

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 30 年 6 月

日 本 銀 行

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行企画局までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

日本銀行法第 54 条第 1 項の規定に基づき、この報告書を
国会に提出する。

平成 30 年 6 月

日本銀行総裁

黒田 東彦

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	
(概況)	1
(輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調を辿った)	2
(鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った)	3
(設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するもとで、増加傾向を辿った)	5
(住宅投資は横ばい圏内の動きを辿ったあと弱含んで推移し、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た)	7
(雇用・所得環境は着実に改善した)	8
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加した)	10
(2) 物価	12
(3) 海外経済	16
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	18
(2) 短期金融市場	20
(3) 債券市場	21
(4) 株式市場	24
(5) 外国為替市場	25
(6) 企業金融	27
(7) 量的金融指標	32

II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績	33
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	34
(2) 「経済・物価情勢の展望」	37
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 29年12月の会合	47
ロ. 30年3月の会合	48
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続	51
ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営	55
(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	56
3. 金融市場調節の実施状況	57
4. 日本銀行のバランスシートの動き	62
III. 金融政策決定会合における決定の内容	
1. 金融政策運営に関する決定事項等	64
2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	99
3. 金融政策決定会合議事要旨	118
参考計表・資料一覧	194

通貨及び金融の調節に関する報告書

— 要 旨 —

(経済の情勢)

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

輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調を辿った。国内需要をみると、住宅投資は横ばい圏内の動きを辿ったあと弱含んで推移したほか、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た。一方、設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するもとで、増加傾向を辿った。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、増加基調を辿った。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラス幅を拡大して 1%程度となった。予想物価上昇率は、27 年夏以降の弱含みの局面が続いたあと、横ばい圏内で推移した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、全般として、金利は低水準で推移した。

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

株価は、米欧株価が上昇する中で、好調な企業決算等を背景に、1月下旬には 24 千円台前半まで上昇した。その後、2月上旬に世界的に株価が下落するもとで、一旦大きく下落したあと、振れを伴いつつも横ばい圏内での動きが続き、3月末には 21 千円台前半となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、年末にかけて横ばい圏内で推移したあと、ドルが多く通貨対比で下落するもとで、円高ドル安の動きとなった。その後は、2月上旬の世界的な株価下落のもとで、安全資産としての円買い等を背景に、円高ドル安の動きが続き、3月末には 106 円台となった。円の対ユーロ相場は、均してみれば横ばい圏内の動きとなった。

4. 企業金融について、資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態であった。

資金需要面をみると、設備投資向けなどの資金需要が増加した。企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は、2%程度から半ばのプラスで推移した。CPおよび社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移した。

5. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は、前年比で1割程度から半ばの高い伸びを続けた。マネーストック（M2）の動向をみると、前年比3%台で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 29年度下期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、すべての会合において、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と判断した。

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

（1）長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

(2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

先行きの金融政策運営について、29年度下期のすべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」との考え方を示した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、528.3兆円（前年比+7.8%）となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

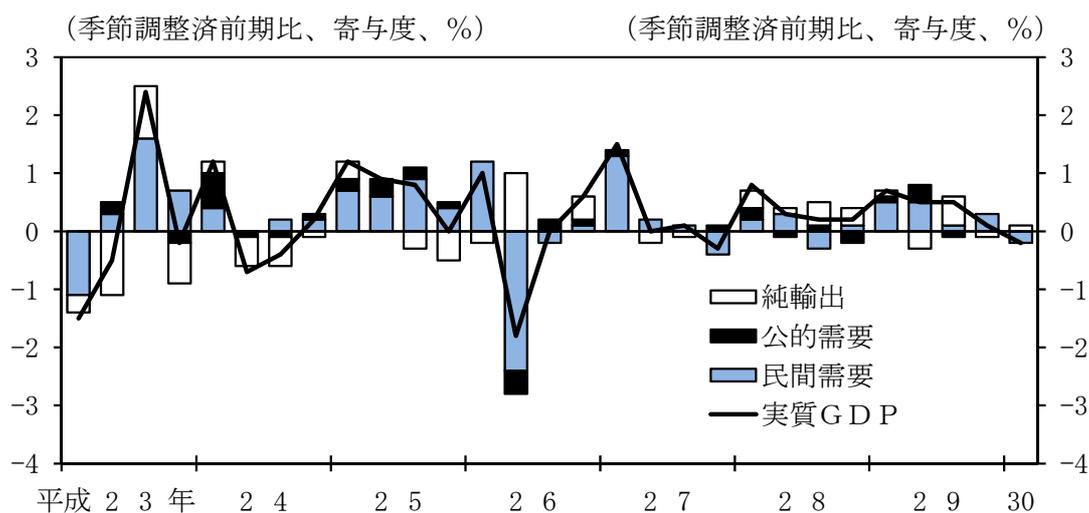
(概況)

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

輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調を辿った。国内需要をみると、住宅投資は横ばい圏内の動きを辿ったあと弱含んで推移したほか、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た。一方、設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するもとの、増加傾向を辿った。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加した。以上の内外需要のもとで、鉱工業生産は、増加基調を辿った。

以上の経済情勢を実質GDPでみると(図表1)、29年度下期は、上期対比で年率0.6%の伸びとなった。

(図表1) 実質GDPの推移



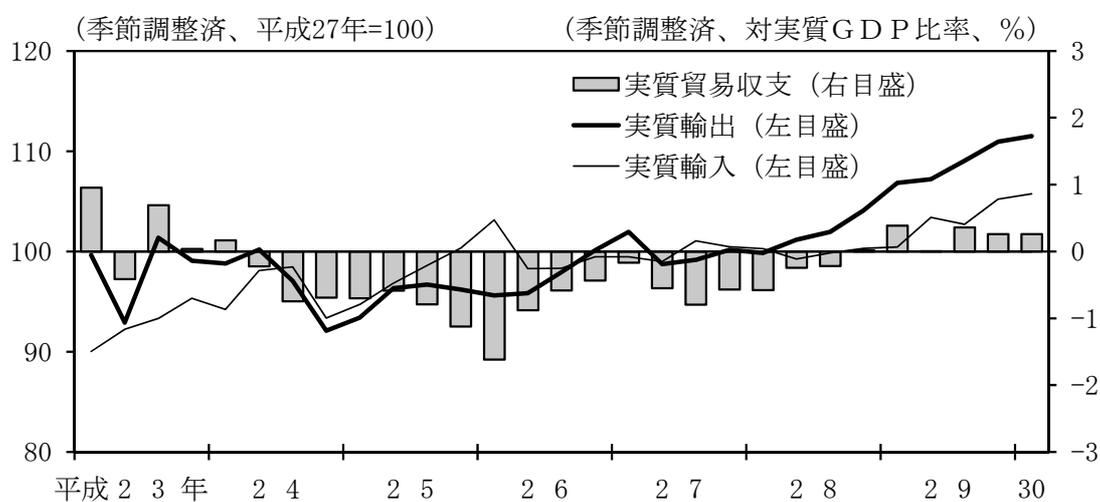
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。

(輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調を辿った)

実質輸出は¹、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調を辿った(図表2)。仔細にみると、先進国向けは振れを伴いながらも増加基調を続けたほか、新興国・資源国向けも、資本財や情報関連、中間財など幅広く持ち直した(図表3)。

実質輸入は、国内需要の動きを反映して消費財などが増加したことから、持ち直した(図表2)。

(図表2) 実質輸出入と実質貿易収支



¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。

(図表3) 実質輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済前期比、%)

		平成29年 第1四半期	2	3	4	平成30年 1
米国	<19.3>	-0.3	2.4	1.6	-0.9	-0.2
EU	<11.1>	1.5	6.8	-1.6	1.0	4.5
アジア	<54.8>	3.7	-0.9	1.5	4.2	-0.2
中国	<19.0>	6.4	0.5	2.0	5.7	-0.3
NIEs・ASEAN等	<35.8>	2.5	-1.8	1.4	3.2	0.1
その他	<14.8>	4.8	-3.1	1.6	1.0	5.5
実質輸出計		2.7	0.3	1.7	1.7	0.5

(2) 財別

(季節調整済前期比、%)

		平成29年 第1四半期	2	3	4	平成30年 1
中間財	<19.1>	-0.3	2.0	1.7	0.7	0.2
自動車関連	<24.0>	-0.8	2.0	0.8	1.8	5.3
情報関連	<21.3>	4.7	-2.0	1.6	3.3	-0.6
資本財	<17.5>	5.6	3.8	-0.9	5.6	-0.9
実質輸出計		2.7	0.3	1.7	1.7	0.5

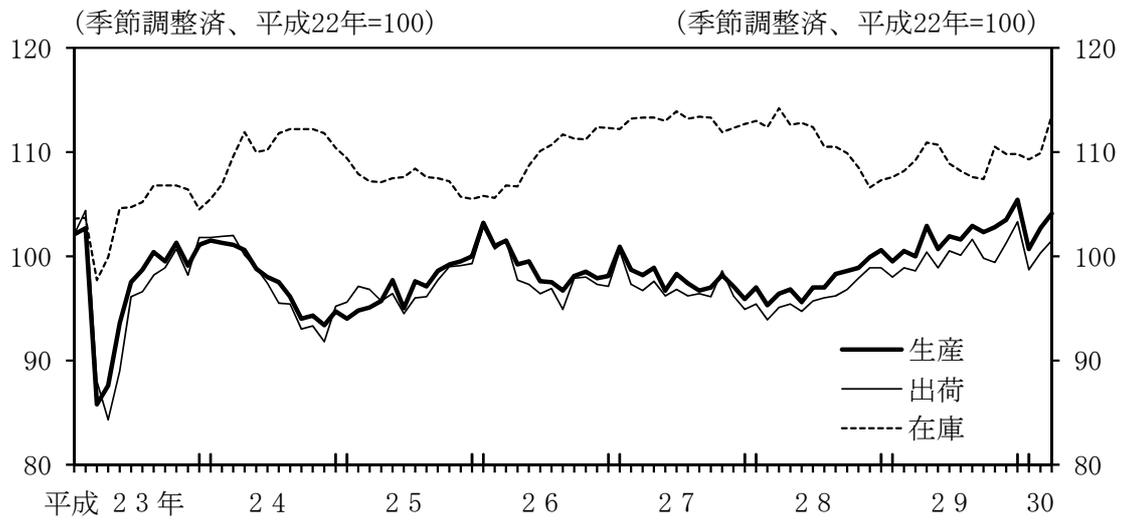
(注) < >内は、29年通関輸出額に占める各国・地域または各財のウエイト。NIEs・ASEAN等は、NIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)やASEAN(タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムなど)のほか、インド、バングラデシュなども含む。

(鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った)

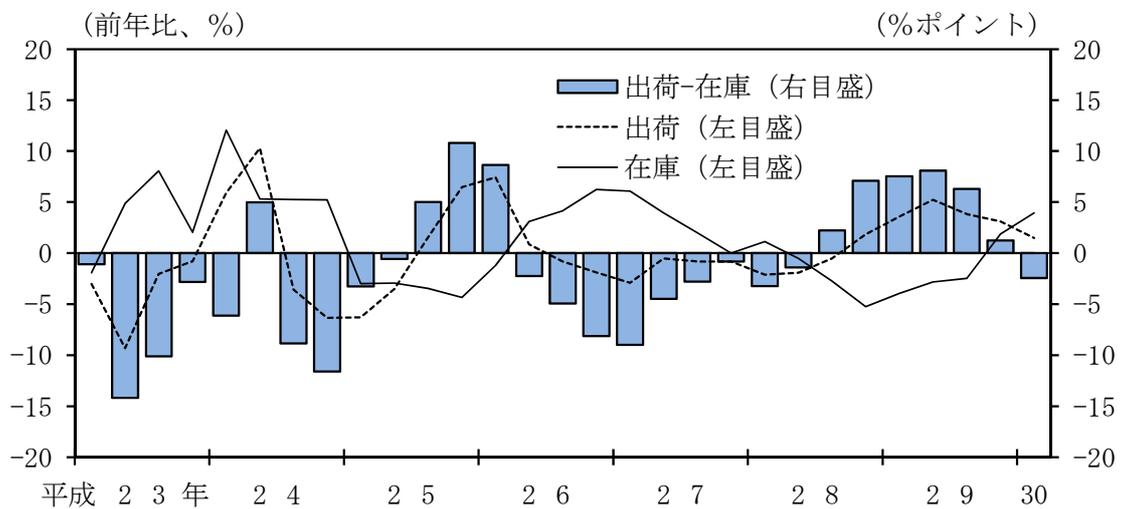
鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を辿った(図表4)。業種別にみると、輸送機械(乗用車等)は、供給面での問題などから振れがやや大きくなったが、基本的には、海外から国内への生産移管の動きなどを背景に増加基調を続けた。電子部品・デバイスは、データセンターや車載向け部品需要などから、増加基調を続けた。はん用・生産用・業務用機械も、緩やかな増加基調を続けた。

この間、出荷・在庫バランスをみると、前年比でみた出荷の伸びと在庫の伸びの差が、ほぼゼロで推移した（図表5）。

（図表4） 鉱工業生産・出荷・在庫



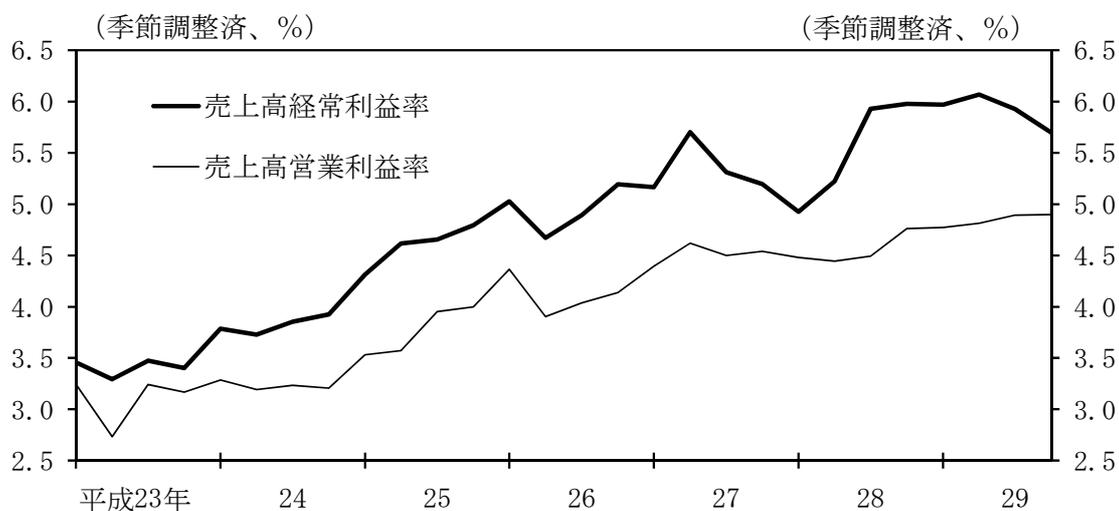
（図表5） 出荷・在庫バランス



(設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するもとの、増加傾向を辿った)

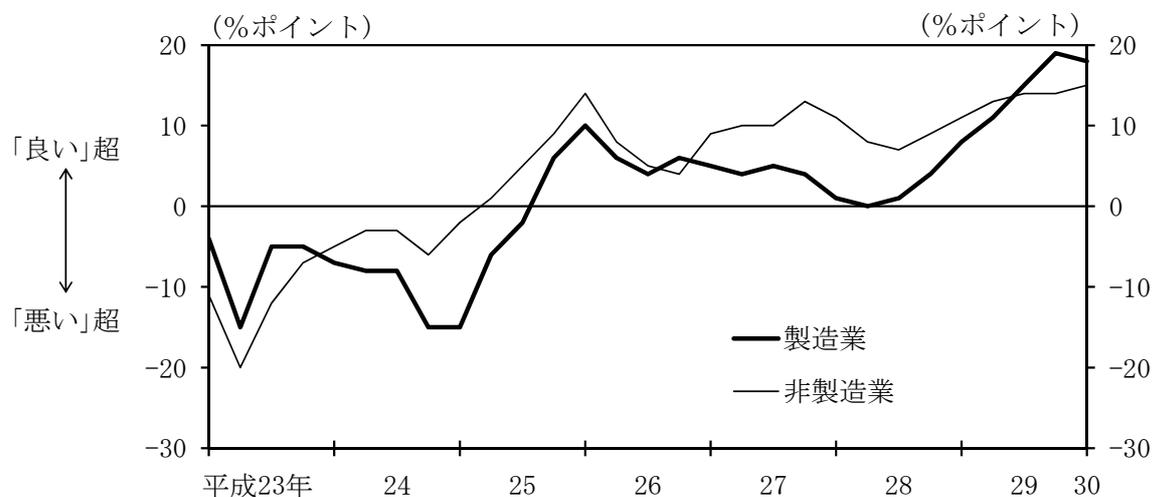
企業収益は、改善基調を続けた。法人企業統計の利益率（季節調整値）の推移をみると（図表6）、経常利益率は、堅調な内需や海外経済の成長に支えられて、改善傾向を続け既往最高圏の水準となった。この間、企業の業況感を短観でみると、幅広い業種で改善傾向を続けた（図表7）。

(図表6) 企業収益



(注) 法人企業統計季報の計数。金融業、保険業を除く、全産業全規模ベースの計数。

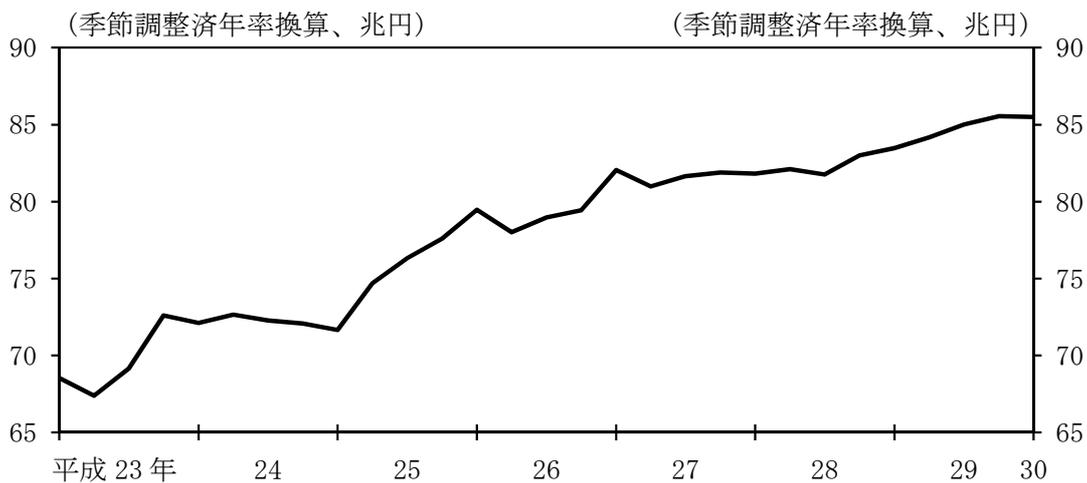
(図表7) 企業の業況判断D. I. (短観)



(注) 全規模合計ベース。

設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するもとの、増加傾向を辿った。29年度下期のGDPベースの実質設備投資は、上期対比で年率2.2%の伸びとなった(図表8)。

(図表8) 設備投資(実質、GDPベース)

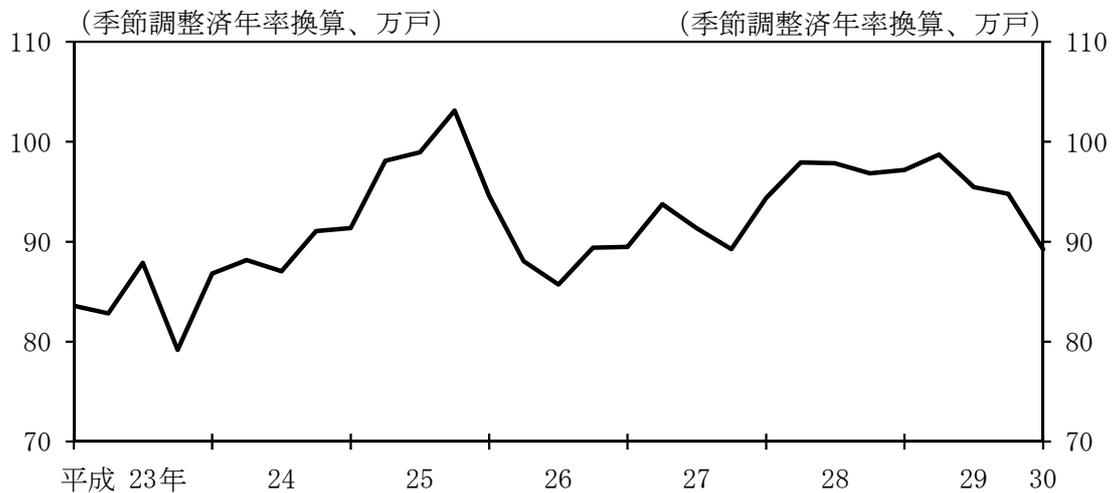


（住宅投資は横ばい圏内の動きを辿ったあと弱含んで推移し、公共投資は高めの水準を維持しつつ横ばい圏内で推移した）

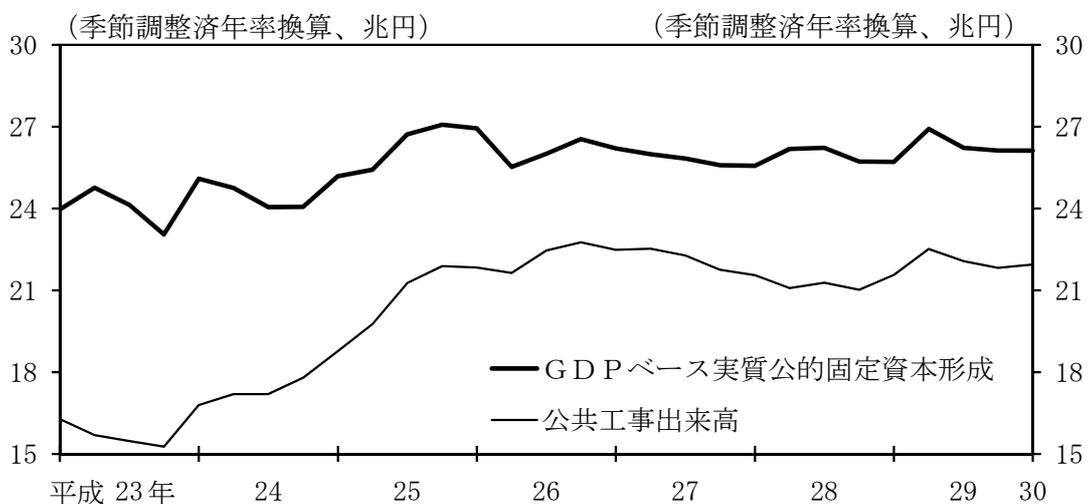
住宅投資は、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境が下支えとなったものの、貸家への節税ニーズの一巡もあって、横ばい圏内の動きを辿ったあと弱含んで推移した（図表9(1)）。公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移した（図表9(2)）。

（図表9）住宅投資・公共投資

（1）新設住宅着工戸数



（2）公共投資



（雇用・所得環境は着実に改善した）

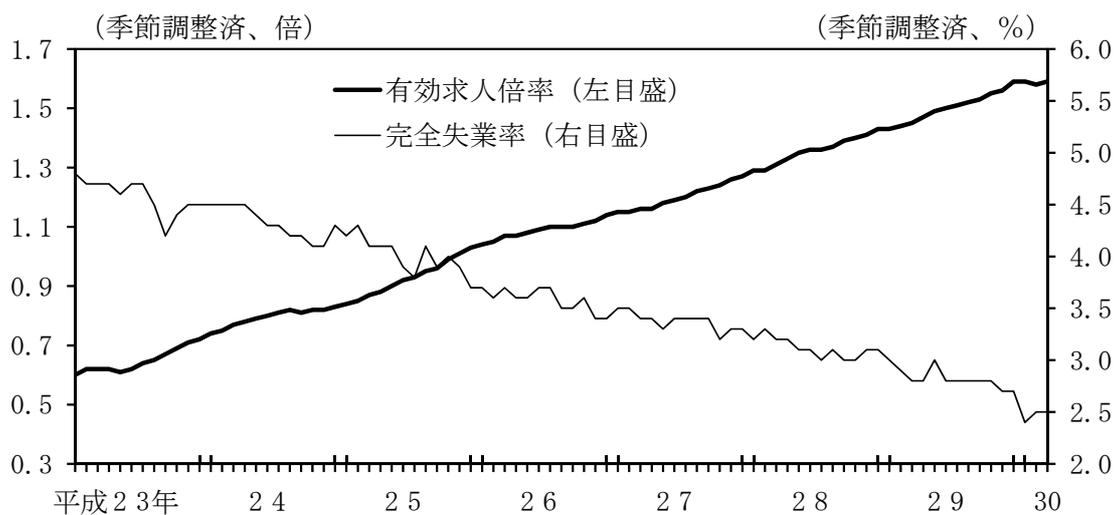
雇用面についてみると（図表 10）、労働力調査の雇用者数の前年比は、2%台まで伸びを高めた。そのもとで、有効求人倍率は着実に上昇を続けたほか、完全失業率は30年3月に2.5%まで低下するなど、労働需給は着実な引き締まりを続けた。

賃金面では、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇した（図表 11）。

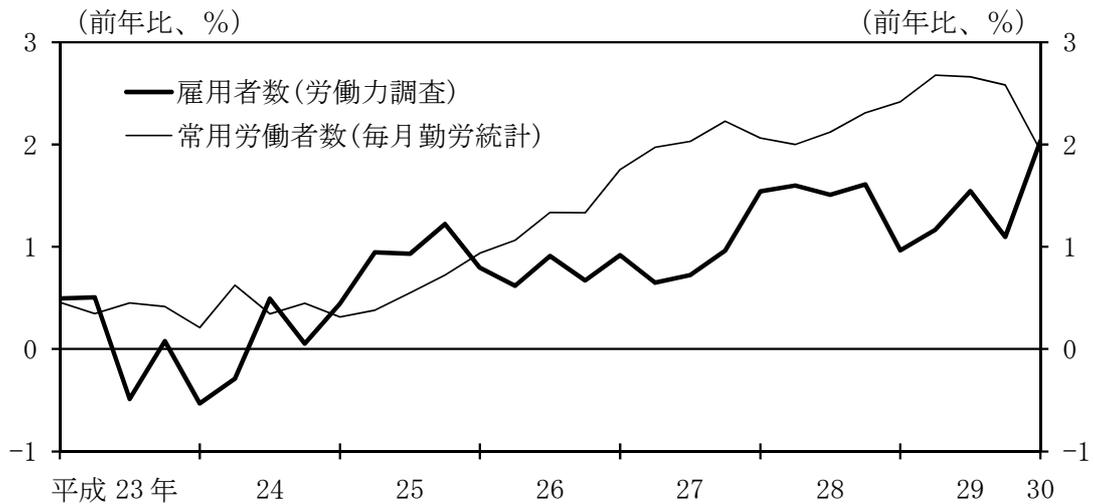
以上のような雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得は、緩やかな増加傾向を続けた。

（図表 10） 労働需給

（1） 有効求人倍率と完全失業率

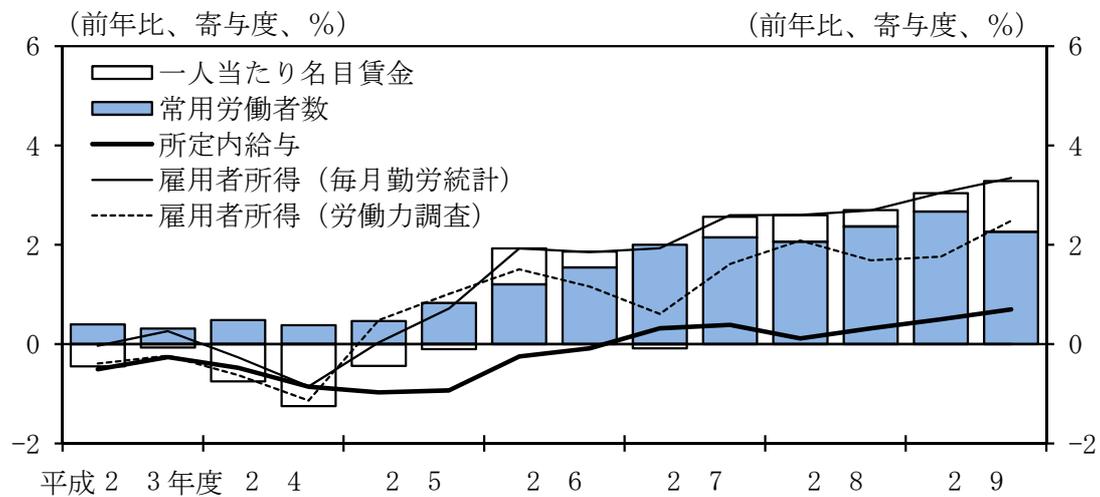


(2) 雇用者数と常用労働者数



(注) 常用労働者数(毎月勤労統計)は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



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

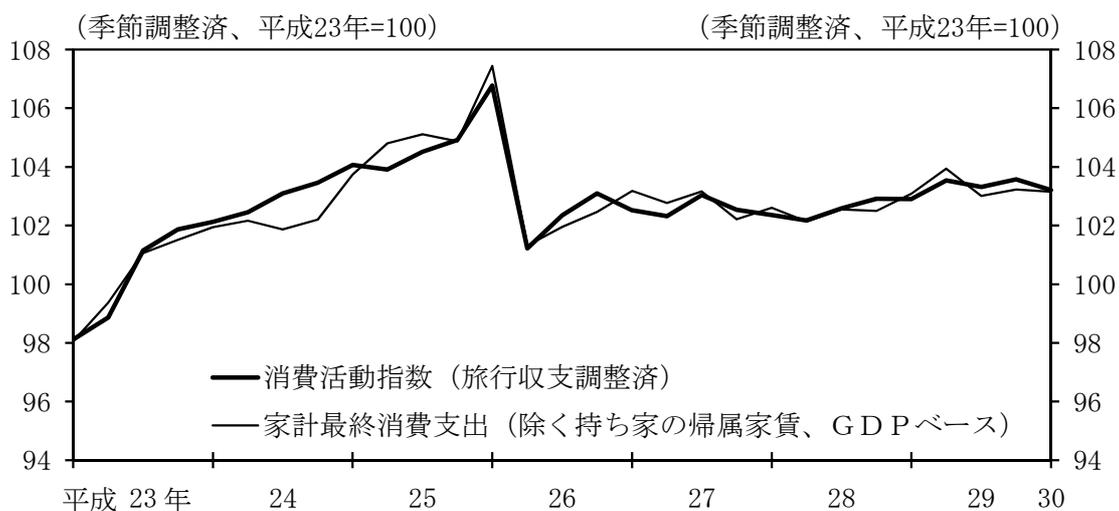
(個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加した)

個人消費については、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加した(図表 12(1))。財の消費動向を小売業販売額(実質)で見ると(図表 12(2))、耐久財は、自動車メーカーの一時的な供給問題などから減少したものの、振れを均せば増加傾向を続けた。サービス消費では、外食が増加を続けたほか、旅行は、地政学的リスクの影響などから振れを伴いつつも、持ち直した(図表 12(3))。

この間、個人消費関連のマインド指標は、振れを伴いつつも、良好な雇用環境などを背景に、緩やかな持ち直し基調を辿った(図表 13)。

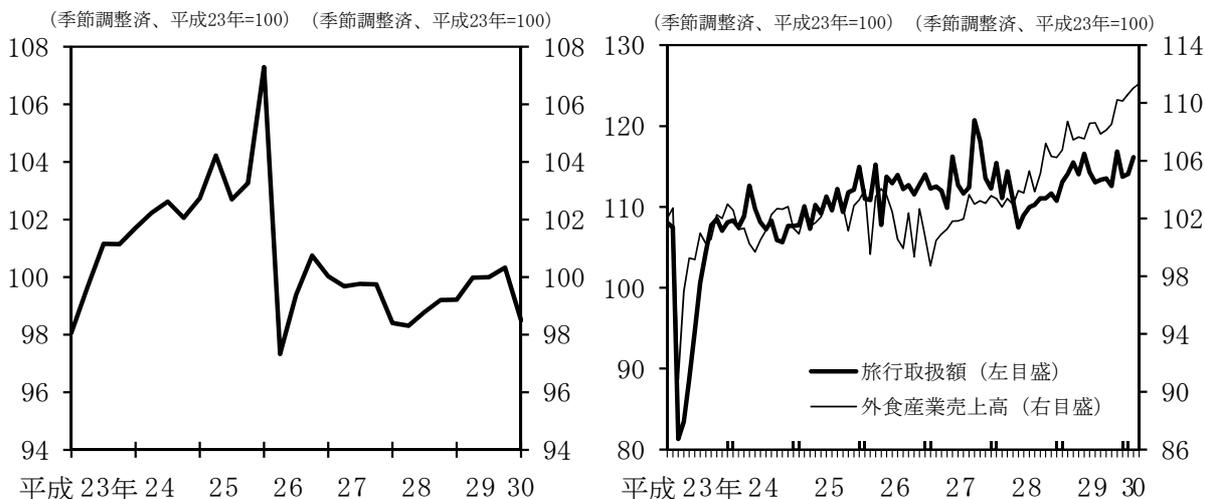
(図表 12) 個人消費

(1) 個人消費(実質)



(2) 小売業販売額 (実質)

(3) サービス消費 (名目)

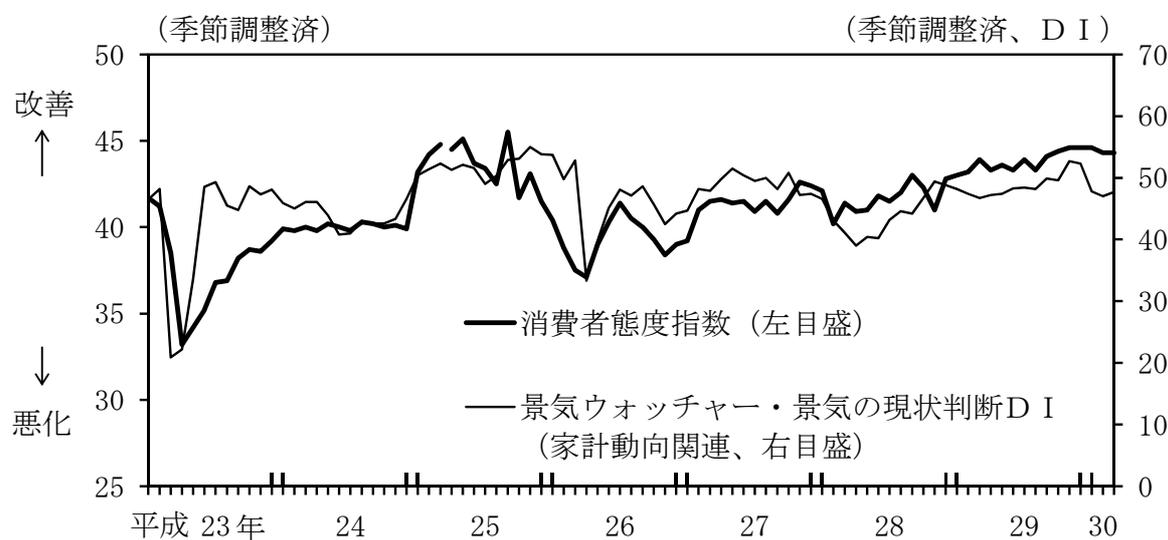


(注1) 小売業販売額は、CPI (「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの) で実質化。

(注2) 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。

(注3) 外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。

(図表 13) 個人消費関連のマインド指標



(注1) 消費者態度指数 (調査客体<25年4月以降>：全国・二人以上の世帯 約5,700世帯) は、消費者意識を尋ねたアンケート調査。景気ウォッチャー調査 (同<家計動向関連>：全国約1,400人) は、家計動向を敏感に反映する現象を観察できる職種の人々に尋ねたアンケート調査。

(注2) 消費者態度指数は、25年4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、25年3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。

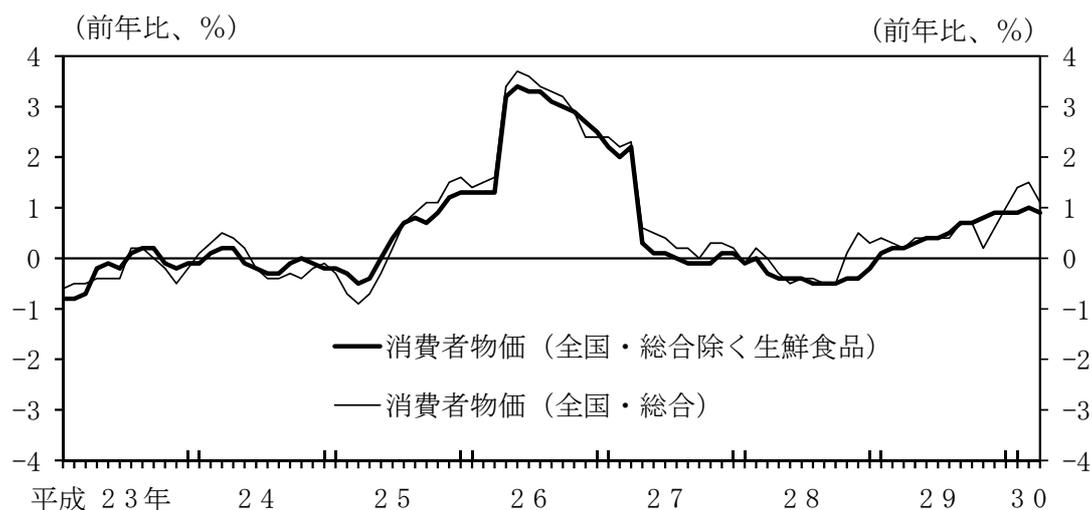
(2) 物価

物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラス幅を拡大して1%程度となった（図表14）。内訳をみると（図表15）、財は、耐久財が携帯電話機を中心にプラス転化し、食料工業製品がプラス幅を拡大したことから、プラス幅を拡大した。一般サービスをみると、家賃の下落は続いたものの、外食がプラス幅を拡大するもとで、プラス転化した。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の動きを受けて、前年比プラス幅が拡大したが、その後は緩やかな縮小に転じた。

基調的な変動を捉える指標として、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比をみると、プラス幅を拡大して0%台半ばとなった。刈込平均値²の前年比をみると（図表16）、プラス幅を拡大して0%台後半となった。消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目数の割合から下落品目数の割合を差し引いた指標をみると、振れを伴いながらも緩やかな上昇基調となった。

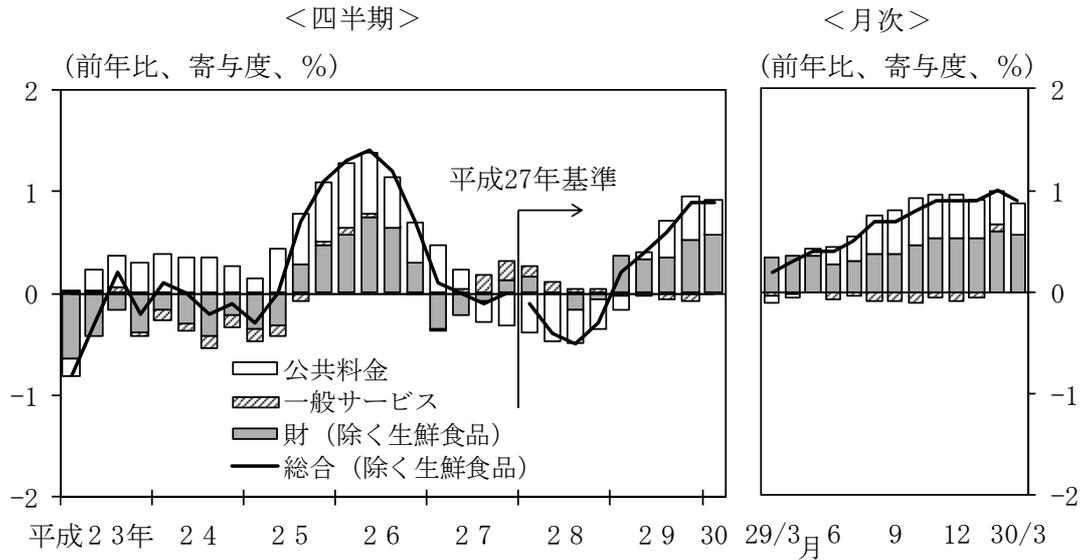
予想物価上昇率は（図表17）、27年夏以降の弱含みの局面が続いたあと、横ばい圏内で推移した。

(図表14) 消費者物価



² 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、消費者物価指数の品目別価格変動分布の両端の一定割合を機械的に控除し、それ以外の品目の前年比を加重平均した値。

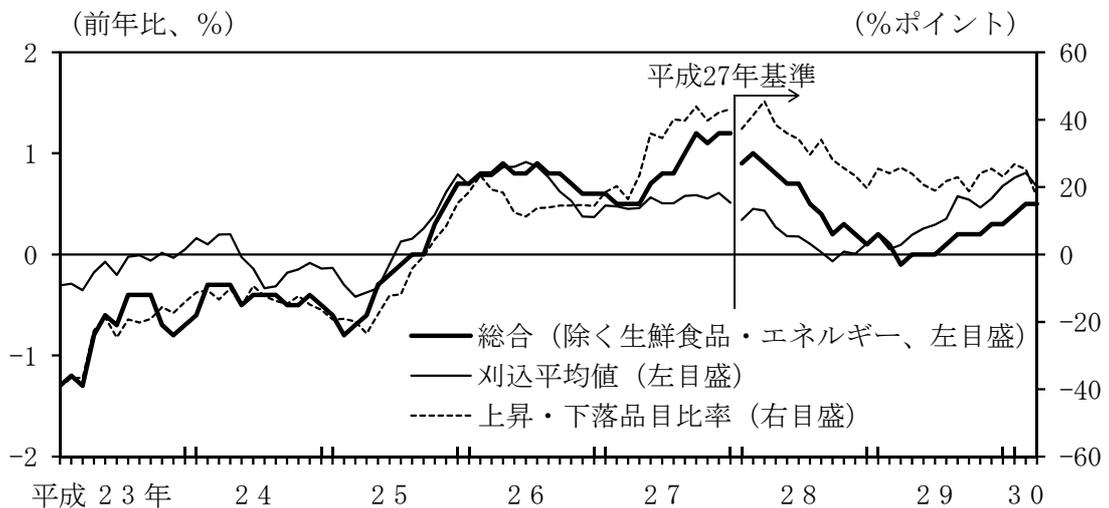
(図表 15) 消費者物価（全国・総合除く生鮮食品）の内訳



(注 1) 分類は組み替えて定義（「」内は総務省公表ベース）。財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」。

(注 2) 消費者物価指数は、消費税調整済み。

(図表 16) 消費者物価の基調的な変動



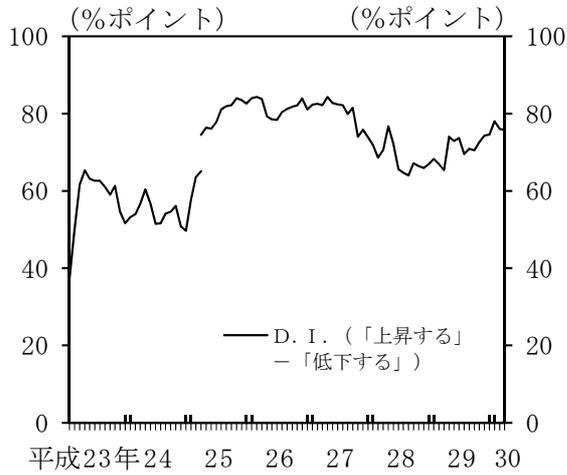
(注 1) 刈込平均値は、全個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。

(注 2) 上昇・下落品目比率は、総合（除く生鮮食品）を構成する品目のうち、前年比上昇した品目の割合から下落した品目の割合を差し引いて算出。

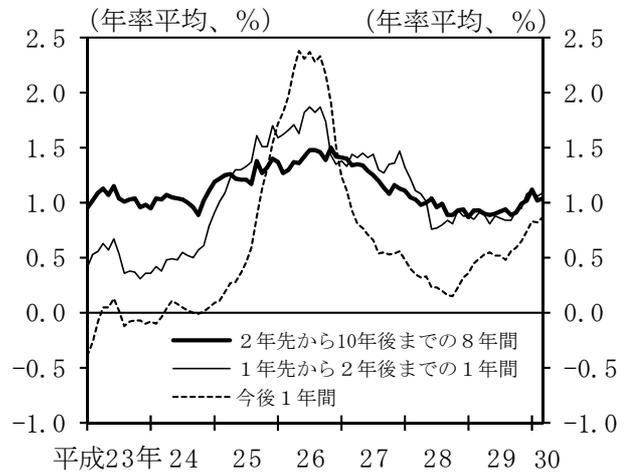
(注 3) 消費者物価指数は、消費税調整済み。

(図表 17) 予想物価上昇率

(1) 家計の予想物価上昇率
(消費動向調査<総世帯>)



(2) 市場参加者の予想物価上昇率
(QUICK調査)



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

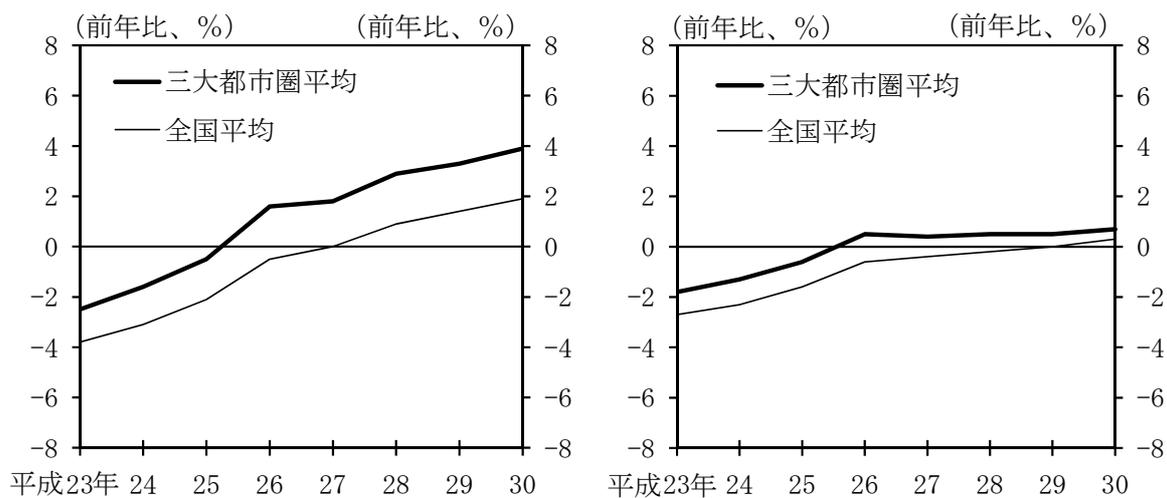
(注2) QUICK調査は、25年9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

地価を地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表18）、全国平均では、商業地がプラス幅を拡大したほか、住宅地は小幅のプラスとなった。三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均では、商業地と住宅地ともプラス幅を拡大した。

（図表18）地価公示

（1）商業地

（2）住宅地



（注）地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

29年度下期の海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いた（図表19）。

(図表19) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		28年	29年	28年 第4四半期	29年 1	2	3	4	30年 1
米 国		1.5	2.3	1.8	1.2	3.1	3.2	2.9	2.3
ユーロエリア		1.8	2.4	2.6	2.6	2.9	2.8	2.7	1.6
新興 国・ 地域	中 国	6.7	6.9	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8
	イ ン ド	7.9	6.4	6.8	6.1	5.7	6.5	7.2	-
	NIEsおよび ASEAN4	3.8	4.4	4.0	4.2	4.2	4.7	4.4	-
	ブラジル	-3.5	1.0	-2.5	-0.0	0.4	1.4	2.1	-
	ロ シ ア	-0.2	1.5	0.4	0.6	2.5	2.2	0.9	-

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

米国経済は、しっかりとした回復を続けた後、拡大に転じた。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、概ね2%付近で推移した。食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価の前年比は、1%台後半で推移した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジを12月会合で1.25~1.50%へ、3月会合で1.50~1.75%へと引き上げた。保有債券を段階的に縮小するバランスシート正常化プログラムについては、9月会合の決定に従って10月から開始した。先行きの金融政策についてのガイダンスは、1月会合で、「(経済状況は) フェデラル・ファンド・レートの緩やかな上昇を正当化する」との表現から「フェデラル・ファンド・レートの緩やかな上昇を更に進めることを正当化する」との表現に変更された。

ユーロエリア経済は、しっかりとした回復を続けた。物価面をみると、消費者物価の前年比は、総合ベース、エネルギー・非加工食品を除くコアベースともに概ね1%台前半で推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、期中を通じて政策金利（主要リファイナン

シング・オペにおける適用金利)を0.00%、限界貸出金利を0.25%、中銀預け金利を▲0.40%にそれぞれ据え置いた。資産買入については、10月会合において、1月以降の買入規模を月間600億ユーロから300億ユーロに縮小するとともに、買入期間を少なくとも30年9月まで延長した。先行きの金融政策についてのガイダンスは、3月会合で、資産買入に関する緩和バイアス(見通しが悪化した場合や、金融環境が物価上昇パスへの持続的な調整の達成に向けた進捗と整合的でなくなった場合には、資産買入プログラムの規模を増やすか、期間を延ばすか、あるいはその両方を行う意図がある)を削除した。主要政策金利については、「長期にわたり、ネットでの資産買入が行われる期間を超えて、現行水準にとどまると予想される」との文言が維持された。

新興国・地域をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けた。物価面をみると、消費者物価の前年比は、引き続き政府目標(3%前後)を下回って推移した。財政政策面では、均してみれば財政支出の拡大が続いた。金融政策面では、中国人民銀行は、預金や貸出の基準金利、預金準備率を据え置いた一方、リバースレポ金利や貸出ファシリティの金利を引き上げた。この間、3月に開催された全国人民代表大会において、30年中の財政政策については「積極的な財政政策の方向性は不変」、金融政策については「穏健な金融政策は中立に維持する」との方針が示された。

中国以外の新興国・地域についてみると、NIEs・ASEAN諸国・地域の経済では、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから内需は底堅く推移した。インド経済は、新たな物品サービス税導入の影響による混乱が終息に向かい、内需を中心に緩やかに回復した。ブラジルやロシアの経済は、インフレ率の落ち着きや金融緩和の効果などから緩やかに回復した。物価面をみると、多くの国・地域で、インフレ率は目標値近傍で推移した。金融政策面では、多くの国が金利を据え置く中で、韓国やメキシコなどが利上げした一方、ブラジル、ロシアなどは利下げした。

2. 金融面の動向

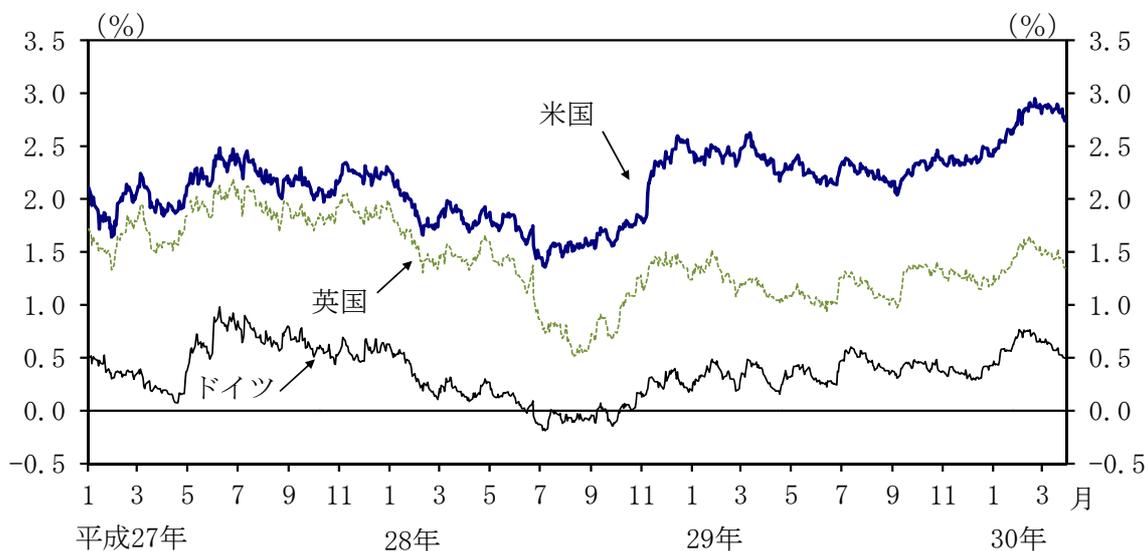
(1) 国際金融市場

平成 29 年度下期の国際金融市場をみると、良好な企業収益や経済指標などを受けて、1 月末にかけて多くの国で株価が上昇した。ただし、2 月以降、米国の財政・金融政策や通商政策を巡る思惑などを背景に下落し、株価は振れの大きい展開となった。

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

主要国の長期金利（国債 10 年物利回り）は（図表 20）、各国の経済政策や株価動向などの影響を受け上昇した後、2 月以降は小幅に低下した。

(図表 20) 米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）



主要国の株価動向をみると（図表 21）、米国株（S & P 500）は、1月末にかけて上昇した後、2月以降やや大きく調整したが、期間を通してみれば上昇した。欧州株価（EURO STOXX）や、英国株価（FTSE100）も同様の動きとなったが、通貨高の影響などが加わり、期間を通してみれば水準を切り下げた。

（図表21）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、株価は先進国株価と同様、1月末にかけて上昇した後、2月以降は下落した。もともと、堅調な企業収益などを背景に、期間を通してみれば上昇した。通貨は良好な経済指標や資源価格の上昇などに支えられて増価した。

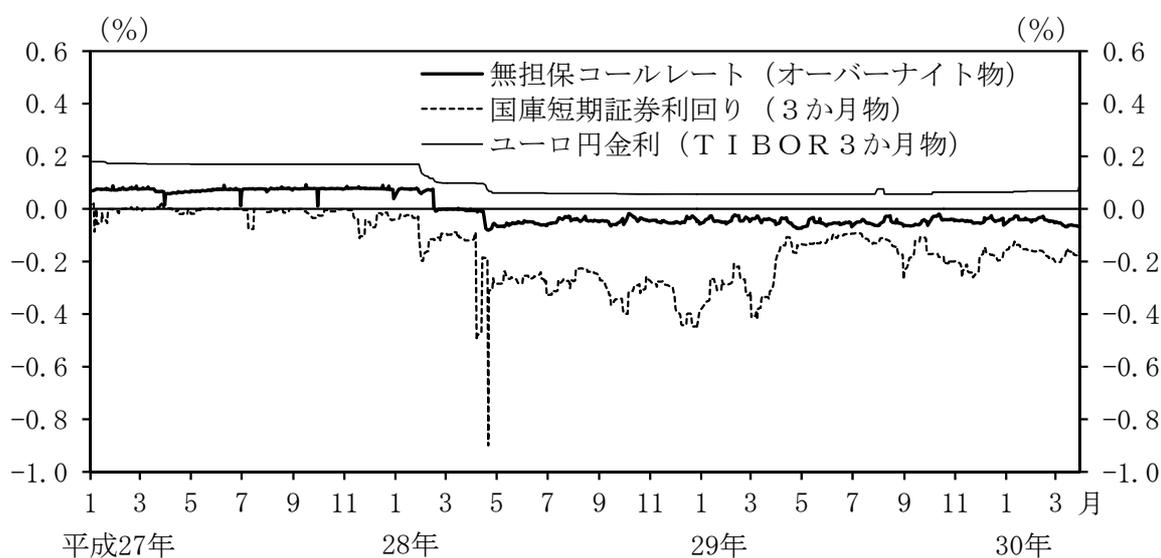
国際商品市況は、堅調な世界需要などを背景に上昇した。原油（WT I）価格は、主要産油国における協調減産への一段の取り組みや需要見通しの上振れなどを背景に上昇した。銅、鉄鉱石価格も、堅調な世界需要を背景に上昇した。農産物価格は、天候不順の影響などによって振れを伴いながらも、期間を通してみれば横ばいで推移した。この間、金価格はドル安の影響などから上昇した。

(2) 短期金融市場

29年度下期のわが国の短期金融市場の動向をみると、全般として、金利は低水準で推移した。

翌日物金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表 22）³、小幅のマイナスで安定的に推移した。ターム物金利をみると⁴、国庫短期証券利回り（3か月物）は、概ね▲0.1%台後半で推移した。また、ユーロ円金利（TIBOR 3か月物）は横ばいで推移した。

(図表 22) 短期金融市場金利

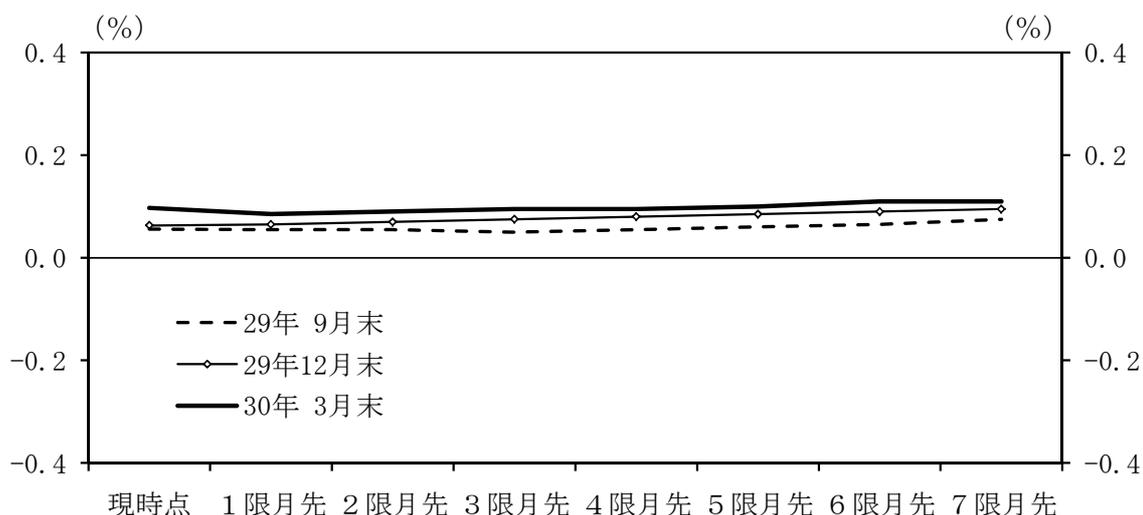


³ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

⁴ ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

ユーロ円金利先物レートは（図表 23）、29 年度下期を通して概ね不変であり、先行きの短期金利について、概ね横ばいで推移することを見込む姿となった。

（図表 23）ユーロ円金利先物レート



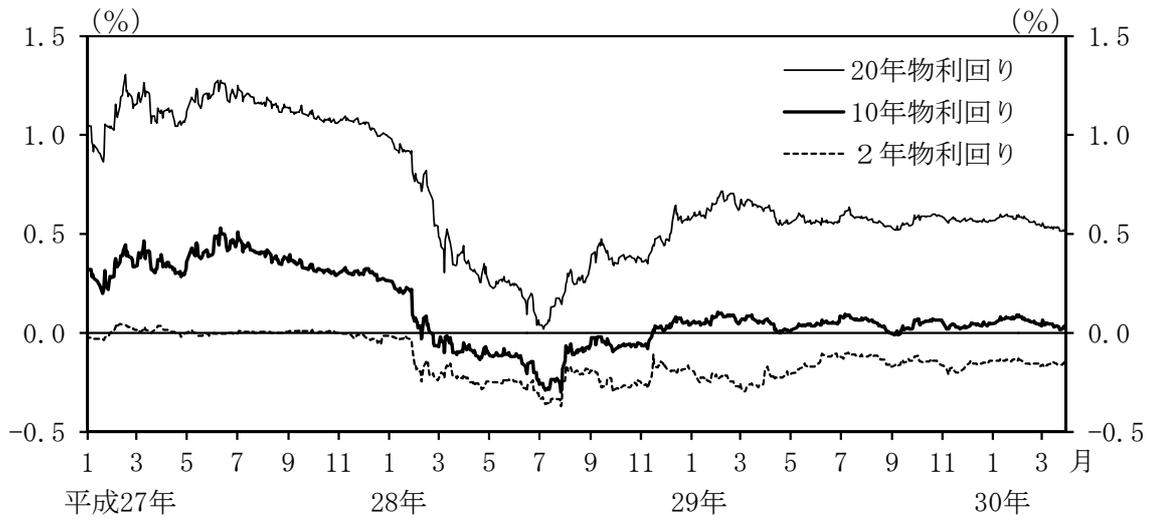
（注）ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利（TIBOR 3か月物）である。限月には、3月、6月、9月、12月のみを採用。グラフでは、例えば、30年3月末時点（太い実線）における1限月先（30年6月中央時点）のユーロ円金利の市場予想値が0.085%、2限月先（30年9月中央時点）が0.090%、3限月先（30年12月中央時点）が0.095%であったことを表している。

（3）債券市場

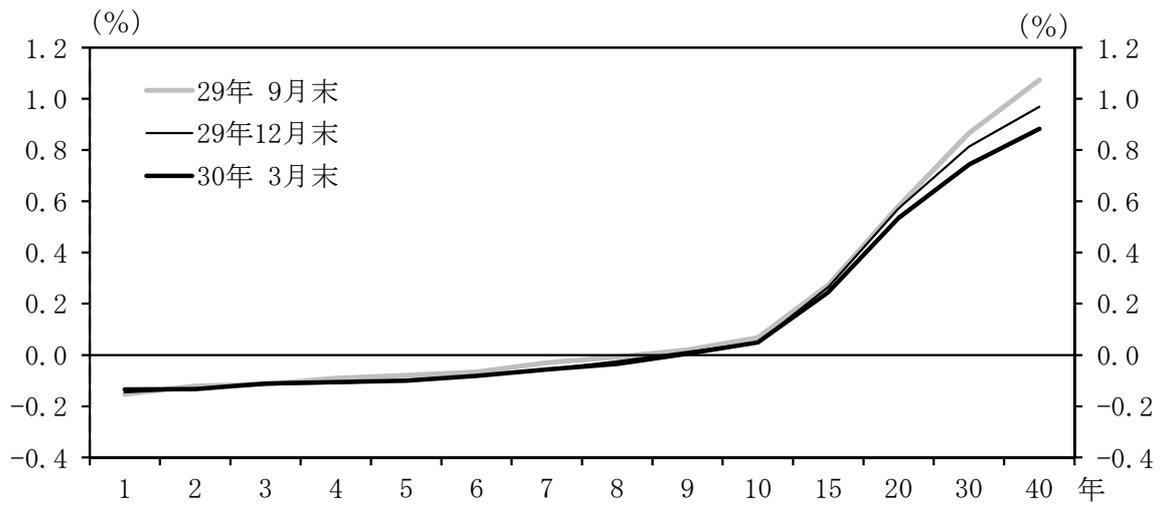
29年度下期の債券市場の動向をみると（図表 24、25）、長期国債（10年債）の流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。仔細にみると、11月上旬に低下したあと、米国での利上げや税制改革法案の成立を受けて米欧の長期金利が上昇する中で、+0.1%程度まで上昇した。その後、2月上旬の世界的な株価下落等を背景に低下し、3月末にかけてはゼロ%近傍の小幅のプラス領域で推移した。

また、短中期国債（2年債）の流通利回りが概ね横ばいで推移するもとで、超長期国債（20年債）の流通利回りは低下し、本邦のイールドカーブは幾分フラット化した。

(図表 24) 国債流通利回り

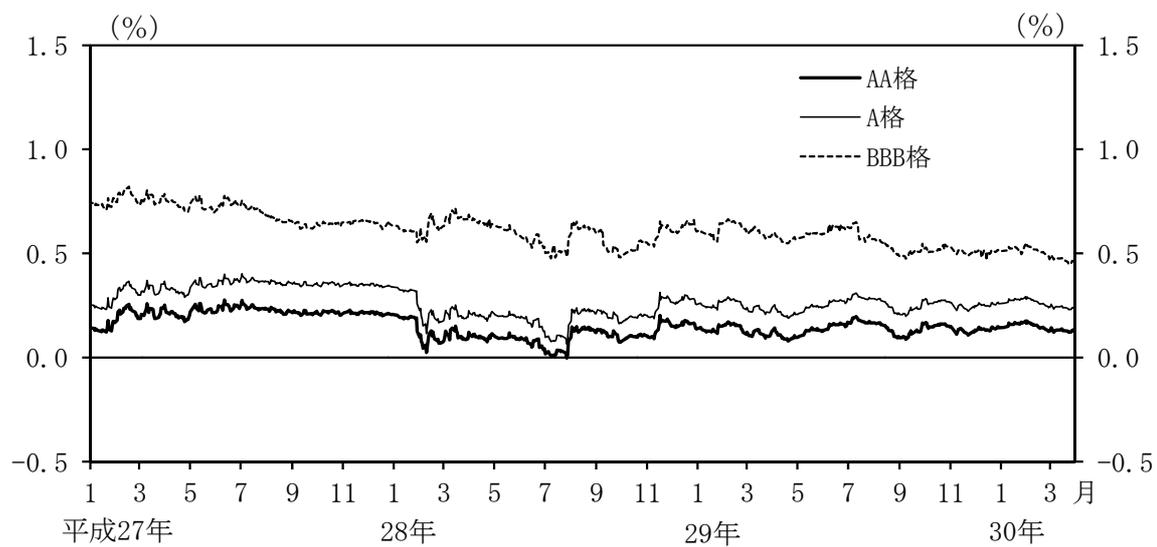


(図表 25) 国債の利回り曲線 (イールドカーブ)



社債流通利回りは（図表 26）、国債の流通利回りに連れる形で、2月初にかけて幾分上昇したあと、低下した。

（図表 26）社債の流通利回り

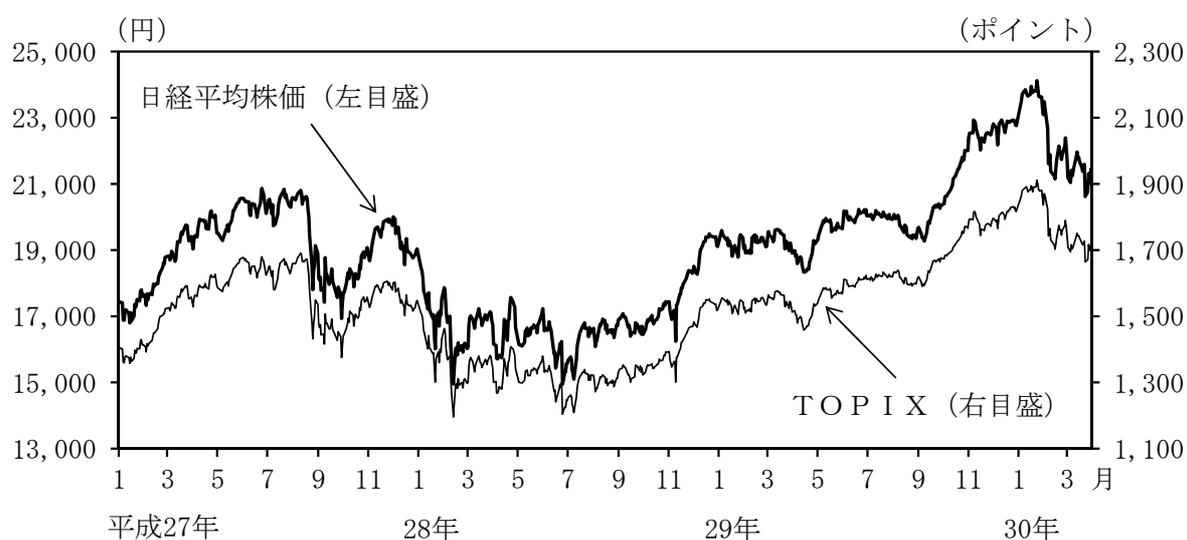


（注） 残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

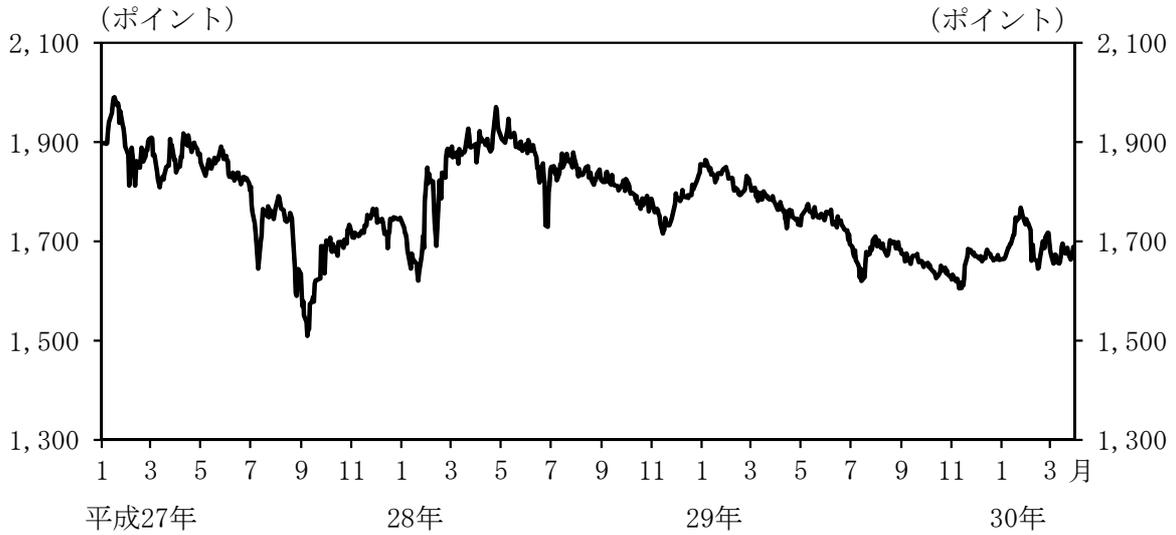
29年度下期の株式市場の動向をみると(図表27)、日経平均株価は、米欧株価が上昇する中で、好調な企業決算等を背景に、1月下旬には24千円台前半まで上昇した。その後、2月上旬に世界的に株価が下落するもとの、一旦大きく下落したあと、振れを伴いつつも横ばい圏内での動きが続き、3月末には21千円台前半となった。

(図表27) 株価



不動産投資法人投資口(J-REIT)の価格は(図表28)、株式市場の動向を受ける形で、1月下旬にかけて上昇したあと2月上旬には大きめに下落する場面もみられたが、期間を通してみれば小幅の上昇となった。

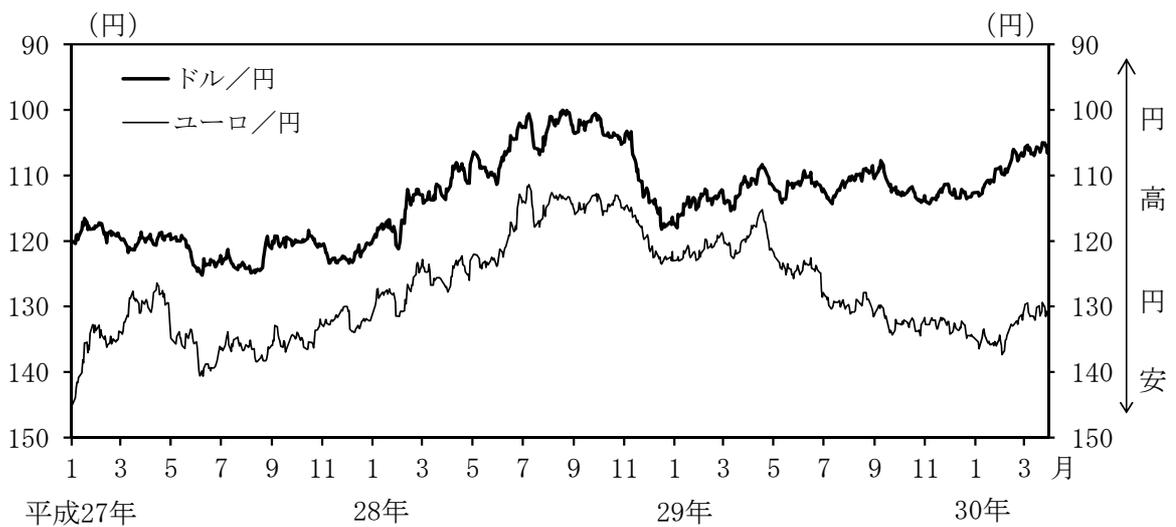
(図表 28) 東証REIT指数



(5) 外国為替市場

29年度下期の外国為替市場の動向をみると(図表29)、円の対ドル相場は、年末にかけて横ばい圏内で推移したあと、ドルが多く通貨対比で下落するもとの、円高ドル安の動きとなった。その後は、2月上旬の世界的な株価下落のもとで、安全資産としての円買い等を背景に、円高ドル安の動きが続き、3月末には106円台となった。円の対ユーロ相場は、均してみれば横ばい圏内の動きとなった。

(図表 29) 円の対ドル、対ユーロレート



こうした為替相場動向を受けて、円の実質実効為替レートは（図表 30）⁵、幾分円高方向に進んだ。

（図表 30）円の実質実効為替レート

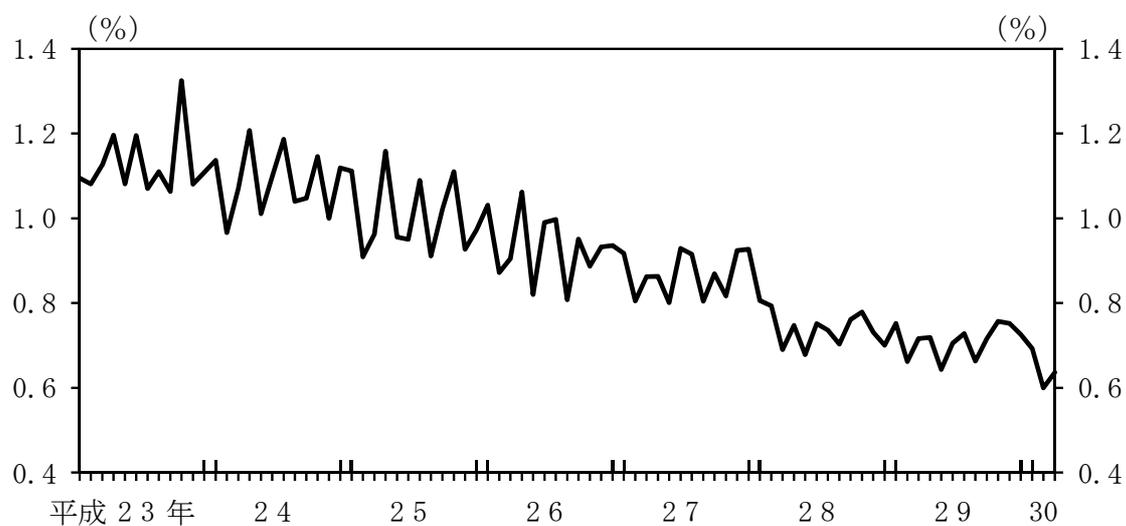


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したものであり、相対的な通貨の実力を総合的に測るための指標である。

(6) 企業金融

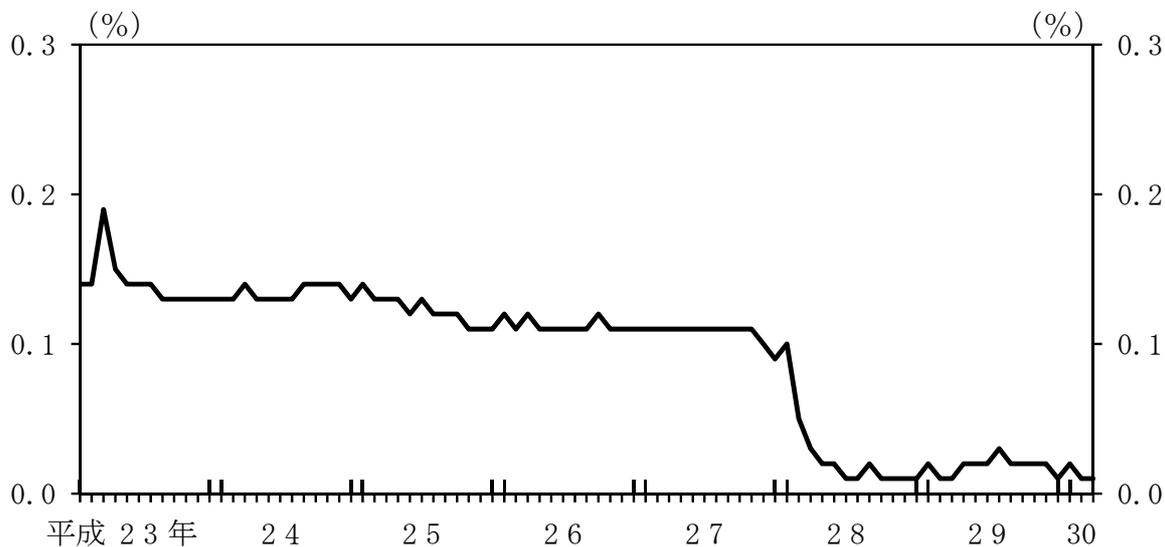
29年度下期において、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を進めるもとの、企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移した。貸出金利をみると（図表31）、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、既往ボトム圏の水準で推移した。

(図表31) 貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、CP・社債の発行金利は（図表 32）、きわめて低い水準で推移した。

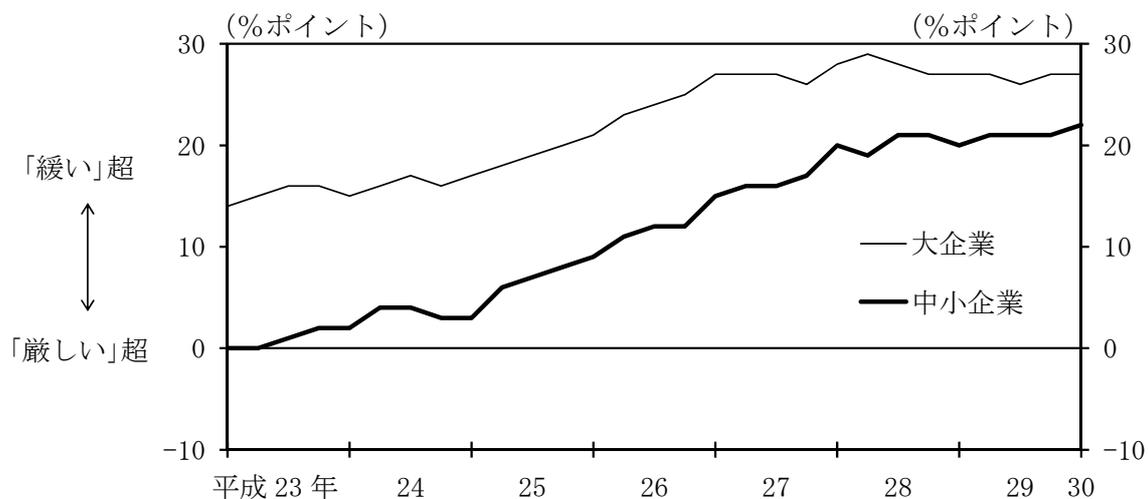
（図表 32）CP発行金利（3か月物）



（注）新発利回り。a-1格相当の格付け取得先についての短期社債（電子CP）の平均。

資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 33）、大幅に緩和した状態であった。

（図表 33）金融機関の貸出態度判断D. I.（短観）

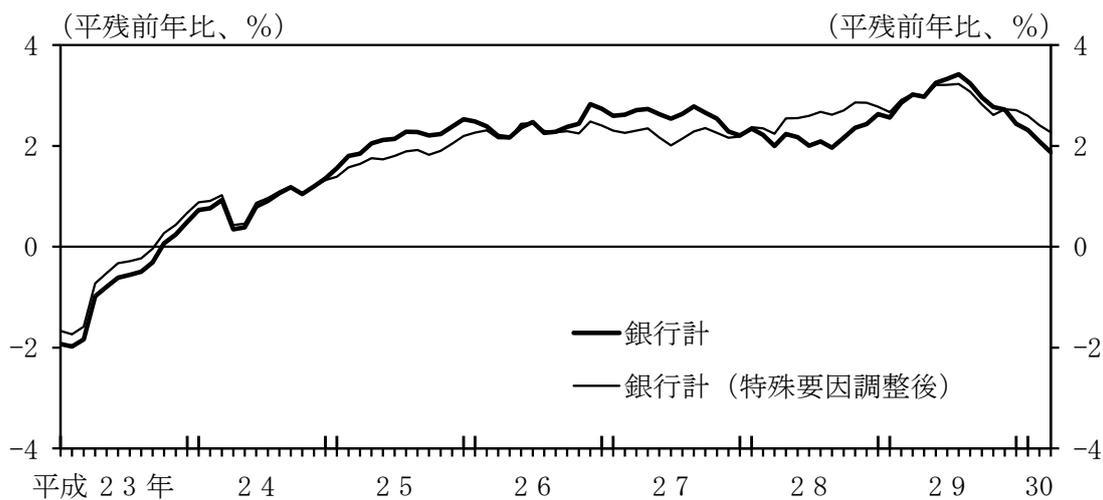


（注）全産業ベース（図表 36 も同様）。

資金需要面をみると、設備投資向けなどの資金需要が増加した。

企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 34）⁶、2%程度から半ばのプラスで推移した。CPおよび社債の発行残高の前年比は（図表 35）、高めのプラスで推移した。

（図表 34）民間銀行貸出残高

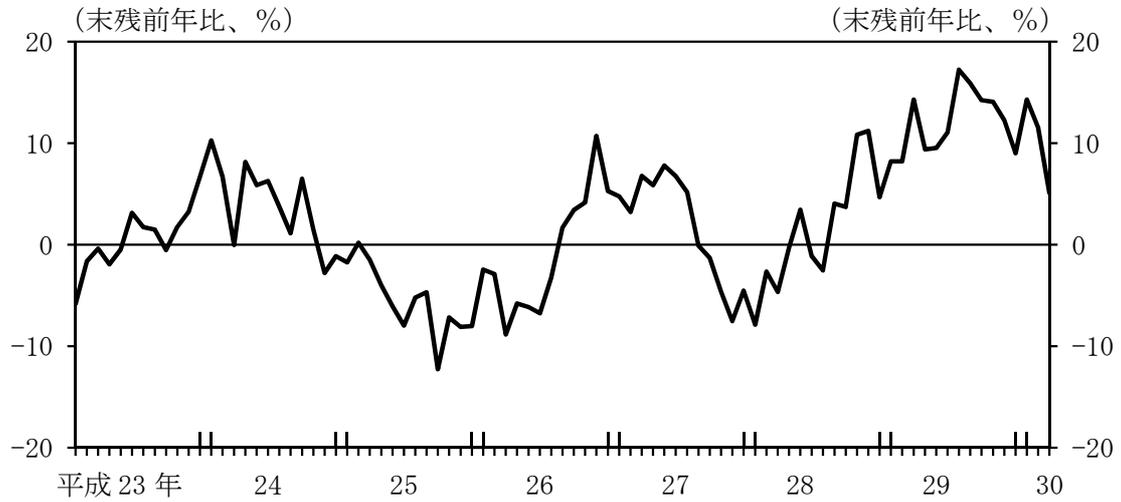


（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

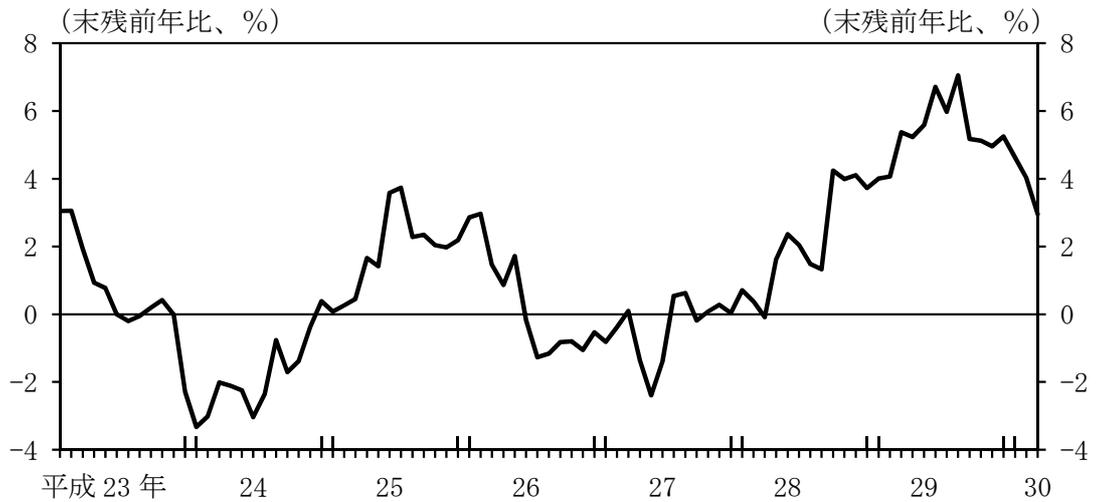
⁶ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出（月中平均残高ベース）。

(図表 35) 資本市場調達

(1) CP発行残高



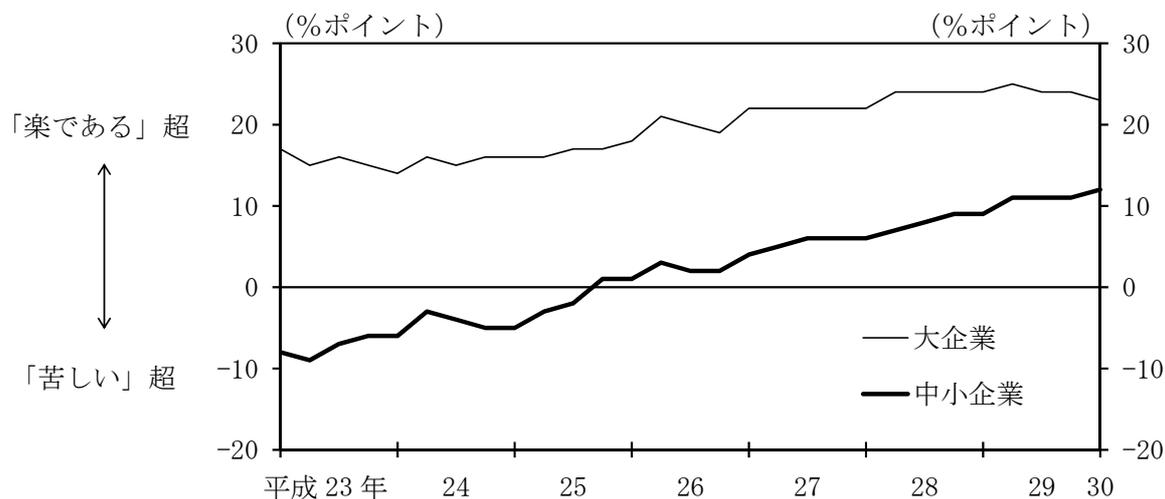
(2) 社債発行残高



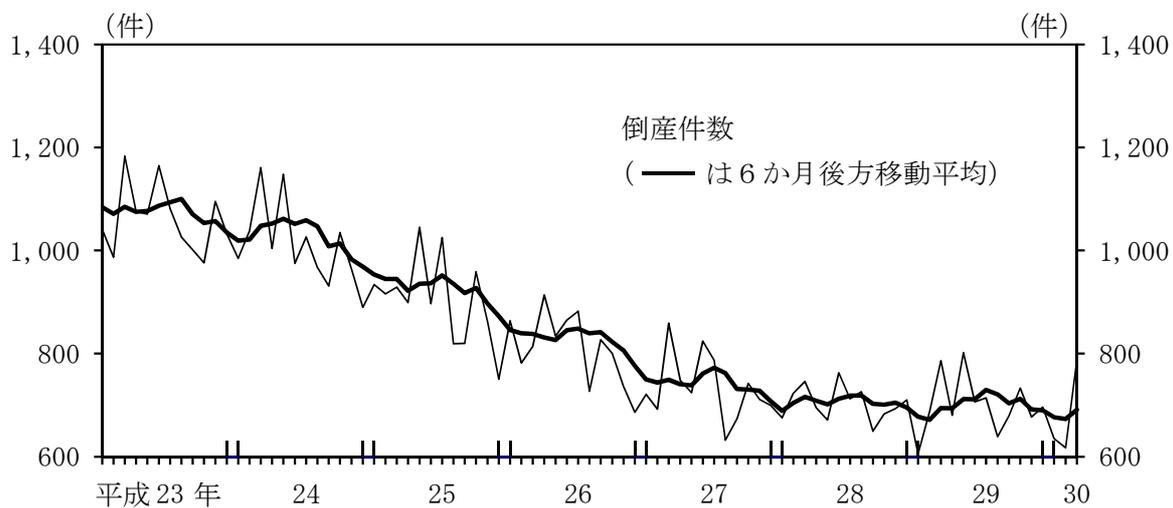
(注) CP発行残高は、短期社債(電子CP)の残高(銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC Pは含む)。

企業の資金繰りは（図表 36）、良好であった。企業倒産件数は（図表 37）、低水準で推移した。

（図表 36）企業の資金繰り判断D. I.（短観）



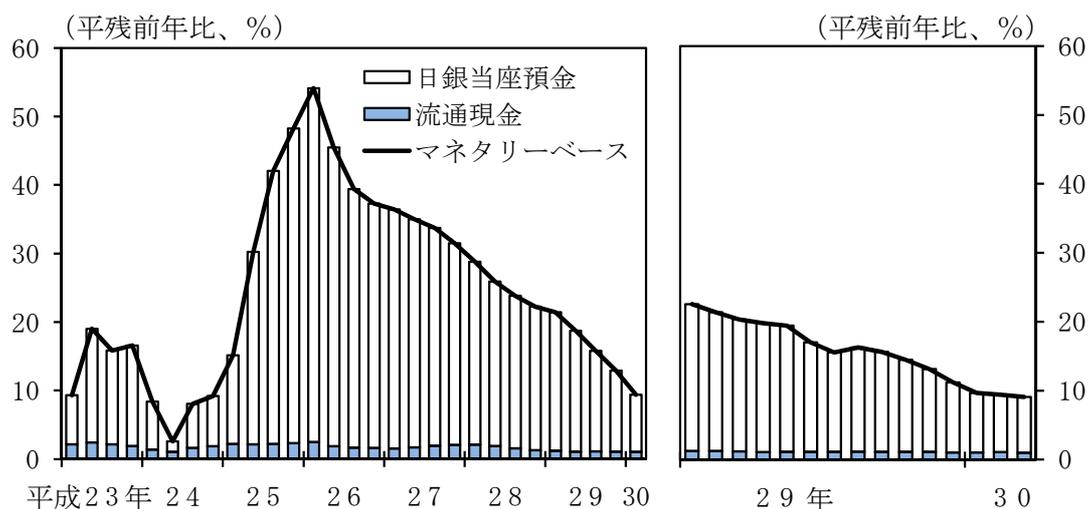
（図表 37）企業倒産



(7) 量的金融指標

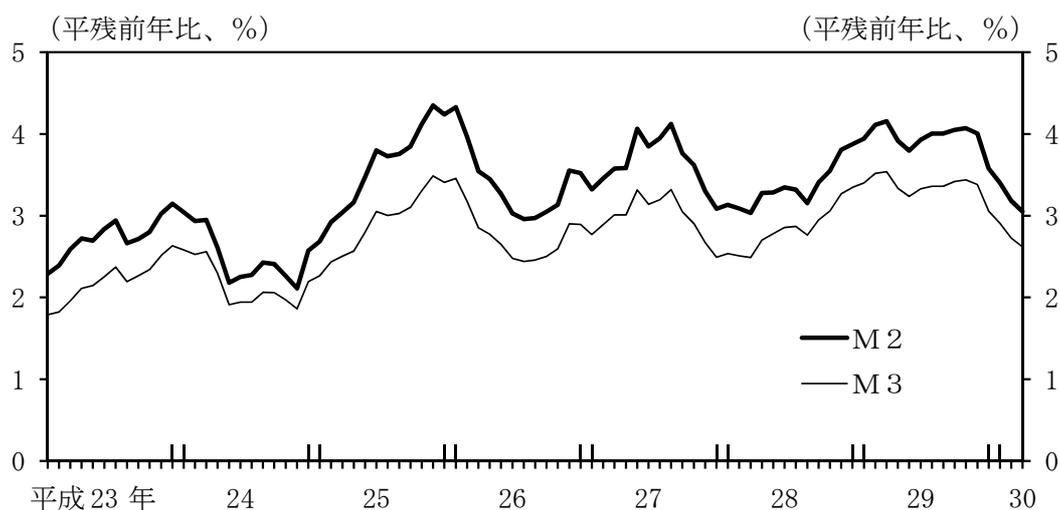
29年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）は（図表38）、前年比で1割程度から半ばの高い伸びを続けた。

（図表38）マネタリーベース



マネーストック（M2）の動向をみると（図表39）、前年比3%台で推移した。

（図表39）マネーストック



（注）M2＝現金通貨＋預金通貨（要求払預金－対象金融機関保有小切手・手形）＋準通貨（定期性預金等）＋譲渡性預金（CD）。対象金融機関にゆうちょ銀行等は含まない。なお、M3はゆうちょ銀行等を含む。

Ⅱ. 金融政策運営及び金融政策手段

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、平成29年10月から30年3月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	黒田東彦	(総裁)
	岩田規久男	(副総裁)
	中曾 宏	(副総裁)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(審議委員)
	櫻井 眞	(審議委員)
	政井貴子	(審議委員)
	鈴木人司	(審議委員)
	片岡剛士	(審議委員)

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

以下では、29年度下期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、平成29年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状について、すべての会合で、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判断した。先行きについては、すべての会合で、緩やかな拡大を続けるとの見方を示した（図表40）。

物価の現状については、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比でみて、10月と12月の会合では「0%台後半となっている」、1月と3月の会合では「1%程度となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、すべての会合で、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を示した。また、予想物価上昇率については、10月と12月の会合では、「弱含みの局面が続いている」、1月と3月の会合では、「横ばい圏内で推移している」とそれぞれ判断した。

(図表 40) 政策委員会の経済情勢についての判断

29年10月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。
12月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。
30年1月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。
3月	わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。

(金融政策運営)

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

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

先行きの金融政策運営について、29年度下期のすべての会合において、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」との考え方を示した。

1月の会合では、「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。

(図表41) 会合において決定された金融市場調節方針等

決定日	金融市場調節方針その他の主な決定事項
<p>< 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 ></p>	
<p>29年10月31日</p>	<p>28年9月21日の会合で決定した以下の金融市場調節方針、資産買入れ方針を維持した。また、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続方針を確認した^(注1)。</p> <p>(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)</p> <p>次回会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。</p> <p>短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。</p> <p>長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。</p>
<p>12月21日</p>	<p>(資産買入れ方針)</p> <p>長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① E T FおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>② C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p>
<p>30年1月23日</p>	<p>(先行きの金融政策運営に関する方針)</p> <p>2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。</p>
<p><その他></p>	
<p>30年1月23日</p>	<p>「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^(注2)。</p>

(注1) いずれの会合においても、金融市場調節方針は賛成8反対1、資産買入れ方針は全員一致で決定された。

(注2) 全員一致で決定された。

(2) 「経済・物価情勢の展望」

(「経済・物価情勢の展望 (平成 29 年 10 月)」)

10月の会合では、29年度から31年度を対象とする「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)に関する議論を行った。

まず、31年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとの、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が改善するなかで、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、以下同じ)の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。
- ② 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。30年度までの期間を展望すると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連投資の本格化、人手不足に対応した省力化投資の増加などから、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとの、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、経済対策の効果などから29年度に増加した後、30年度は、経済対策効果の減衰に伴い減少に転じるものの、オリンピック関連需要もあって高めの水準を維持すると考えられる。この間、海外経済は、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかり

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

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

- ④ 29年7月の展望レポート以降、消費者物価の前年比はプラス幅を拡大して

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

⁸ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

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

いるが、エネルギー価格の影響を除くと小幅のプラスにとどまっており、なお弱めの動きが続いている。この背景としては、携帯電話機や通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている。このように、労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。もっとも、パート時給がはっきりとした上昇基調が続けているほか、既往の為替円安による仕入価格の上昇などもあって、企業のコスト面からみた価格上昇圧力は着実に高まっている。

- ⑤ 先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。従来の見通しと比べると、携帯電話通信料の値下げの影響等から29年度について幾分下振れているが、30年度、31年度については概ね不変である。2%程度に達する時期は、31年度頃になる可能性が高い¹⁰。
- ⑥ 物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは着実に改善している。特に、有効求人倍率がバブル期ピークを上回っているほか、失業率も2%台後半まで低下するなど、労働需給は一段と引き締まっている。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとので、マクロ的な需給ギャップは30年度にかけてプラス幅を拡大し、31年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率は、一部には28年の夏頃をボトムに上昇傾向を示す指標もみられているが、弱含みの局面が続いている。

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

先行きについては、①「適合的な期待形成」¹¹の面では、当面、後述のように輸入物価の動向などが現実の物価上昇率を押し上げるとみられるほか、その後も、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。第3に、輸入物価についてみると、原油価格など国際商品市況の28年春から29年初にかけての持ち直しは、29年度の消費者物価のエネルギー価格の前年比を押し上げると予想される。また、為替相場が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響については、既往の為替相場の円安方向への動きが、29年度を中心に、価格上昇圧力を高める方向に作用すると考えられる。

- ⑦ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、以下のような点が指摘できる。経済情勢については、海外経済の動向、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性といった要因がある。物価情勢については、以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因として、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目があること、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹²。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。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

¹¹ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（28年9月）参照。

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

必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、下げ止まりから一部に上昇傾向を示す指標もみられており、先行きも、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、が背景である。

- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、経済の見通しについては、リスクは概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している¹³。
- ③ 金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、10月31日に公表した（背景説明を含む全文は11月1日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（30年1月）」）

1月の会合では、29年度から31年度を対象とする「展望レポート」に関する議論を行った。

¹³ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（29年10月）を参照。

まず、31年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとの、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が改善するなかで、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。この間、公共投資は高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）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。
- ② 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。30年度までの期間を展望すると、国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連投資の本格化、人手不足に対応した省力化投資の増加などから、増加を続けると予想される。個人消費も、雇用・所得環境の改善が続くもとの、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。公共投資は、既往の経済対策による押し上げ効果が緩やかに減衰するものの、オリンピック関連需要などもあって高めの水準を維持すると考えられる。この間、海外経済は、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっていくとみられることから、緩やかな成長を続けると予想している。こうした海外経済の成長を背景として、輸出も、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。31年度については、内需の減速から成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気拡大が続くと予想される。すなわち、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから、設備投資が減速する

と見込まれる。また、家計支出も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じると予想される¹⁴。もっとも、海外経済の成長を背景とした輸出の増加が景気を下支えするとみられる。以上のもとで、わが国経済は、30年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる¹⁵。今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

- ③ こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると予想される¹⁶。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えられると考えられる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなどが続くもとで、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。それに伴い、自然利子率も上昇し、金融緩和の効果を高めると考えられる。
- ④ 29年10月の展望レポート以降、消費者物価の前年比はプラス幅を拡大しているが、エネルギー価格の影響を除くと小幅のプラスにとどまっており、なお弱めの動きが続いている。この背景としては、携帯電話通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようと

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

¹⁵ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

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

している。このように、労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。もっとも、パート時給がはっきりとした上昇基調を続けているほか、既往の為替円安による仕入価格の上昇などもあって、企業のコスト面からみた価格上昇圧力は着実に高まっている。

- ⑤ 先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。2%程度に達する時期は、31年度頃になる可能性が高い¹⁷。
- ⑥ 物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、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、着実にプラス幅を拡大している。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとで、マクロ的な需給ギャップは30年度にかけてプラス幅をさらに拡大し、31年度も比較的大幅なプラスで推移するとみられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率は、27年夏以降、弱含みの局面が続いていたが、最近はやや横ばい圏内で推移している。先行きについては、上昇傾向をたどり、2%程度に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」¹⁸の面では、マクロ的な需給ギャップが改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化し、現実の物価上昇率も着実に伸びを高めると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが挙げられる。第3に、輸入物価についてみると、28年春以降の原油価格の持ち直しは、消費者物価のエネルギー価格の押し上げ要因として作用してきたが、その影響

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

¹⁸ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（28年9月）参照。

は緩やかに減衰すると予想される。一方、為替相場が輸入物価を通じて消費者物価にもたらす影響については、28年秋以降の為替相場の円安方向への動きが、当面は、価格上昇圧力を高める方向に作用すると考えられる。

- ⑦ 上記の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、以下のような点が指摘できる。経済情勢については、海外経済の動向、企業や家計の中長期的な成長期待、財政の中長期的な持続可能性といった要因がある。物価情勢については、以上の要因のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因として、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目があること、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向がある。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹⁹。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していくなかで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、このところ横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、が背景である。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、経済の見通しについては、リスクは概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強

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

気化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。

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

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、1月23日に公表した（背景説明を含む全文は1月24日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した29年10月および30年1月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 29年12月の会合

(国際金融市場では、先進国の株価が高値圏で推移するなど、投資家のリスクテイク姿勢は総じて維持されている)

国際金融市場について、委員は、堅調な企業業績などを背景に、先進国の株価は高値圏で推移しているほか、多くの新興国で資金流入の動きが続いており、投資家のリスクテイク姿勢は総じて維持されているとの認識を共有した。

(海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている)

海外経済について、委員は、総じてみれば緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。委員は、世界的に貿易活動が活発化する中、先進国は着実な回復を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。海外経済の先行きについて、委員は、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっていくことから、緩やかな成長を続けるとの見方で一致した。

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

景気の現状について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。委員は、企業部門の動きについて、輸出は増加基調にあるほか、設備投資も、収益が過去最高水準で推移する中、増加傾向を続けているとの認識を共有した。また、家計部門についても、委員は、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。

（消費者物価の前年比は、0%台後半のプラスとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%台後半のプラスとなっている一方、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比については、引き続き、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、小幅のプラスにとどまっているとの見方で一致した。予想物価上昇率について、委員は、弱含みの局面が続いているとの認識を共有した。

先行きについて、大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。

（金融環境は、きわめて緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、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。

ロ. 30年3月の会合

（国際金融市場では、各国の株価が調整する場面もみられたが、これまでのところ、他の金融市場や実体経済への影響は限定的となっている）

国際金融市場について、委員は、2月入り後、米国長期金利の上昇を契機に投

資家のリスク回避姿勢が強まり、各国の株価が調整する場面もみられたが、これまでのところ、他の金融市場や実体経済への影響は限定的であるとの認識を共有した。国際金融市場の先行きについて、委員は、米国の経済政策運営などを巡る不透明感は払拭されておらず、これが国際資本フローやわが国の経済・物価に及ぼす影響については、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。

（海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている）

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。委員は、世界的に活発な貿易活動が継続する中、先進国は着実な改善を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。海外経済の先行きについて、委員は、着実な成長を続けるとの認識で一致した。多くの委員は、世界的に製造業の生産・貿易活動が堅調に推移し、先進国・新興国がバランスよく成長することが見込まれるとの見方を示した。

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

景気の現状について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。委員は、企業部門の動きについて、輸出は増加基調にあるほか、設備投資も、収益が過去最高水準で推移する中、増加傾向を続けているとの認識を共有した。また、家計部門についても、委員は、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調を辿るとの認識を共有した。

（消費者物価の前年比は、1%程度のプラスとなっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は1%程度のプラスとなっている一方、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比については、引き続き、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、0%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。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認識を共有した。

先行きについて、大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。

（金融環境は、きわめて緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、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。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続

29年度下期のすべての会合において、大方の委員は、28年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、以下の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

「短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。」

長期国債以外の資産の買入れについて、すべての委員は、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。

一方、すべての会合において、一人の委員が、上記の金融市場調節方針に反対した。10月の会合では、イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして、反対した。また、この委員は、12月から3月の会合では、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、30年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましいと指摘した。そのうえで、12月の会合では、10年以上の国債金利を幅広く引き下げるよう、長期国債の買入れを行うこと、1月および3月の会合では、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うこと、がそれぞれ適当であるとして、反対した。

先行きの金融政策運営の考え方について、すべての会合で、大方の委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要

な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する、③今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

一方、すべての会合において、一人の委員が、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを公表文中に記述することが必要として、上記の先行きの金融政策運営の考え方に反対した。

（実体経済から物価面への波及を巡る評価）

29年度下期の会合において、委員は、景気の改善や労働需給の着実な引き締まりに比べ、物価が弱めの動きを続けていることについて議論を行った。委員は、企業や家計において、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っていることが、企業の賃金・価格設定スタンスに影響しているとの認識を共有した。このうち企業の賃金設定スタンスについて、何人かの委員は、わが国では、労使ともに賃上げよりも雇用の安定を優先する傾向が強いことが、正規雇用者の賃金の伸びが鈍い理由の一つであるとの見方を示した。また、多くの委員は、生産性の引き上げ余地が大きいサービス業を中心に、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を価格に転嫁することを避ける動きが続いていると指摘した。この点に関して、何人かの委員は、企業の省力化投資などの生産性向上に向けた取り組みや労働力率の上昇は、短期的には物価を抑制する方向で作用するが、やや長い目でみれば、潜在成長力を引き上げるとともに、企業の期待収益の向上等を通じて、物価の押し上げにも寄与すると指摘した。

そのうえで、委員は、企業の賃金・価格設定スタンスにみられる変化について議論を行った。1月の会合では、何人かの委員は、人手不足の強まりが、パートのみならず、正規雇用者の賃金上昇圧力としても作用してきており、新卒の初任給を引き上げる企業も増えてきていると指摘した。また、何人かの委員は、最近では、賃金コストの上昇を販売価格に転嫁する動きが次第に増えてきており、そ

れが売上や収益の増加につながっているケースも少なくないとの認識を示した。こうした変化の背景として、複数の委員は、雇用・所得環境の改善や株価上昇に伴うマインドの好転などから、消費者の値上げに対する許容度が高まってきている可能性を指摘した。また、3月の会合では、多くの委員が、春闘の行方に注目していると述べ、一人の委員は、春闘後の賃金動向が、各企業の価格設定スタンスや値上げに対する消費者の許容度をどの程度改善させていくかが重要なポイントになるとの見解を示した。

（2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価）

29年度下期のすべての会合において、大方の委員は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとの認識を共有した。この背景として、大方の委員は、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率についても、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、の2点を挙げた。これらを踏まえ、大方の委員は、現在の金融市場調節方針のもと、強力な金融緩和を粘り強く進めていくことが適切であるとの認識を共有した。

（金融政策の基本的な運営スタンス）

29年度下期の会合において、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。12月から3月の会合では、何人かの委員が、現在の金融緩和政策の効果と副作用について、金融仲介機能や金融システムに及ぼす影響も含めて、多面的な点検・評価を継続していくことが重要であると指摘した。

このうち1月の会合では、一人の委員は、現時点では、金融システムや金融機関の金融仲介機能に支障は生じていないが、米国債のイールドカーブのフラット化や外貨調達コストの上昇などの国内外の市場環境の変化と、これが金融機関の収益や金融システムに及ぼす影響には留意が必要であるとの見方を示した。ある委員は、やや長い目でみて、銀行セクターの収益と貸出態度の間には正の相関があることを踏まえると、低金利環境が続くもとでの金融機関の貸出運営スタンス

にも意識を向けていく必要があると述べた。これに対して、別の一人の委員は、金利を引き下げると銀行の貸出意欲が低下し、金融緩和効果を阻害するというリバーサル・レートの議論は、資金調達手段の一部を供給側からのみとらえたものであり、企業の他の代替的資金調達手段や借入需要の増加を十分に考慮していない議論であると指摘した。また、ある委員は、今後、2%に向けて物価が上昇していき、経済の中長期的な成長力が高まっていく過程では、金融緩和政策の効果が強まることになるため、そうした環境変化や政策の副作用も考慮しながら、先行き、望ましい政策運営のあり方について、検討していくことも必要となり得るとの見解を述べた。一人の委員は、現時点では、現在の金融市場調節方針を維持することが適切であるとしつつ、先行き、経済・物価情勢の改善が続くと見込まれる場合には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、その持続性を強化する観点も含め、金利水準の調整を検討することが必要になる可能性もあると述べた。別のある委員は、現在の金融市場調節方針を続けることで、物価上昇率が2%に向けて上昇するとの確信が持てない以上、現在の政策の枠組みのもとで、さらなる金融緩和策を講じることにより、需給ギャップや予想インフレ率への波及効果を一段と強め、「物価安定の目標」の早期達成への確度を高めるべきであるとの見解を示した。

この間、ある委員は、ETFなどリスク性資産の買入れについては、政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から検討すべきであると述べた。

（金融政策運営に関する情報発信のあり方）

29年度下期の会合において、委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方について議論を行った。

このうち3月の会合では、何人かの委員は、最近の為替市場や株式市場における不安定な動きについては、国際金融市場の変動に加え、わが国でも経済・物価情勢の改善が続く中、今後の金融政策運営の方向性を巡り、市場参加者の関心が高まっていることも影響しているとの見方を示した。何人かの委員は、市場に誤解が生じないように、日本銀行としては、「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があることを踏まえ、引き続き、現在の強力な金融緩和を粘り強く進める方針にあり、いわゆる「出口」のタイミングやその際の対応を検討する局面には至っ

ていないと考えていることを、丁寧に説明していくことが重要であると指摘した。

ロ. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営

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

12月の会合では、複数の委員は、現在のイールドカーブ・コントロールのもとで実現している実質金利は、自然利子率を十分に下回って推移しており、景気の緩やかな拡大を力強く後押ししているとの見方を示した。1月の会合では、何人かの委員は、1月9日の超長期ゾーンの国債買入れオペの減額に関し、その時点での国債市場の需給等を踏まえて実務的に決定されたにもかかわらず、市場の一部では、これが金融緩和縮小の思惑を呼び、為替円高の一因になったのとの見方があると指摘した。そのうえで、委員は、オペの金額やタイミングは、金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針に沿って実務的に決まるものであり、オペの運営が先行きの政策スタンスを示すことはないということを、海外投資家も含めて繰り返し説明していく必要があるとの認識で一致した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

29年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更事項は、貸出増加支援資金供給等の延長である。

1月の会合において、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、これに基づき、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、平成 29 年度下期を通じ、28 年 9 月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入時から適用を開始した以下の金融市場調節方針および資産買入れ方針のもとで、金融市場調節を行った。

(長短金利操作<イールドカーブ・コントロール>)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利:日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利:10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

(資産買入れ方針)

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。

上記方針のもとで金融市場調節を行った結果、10年物国債金利は、操作目標である「ゼロ%程度」で安定的に推移した。この間、長期国債の保有残高は増加を続け、3月末時点では、426.6兆円となった。また、E T F、J - R E I T、C P 等および社債等についても、上記方針に基づき買入れを行い、3月末時点の残高は、それぞれ 18.9 兆円、4,761 億円、2.1 兆円、3.2 兆円となった(図表 42)。

貸出支援基金の運営状況について、「貸出増加を支援するための資金供給」をみると、日本銀行は、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高が 38.7 兆円となった。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」をみると、12月、3月に貸付を実行した結果、3月末時点の残高は、6.9 兆円となった。米ドル特則分についても、2回の貸付を実行し、3月末時点の残高は、232.1 億米ドルとなった。また、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、

月に1度の頻度で実施を続け、3月末時点の残高は、4,039億円となった。「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」は、月に1度の頻度で実施を続け、3月末時点の残高は、882億円となった（図表42）。

(図表 42) 金融市場調節手段等の残高

(1) 資金供給

(億円)

	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	国庫短期 証券買入 オペ	共通担保 資金供給 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ
28年									
4月末	3,118,227	20,683	31,709	77,843	2,960	364,015	24,115	0	0
5月末	3,194,697	23,007	32,385	80,453	3,113	403,466	16,291	0	0
6月末	3,235,673	20,297	31,557	84,674	3,198	425,843	9,871	0	0
7月末	3,320,639	23,126	31,782	87,236	3,247	433,016	9,190	0	0
8月末	3,395,500	22,654	32,055	90,912	3,307	451,170	4,162	0	0
9月末	3,408,735	20,368	31,752	97,693	3,397	448,070	7,320	0	0
10月末	3,484,117	21,482	32,024	102,068	3,404	438,927	4,820	0	0
11月末	3,574,710	23,343	32,776	106,770	3,528	429,758	4,671	0	0
12月末	3,606,599	23,132	31,636	111,444	3,568	405,450	4,562	0	0
29年									
1月末	3,682,940	23,430	32,300	118,449	3,619	381,286	3,341	0	0
2月末	3,764,227	23,536	32,199	122,959	3,667	364,477	3,196	0	0
3月末	3,771,442	20,357	32,144	129,354	3,822	326,348	7,330	0	0
4月末	3,853,644	24,330	31,934	136,827	3,883	317,471	4,580	0	0
5月末	3,901,912	24,283	32,489	139,603	3,941	296,668	4,910	0	0
6月末	3,924,470	20,093	32,035	143,714	4,024	278,214	3,490	0	0
7月末	3,976,667	23,829	32,084	146,996	4,119	269,506	3,181	0	0
8月末	4,049,446	24,796	32,718	154,696	4,193	257,327	3,773	0	0
9月末	4,042,391	19,384	31,885	158,422	4,348	255,473	7,026	0	0
10月末	4,115,443	22,171	32,296	160,913	4,417	230,807	3,281	0	0
11月末	4,185,519	21,781	32,221	166,189	4,441	192,493	4,889	0	0
12月末	4,185,169	21,809	31,748	172,353	4,476	180,620	9,522	0	0
30年									
1月末	4,237,132	22,169	32,464	177,106	4,501	191,888	2,923	0	0
2月末	4,299,640	23,014	32,798	182,749	4,596	188,228	3,684	0	0
3月末	4,265,674	20,574	31,921	189,348	4,761	187,730	3,682	0	0

(注1) 「国庫短期証券買入オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分(繰上償還を含む)を控除した額。

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

	被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	熊本被災地 金融機関 支援資金 供給オペ	成長基盤強化 支援資金供給 (円貨)	成長基盤強化 支援資金供給 (米ドル特則)	貸出増加 支援資金 供給	米ドル 資金供給 オペ	補完貸付
28年							
4月末	4,212	—	56,350	11,999	244,220	0	0
5月末	4,212	—	56,350	11,999	244,220	1	0
6月末	4,212	369	59,249	12,000	254,999	1,475	0
7月末	4,212	369	59,249	12,000	254,999	130	0
8月末	4,209	836	59,249	12,000	254,999	11	0
9月末	4,042	838	60,251	12,000	279,979	655	0
10月末	4,055	996	60,251	15,196	279,979	0	0
11月末	4,055	997	60,251	15,196	279,979	0	0
12月末	4,093	997	61,216	17,722	326,820	1,223	0
29年							
1月末	4,090	1,161	61,216	17,722	326,820	122	0
2月末	4,090	1,161	61,216	17,722	326,820	202	0
3月末	4,090	1,161	64,102	20,681	369,963	550	0
4月末	4,090	1,164	64,097	20,681	369,963	0	0
5月末	4,090	1,164	64,097	20,681	369,963	0	0
6月末	4,041	1,164	68,863	23,321	375,194	10	0
7月末	4,041	1,164	68,863	23,321	375,194	0	0
8月末	4,041	1,197	68,863	23,321	375,194	0	0
9月末	4,040	1,195	68,863	23,542	387,670	400	0
10月末	4,043	1,045	68,863	23,542	387,670	0	0
11月末	4,043	1,044	68,863	23,542	387,670	0	0
12月末	4,039	1,044	68,609	23,387	402,101	160	0
30年							
1月末	4,039	882	68,609	23,387	402,101	1	0
2月末	4,039	882	68,609	23,387	402,101	5	0
3月末	4,039	882	68,880	23,211	386,636	0	0

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

(2) 資金吸収・その他

(億円)

	資金吸収			その他		(参考) マネタリー ベース
	国庫短期 証券売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形 売出 オペ	国債 補完 供給	米ドル資金 供給用担保 国債供給	
28年						
4月末	0	0	0	283	—	3,861,893
5月末	0	0	0	377	—	3,867,264
6月末	0	0	0	61	—	4,039,372
7月末	0	0	0	495	—	4,039,463
8月末	0	0	0	1,987	—	4,045,290
9月末	0	0	0	4,446	0	4,128,432
10月末	0	0	0	429	0	4,176,291
11月末	0	0	0	69	0	4,198,407
12月末	0	0	0	6,149	0	4,374,314
29年						
1月末	0	0	0	553	0	4,354,926
2月末	0	0	0	2,301	0	4,336,596
3月末	0	10,016	0	24,237	0	4,472,678
4月末	0	0	0	2,390	0	4,621,733
5月末	0	0	0	567	0	4,559,275
6月末	0	0	0	2,834	0	4,680,343
7月末	0	0	0	121	0	4,683,444
8月末	0	0	0	326	0	4,691,626
9月末	0	0	0	3,885	0	4,746,665
10月末	0	0	0	567	0	4,766,167
11月末	0	0	0	468	0	4,715,342
12月末	0	0	0	3,893	0	4,799,976
30年						
1月末	0	0	0	147	0	4,767,186
2月末	0	0	0	1,669	0	4,751,797
3月末	0	0	0	3,113	0	4,870,044

(注3) 「国庫短期証券売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成30年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、528.3兆円（前年比+7.8%）となった。

資産をみると、資産買入れを進める中、長期国債は426.6兆円（前年比+13.1%）となったほか、金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）、金銭の信託（信託財産不動産投資信託）の残高も増加した。貸付金は、貸出増加を支援するための資金供給等が増加したことから、46.4兆円（前年比+3.9%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、上述の資産買入れ等を通じた資金供給により、378.2兆円（前年比+10.4%）となった。発行銀行券は、104.0兆円（前年比+4.2%）となった。政府預金、売現先勘定は、それぞれ15.1兆円（前年比-30.5%）、0.3兆円（前年比-90.9%）となった。

（図表 43）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

—— 兆円、かっこ内は前年比%

	29年3月末	29年9月末	30年3月末
(資産)			
国債	417.7 (19.6)	435.9 (9.6)	448.3 (7.3)
[うち長期国債]	377.1 (24.9)	404.2 (18.6)	426.6 (13.1)
[うち短期国債]	40.6 (-14.2)	31.7 (-44.2)	21.8 (-46.4)
コマーシャル・ペーパー等	2.0 (3.3)	1.9 (-4.8)	2.1 (1.1)
社債	3.2 (1.4)	3.2 (0.4)	3.2 (-0.7)
金銭の信託（信託財産株式） ^(注1)	1.2 (-13.2)	1.1 (-12.8)	1.0 (-11.7)
同（信託財産指数連動型上場投資信託） ^(注2)	12.9 (70.9)	15.8 (62.2)	18.9 (46.4)
同（信託財産不動産投資信託） ^(注3)	0.38 (30.2)	0.43 (28.0)	0.48 (24.6)
貸付金 ^(注4)	44.7 (31.2)	46.9 (33.0)	46.4 (3.9)
外国為替	6.6 (-1.3)	6.8 (11.0)	6.4 (-3.6)
資産計	490.1 (20.8)	513.4 (12.4)	528.3 (7.8)
(負債・純資産)			
発行銀行券	99.8 (4.4)	100.8 (4.6)	104.0 (4.2)
当座預金	342.8 (24.4)	369.1 (18.4)	378.2 (10.4)
政府預金	21.8 (15.8)	17.8 (-40.0)	15.1 (-30.5)
売現先勘定	3.4 (18.0倍)	0.4 (-12.6)	0.3 (-90.9)
負債・純資産計	490.1 (20.8)	513.4 (12.4)	528.3 (7.8)

- (注1) 信託銀行を通じて金融機関から買入れた株式(受渡しベース)など(未収配当金等を含む)。
- (注2) 信託銀行を通じて買入れた指数連動型上場投資信託受益権(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
- (注3) 信託銀行を通じて買入れた不動産投資法人投資口(受渡しベース)など(未収分配金を含む)。
- (注4) 共通担保資金供給オペ、成長基盤強化を支援するための資金供給(米ドル資金供給に関する特則分を除く)、貸出増加を支援するための資金供給、被災地金融機関を支援するための資金供給オペおよび平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペによる貸付金等の残高。

また、資産のうち、「貸出支援基金」は48.0兆円となった。このうち、成長基盤強化を支援するための資金供給は9.4兆円、貸出増加を支援するための資金供給は38.7兆円となった。

(図表44)「貸出支援基金」の残高

—— 億円

	29年3月末	29年9月末	30年3月末
成長基盤強化を支援するための資金供給 ^(注)	87,139	95,345	93,548
貸出増加を支援するための資金供給	369,963	387,670	386,636
合計	457,102	483,015	480,184

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

29年度下期中に償還期限が到来した長期国債のうち0.1兆円については、TB(1年物)により借換え引受けを行った。28年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB(1年物)については、現金償還を受けた。

この間、資金供給において適切に担保を徴求したほか、各種の資産買入に当たって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。