕著な変化はみられていないと述べた。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した成長が続くとの見方を共有した。もっとも、何人かの委員は、4～6月の自動車販売台数が2四半期連続で減少したことなどを指摘したうえで、先行きの個人消費の動向に留意する必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、家計部門を中心に緩やかながら着実な回復を続けているとの認識を共有した。一人の委員は、実体経済の回復に加え、銀行セクターの不良債権問題への対応の進展や政治リスクの後退などもあって、消費者コンフィデンスをはじめとする各種のマインド指標は改善傾向を続けていると指摘した。先行きについて、委員は、英国のEU離脱交渉の展開をはじめとする政治情勢や金融セクターを含む債務問題を巡る不透明感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。

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、大方の委員は、輸出がはっきりと持ち直しているほか、固定資産投資が公共投資を中心に増加し、個人消費も底堅く推移するなど、総じて安定した成長を続けているとの見方を共有した。ある委員は、6月の製造業PMIや小売売上高、4～6月のGDP成長率が堅調な数字となったことは世界経済にとって当面の安心材料であると付け加えた。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が基調として持ち直すもとの、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移し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、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、成長率は徐々に高ま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見方を共有した。

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との見方を共有した。そのうえで、ある委員は、こうした緩和的な金融環境が、引き続き、わが国の企業活動を強力にサポートしていると付け加えた。

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、海外経済の成長などを背景に企業収益が改善する中、設備投資計画は総じてしっかりしてきているとの見方を共有した。また、委員は、雇用・所得環境が着実に改善し、個人消費も底堅さを増しているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、最近の労働需給の引き締めや生産増を反映した設備稼働率の上昇を踏まえれば、需給ギャップのプラス基調が定着してきているとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、景気の現状判断を、

これまでの「緩やかな拡大に転じつつある」から、「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」へと一歩進めることで一致した。一人の委員は、わが国経済は、外需依存の回復から内需の改善を伴うより自律的な拡大に移行しつつあるほか、都市部から地方へと、景気改善の裾野の拡がりも明確になってきていると指摘した。

輸出について、委員は、新興国経済の持ち直しを背景に、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、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、その後も、情報関連の反動などによる振れを伴いつつも、海外経済の成長を背景に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、複数の委員は、4月の公共工事出来高が大幅に増加するなど、2016年度第2次補正予算の発注が顕在化しつつあると指摘した。そのうえで、委員は、公共投資の現状判断について、これまでの「横ばい圏内の動きとなっている」から、「増加に転じつつある」へと進めることが適当であるとの認識で一致した。

設備投資について、委員は、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、企業の売上高経常利益率(全産業全規模ベース)が、昨年10~12月、本年1~3月と2四半期連続で過去最高水準を更新していることや、6月短観において、全産業全規模ベースの業況判断が4四半期連続で改善したことなどを指摘した。そのうえで、これらの委員は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善していることが、設備投資の増加を後押ししていると述べた。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。

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。この点に関し、何人かの委員は、労働需給の状況に感応的なパート労働者の賃金は明確に改善していると指摘した。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き、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、パート労働者に後れをとっていた正社員の有効求人倍率が足もと1倍に近づいてきたことは、雇用・所得環境の一段の改善を期待させると述べた。

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、

底堅さを増しているとの認識を共有した。複数の委員は、消費活動指数が、昨年4～6月以降、4四半期連続で増加したあと、足もとではさらに伸びを高めるなど、このところ個人消費にやや勢いがついてきていると述べた。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。

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、基調としては、新興国経済の成長力の高まりなどを背景に、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%台前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）の前年比については、年度初の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、0%程度で推移しているとの見方で一致した。この点について、多くの委員は、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。もっとも、何人かの委員は、このところ、企業や家計を対象とした一部のアンケート調査などにおいて、予想物価上昇率の上昇を示す指標もみられていると指摘した。

2. 経済・物価情勢の展望

2017年7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な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、海外経済が緩やかに成長率を高めていくもとの、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。そのうえで、大方の委員は、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示した。これらの委員は、2017年4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、幾分上振れ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の、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年度にかけて増加し、その後は高めの水準で推移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、特に労働需給の着実な引き締まりに比べ、物価が弱めの動きとなっていることについて議論を行った。この背景として、委員は、企業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一方、ITを活用した省力化投資の拡大や、深夜や早朝の営業の取り止めといった既存のビジネス・プロセスの見直しなどに取り組むことで、賃金コスト上昇の吸収を図っているとの見方を共有した。このように、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点について、多くの委員は、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響していると指摘した。このうち一人の委員は、2014年の消費税率引き上げ後の消費の回復の弱さも、企業の慎重な価格設定行動につながっていると付け加えた。

そのうえで、多くの委員は、労働需給の引き締まりが続く中、賃金コスト吸収のための対応にも自ずと限界があると考えられるため、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化していくとの見方を共有した。複数の委員は、労働需給は着実に引き締まっているが、失業率や需給ギャップはバブル期並みの水準には達していないため、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、これらの指標が一段と改善

することが重要であると述べた。ある委員は、米国企業との生産性格差が大きいサービス業では、ビジネス・プロセスの見直しによる生産性の上昇余地がなお大きく、その分、労働需給の引き締まりが賃金・物価の上昇に波及するまでに時間がかかると指摘した。これに対し、別のある委員は、米欧との生産性格差が埋まらなくても、その前の段階で企業の価格設定スタンスが変化することは十分にあり得ると述べた。一人の委員は、人手不足が深刻化する中、長らくデフレに順応してきた企業も生き残りのために変革せざるを得ないと指摘したうえで、物価の上昇に向けて社会のノルム（規範）に変化が生じる環境は整いつつあるとの見方を示した。

この間、何人かの委員は、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しなどは、短期的には物価上昇を抑制する方向で作用するが、個々の企業にとっては人手不足がビジネスの制約になることを回避するための合理的な判断であり、前向きに受け止めるべきであると指摘した。そのうえで、複数の委員は、こうした取り組みによって経済全体の労働生産性が向上し、長期的な成長力が強まれば、成長期待や恒常所得の増加を通じて需要が押し上げられ、物価に上昇圧力が加わっていくというルートも期待されると述べた。

このほか、何人かの委員は、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化していくうえで、政府の取り組みの重要性にも言及した。このうち一人の委員は、需給ギャップを一段と改善させるには、金融政策だけでなく、需要創出型の構造改革など政府が果たす役割も大きいと述べた。別の一人の委員は、人手不足に直面している企業がコスト削減を優先して値上げを回避するのは、成長期待の乏しさが大きな要因であることから、これを高めるための構造改革が重要であると指摘した。

こうした議論を経たうえで、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、足もと弱めの動きとなっているが、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、4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、見通し期間の前半を中心に下振れるものの、見通し期間の終盤にかけては、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まるという好循環が次第に作用するとの見方で一致した。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、複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの見解を示し

た。

委員は、賃金と物価の好循環が作用していくメカニズムについて具体的に議論した。まず、委員は、有効求人倍率がバブル期ピークを上回るなど、労働需給の引き締まりが一段と明確になっている中、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、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、①「適合理的な期待形成」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から、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。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心적인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。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。そのうえで、委員は、海外経済の動向や中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、わが国の経済・物価については下振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。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さらに遅れるリスクがあるとの見方で一致した。

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、多くの委員は、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、下げ止まりから一部に上昇する指標もみられているもと、先行きも、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、の2点を挙げた。これらを踏まえ、多くの委員は、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。何人かの委員は、現在の金融市場調節方針を維持すべきとしたうえで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みには、景気の緩やかな拡大が続き、物価上昇率や潜在成長率が高まってくれば、実質金利の低下や自然利子率の上昇を通じて、金融緩和の効果が一段と強まる仕組みが内在していると指摘した。このほか、複数の委員は、米国や欧州の金融緩和縮小に対する思惑から日本銀行の政策運営への影響を指摘する声も聞かれるが、金融政策は物価の安定という国内目的のためにそれぞれの経済・物価情勢に即して行われるものであると述べた。

この間、大方の委員は、「2%」の「物価安定の目標」を実現することが、わが国経済にとって重要であるとの認識で一致した。その理由として、何人かの委員は、①消費者物価指数の統計上の上方バイアス、②将来の金融政策の対応力の確保、③グローバル・スタンダードを挙げた。このうち、グローバル・スタンダードについて、これらの委員は、主要国が2%という同じ物価上昇率を目指すことは、長い目でみた為替レートの安定にも資すると述べた。こうした議論に関連し、ある委員は、「物価安定の目標」の達成時期の先送りを繰り返すことは、日本銀行の物価見通しの信認にかかわると指摘したうえで、「できるだけ早期に」2%を実現するスタンスを維持しつつ、物価の安定が経済・金融の安定を含む包括的な概念であることを踏まえ、これを中長期的かつ柔軟な目標と位置付けることが適当であると述べた。また、別のある委員は、2%を「できるだけ早期に」達成するという方針は、政策の自由度を制約し、先行きの金融政策の正常化を困難にするため、これを中長期の目標と明確に位置付けるべきであると述べた。

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、7月上旬にかけて、長期金利に上昇圧力がかかる局面がみられたが、指値オペの機動的な実施などにより、円滑な金利コントロールが行われているとの見方を

示した。また、委員は、現行の政策枠組みのもとでは、長期金利の操作目標を実現するよう買入れを運営した結果として、実際の買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅をもって変動することを確認した。なお、一人の委員は、10年物国債金利の操作目標である「ゼロ%程度」の範囲をあまりに狭く解釈すると、先行き物価に動意が生じたときに、かえって長期金利のコントロールが難しくなる可能性がある」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、多くの委員は、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。」

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、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。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する、③今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

これに対し、複数の委員が異なる見解を述べた。このうち一人の委員は、資産買入れ額を金融政策の操作目標とし、その段階的引き下げを確実に図ることで、資産買入れの持続性と市場の安定性を高め、既往の緩和効果を確保していくべきであると主張した。この委員は、イールドカーブ・コントロールのもとでは、時間の経過とともに、長期金利の操作目標を維持しながら、国債買入れの金額をコントロール

することは難しくなっていくとの認識を示した。

また、別の一人の委員は、現在の金融市場調節方針について、期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすため、反対であると述べた。なお、この委員は、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると、年間約6兆円のETF買入れは過大であるとしたうえで、その継続の是非について、今後議論が深まることを期待すると述べた。

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。

- 7月7、8日に開催されたG20では、下方リスクに対応し、世界経済の成長を強化するため、金融政策、財政政策および構造改革の全ての政策手段を、個別にまた総合的に用いること等が合意された。
- 7月18日の経済財政諮問会議において、「平成30年度予算の全体像」が決定された。同会議における総理からの指示も踏まえ、平成30年度概算要求基準を決定することとしている。平成30年度予算編成では、無駄な予算を排除するとともに、人材投資や生産性向上など真に必要な施策に予算が重点配分されるよう、メリハリのついた予算編成を行っていきたいと考えている。
- 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。個人消費の緩やかな持ち直しに持続性がみられ、設備投資も持ち直すなど、家計部門、企業部門ともに改善が進んでいることを踏まえ、6月、半年振りに政府の景気判断を引き上げた。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。年央試算では、平成29年度の実質成長率を1.5%程度、30年度を1.4%程度と見込んでいる。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。

- 「中長期の経済財政に関する試算」をみても、財政健全化には、歳出改革の着実な推進と持続的な経済成長が不可欠である。そのためには、潜在成長力の引き上げが課題であり、働き方改革に注力するとともに、人材投資や生産性向上等の施策に予算が重点配分されるよう、予算編成を進める。働き方改革は、「働き方改革実行計画」に基づき早期に関連法案を提出する。また、生産性向上に寄与する高度プロフェッショナル制度の創設や企画業務型裁量労働制の見直し等の法改正を早期に図る。
- 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」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。また、2%の達成時期の見通しの変更に関して、日本銀行としての考え方を対外的に丁寧に説明して頂くことが重要と考える。

V. 採決

1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、短期政策金利を -0.1% 、10年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は $+0.1\%$ が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。

2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、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、賛成多数で決定された。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

—— 佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。

3. 資産買入れ方針（木内委員案）

木内委員から、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、次回金融政策決定会合までの資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約45兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。買入れの平均残存期間は7年程度とする。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。」との議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

4. 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、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。

これに対し、佐藤委員からは、①物価見通しについて、「2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い。」を削除すること、②先行きの金融政策運営について、「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。」を削除すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：佐藤委員

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

木内委員からは、①経済見通しについて、「2018年度までの期間を中心に、景気の拡大を続けるとみられる」とすること、②物価見通しについて、「しばらくの間は、かなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる」とすること、③中長期的な予想物価上昇率の見通しについて、「概ね現状程度の水準で安定的に推移するものとみられる」とすること、④マクロ的な需給ギャップの見通しについて、「概ね中立的な水準を維持していくとみられる」とすること、⑤先行きの金融政策運営について、「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目

指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」、すなわち、最も蓋然性が高いと判断される見通しと中長期的観点から重視すべきリスクの点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ短期金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

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

採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、7月21日に公表することとされた。

採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年6月15、16日開催分）が全員一致で承認され、7月25日に公表することとされた。

以 上

2017年7月20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。

(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。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（賛成7反対2）^(注2)

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

^(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、短期政策金利を▲0.1%、10年金利の目標をゼロ%程度とすることは期間10年までの金利をマイナス圏で固定することにつながりかねず、金融仲介機能に悪影響を及ぼすとして反対した。木内委員は、国債市場や金融仲介機能の安定の観点から、短期政策金利は+0.1%が妥当であり、長期金利操作目標は国債買入れペースの一段の拡大を強いられるリスクがあるとして反対した。

^(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。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀

行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。なお、木内委員より、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、長期国債保有残高が年間約 45 兆円、ETFが約 1 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

(29年9月20、21日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017年9月20日(14:00～15:44)
9月21日(9:00～12:08)

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	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（7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-0.06~-0.03%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、直近では-0.1%台前半で推移している。

株価（日経平均株価）は、為替が円高・ドル安方向の動きとなる中、9月上旬にかけて幾分下落したが、その後反発し、最近では20千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、地政学的リスクの高まりなどを受けて、いったん円高・ドル安が進展したが、その後はリスク回避姿勢が和らぐもとで、円安・ドル高方向の動きとなっている。この間、円の対ユーロ相場は、欧州政治情勢を巡る不透明感の後退などから、円安・ユーロ高方向の動きとなった。

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しているほか、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%台前半で推移している。この間、英国経済は、物

（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。」

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、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。N I E s ・ A S E A N では、輸出が基調として増加するもとの、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。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において横ばい圏内で推移している。

海外の金融市場をみると、米欧の長期金利は、9月上旬にかけて、地政学的リスクへの警戒感等から低下したが、その後は上昇に転じている。この間、好調な企業決算などを背景に、全体としてみれば、多くの国で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の、緩やかに拡大している。

輸出は、新興国経済の持ち直しを背景に、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、増加している。先行きについては、2016年度第2次補正予算の執行が進捗するもとの緩やかに増加したあと、高水準で横ばい圏内の動きが続くとみられる。

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。法人企業統計で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、はっきりと改善しており、4～6月は既往最高水準を更新している。こうした中、4～6月のGDPベースの実質設備投資（2次速報値）は、前期比+0.5%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、月々の振れは大きいものの、増加基調を維持している。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、緩やかな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、失業率は3%を下回る水準となっている。

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、4～6月は高めの伸びとなったあと、7月の4～6月対比は横ばい圏内の動きとなった。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加などに加え、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%台半ばとなっている。除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、0%程度で推移している。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、プラス幅が緩やかな拡大傾向にあり、このところ3%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、北朝鮮情勢を巡る地政学的リスクが意識される局面もみられたが、全体としてみれば、米欧の株価が高値圏で推移し、新興国市場にも資金流入が続くなど、投資家のリスク回避の動きは限定的となっているとの認識を共有した。そのうえで、複数の委員は、市場価格にリスクが十分に織り込まれていない可能性もあるため、先行き、地政学的リスクの強まりなどを契機に市場のセンチメントが急激に変化する可能性については、従来以上に注視していく必要があるとの見方を示した。

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。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、4～6月の実質GDPが前期比年率+3.0%と1～3月から伸びを高めるなど、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見方を共有した。もっとも、何人かの委員は、短期的には、大型ハリケーンの被害が経済を下押しする可能性がある点には注意を要すると述べた。ある委員は、最近の米国自動車市場について、供給過剰に伴う中古車価格の下落や自動車ローン金利の上昇などから、新車販売の増加が見込みにくくなっていると指摘した。このほか、一人の委員は、景気の回復に比べて物価の前年比プラス幅の拡大テンポが緩やかであることについては、FRBの今後の利上げペースにも影響してくるだけに、その原因を含め、注意深く分析する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、ギリシャやポルトガルなどの周縁国でも実体経済の回復傾向が明確化しているほか、欧州の金融セクターを巡る懸念が幾分後退していることは安

心材料であると付け加えた。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。

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、固定資産投資の増勢は鈍化しているものの、輸出が基調として持ち直し、個人消費も底堅く推移するなど、総じて安定した成長を続けているとの見方を共有した。ある委員は、中国の生産者物価が上昇傾向にあると述べたうえで、これが世界的な低インフレ傾向が変化する兆候なのか見極めていく必要があるとの認識を示した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が基調として増加するもとの、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で一致した。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、成長率は徐々に高ま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見方を共有した。

海外経済を巡るリスクについて、委員は、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、引き続き不確実性が高い状況にあるとの認識を共有した。ある委員は、FRBが公表したバランスシート正常化プログラムのスケジュールは概ね市場予想どおりの内容であるが、今後、実際に保有資産の圧縮が進む際の金利形成や、国際的な資金フローに与える影響には注意を要すると述べた。

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、4～6月の実質GDP成長率が、11年振りに6四半期連続の増加となったことも、わが国経済が、企業・家計の両部門において、バランスのとれた成長を続けていることを裏付けていると付け加えた。別のある委員は、景気拡大の期間はいざな

ぎ景気と並ぶ長さとなった可能性が高いが、そのペースが緩やかである分、景気過熱による経済の歪みは小さいとの見方を示した。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大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。

輸出について、委員は、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。複数の委員は、4～6月の輸出は前期比で小幅の減少となったが、7～8月は4～6月対比ではっきりと増加しており、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指摘した。先行きの輸出について、一人の委員は、米国における新車販売の減速を踏まえると、今後の米国向けの自動車輸出について慎重にみておくべきとの見解を述べた。そのうえで、この委員を含め、委員は、わが国製造業の新規輸出受注PMIの状況などをみても、当面、輸出は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、多くの委員は、4～6月の実質公的固定資本形成が大きめの増加となるなど、2016年度第2次補正予算の執行が本格化してきていると指摘した。そのうえで、委員は、公共投資の現状判断について、これまでの「増加に転じつつある」から、「増加している」へと進めることが適当であるとの認識で一致した。

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。一人の委員は、4～6月のGDPベースの実質設備投資は、法人企業統計のサンプル替えの影響により、実勢より弱めとなっている可能性が高いと指摘した。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、緩やかな増加を続けていくとの見方で一致した。何人かの委員は、企業における人手不足感が強まるもとの、ソフトウェア投資を含む省力化投資についても、増加基調が見込まれるとの認識を示した。このほか、何人かの委員は、企業の利益や内部留保が過去最高水準となっているのに比べて、設備投資の伸びが相対的に小さいことを指摘した。この点に関し、一人の委員は、企業が現預金の保有を増やすのは、先行きの予見し難いショックに備えるためであり、最近では、新政権下での米国の経済政策運営や地政学的リスクを意識している面があるとの見方を示した。また、ある委員は、企業の資産に占める現預金保有額の割合は、歴史的にみて、企業が最適と考える水準に近づ

きつつあると指摘したうえで、今後は、現預金を取り崩して、設備投資や研究開発投資に振り向ける企業が次第に増えていくとの見解を述べた。この間、別のある委員は、現状、製造業では設備稼働率や成長期待が十分には高まっていないことから、先行き、設備投資の拡大基調は緩やかなものにとどま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、マクロ的な需給ギャップが着実に改善する中、労働需給は、バブル期のピーク並みかそれに近い状況になっていると述べた。また、何人かの委員は、正規雇用者の賃金の動きはなお鈍いものの、労働需給の状況に感応的なパート労働者の賃金は明確に改善していると指摘した。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、これまで、女性や高齢者を含む労働力率の上昇が労働需給の緩和要因として働いてきたが、こうした追加的な供給余力にも限界があることから、いずれ賃金上昇圧力が高まってくるとの見解を示した。この点に関し、一人の委員は、1990年代に比べて就業率が低下していることや、非労働力人口の中でも就業を希望している人数が多いことを指摘したうえで、労働市場には過大な供給余力が残存しており、当面、賃金上昇圧力は限られると見込まれると述べた。これに対して、ある委員は、就業率の低下については、高齢化の進展という構造要因の影響も踏まえたうえで評価する必要があると指摘した。

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。複数の委員は、夏場の天候不順や北朝鮮情勢を巡る不透明感の高まりにもかかわらず、消費者コンフィデンスの改善傾向は維持されていると指摘した。ある委員は、失業や就職難といった雇用不安が低下したことや、各世帯の実質所得が改善を続けていることが、最近の消費者マインドの改善に貢献していると付け加えた。このほか、別のある委員は、訪日外国人によるインバウンド消費が回復しつつあるほか、百貨店では、消費者の価値観に合うものであれば高額商品も売れるようになってきていると述べた。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。

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%台半ばとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比については、引き続き、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、0%程度で推移しているとの見方で一致した。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。その背景について、ある委員は、携帯電話機や通信料の下落に加え、電子商取引の拡大などから小売業の競争が激化していることを指摘した。また、何人かの委員は、企業において、省力化投資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広くみられていると指摘した。この点に関し、何人かの委員は、人々の間にデフレインドが根強く残っているため、企業は、総じて慎重な価格設定スタンスを維持しているとの見方を示した。

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。何人かの委員は、労働需給が一段と引き締まっていくことを踏まえると、企業における賃金コストの吸収は一段と難しくなるため、これを価格に転嫁していく動きが徐々に広がっていくとの認識を示した。一人の委員は、雇用・所得環境が改善する中、消費者サイドの値上げに対する許容度も次第に増していくとの見方を示した。これらの点に関し、複数の委員は、このところ宅配サービスや飲食といった労働集約的な業種や都心の不動産賃貸業を中心に、値上げに向けた取り組みや、それに追随する動きが、少しずつであるが着実に広がってきていると指摘した。なお、多くの委員は、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しは、企業の生産性向上や経済全体の成長力強化につながる前向きな動きとして評価すべきとの認識を示した。そのうえで、これらの委員は、こうした企業の取り組みは、一時的に物価を抑制する方向に作用するが、やや長い目でみれば、先行きの成長期待の強まりなどを通じて、物価上昇圧力として働いていくことも期待されると述べた。複数の委員は、人々の成長期待を更に高めていくには、政府による成長戦略も重要になると指摘した。

この間、委員は、前回会合以降に得られたインフレ予想に関する指標をみると、短期的なインフレ予想が総じて下げ止まりの動きとなっているほか、中長期的なインフレ予想は概ね横ばいもしくは幾分低下しているとしたうえで、予想物価上昇率については、弱含みの局面が続いているとの認識を共有した。もっとも、大方の委員は、企業の賃金・価格設定スタンスの積極化や既往の原油高の影響などから、先行き、実際の物価が上昇してくれば、「適格的な期待形成」を通じて、人々の予想物価上昇率も高まっていくとの見方を共有した。

こうした議論に対し、一人の委員は、消費者物価の前年比は、原油価格や為替の影響により、当面1%程度まで上昇すると見込まれるものの、その動きは一時的であり、2018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意見を述べた。その背景として、この委員は、現在、資本・労働市場のいずれにおいても、大きな供給余力が残存しているとみられることを指摘した。

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、金融機関の貸出態度も引き続き積極的であるとの見方を共有した。なお、金融機関の新規の貸出金利が、最近やや下げ止まっているようにみえることについて、ある委員は、貸出期間長期化などの影響を調整すると、貸出金利の実勢は、引き続き低下傾向にあるとの認識を示した。

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、多くの委員は、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率についても、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、の2点を挙げた。なお、何人かの委員は、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化

してくる時期や「適合的な期待形成」を通じた予想物価上昇率の上昇ペースについて不確実性があることには、留意を要すると述べた。そのうえで、ある委員は、こうした状況下では、現在のきわめて緩和的な金融環境を息長く維持していくことが重要であると指摘した。また、別のある委員は、「物価安定の目標」の達成には相応の時間がかかる可能性があるため、今後は、政策の持続性を確保することがより重要性を増してくると考えられるほか、時間がかかるほど外部環境の不確実性が高まることについても意識しておく必要があると述べた。こうした議論を踏まえ、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、経済・物価の改善をサポートしていくことが適切であ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。国債買入れについて、委員は、現行の政策枠組みのもとでは、長期金利の操作目標を実現するように運営しており、買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅を持って変動することを改めて確認した。

このほか、委員は、市場の一部において、長短金利操作には、米欧の長期金利が低下する局面で内外金利差の縮小を通じて為替円高を招きやすいなど、政策の枠組みとして問題があると指摘されていることについて議論を行った。一人の委員は、日々の調節運営にあたっては「ゼロ%程度」の範囲についてあらかじめ固定的な目線を持っておらず、長期金利がマイナスになることを排除しているわけではないと述べた。また、ある委員は、金融政策の枠組みとしての長短金利操作は、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促す仕組みであり、海外金利の動向に応じて、機械的に目標を動かすものではないとの認識を示した。複数の委員は、仮に内外金利差の縮小や地政学的リスクの高まりなどによる円高の進行がわが国経済に大きな影響を及ぼし、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが維持できなくなる場合には、必要に応じて金融市場調節方針を変更することになるとしたうえで、長短金利操作の枠組み自体に問題はなく、むしろ柔軟な対応を可能とするものであると述べた。

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、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度頃に2%の物価上昇率を達成するためには不十分であると主張した。その背景として、この委員は、①資本・労働市場に過大な供給余力が残存していると見込まれる中であって、2019年10月に消費税率の引き上げが予定されていることも踏まえると、物価を十分に高めるためには、一段の需要拡大が必要であること、②そうした需要を生み出す観点からは、実質でみた現在のイールドカーブは、均衡イールドカーブとの比較でみて、十分に緩和的かどうか疑問であることを指摘した。

この委員の意見に対し、ある委員は、現在の実質イールドカーブの水準は、全ての年限で均衡イールドカーブを大きく下回っているほか、過去の金融緩和局面と比較しても、十分に緩和的であるとの意見を述べた。また、何人かの委員は、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みには、景気の緩やかな拡大が続き、物価上昇率や潜在成長率が高まってくれば、実質金利の低下や自然利子率の上昇を通じて、金融緩和の効果が一段と強まる仕組みが内在していると述べた。このほか、何人かの委員は、強力な金融緩和が金融市場や金融機関に与える影響にも十分に注視すべきとしたうえで、金融仲介機能が損なわれ、結果的に2%の実現時期が遠ざかる状況は避ける必要があるとの認識を示した。

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。

先行きの金融政策運営の考え方について、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。

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 年度の概算要求を 8 月 31 日に締め切り、今後、年末に向けて予算編成を行っていく。各省から提出のあった一般会計概算要求・要望の総額は約 100.96 兆円と、平成 29 年度予算額に比べると約 3.5 兆円の増加となった。
- 平成 30 年度予算は、「経済・財政再生計画」の「集中改革期間」の最終年度に当たる予算であり、引き続き、手を緩めることなく、歳出全般にわたり、安倍政権のこれまでの歳出改革の取組みを強化していく。「経済・財政再生計画」で示された一般歳出の水準の「目安」等を踏まえて、予算編成過程において、要求・要望をしっかりと精査し、「人づくり革命」の実現に向けた施策など、安倍政権の優先課題にしっかりと重点化したメリハリのある予算とすることで、経済成長と財政再建の両立を図っていきたいと考えている。
- 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。2017 年 4～6 月期 GDP 2 次速報では、実質成長率は前期比+0.6%、年率換算で+2.5%と 2015 年 1～3 月期以来の高い伸びとなり、6 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。
- 政府は、成長戦略の核となる「生産性革命」とともに、「人づくり革命」が最大のテーマであると考えている。「人づくり革命」については、「人生 100 年時代構想会議」を立ち上げ、9 月 11 日に初回の会議を開催した。今後、教育機会の確保、リカレント教育、高等教育改革、企業の人材採用の多元化、多様な形の高齢者雇用、

社会保障制度の全世代型社会保障への改革といったテーマを中心に議論を行う。年内に中間報告、来年前半には基本構想を取りまとめるため、スピード感を持って、検討を進めているところである。

- 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」の実現に向けて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、資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度頃に2%の物価上昇率を達成するには不十分であるとして反対した。

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、物価の前年比について、原油価格や為替の影響により当面上昇すると見込まれるものの、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7月19、20日開催分）が全員一致で承認され、9月26日に公表することとされた。

以 上

2017年9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）^(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。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、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。この間、公共投資は増加しており、住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

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大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとの増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、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^(注2)。
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。

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、資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度頃に2%の物価上昇率を達成するには不十分であるとして反対した。

(注2) 片岡委員は、物価の前年比は、原油価格や為替の影響により当面上昇すると見込まれるものの、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「建築着工統計調査」「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「都道府県地価調査」
- (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、全国銀行協会、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」