

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 30 年 4 月 26、27 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018 年 4 月 26 日(14:00～15:21)
4 月 27 日(9:00～11:56)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(“)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(“)
	櫻井 眞	(“)
	政井貴子	(“)
	鈴木人司	(“)
	片岡剛士	(“)

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官 (26 日)
	木原 稔	財務副大臣 (27 日)
内閣府	前川 守	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	桑原茂裕
理事	前田栄治
理事	内田眞一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	奥野聡雄
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

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

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月8、9日）で決定された短期政策金利（-0.1%）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は-0.07~-0.04%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、均してみれば横ばい圏内の動きとなっており、直近では-0.1%台後半で推移している。

株価（日経平均株価）は、軟調な米国株価などを背景に、3月下旬にかけて下落したが、その後は、為替円安の動きもあって上昇傾向を辿り、最近では、22千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、米中の通商政策に対する懸念等から一時的に円高となる場面がみられたものの、3月下旬以降は、そうした懸念がやや後退するもとで、円安方向での推移となっている。この間、円の対ユーロ相場も、幾分円安方向で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。

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

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

（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。」

に前年比+1%台前半で推移している。この間、英国経済は、物価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペースが鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けている。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比+2%程度で推移している。NIEs・ASEANでは、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に緩やかに回復している。インドの景気は、内需を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米中の通商政策に対する懸念などから、3月中旬にかけて、両国を中心に株価が一時下落するなど、投資家のリスクテイク姿勢が慎重化する場面がみられた。もっとも、その後は、投資家の悲観的な見方が和らいだことや、良好な企業決算などを背景に、株価は、先進国を中心に反発した。商品市場では、中東における地政学的リスクの高まりを受けて、原油価格が上昇した。これに伴う予想物価上昇率の上昇などから、4月中旬以降、米国の長期金利は幾分上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは、振れを均せば増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの資本財や中間財など幅広く持ち直している。先行きの輸出は、資本財や情報関連を中心に、当面、緩やかな増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長が続くもとの、基調としては緩やかな増加を続けるとみられる。

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

設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けている。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れを伴いつつも、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長

期待の高まりなどを背景に、当面、増加を続けていくとみられる。その後は、資本ストックの調整圧力が高まっていくことから、設備投資の増加ペースは徐々に鈍化していくと見込まれる。

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

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、天候などの振れを伴いながらも増加している。先行きの個人消費は、当面は、雇用者所得の増加や既往の株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。その後も、消費税率引き上げに伴い一時的に減少に転じるものの、基調としては、緩やかな増加傾向を続けるとみられる。

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

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

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、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、1%程度となっているが、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、0%台半ばのプラスにとどまっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状

態にある。C P・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、設備投資向けなどの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。C P・社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で1割程度の高い伸びを続けている。マネーストックの前年比は、3%台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、米中の通商政策に対する懸念等を背景に、投資家のリスクテイク姿勢が慎重化する局面もみられたが、3月下旬以降、そうした懸念が幾分後退するとともに、市場は落ち着きを取り戻しつつ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、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。ある委員は、米国の長期金利や信用スプレッドが、何らかの理由によって急上昇・急拡大した場合、米国の低格付け事業法人や新興国経済に影響を及ぼす可能性があるほか、世界的な金融市場の変調のきっかけとなり得るため、警戒していると付け加えた。

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。委員は、世界的に活発な貿易活動が継続する中、先進国は着実な改善を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。ある委員は、3月のグローバルPMIが、前月比幾分低下したものの、半導体の需給調整に伴う一時的な変動との見方を示した。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。複数の委員は、このところ、国際機関や中央銀行による主要な国・地域の経済見通しの上方修正が相次いでおり、先行き、堅調な成長が持続する蓋然性が高まっているとの認識を示した。この点に関し、ある委員は、米国では、景気後退の直前に景気が過熱することが多いが、今回の景気回復については、過去に比べて景気の改善テンポは緩やかであり、そうした過熱感はみられないと指摘し、こうした米国の状況が世界的な景気拡大の持続性を高める方向で作用すると述べた。そのうえで、多くの委員は、米国の保護主義的な

通商政策とそれに対する他国の反応次第では、当事国の経済のみならず世界経済全体に大きな影響を及ぼし得るため、細心の注意が必要との認識を示した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、実質GDP成長率が高めの伸びを続け、労働市場でも雇用の増加基調が続くなど、拡大しているとの認識で一致した。ある委員は、ISM指数が製造業・非製造業ともに高水準で推移しており、企業の業況感は幅広く改善した状況が続いていると付け加えた。一方で、別のある委員は、乗用車販売が弱含んでいることを指摘したうえで、消費者の購買力に対する金利上昇の影響に注意が必要であると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、拡大を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、拡張的な財政政策が、先行きの米国経済を押し上げる方向で作用するとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、内外需とも増加基調にあり、しっかりとした回復を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、昨年後半からの急速な回復は一服した感があるが、引き続き、製造業・サービス業のPMIが高水準で推移するなど、景気は堅調を維持していると付け加えた。別のある委員は、経済回復を損なわない程度に財政再建のスピードを上手く修正するといった、適切なマクロ経済政策運営が、欧州の景気回復に大きく寄与しているとの見解を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、回復を続けるとの見方で一致した。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。一人の委員は、輸出が基調として増加しているほか、個人消費も、良好な雇用・所得環境を背景に底堅く推移していると付け加えた。複数の委員は、安定した成長の背景として、経済の変動に対して当局が機動的に対応していることを指摘した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから、内需も底堅く推移しているとの見方で一致した。ロシアやブラジルなどの資源国経済について、委員は、インフレ率の落ち着きや金融緩和の効果などを背景に、緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。このうち中国経済について、委員は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にある

との認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。委員は、企業部門の動きについて、輸出は増加基調にあるほか、設備投資も、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けているとの認識を共有した。また、家計部門についても、委員は、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの見方を共有した。この間、何人かの委員は、最近の短観や支店長会議における報告を踏まえると、一部の企業では人手不足や部材不足といった供給制約が強まってきている可能性があるとして指摘した。このうちの一人の委員は、供給制約に直面した企業が生産性向上や能力増強投資に取り組んでいくことは、経済の供給面の拡大を後押しし、長期的な成長力の高まりに繋がっていくと述べた。そのうえで、この委員は、こうした最近の変化は、非効率なビジネス・プロセスなどの過去に生じたヒステリシス（履歴効果）が希薄化する動きと捉えることができると指摘した。別のある委員は、供給制約が次第に強まる中、労働市場改革などの構造面での対応の重要性が増してきていると述べた。

輸出について、委員は、海外経済の成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。ある委員は、短観において、海外需給判断D I（製造業・大企業）が約10年ぶりの需要超過となっていることを指摘したうえで、好調な世界経済を背景に、自動車やはん用機械といった裾野の広い業種が景気を牽引していると述べた。先行きの輸出について、委員は、グローバルな製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するもとで、当面は増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長を背景に、基調としては緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

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

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けているとの認識を共有した。複数の委員は、

人手不足に対応するための省力化・効率化投資に加え、輸出の増加などを踏まえた能力増強投資も増えているとの見方を示した。ある委員は、実質金利の低下に加え、長期的な成長期待の高まりが、設備投資の増加に繋がっている可能性があるとは指摘した。先行きの設備投資について、委員は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。一人の委員は、資本ストックの積み上がりなどを背景に、設備投資の増勢は次第に鈍化していくとみられるが、世界的な情報関連財需要の拡大が続く中、企業が必要な資本ストックの水準を上方修正している可能性があるとは指摘した。ある委員は、生産年齢人口の減少トレンドを踏まえると、省力化・効率化投資の増加傾向は、今後も持続していく可能性が高いとの認識を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。何人かの委員は、失業率が2%台半ばまで低下するなど、労働市場は一段とタイト化していると指摘した。このうちの一人の委員は、企業は、地方を含めて幅広い層に採用の対象を広げるなど、人材確保に積極的に取り組んでおり、デフレのもとで長らく求職を諦めていた層からの労働参加も増えてきていると述べた。また、今年の春闘について、何人かの委員は、5年連続のベースアップが実現し、かつ伸び率も昨年の実績を上回っていることを前向きに評価するとしたが、このうちの一人の委員は、高水準の企業収益に比べて、期待していたほど賃上げ率は高まらなかったと述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。ある委員は、足もとの消費活動指数は弱めの動きとなっているが、天候不順による生鮮食品価格の高騰など、一時的な要因も影響していると述べた。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加や既往の株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方を共有した。一人の委員は、先行き、企業収益が好調を維持すれば、雇用・所得環境の改善が続き、個人消費の増加基調も持続するとの認識を示した。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少していることなどを背景に、弱含んで推移しているとの認識を共有した。

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

内外需要の増加を反映して、当面はしっかりと増加を続け、その後も、海外経済が成長するもとの、基調としては緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は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。そのうえで、委員は、エネルギー価格の影響を除いてみると、物価は、景気の拡大や労働需給の着実な引き締まりに比べて、なお弱めの動きを続けているとの認識で一致した。こうした動きの背景について、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の認識を共有した。この間、委員は、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しているとの認識で一致した。一人の委員は、長い目でみれば、予想物価上昇率は少しずつ上向いてきていると思われるが、実際の物価が弱めで推移する中、デフレ心理の払拭やインフレ予想の改善には時間がかかっているとの見方を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

2018年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。2018年度について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向き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、海外経済の着実な成長を背景に、基調として緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、2018年度は、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。2019年度と2020年度について、委員は、内需の減速を背景に成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気の拡大基調が続くとの認識を共有した。そのうえで、委員は、2018年1月の展望レポートでの見通しと比べると、2019年度までの成長率は、幾分上振れているとの見方で一致した。

2018年度の景気について、委員は、設備投資は、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、オリンピック関連投資、人手不足に対応した省力化投資を中心に、増加を続けるとの見方を共有した。個人消費についても、委員は、雇用・所得環境の改善が続く

もとで、緩やかな増加傾向を辿るとの認識で一致した。公共投資について、委員は、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、2017年度補正予算やオリンピック関連需要もあって、高めの水準を維持するとの見方で一致した。2019年度と2020年度について、委員は、個人消費は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響から一時的に減少に転じるなど、両年度ともに緩やかな増加ペースにとどまるとの認識で一致した。設備投資について、委員は、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、2020年度にかけて増勢が徐々に鈍化していくものの、輸出の増加を起点とした投資需要の高まりもあって、増勢鈍化のペースは緩やかなものになるとの認識を共有した。この間、消費税率の引き上げについて、委員は、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、下押し効果は、不確実性は大きいものの、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の見方を共有した。

委員は、実体経済から物価面への波及に関し、景気の拡大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。賃金の設定スタンスについて、ある委員は、リーマン・ショック時の企業の厳しい資金繰りの経験などを踏まえ、労働者側にも、リスクに備えた資金の積み上げを優先し、賃上げについては慎重な対応を受け入れるといった姿勢がなお窺われると指摘した。一人の委員は、グローバルに活動する企業のうち、国内よりも海外部門の方が高い生産性を実現している先では、日本での賃上げについて慎重になる傾向がみられると指摘した。企業の価格設定スタンスについて、何人かの委員は、多くの企業において、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しを通じた生産性の引き上げにより、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。そのうえで、ある委員は、こうした生産性向上に向けた取組みは、わが国経済の長期的な成長力を高め、恒常所得や企業収益の増加期待を通じた需要増加に繋がり得ることから、短期的には物価の上昇圧力を緩和する方向で作用したとしても、そうした状況が長期にわたって続くことは考えにくいと述べた。

この間、何人かの委員は、景気の拡大などに比べて物価が弱めの動きを続けていることについて、日本の場合、フィリップス・カーブが、

他国に比べて下方に位置し、かつ、その傾きが非常に緩やかになっている可能性を指摘した。そのうえで、何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、人々の中長期的な予想物価上昇率を引き上げ、フィリップス・カーブそのものを上方にシフトさせることが必要であるとの認識を示した。ある委員は、緩やかながらも需給ギャップと物価の間に一定の関係がみられることを踏まえれば、引き続き、実質金利の引き下げを通じてプラスの需給ギャップを維持していく必要があると述べた。一人の委員は、失業率がさらに低下すれば、いずれフィリップス・カーブに沿って、物価が上がり始める領域に入ってくると考えられるため、それまで、強力な金融緩和をしっかりと継続することが大事であるとの見解を示した。

そのうえで、委員は、物価を取り巻く環境に、いくつか前向きの変化もみられてきていることについて議論を行った。多くの委員は、パート時給がはっきりとした上昇基調を続けているほか、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、引き続き高まっているとの見方を示した。ある委員は、今年の春闘では、昨年の伸び率を上回る形で5年連続のベアが実現する見込みであるほか、原材料価格の上昇もみられるとしたうえで、3月短観では、中小企業でも27年ぶりに販売価格判断DIがプラスになるなど、コスト増加分を価格に上乘せする動きが徐々に広がっていると指摘した。複数の委員は、このところ、予想物価上昇率の指標が下げ止まりや一部で上昇を示していることについても、このような実際の価格引き上げの動きが影響しているとの見方を示した。

委員は、物価情勢の先行きについて議論を行った。大方の委員は、消費者物価の前年比は、エネルギー価格上昇の影響を除くとなお弱めの動きが続いているが、先行きについては、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。これらの委員は、2018年1月の展望レポートでの見通しと比べると、2019年度までの物価上昇率は、概ね不変であるとの見方で一致した。

さらに、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて上昇率を高めていくメカニズムについて具体的に議論した。まず、大方の委員は、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、マクロ的な需給ギャップは着実にプラス幅を拡大しているとの見方で一致した。先行きについても、大方の委員は、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとで、マクロ的な需給ギャップは2018年度にプラス幅をさ

らに拡大し、2019年度から2020年度についても比較的大幅なプラスで推移するとの認識を共有した。次に、大方の委員は、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向を辿り、2%程度に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。これらの委員は、その背景として、①「適合的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップが改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化し、現実の物価上昇率も着実に伸びを高めると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことを指摘した。

これらの議論に対し、一人の委員は、現在の労働需給の引き締めりは、新たな設備投資や賃金の上昇といった前向きな動きに繋がっている面はあるものの、企業の価格設定スタンスの積極化を通じて現実の物価を押し上げるほど力強いとはいえないほか、「適合的な期待形成」を通じて上昇したトレンドインフレ率が、物価上昇率をさらに高めるといった経路の機能度も弱いとの見解を示した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性、の4点を挙げた。このうち海外経済の動向について、何人かの委員は、米国の経済政策運営や地政学的なイベントが、株価の調整や長期金利の変動などを通じて、世界経済に影響を与え得るリスクには、引き続き注意が必要との見方を示した。この点に関し、何人かの委員は、特に、米国による最近の保護主義的な通商政策の動向やその影響については、しっかりとみていく必要があると指摘した。また、消費税率引き上げの影響について、委員は、駆け込み需要とその反動や実質所得減少の影響は、その時点での消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得るため、不確実性が大きいとの認識を共有した。そのうえで、委員は、経済の見通しについて、2018年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、2019年度以降は下振れリスクの方が大きいとの認識で一致した。

次に、物価に固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目の存在、③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、の3点を挙げた。このうち、中長期的な予想物価上昇率の動向について、委員は、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに時間がかかり、物価が弱めの推移を続ける場合

には、予想物価上昇率の高まりが遅れるリスクがあるとの見方で一致した。また、委員は、差別化の難しい財・サービスの価格について、流通形態の変化や規制緩和等によって、競争環境が一段と厳しくなる場合には、物価上昇を抑制する可能性があるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。

これらの議論の後、委員は、展望レポートにおける物価の先行きに関する記述について議論を行った。多くの委員は、これまで展望レポートに記載していた2%程度に達する時期は、あくまで先行きの見通しであるが、市場の一部では、これを2%の達成期限と捉えたうえで、その変化を政策変更に結びつけるといった見方も根強く残っていると指摘した。また、何人かの委員は、現実の物価上昇が予想物価上昇率に波及するまでに相応の時間がかかる可能性があるなど、物価の先行きに様々な不確実性がある中であって、計数のみに過度な注目が集まることは、市場とのコミュニケーションの面からも適当とはいえないとの認識を示した。こうした議論を経て、大方の委員は、2%程度に達する時期が具体的な達成期限ではないことを明確にするため、今回の展望レポートから、そうした時期に関する記述をとりやめることが適当であるとの見解を示した。この間、一人の委員は、展望レポートに2%の達成時期を明記することは、物価上昇率をできるだけ早期に2%にアンカーさせるためのコミットメントとして作用しており、今回の記述の見直しは、その効果を弱めることになりかねないとの懸念を示した。こうした意見を踏まえたうえで、委員は、展望レポートの記述を修正したとしても、これまでどおり、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指して政策を運営するという日本銀行の方針は全く変わらないことを、しっかりと説明する必要があるとの認識で一致した。

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、大方の委員は、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期

的な予想物価上昇率は、このところ横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、の2点を挙げた。これらを踏まえ、大方の委員は、現在の金融市場調節方針のもと、強力な金融緩和を粘り強く進めていくことが適切であるとの認識を共有した。多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があることを踏まえると、今後とも、現在のきわめて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であるとの見解を示した。また、一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策を継続することで、経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。別のある委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムは引き続き維持されているが、先行き、「適合的な期待形成」を通じた予想物価上昇率の引き上げには時間がかかる可能性があるため、こうした観点からも、現在の強力な金融緩和を粘り強く継続していくことが重要であるとの考えを述べた。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。何人かの委員は、現在の金融緩和政策の効果と副作用について、金融仲介機能や金融システムに及ぼす影響も含めて、多面的な点検・評価を継続していくことが重要であると指摘した。複数の委員は、金融機関の収益動向がその経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、低金利環境の長期化が金融機関収益や金融仲介機能に及ぼす影響には注意が必要であると述べた。そのうえで、これらの委員を含む何人かの委員は、現状、わが国の金融機関が充実した資本基盤を有していることなどを踏まえると、現時点で、金融仲介機能に大きな問題は生じていないとの見方を示した。この間、複数の委員は、人口動態の変化や技術革新など、金融機関経営に影響を及ぼす構造的な問題と、金融緩和に伴う影響は、区別して分析・議論すべきであるとの認識を示した。

ある委員は、今後、2%に向けて物価が上昇し、経済の成長力が高まるもとでは、金融緩和政策の効果が強まることになるため、需給のバランスや金融システム面への影響にも配慮しながら、適切な政策運営のあり方について予断なく検討していくことが必要であると述べた。また、別のある委員は、強力な金融緩和を継続していくために、金融緩和の持続性を高めることを不断に検討する必要があるとの考えを示した。一人の委員は、最近の社債発行や銀行貸出の動向をみると、長期実質金利の低下に伴う経済・物価への緩和効果が小さくなっている可能性があるとして指摘したうえで、金融機関の経営体力に対する金融緩和の累積的影響が厳しさを増す中、望ましいイールドカーブの

形状についてさらに検証を進めることが重要であると述べた。別のある委員は、市場では金利の早期引き上げを求める声もあるが、実際に金利を引き上げた場合、債券価格と株価が下落するとともに、円高で企業の経営が悪化し、金融機関の収益に大きな悪影響が及ぶ可能性があるとの見方を示した。この間、一人の委員は、現行の金融市場調節方針のもとでは、2020年度までに「物価安定の目標」が実現する可能性は低いと思われるため、追加の金融緩和策によってGDPギャップの更なる拡大を促すとともに、オーバーシュート型コミットメントを強化することを通じて、予想インフレ率の上昇を促すことが必要であると述べた。

委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方についても議論を行った。何人かの委員は、強力な金融緩和を継続していくためには、2%の「物価安定の目標」を実現することの必要性について、人々のコンセンサスを得る努力を続けていくことが必要であると述べた。このうちの一人の委員は、日本銀行の金融政策は、単に物価を上げるためのものではなく、物価の安定を通じて「国民経済の健全な発展に資すること」を目的として実施していることを広く理解してもらうことが重要であると付け加えた。また、ある委員は、現在の金融緩和を息長く続けていく中、金融政策をより効果的なものとしていくためにも、「出口」や「正常化」の意味に関する明確な説明に努めるとともに、経済・物価・金融情勢に応じて柔軟な対応を取り得ることについて、国民の理解を得ていくことが必要であると指摘した。一人の委員は、日本銀行は、「出口」に関する情報発信に消極的であるとの批判を受けることがあるが、これまでも様々な機会をとらえて、「出口」における課題や、その際に活用する各種の政策手段を具体的に説明してきており、こうした批判はあたらないと指摘した。そのうえで、「出口」の際に、実際にどの手段をどの順序で用いるかについては、将来の経済・物価情勢や金利環境によって変わり得るため、現時点で、具体的に説明することは難しく、むしろ、市場の混乱を招きかねないということを、今後とも、丁寧に説明していくことが重要であると述べた。また、ある委員は、現在の政策の要はコミットメントであるとしたうえで、予想インフレ率を2%にアンカーするために、これを強化する手段がないか、更なる研究と議論が望ましいと述べた。

この間、一人の委員は、新体制の発足にあたり、デフレ脱却と持続的な経済成長を実現するために求められる、日本銀行と政府の役割を記した「共同声明」の意義を確認しておくことが重要であると述べた。また、別のある委員は、「物価安定の目標」の達成に向けたリスク要

因が顕在化し得る場合には、「共同声明」の理念に則って政府と日本銀行が具体的に行動し、最適な措置を協議・実行することを検討してもよいのではないかと述べた。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

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

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

これに対し、ある委員は、消費税増税や米国の景気後退など2020年度までのリスク要因を考慮すると、できるだけ早く2%をオーバーシュートする状況を目指すべきであり、そのために10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。そのうえで、ある委員は、ETFなどリスク性資産の買入れについては、「物価安定の目標」を実現するための政策パッケージの一要素として行っていることを認識しつつ、その政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から検討を続けるべきであると述べた。

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

を共有した。

これに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」の達成時期について明記するとともに、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、今後、国内要因により達成時期が後ずれする場合には、何らかの追加緩和手段を講じるという新たなコミットメントを導入することが適当であると述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 先般、黒田総裁の再任にあたり、「共同声明」を堅持することを、改めて、ともに確認させて頂いた。来年10月の消費税率引き上げが可能な経済状況を作るべく、経済・財政運営に万全を期す観点からも、引き続き、「共同声明」を堅持し、政府・日本銀行で緊密に連携しながら、あらゆる政策を総動員して、デフレ脱却と力強い成長を実現していきたいと考えている。
- 黒田総裁をはじめとする新執行部が、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、引き続き、リーダーシップを発揮されることを期待する。
- 平成30年度予算は、3月28日に成立した。経済の好循環をより確かなものとし、持続的な経済成長を実現するべく、本予算の迅速かつ着実な執行に取り組んでいく。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- この度、再任された黒田総裁、就任された両副総裁におかれては、多様な経験・業績を活かして、内外の期待に応えて頂きたい。
- わが国の景気は、緩やかに回復しており、先行きも、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断には、GDPデフレーターを含め、各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。
- 先日、「共同声明」を堅持することが改めて確認された。「共同声明」では、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みの推進、

持続可能な財政構造を確立するための取組みの推進など、政府の役割が定められており、この役割をしっかりと果たしていきたい。

- 「生産性革命」と「人づくり革命」に、引き続き、全力で取り組んでいく。財政健全化については、プライマリー・バランスの黒字化を目指すという目標自体はしっかりと堅持する。2019年10月1日に消費税率引き上げが予定されているが、その前後の需要変動を平準化する具体策を検討していく。
- 展望レポートにおける物価安定目標の達成時期の表現変更は適切と考えている。日本銀行としての考え方について、対外的に丁寧に説明して頂きたい。
- 日本銀行においては、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「共同声明」に基づき、物価安定目標の実現に向けて、金融緩和を着実に推進していくことを期待している。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に-0.1%のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。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、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、
櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、消費税増税や米国景気後退など 2020 年度までのリスク要因を考慮すると、金融緩和を一段と強化することが望ましく、10 年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、②CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

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

反対：なし

3. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

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

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」〈別紙〉）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、多数意見が形成された。

議長からは、こうした多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、4月28日に公表することとされた。なお、片岡委員は、消費者物価の前年比について、見通し期間中に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ほか、金融緩和のコミットメントを維持する観点から、引き続き、「基本的見解」に2%程度に達する時期を明記すべきとして、関連する記述に反対した。

採決の結果

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

反対：片岡委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2018年3月8、9日開催分）が全員一致で承認され、5月7日に公表することとされた。

以 上

2018年4月27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. 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2)。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、消費税増税や米国景気後退など 2020 年度までのリスク要因を考慮すると、金融緩和を一段と強化することが望ましく、10 年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

(注2) 片岡委員は、「物価安定の目標」の達成時期を明記するとともに、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、国内要因により達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。

(30年6月14、15日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018年6月14日(14:00～15:32)
6月15日(9:00～11:34)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官 (14日)
	木原 稔	財務副大臣 (15日)
内閣府	前川 守	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	桑原茂裕
理事	前田栄治
理事	内田眞一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	奥野聡雄
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	稲場広記

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（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~-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、均してみれば横ばい圏内の動きとなっており、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、南欧の政治情勢を巡る不透明感の高まりや、米国の通商政策に対する懸念などを背景に、5月末にかけて下落したが、その後は、為替円安の動きもあって上昇し、最近では、22千円台後半で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国金利の上昇等を受けて、幾分円安方向での推移となっている。この間、円の対ユーロ相場は、欧州の弱めの経済指標などを背景に、円高方向で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。

米国経済は、拡大している。輸出は、増加基調にある。個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も、企業マインドの改善などを背景にしっかりと増加している。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比+2%程度、コアベースは同+1%台後半で推移している。

欧州経済は、幾分減速しつつも回復を続けている。輸出は、既往のユーロ高の影響などから増勢がやや鈍化している。個人消費は、雇用・所得環境や消費者マインドの改善などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も増加基調にある。物価面をみると、総合ベースの

（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。」

インフレ率(H I C P)は前年比+ 1 %台半ば、コアベースは同+ 1 %近傍で推移している。この間、英国経済は、物価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペースが鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けている。物価面をみると、インフレ率(C P I)は、前年比+ 2 %程度で推移している。N I E s・A S E A Nでは、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に緩やかに回復している。インドの景気は、内需を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、南欧の政治情勢を巡る不透明感の高まりや、米国の通商政策に対する懸念などから、5月末にかけて、多くの国で株価が一時下落するなど、投資家のリスクテイク姿勢が慎重化する場面がみられた。もっとも、その後は、南欧情勢を巡る不透明感の後退や、米国の堅調な経済指標などを背景に、米国の株価が上昇に転じるなど、市場は落ち着きを取り戻しつつある。この間、いわゆる双子の赤字や高インフレといった経済面での脆弱性を抱える一部新興国では、米国の金利上昇などを背景に、通貨が下落した。商品市場では、中東における地政学的リスクなどが意識される中、原油価格が高値圏で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは増加基調を続けているほか、新興国向けも幅広く持ち直している。先行きの輸出は、資本財や情報関連を中心に、緩やかな増加基調を続けるとみられる。

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。先行きについては、オリンピック関連工事などが下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けている。法人企業統計で2018年1～3月の売上高経常利益率をみると、堅調な内需や海外経済の成長に支えられて、既往最高水準である6%程度を維持している。こうした中、1～3月のGDP

ベースの実質設備投資（2次速報値）は、前期比+0.3%と6四半期連続の増加となった。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れを伴いつつも、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得もこのところ伸びを高めている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか、失業率も2%台半ばまで低下している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、1～3月に前期比で小幅に減少した後、4月の1～3月対比は大きく増加した。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加や既往の株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少傾向にあるもとの、弱含んで推移している。

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

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）を3か月前比でみると、国際商品市況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%台後半となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比も、4月は+0.4%にとどまっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとみられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金

供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。C P・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、設備投資向けなどの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。C P・社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で8%程度の高い伸びを続けている。マネーストックの前年比は、3%台前半の伸びとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、米国の保護主義的な通商政策に対する懸念やイタリアの政局を巡る不透明感の高まりなどから、5月末にかけて市場が不安定化する局面もあったが、6月入り後は、落ち着きを取り戻しつつあるとの認識を共有した。何人かの委員は、米国金利の上昇が、国際資本フローや新興国経済に及ぼす影響に注意する必要があると述べた。そのうえで、これらの委員は、最近、アルゼンチンやトルコが大幅な通貨安に見舞われているが、これらは、双子の赤字や高インフレといった両国経済が抱える脆弱性に起因しているとの見方を示した。複数の委員は、新興国経済のファンダメンタルズは総じてしっかりしており、現時点で他の国や地域への影響は限定的であるが、これまで長期間にわたって相当の資金が流入してただけに、米国等の金融政策の正常化が、この先、グローバルな金融環境を不安定化させることがないか、しっかり点検していく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。委員は、世界的に活発な貿易活動が継続する中、先進国は着実な改善を続け、新興国も全体として緩やかに回復しているとの見方で一致した。ある委員は、欧州経済などは一時的な要因からやや減速しているが、世界的な貿易の増加が、多くの国で所得や支出に好影響を及ぼしており、現時点で、世界経済の改善基調に変化はないとの認識を示した。海外経済の先行きについて、委員は、着実な成長を続けるとの認識で一致した。多くの委員は、世界的に製造業の生産・貿易活動が堅調に推移し、先進国・新興国がバランスよく成長することが見込まれるとの見方を示した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、実質GDP成長率が

堅調な伸びを続け、労働市場でも雇用の増加基調が続くなど、拡大しているとの認識で一致した。複数の委員は、法人税減税などの拡張的な財政政策も米国経済を押し上げる方向で作用していると付け加えた。ある委員は、平均時給の伸び率が緩やかに高まる中、基調的なインフレ率が上昇し、これまで伸び悩んでいた予想インフレ率にも上昇の兆しがみられるなど、賃金・物価を巡る環境は改善していると指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、拡大を続けるとの見方を共有した。そのうえで、一人の委員は、現政権の保護主義的な通商政策が自国経済に与える影響、特にN A F T A再交渉や米中の貿易摩擦の帰趨については、よくみていく必要があるとの認識を示した。

欧州経済について、委員は、幾分減速しつつも回復を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、1～3月の実質GDP成長率の伸び率鈍化や最近のPMIの低下について、既往のユーロ高や2月下旬の寒波、一部の国でのストライキなど、一時的な要因の影響が大きいとの見方を示した。また、複数の委員は、潜在成長率を大きく上回る昨年後半の成長率がやや出来過ぎであった面もあると述べた。欧州経済の先行きについて、委員は、回復を続けるとの認識で一致した。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。複数の委員は、適切なマクロ経済政策運営のもとで、個人消費、設備投資ともに底堅く推移し、安定的な経済成長が実現しているとの認識を示した。N I E s・A S E A Nについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとで、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから、内需も底堅く推移しているとの見方で一致した。資源国経済について、委員は、インフレ率の落ち着きなどを背景に、緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。このうち中国経済について、委員は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとで、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

海外経済を巡るリスク要因として、委員は、引き続き、米国の経済政策運営や英国のEU離脱交渉の展開、地政学的リスクなどが挙げられるとの認識を共有した。何人かの委員は、このところ、海外経済を巡る不確実性が幾分高まっているとの認識を示した。この点に関し、複数の委員は、米国による保護主義的な通商政策はG7等の国際会議でも批判されているが、現状、状況が改善する明確な兆しはみえないと述べた。また、何人かの委員は、現時点での影響は限定的ながら、

南欧の不安定な政局や米国の金利上昇に伴う一部新興国市場の動揺も、リスク要因として注視していく必要があると指摘した。こうした一方で、ある委員は、北朝鮮などを巡る地政学的な不透明感は、一頃に比べて幾分和らいできているとの見方を示した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、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、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、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認識で一致した。何人かの委員は、1～3月の実質GDP成長率が9四半期振りのマイナスとなったことについては、天候不順やスマートフォンの生産調整といった一時的要因の影響が大きいとの見方を示した。このうちの一人の委員は、4月以降、輸出や個人消費がしっかりと増加していることを踏まえると、足もと、再びプラス成長に復していくとの認識を示した。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と政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。ある委員は、最近、個人消費関連のマインド指標の一部で弱めの動きがみられるほか、海外経済を巡る不確実性も幾分強まっていることから、先行きの展開を注意深くみていく必要があると述べた。別のある委員は、需給ギャップが着実に改善する中、企業は、製品やサービスの供給力拡充を進めていると指摘した。そのうえで、この委員は、こうしたプロセスには時間がかかるため、緩和的な金融環境等を通じて、需給が適度に引き締まった状態を持続させ、企業の前向きな取り組みを継続的にサポートすることが、長期的な経済の成長にとって重要であるとの見解を示した。

輸出について、委員は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの輸出について、委員は、世界経済が着実な成長を続けるもとの、当面、緩やかな増加基調を続ける可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、情報関連の輸出については、世界的な半導体の生産調整から、年明け以降一時的に増勢が鈍化していたが、データセンターや車載向け需要の拡大を背景に、先

行き、しっかり持ち直していくとの認識を示した。別のある委員は、米国で自動車の輸入関税が引き上げられれば、わが国からの輸出にも影響が出る可能性があるとの述べた。

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

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けているとの認識で一致した。複数の委員は、人手不足に対応するための省力化・効率化投資に加え、好調な輸出に後押しされて、能力増強投資も増加しているとの見方を示した。先行きの設備投資について、委員は、緩和的な金融環境や成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。

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、雇用者所得もこのところ伸びを高めているとの認識を共有した。何人かの委員は、失業率が2.5%程度の低い水準で定着する中、正社員の有効求人倍率が過去最高を更新するなど、労働市場は一段とタイト化していると指摘した。ある委員は、失業率がここまで低下しているにもかかわらず、物価が弱めの動きを続けていることや、人手不足を補う形で労働市場に参入する人が増えていることを踏まえると、わが国の構造失業率は、2%前後である可能性があるとの見方を示した。何人かの委員は、労働需給の引き締めが続く中、非正規雇用の賃金をはっきりと上昇し続けていることは、明るい材料であると指摘した。そのうえで、一人の委員は、こうした動きが、正規雇用の賃金に波及してきてもおかしくないが、今年の春闘をみても、ベースアップ率は昨年を若干上回る程度にとどまるなど、賃金上昇ペースの緩慢さはなかなか変わらないと述べた。別のある委員は、現状、賃金水準が低い産業や職種で人手不足が深刻化している一方、賃金水準の高い分野では相対的に人手が余剰傾向にあることが、賃金上昇圧力を全体として抑制している可能性があるとの見方を示した。先行きの雇用者所得について、委員は、労働需給の着実な引き締めが続く中、企業収益も改善するもとの、着実に増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、家計の消費活動を刺激するためには、労働生産性の引き上げにより、物価上昇率を上回る賃上げを実現していくことが重要であり、「働き方改革」の影響についても、そうした観点からみていく必要があると述べた。

個人消費について、委員は、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。複数の委員は、消費活動指数の動きをみると、生鮮食品価格の上昇や悪天候の影響などから、1～3月は前期

比小幅に減少したが、4月には、自動車販売の持ち直しもあってしっかりと増加したと指摘した。先行きの個人消費について、委員は、雇い入れ所得の増加や既往の株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方で一致した。ある委員は、緩やかながらも名目賃金が上昇していることは、個人消費の基調的な動きに好影響をもたらすと考えられるが、来年度に消費税増税が予定されている中で、消費の先行きを楽観視することはできないと述べた。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少傾向にあることなどを背景に、弱含んで推移しているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を反映して、当面は、しっかりと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、このところ伸び率が幾分縮小しており、0%台後半のプラスとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、0%台前半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。新年度入り後、消費者物価が伸び悩んでいることについて、何人かの委員は、春先までの円高や振れの大きい一部品目の下落といった短期的な要因が影響しているほか、消費者の低価格志向などを背景に、小売業を取り巻く競争環境が激しさを増していることが、年度替わりの価格改定の動きを鈍らせた可能性があるとして指摘した。また、何人かの委員は、やや長い目でみると、賃金や物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることも、物価が弱めの動きを続けている要因として、引き続き影響しているとの見方を示した。ある委員は、賃金より雇用を優先する労使間の交渉スタイルや、顧客離れを警戒した企業の慎重な価格設定スタンス、さらには公共料金の設定方針など、長期にわたる低成長やデフレの経験によって醸成されたある種の社会的モードが、物価上昇を抑える方向に作用していると述べた。もっとも、これらの委員を含む多くの委員は、マクロ的な需給ギャップの改善は、引き続き、賃金・物価の上昇圧力として作用しているとの認識を示した。何人かの委員は、サービス業を中心に、企業が賃金コストの上昇等を販売価格に反映させる動きもみられており、外食や宅配などの価格は、前年比プラス幅が着実に拡大していると付け加えた。

この間、ある委員は、過去の景気後退のもとで定着した非効率なビジネス・モデルの見直しなどが、経済の供給面の拡大に繋がっており、これが、短期的には、需要増に伴う物価上昇圧力を緩和する方向に作用していると述べた。

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。そのうえで、このうちの一人の委員は、労働市場の逼迫感は増しているものの、企業は慎重な賃金・価格設定スタンスを崩していないことから、「物価安定の目標」の達成にはなお時間がかかるとの認識を示した。別のある委員は、人件費に加え、原材料価格や宅配便、貨物輸送の価格など、企業のコスト面からみた価格上昇圧力は揃って上昇している一方、これを吸収するための生産性引き上げ余力は次第に小さくなっていることから、いずれ、コスト上昇分が企業の販売価格に反映されてくるとの見通しを述べた。

この間、予想物価上昇率の動きについて、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。ある委員は、物価が足もとやや伸び悩んでいることについては、一時的な要因も相応に影響しているため、今後、伸び率は回復していくと見込んでいるが、わが国の場合、実際の物価上昇率が低下すると、それに応じて予想物価上昇率も低下する傾向があることから、引き続き十分注意してみていくことが必要であると指摘した。

こうした議論を経て、何人かの委員は、最近の賃金・物価の弱さの背景や、これが予想物価上昇率に及ぼす影響などについて、今一度しっかりと分析していく必要があるとの認識を示した。また、何人かの委員は、次回7月の金融政策決定会合において、「展望レポート」を取りまとめるにあたっては、こうした物価の見通しと、背後にあるメカニズムやリスク評価などを詳しく議論し、その内容を丁寧に説明していくことが重要であると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

金融政策運営にあたって、大方の委員は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとの認識を共有した。この背景として、大方の委員は、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、このところ横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、の2点を挙げた。ある委員は、現在のように、現実の物価上昇率が伸び悩んでいる局面では、2%に向けたモメンタムが維持されているとの説明はわかりにくいため、情報発信面での何らかの工夫が必要との認識を示した。この点に関し、別のある委員は、金融政策の目的は短期的な物価の上昇ではなく、より長い目で見た物価の安定であるとしたうえで、そうした観点から、物価の趨勢を規定する主な要因として、「需給ギャップ」や「予想物価上昇率」などの動向を点検し、モメンタムの有無等を判断していることを丁寧に説明していく必要があると述べた。ある委員は、先行き、2%に向けたモメンタムを見定めていくにあたっては、マクロ的な需給のバランスに加え、企業の生産性向上に向けた取り組みや価格転嫁の進捗度合いなど、賃金・価格設定に関する企業行動を総合的に確認していくことも重要であると指摘した。この間、一人の委員は、いくつかの指標から需要超過は示唆されるものの、需給ギャップが改善しているかどうかは判然とせず、また、予想物価上昇率も伸び悩んでいるため、足もと、2%に向けたモメンタムが強まっているとはいえないとの見方を示した。

続いて、委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。大方の委員は、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、「物価安定の目標」に向けたモメンタムをしっかりと維持するために、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く進めていくことが適切であるとの認識を共有した。一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を継続し、経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。また、ある委員は、2%に向けたモメンタムは維持されているとはいえず、2%の実現までには相応の時間を要する

と見込まれることから、その効果と副作用の双方を丁寧に点検しながら、持続可能な形で強力な金融緩和を息長く続けていくことが必要であると指摘した。別のある委員は、最近の物価の伸び悩みは、単純な需要不足だけが理由であるとは考え難いことから、短期間で需要を無理に押し上げるような政策は必ずしも適当ではないと述べた。そのうえで、この委員は、現在の緩和的な金融環境を粘り強く維持することが重要であり、そのためには、経済・金融環境に深刻な歪みが生じることがないように注意しながら、持続性に十分配慮した政策運営を行うべきであるとの見解を示した。この間、一人の委員は、物価上昇率が伸び悩む中、わが国の金融システムや海外経済の先行きを考えると、追加緩和の実施により、できるだけ早期に物価安定の目標を達成することの重要性が高まっていると述べた。

こうした議論を踏まえ、多くの委員は、強力な金融緩和を継続する場合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。何人かの委員は、わが国の金融機関は充実した資本基盤を有していることもあり、現時点で金融仲介機能に支障は生じていないが、金融機関の収益動向がその経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、今後とも、低金利環境の継続が金融機関収益や金融仲介機能に及ぼす影響をしっかりと点検していく必要があるとの認識を示した。この点に関し、一人の委員は、金融機関では、保有有価証券の評価損益が悪化し、低収益店舗の減損リスクも生じてきているとしたうえで、金融政策の継続にあたっては、その効果と副作用の二つの時間軸を意識し、副作用が顕在化する前から対応を検討しておくことが必要であると述べた。これに対し、別のある委員は、金融仲介機能の中核は、預金を集めて貸出を行うことであるが、国内銀行の平均預貸率が7割以下であることなどを考慮すれば、低金利が銀行経営の悪化を通じて金融仲介機能を低下させ、却って金融緩和効果を削ぐという見方には疑問があると述べた。このほか、何人かの委員は、日本銀行による大規模な国債買入れが、国債市場の流動性や機能度に及ぼす影響について言及し、最近、こうした影響が様々な形で目に付くようになってきていると述べた。この点に関し、ある委員は、このところ、国債市場では、米国金利等の動きに対する感応度が低下しているほか、新発債の業者間取引が不成立になる日が増えてきていると指摘した。別のある委員は、次回の金融政策決定会合では、最近の物価動向に関する分析に加え、強力な金融緩和を継続することに伴う国債市場への影響などについても、合わせて点検・議論していくことが必要との認識を示した。

委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方についても議論を行った。何人かの委員は、強力な金融緩和を継続していくためには、「物価安定の目標」を実現することの必要性について、人々の理解を得る努力を続けていくことが重要であると述べた。このうちの一人の委員は、2%の「物価安定の目標」を掲げることは、国際社会に対する、日本が他国並みの3～4%程度の名目成長を実現するという決意の表れでもあるとの見方を示した。ある委員は、予想物価上昇率がなかなか上がらない現状を考えると、場合によっては、民間主体の期待形成に働きかけるべく、2%に向けたコミュニケーションと広い意味でのコミットメントを改善する工夫を講じることが望ましいと述べた。別のある委員は、4月の展望レポートで「2%程度に達する時期」の記述を削除したことにより、「できるだけ早期に物価安定の目標の実現を目指す」という約束に対する信認が弱まっているとの見方を示した。そのうえで、この委員は、足もとの物価上昇率が高まらず、予想物価上昇率も伸びにくくなっていることから、予想物価上昇率に働きかける追加的なコミットメントが必要であると述べた。これに対し、複数の委員は、物価の見通しに関する記述が変更されても、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するというコミットメントは全く変わっていないとの見方を示した。このうち、一人の委員は、前回会合以降の市場動向等をもみても、記述の変更が「コミットメントの後退」とは受け取られてはいないとの認識を示した。これに関連し、別のある委員は、政府と日本銀行の「共同声明」で示されたそれぞれのコミットメントに揺らぎがないと人々に理解されることが大切であり、この点、総裁再任にあたり、政府・日本銀行で「共同声明」を堅持することを再確認した意義は非常に大きいと述べた。

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。そのうえで、一人の委員は、本来の市場機能をできるだけ維持する観点から、長期金利の操作にあたっては、市場調節をより弾力的に運営していくことも重要であるとの見解を示した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国

債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約 80 兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。」

これに対し、ある委員は、消費税増税や米国の景気後退など 2020 年度までのリスク要因を考慮すると、できるだけ早期に物価上昇率が 2% をオーバーシュートする状況を作り出すべきであり、そのために 10 年以上の幅広い年限の国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、② C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。そのうえで、ある委員は、E T F などリスク性資産の買入れについては、「物価安定の目標」を実現するための政策パッケージの一要素として行っていることを認識しつつ、その政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から検討を続けるべきであると述べた。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、① 2% の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、② 消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2% を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する、③ 今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

これに対し、一人の委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化し、2% の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、2% に向けたモメンタムの構成要素の中で特に重要な、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、何らかの追加緩和手段を講じるというコミットメントを追加することが適当であると述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 現在、「経済財政運営と改革の基本方針 2018」、いわゆる「骨太

の方針 2018」の議論を進めているところである。本日、与党で了承を得られ次第、速やかに閣議決定される予定となっている。

- この「骨太の方針 2018」には、財政健全化に向けた具体的かつ実効性の高い計画が示されており、政府としては、引き続き、経済再生と財政健全化の両立にしっかりと取り組んでいく所存である。
- 日本銀行には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 2018 年 1～3 月期 GDP 2 次速報では、実質成長率は前期比 -0.2%、年率換算で -0.6% となった。今回のマイナスは 8 四半期連続でプラス成長が続いた後のものであり、わが国の景気が緩やかに回復しているという認識には変わりはない。先行きも、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断には、GDP デフレーターを含め、各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。
- 本日、「骨太方針」と「未来投資戦略」の取りまとめを行う予定である。「骨太方針」においては、人づくり革命と生産性革命に取り組むこと、専門的・技術的な外国人材の受入れを進めるため新たな在留資格を創設すること、2025 年度のプライマリー・バランス黒字化を目指すことなどを定めることとしている。これらの重要政策に基づき、経済財政運営に万全を期し、経済の好循環を確実なものとしていきたいと考えている。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて、金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に -0.1% のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。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、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：片岡委員

—— 片岡委員は、消費税増税や米国景気後退など2020年度までのリスク要因を考慮すると、金融緩和を一段と強化することが望ましく、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

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、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、①消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの意見、および、②コミットメントを強化し、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要との意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」〈別紙〉）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2018年4月26、27日開催分）が全員一致で承認され、6月20日に公表することとされた。

以 上

2018年6月15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で、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は弱含んで推移している。この間、公共投資は高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%

台後半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

3. 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の着実な成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる^(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、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3)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、消費税増税や米国景気後退など2020年度までのリスク要因を考慮すると、金融緩和を一段と強化することが望ましく、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

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

^(注3) 片岡委員は、コミットメントを強化し、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対した。

(30年7月30、31日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018年7月30日(14:00～15:30)
7月31日(9:00～12:56)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	茶谷 栄治	大臣官房総括審議官 (30日)
	木原 稔	財務副大臣 (31日)
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官 (30日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (31日)

(執行部からの報告者)

理事	桑原茂裕
理事	前田栄治
理事	内田眞一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	奥野聡雄
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	山城吉道
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	長野哲平
企画局企画役	法眼吉彦

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月14、15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23、27、30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 $-0.08\sim-0.06\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばい圏内の動きとなっており、直近では -0.1% 台半ばで推移している。

株価（日経平均株価）は、米中等の通商政策を巡る不透明感などから、7月上旬にかけて下落したが、その後は、堅調な企業業績への期待や為替円安の動きもあって上昇し、最近では、22千円台半ばで推移している。為替相場をみると、中国経済と関係の深いアジア諸国の通貨が対ドルで全般的に通貨安方向で推移する中、FRBの利上げ姿勢に変化はみられないとの見方もあって、幾分、円安・ドル高が進行した。この間、円の対ユーロ相場は、南欧の政治情勢を巡る不透明感が幾分低下したことなどから、円安方向で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。

米国経済は、拡大している。輸出は、増加基調にある。個人消費は、良好な雇用・所得環境などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も、企業マインドの改善などを背景にしっかりと増加している。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比 $+2\%$ 台前半、コアベースは同 $+2\%$ 程度で推移している。

欧州経済は、幾分減速しつつも回復を続けている。輸出は、既往の

（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。」

ユーロ高の影響などから増勢が鈍化している。個人消費は、雇用・所得環境や消費者マインドの改善などに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も増加基調にある。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（H I C P）は前年比＋1％台半ば、コアベースは同＋1％近傍で推移している。この間、英国経済は、物価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペースが鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けている。物価面をみると、インフレ率（C P I）は、前年比＋2％程度で推移している。N I E s・A S E A Nでは、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に緩やかに回復している。インドの景気は、内需を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米中等の通商政策を巡る不透明感などを背景に、人民元や多くの国の株価が下落するなど、投資家のリスクテイク姿勢が慎重化する動きがみられる。もっとも、7月入り後、堅調な経済指標や良好な企業決算などを背景に、米国の株価が上昇に転じるなど、一部では、落ち着きを取り戻してきている。この間、トルコリラの下落は続いているが、その他の新興国からの資本流出は、概ね一服しているとみられる。商品市場では、中東における地政学的リスクなどが意識される中、原油価格が高値圏で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは増加基調を続けているほか、新興国向けも幅広く持ち直している。先行きの輸出は、資本財や情報関連を中心に、当面、緩やかな増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長が続くもとの、基調としては緩やかな増加を続けるとみられる。

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。先行きについては、2017年度補正予算やオリンピック関連工事などが下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けている。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額

(民間非居住用)は、月々の振れを伴いつつも、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、当面、増加を続けていくとみられる。その後は、資本ストックの調整圧力が高まっていくことから、設備投資の増加ペースは徐々に鈍化していくと見込まれる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得もこのところ伸びを高めている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか、失業率も2%台半ばまで低下している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(実質・旅行収支調整済)をみると、1～3月に前期比で減少した後、4～5月は1～3月対比で大きく増加した。先行きの個人消費は、当面は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。その後も、消費税率引き上げに伴い一時的に減少に転じるものの、基調としては、緩やかな増加傾向を続けるとみられる。

住宅投資は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などをを受けて減少傾向にある一方、持家が足もと増加に転じつつあることから、全体として横ばい圏内で推移している。

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

物価面について、国内企業物価(夏季電力料金調整後)を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、0%台後半となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台前半となっている。先行きについて、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。長期金利から中長

期の予想物価上昇率を差し引いた実質長期金利は、マイナスで推移している。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、設備投資向けなどの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で7%程度の伸びを続けている。マネーストックの前年比は、3%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、米中等の通商政策を巡る不透明感などから、7月上旬にかけて市場が不安定化する場面もあったが、その後は、堅調な経済指標等を材料に米国株価が上昇に転じるなど、市場は次第に落ち着きを取り戻しつつあるとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、この先、米中の貿易摩擦が激化した場合、投資家のリスクセンチメントが再び悪化するおそれがあると指摘した。ある委員は、中国経済への悪影響を懸念するなどして人民元安がさらに進めば、アジア新興国市場に関する投資家心理に負の影響を及ぼすリスクがあると付け加えた。また、多くの委員は、米国金利の上昇が、国際資本フローや新興国経済に及ぼす影響にも、引き続き注意する必要があると述べた。何人かの委員は、これまでのところ、大幅な通貨下落に見舞われているのは、トルコやアルゼンチンなど、ファンダメンタルズにおいて脆弱性を抱える一部の国にとどまっているが、過去、長期間にわたり、広く新興国への資本流入が継続してきたことを踏まえると、これら以外の国でも資本流出に転じるリスクがあることは、常に念頭に置いておく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、グローバルな製造業の業況感の緩やかな改善が続くもとで、先進国・新興国の経済がバランスよく成長しているとの見方を示した。海外経済の先行きについても、委員は、着実な成長を続けるとの認識で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、拡大しているとの認識で一致した。一人の委員は、4～6月の実質GDP成長率が前期比年率4%台に加速する中、6月のISM指数が製造業・非製造業ともに上昇するなど、企業の景況感は全体として改善が続いているとの見方を示した。ある委員は、良好な雇用・所得環境などを背景に個人消費には勢いがあり、金利やガソリン価格の上昇にもかかわらず、一昨年から続いている自動車販売の下降トレンドは、当初の予想よりも緩慢であると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、拡大を続けるとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、幾分減速しつつも回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、昨年後半の盛り上がりは一服したが、その後も、個人消費や企業投資は堅調を維持しているとの見方を示した。別のある委員は、米欧間の貿易交渉が進展したことは明るい材料であるが、自動車関税を巡る動きについては、なお予断を許さないと述べた。欧州経済の先行きについて、委員は、回復を続けるとの認識で一致した。そのうえで、一人の委員は、春先以降、製造業PMIが弱めの動きを示しているほか、7月はサービス業PMIも低下していることを指摘し、欧州経済に変調の兆しがないかどうか、注意してみていく必要があると述べた。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとで、企業・家計のマインドが改善しており、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。資源国経済について、委員は、インフレ率の落ち着きなどを背景に、緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。このうち中国経済について、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。もっとも、何人かの委員は、先行きのリスク要因として、米中間の貿易摩擦の激化や、当局による金融活動の抑制策の影響などを指摘した。この間、ある委員は、米国金利の上昇を起点とした通貨の下落や通貨防衛のための利上げが、先行き、新興国経済の下押し要因となる可能性があるとの見方を示した。

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

いるほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。この間、何人かの委員は、わが国の国債市場では、このところ長期金利の変動幅がさらに縮小し、取引高の減少傾向が目立っていると指摘した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。何人かの委員は、わが国の実質GDP成長率は、1～3月に9四半期ぶりのマイナスとなるなど、一時的に足踏みしたが、4～6月はプラス成長に復する蓋然性が高いとの見方を示した。ある委員は、マクロ的な需給ギャップが改善を続ける中、最近では、供給制約の強まりを意識して、原材料や部材の前倒し発注や在庫の積み増しを図る企業が増えてきていると述べた。別のある委員は、当面の不確実な要素として、7月の豪雨や全国で続く記録的な猛暑が景気に与える影響に留意する必要があると述べた。

輸出について、委員は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの輸出について、委員は、グローバルな製造業の生産・貿易活動が良好な水準を維持するもとの、当面は増加基調を続ける可能性が高く、その後も、海外経済の成長を背景に、基調としては緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、米国で自動車の輸入関税が引き上げられれば、わが国の輸出にも相当の影響を及ぼす可能性があるとして述べた。

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

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けているとの認識で一致した。ある委員は、非製造業の中小企業では、投資姿勢にやや足踏み感がみられるが、それ以外のセクターでは、好調な収益環境のもと、積極的な投資スタンスが維持されていると述べた。先行きの設備投資について、委員は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。この間、一人の委員は、先行き、米中の貿易摩擦が激化すれば、企業や投資家のセンチメント悪化を通じて、わが国の設備投資にも悪影響を及ぼす可能性がある点には注意を要すると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを

続けており、雇用者所得もこのところ伸びを高めているとの認識を共有した。複数の委員は、6月短観の雇用判断DIや、最近の失業率等の動きをみると、引き続き、人手不足感は強まっていると述べた。ある委員は、今後ともパートの賃金上昇が続いていけば、中小企業や若年層を中心に、正規雇用者の賃金にも波及していくとの見方を示した。そのうえで、この委員は、こうした動きは既に外食等でみられ始めており、今年の春闘でも、大企業に比べて中小企業のベースアップ率の高さが目立っていたと指摘した。

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、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方で一致した。ある委員は、雇用者所得が着実に増加する中、個人消費も徐々に加速していくと期待しているが、わが国では、高齢者比率が高いこともあって、米欧に比べ、所得増加に対する消費の感応度が低いことには留意を要すると指摘した。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少傾向にある中、持家が増加に転じつつあり、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。また、先行きについても、委員は、内外需要の増加を反映して、当面はしっかりとした増加を続ける可能性が高く、その後も、海外経済が成長するもとの、基調としては緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台前半までプラス幅を縮小しているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、最近の基調的な動きを踏まえると、わが国の物価は、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べ、なお弱めの動きを続けているとの認識を共有した。この間、予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。大方の委員は、短期的な予想物価上昇率は一頃に比べて上昇しているものの、現実の物価が弱めの動きを続けていることなどから、中長期的な予想物価上昇率の高まりは後ずれしているとの認識を共有した。

2. 経済・物価情勢の展望

2018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年度について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、国内需要は増加基調を辿るとの認識を共有した。また、委員は、輸出も、海外経済の着実な成長を背景に、基調として緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、2018年度は、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を共有した。2019年度と2020年度について、委員は、内需の減速を背景に成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くとの認識を共有した。そのうえで、委員は、2018年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、概ね不変であるとの見方で一致した。

続いて、委員は、わが国の物価情勢について議論を行った。まず、経済・雇用情勢の改善に比べて物価が弱めの動きを続けていることについて、委員は、その背景には、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験があるとの認識を共有した。何人かの委員は、実体経済の強さに比べて賃金・物価が上がりにくいという現象は主要先進国に共通しているものの、わが国では特にこれが顕著であり、その背後には、こうした日本特有の経験が大きく影響しているとの見方を示した。そのうえで、委員は、1990年代後半の金融危機以降、長く厳しい調整局面を経て、日本経済には、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組み込まれているとの認識で一致した。この点に関し、多くの委員は、企業の賃金設定スタンスがなお慎重であり、正規雇用者を中心に本格的な賃金上昇に時間がかかっているとの見方を示した。複数の委員は、賃金上昇の鈍さに加え、先行きの経済成長や社会保障制度に対する慎重な見方などから、家計の節約志向は根強く、値上げに対する許容度の高まりは遅れていると述べた。何人かの委員は、こうした状況のもとで、企業は、慎重な価格設定スタンスを維持していると指摘した。

こうした要因に加え、何人かの委員は、わが国の企業は、非製造業を中心に生産性引き上げの余地が大きいほか、近年のデジタル技術の進歩も、生産性向上に向けた取り組みを促進していると指摘し、こうした状況が、企業によるコスト吸収と慎重な価格設定を可能にしている面があると述べた。また、多くの委員は、労働力が弾力的に供給さ

れていることも、賃金の上昇ペースを抑制していると述べた。このほか、何人かの委員は、近年のインターネット通販の拡大等によって、流通業を取り巻く競争環境は一層厳しさを増しており、これが、消費者の低価格志向とも相まって、物価の下押し要因になっていると述べた。一方、他の何人かの委員は、通販の拡大や公共料金・家賃の鈍い動きは、特定部門に固有のいわゆる「部門ショック」であると指摘し、これらは短期的な物価下落要因とはなり得るが、長期的には、人々の実質所得を増加させ、他のサービス等への需要を高めることになるため、その影響は次第に減衰していく性質のものであるとの見方を示した。

次に、委員は、先行きの物価動向について議論を行った。ある委員は、団塊の世代が70歳代に差しかかり、労働参加の高まりによる賃金抑制効果も限界を迎えることになるため、早晚、非正規を中心に賃金上昇率は加速してくるとの認識を示した。何人かの委員は、既に外食等でみられるように、今後は、コストプッシュ圧力を企業内で吸収できず、販売価格に上乗せする動きが広がっていくとみられると述べた。また、複数の委員は、非正規の賃金水準の高まりは、正規雇用者にも波及していくと見込まれるほか、それが家計の値上げ許容度の高まりに繋がれば、企業による値上げがより受け入れられやすくなると指摘した。こうした議論を経て、大方の委員は、景気の拡大基調が続き、プラスの需給ギャップが維持される中、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の節約志向など、これまで物価の上昇を遅らせてきた要因の多くは、次第に解消していくとの見方を共有した。もっとも、何人かの委員は、長年にわたって醸成されたデフレマインドの転換には相応の時間を要するほか、現実の物価に影響を受けやすい人々の予想物価上昇率が、急速に上昇することも考えにくいため、先行き、物価上昇ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの考え方を示した。

以上のような議論を踏まえ、大方の委員は、先行き、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まってくるとみられることから、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。もっとも、これらの委員は、2%の実現には、これまでの想定より時間がかかる見込みであり、2018年4月の展望レポートの見通しと比べても、見通し期間の物価上昇率は、下振れているとの認識で一致した。

さらに、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて上昇率を高めていくメカニズムを、一般物価の動向を規定する要素に基づいて改め

て整理した。まず、マクロ的な需給ギャップについて、大方の委員は、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、プラス幅を拡大しているとの認識で一致した。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の、需給ギャップは2018年度にプラス幅をさらに拡大し、2019年度から2020年度についても比較的大幅なプラスで推移するとの見方を共有した。また、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、先行き上昇傾向を辿り、2%に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。その背景として、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、需給ギャップの改善に伴い、実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、これが、現実の物価上昇率の伸びを通じて、予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を2%に向けて押し上げる力になると考えられることを指摘した。こうした見方に対し、一人の委員は、今後、需給ギャップのプラス幅が一本調子で拡大するとは見込みにくく、予想物価上昇率も弱めの動きを続けていることから、現状の政策のもとでは、2%に向けて物価上昇率が徐々に高まる可能性は低いと述べた。

この間、ある委員は、展望レポートなどでは、物価は、経済全体の需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率といったマクロ的な要因によって決定されると整理しているが、人々の間では、個別価格の影響やインターネット通販の拡大等の部門ショックに基づく説明も根強くみられると述べた。そのうえで、この委員は、こうした認識のギャップを埋めるため、日本銀行としても、物価の決定メカニズムについて、丁寧な説明に努めることが必要であるとの見解を示した。この点に関し、別のある委員は、経済を長期的に捉えれば、需給ギャップと予想物価上昇率によって物価が決まるという考え方は妥当するが、金融政策のスコープとして数年程度の時間を意識した場合、部門ショックによる物価の変動なども無視できない影響を及ぼし得ることに留意する必要があると述べた。

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

以上に生産性と雇用が改善しているとしたうえで、こうした動きは、時間はかかるものの、人々の投資や支出の意欲を高め、物価上昇にも繋がっていくと指摘した。別のある委員は、最近の供給面の拡大は、非効率なビジネス・モデルなどの過去に生じたヒステリシス（履歴効果）が希薄化するプロセスであり、国民経済の健全な発展に資するものであるため、足もとの賃金・物価の伸び悩みを過度に悲観する必要はないと述べた。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点を挙げた。このうち海外経済の動向について、多くの委員は、最近の保護主義的な動きの帰趨とその影響については、特に注意してみていく必要があると指摘した。この点に関し、ある委員は、こうした動きは、結果的に自国経済にも悪影響を及ぼし得るため、今後、米国等の通商政策が保護主義に全面転換する可能性は低いとの見方を示した。別のある委員は、米国の保護主義的な姿勢が、今後さらに強まることになれば、グローバルに活動する企業の経営判断を大きく左右し、世界の貿易・投資活動に無視できない影響を及ぼす可能性があるとの指摘した。消費税率引き上げの影響について、委員は、駆け込み需要とその反動や実質所得減少の影響は、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得るため、不確実性が大きいとの認識を共有した。そのうえで、委員は、経済の見通しについて2018年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、2019年度以降は下振れリスクの方が大きいとの認識で一致した。

次に、物価に固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①中長期的な予想物価上昇率の動向、②マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目の存在、③為替相場の変動や国際商品市況の動向、の3点を挙げた。このうち、中長期的な予想物価上昇率の動向について、委員は、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現在の物価が弱めの推移を続ける場合には、「適合的な期待形成」を通じて、予想物価上昇率の高まりもさらに遅れるリスクがあるとの見方で一致した。委員は、物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きいとの認識を共有した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

金融政策の基本的な運営スタンスについて、大方の委員は、「物価安定の目標」の実現にはこれまでの想定より時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当であるとの認識を共有した。多くの委員は、現在の強力な金融緩和のもとで、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態をできるだけ長く続け、2%に向けたモメンタムを途切れさせないことが、結果的に、経済や金融情勢の安定を確保しつつ、「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することに繋がるとの認識を示した。何人かの委員は、強力な金融緩和をさらに継続していくためには、これに伴う副作用にも十分配慮し、その影響を可能な限り軽減すべく、政策枠組みに見直しの余地がないかどうか、点検することが必要であると述べた。これに対し、一人の委員は、物価上昇率が伸び悩んでいる現状では、金融緩和を息長く続けるための対応ではなく、息長くないように金融緩和自体を強化すべきであると述べた。

こうした議論を経て、委員は、強力な金融緩和をさらに継続していくにあたって点検すべき課題について議論を行った。大方の委員は、「物価安定の目標」の実現に、これまでの想定より時間がかかることが見込まれる中であっては、目標実現に向けた政策運営スタンスに対する信認を確保するような施策が重要であるとの認識を共有した。この点に関し、ある委員は、海外中銀の例にもあるような、将来に向けて政策金利を低位に維持することを約束するフォワードガイダンスを導入することを検討してはどうか、と述べた。複数の委員は、物価の見通しが下振れするこのタイミングでフォワードガイダンスを導入し、目標実現に対するコミットメントを強化することは適切であると指摘した。この間、一人の委員は、フォワードガイダンスの設計にあたっては、低金利政策の継続を約束するだけでは現状追認以上の効果があるかどうか疑問であり、むしろ、総需要やインフレ期待を刺激し、金融緩和が長期化することを食い止める内容とすることが重要であると述べた。

続いて、何人かの委員は、この先、金融緩和をさらに継続していく際は、金融市場調節や資産の買入れをより弾力的に運営するなどして、緩和の長期化に耐え得る枠組みを構築していく必要があるとの認識

を示した。ある委員は、イールドカーブ・コントロールの導入当初から、ある程度の金利変動は想定していたが、結果的に、市場における長期金利の形成は幾分硬直的になっていると指摘した。そのうえで、この委員は、「ゼロ%程度」という操作目標等の骨格は維持したうえで、実際の長期金利は、上下双方向にある程度変動しうることを示してはどうか、との意見を述べた。何人かの委員は、そうした長期金利操作の弾力化は、市場機能の維持・向上に資するとして、この意見を支持した。一人の委員は、現状より金利が幾分上昇するようなことがあっても、経済・物価への影響は限定的とみられる一方、金融仲介機能への累積的な影響の軽減と政策の持続性強化に効果が見込まれるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、主要国の最近の長期金利の動きを参考にすると、わが国でも、±0.25%程度の変動を許容することが適切であると述べた。別のある委員は、イールドカーブ・コントロール導入後の金利変動幅である概ね±0.1%をベースとしつつ、上下その倍程度に変動しうることを念頭に置くことが適切であると述べた。これらの意見に対し、一人の委員は、中長期の予想インフレ率が弱い現時点で、長期金利が上昇しうることも許容する政策調整を行うと、実質金利が上昇し、物価の伸び悩みを助長しかねないとの見解を示した。別のある委員は、長期金利の上昇を望む市場参加者の中には、運用金利だけが上昇し、為替も株価も債券価格も動かず、企業の借入れ意欲も低下しないと期待する声もあるが、経済全体をみればそのようなことはありえないと述べた。

この間、ある委員は、マイナス金利導入後の経験から、現状程度の短期市場金利を維持するうえで、現在の10兆円規模の政策金利残高は不要であることが明らかになってきていることから、これを減額することも考えられると述べた。このほか、何人かの委員は、ETFやJ-R E I Tの買入れについては、現在の買入れペースを維持しつつ、より弾力的に買入れを行い、政策の持続性を高めていくことが考えられるとの意見を述べた。ある委員は、ETFの買入れをより円滑に行う観点から、銘柄別の買入れ額についても見直す余地があると指摘した。

こうした委員の意見を踏まえ、議長は、執行部に対し、現在の強力な金融緩和を継続していくにあたり、その枠組みを強化する観点から、どのような対応が考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、まず、何人かの委員が言及した政策金利のフォワードガイダンスに関し、一案として、「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の

間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」旨を示すことが考えられると説明した。これについて、執行部は、主要国中銀のフォワードガイダンスの実例をみると、物価目標の実現まで距離がある段階では、経済情勢やリスク評価などを踏まえた定性的な条件を示す方式が多くみられると付け加えた。そのうえで、わが国の場合、消費税率引き上げという、当面想定される経済面での重要イベントを例示しつつ、経済・物価を巡る不確実性を判断基準として示す方法が考えられると述べた。

続いて、執行部は、金融市場への影響などにも配慮しつつ、現在の金融緩和の持続性を強化する措置として、以下を内容とする案を提示した。

- ・ 短期金利と長期金利について、現在の金融市場調節方針を維持する。ただし、長期金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうることにする。国債買入れ額は、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。
- ・ 政策金利残高については、現在の水準から半減させる。
- ・ E T F、J - R E I T の買入れについては、保有残高の年間増加目標を維持したうえで、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。E T F については、T O P I X に連動する E T F の買入れ額を拡大する。

執行部が提示したフォワードガイダンスの案について、多くの委員は、2%の実現に向けたコミットメントを強化し、政策運営に対する信認を確保する観点から適切であるとの認識を示した。この間、ある委員は、金融政策は、物価目標との関係がより明確となるガイダンスの方が望ましいとの見解を示した。これに対し、別のある委員は、コミットメントの実効性確保と政策運営の柔軟性確保という、フォワードガイダンスに求められる2つの要請を踏まえると、執行部案は、現時点では、バランスのとれたものであると述べた。ある委員は、物価見通しが下振れる中であっては、金利を長く低位に維持することは自明であり、敢えてフォワードガイダンスを導入する意味はないのではないかと述べた。これに対し、複数の委員は、わが国では、物価が弱めで推移しているにもかかわらず、事あるごとにいわゆる出口観測が高まるのが実情であり、今回のガイダンスには、こうした見方への対応としての効果も期待されるとの認識を示した。

続いて、多くの委員は、現在の金融緩和の持続性を強化する措置について、執行部が示した内容に沿って検討することが望ましいとの認

識を示した。ある委員は、長期金利は、「上下にある程度変動しうる」とする案に賛成したうえで、金利水準が一人歩きするリスクがあることから、変動幅についての言及は慎重に行うべきとの認識を示した。別のある委員は、「ある程度変動しうる」という文言は曖昧で解釈の余地が大きいため、実際のオペレーション次第では、金利が必要以上に上昇しうると述べた。そのうえで、この委員は、そうした場合には、実体経済が改善したとき、国債買入れ額を増額して、長期金利をゼロ％に維持すれば緩和効果が強まるといふ、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあると指摘した。こうした意見を踏まえ、ある委員は、イールドカーブ導入以降の金利動向を考慮し、長期金利の変動幅として、これまでの概ね±0.1％の幅から、上下その倍程度に変動しうることを念頭に置くことが大方の委員の合意となるのであれば、本日の議長による記者会見でこれを明らかにしてはどうかと提案した。大方の委員は、これに賛意を示した。なお、ある委員は、長期金利変動幅の弾力化は、市場から利上げを意図したものと誤解されるおそれがあり適切でないとして述べた。この点に関し、何人かの委員は、そうした誤解を防ぐためにも、経済・物価情勢等から乖離して金利が急速に上昇した場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施し、金利の安定に努めることが必要との認識を示した。

このほか、委員は、ETFやJ-REITの買入れペースを維持しつつ、市場の状況に応じて買入れ額は上下に変動しうるとすることは、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から適切であるとの認識で一致した。委員は、ETFの銘柄別の買入れ額の見直しや、政策金利残高の見直しについても、執行部の提案に賛成した。何人かの委員は、TOPIX連動型のETFの買入れ額を拡大することは、現在の買入れ方法を継続することに伴う一部株式の品薄化や、市場の一部で指摘されている株価形成の歪みを回避することに資するとの見解を示した。

ある委員は、政策金利残高の見直しは、より効率的にマイナス金利を維持するための実務的な対応であり、個別金融機関の収益に配慮したかのような誤解を招かないよう、しっかりと説明する必要があると述べた。

一人の委員は、強力な金融緩和継続のための枠組みの強化は、ある程度の弾力性を持って運営するという「量的・質的金融緩和」が元来有する意図を徹底することにより、政策の持続性と柔軟性を高めて、金融緩和の長期化に備えるものであるとの見方を示した。ある委員は、

今回の措置が、全体として金融緩和の強化と受け取られるかどうか疑問であると述べた。これに対し、ある委員は、強力な金融緩和をさらに継続していくという意味で、今回の措置は、全体として緩和効果を強化するものと理解していると述べた。この点に関し、多くの委員は、今回の措置は、強力な金融緩和を継続していくための「枠組み強化」であり、市場から、緩和縮小を意図したものであるとか、金融仲介機能の悪化に配慮した結果であるなどと誤って受け止められることがないように、丁寧な情報発信に努める必要があるとの見解を示した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の方針とすることが適当であるとの見解を示した。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、オペの運営次第の面があり、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるとの意見を述べた。別のある委員は、物価の現状等を考慮すると、金融緩和を強化することが望ましく、仮に「ゼロ%程度」という現在の操作目標を維持したとしても、長期金利操作の弾力化は金利上昇を容認していると誤解され、目標が形骸化するおそれがあると述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②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、③2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、政策金利は、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

ある委員は、現時点で金融仲介機能などに大きな問題はないものの、金融緩和の継続にあたっては、その効果と副作用という二つの異なる時間軸の双方を複眼的に捉え、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行いつつ、経済・物価・金融情勢に応じた柔軟な対応を図ることが重要であると指摘した。別のある委員は、今回の措置が実際に物価上昇率を高めていくことを期待しているが、その効果については、不断に点検していく必要があるとの認識を示した。また、この委員は、金融システムや市場機能に関する評価を行うにあたっては、個別の指標を取り上げるのではなく、これらを「物価安定の目標」といかに整合的に評価するかという観点から、議論を深めていく必要があると述べた。この間、一人の委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化し、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点からは、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、何らかの追加緩和手段を講じるというコミットメントを追加する必要があると述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

強力な金融緩和継続のための枠組みの強化に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11時54分中断、12時18分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日提案のあった事項は、金融政策の目標を達成するために、強力な金融緩和継続のための枠組みを強化するものとして評価しており、そのために必要な措置は、本会合において、適切に判断して頂ければと思う。また、こうした「枠組み強化」を含め、金融政策運営の状況等については、引き続き、丁寧かつ積極的な説明に努めて頂きたい。

- 平成 31 年度予算の概算要求基準は、7 月 10 日に閣議了解された。「骨太の方針 2018」の中で新経済・財政再生計画が示されたことに伴い、同計画の枠組みのもとで、引き続き手を緩めることなく、本格的な歳出改革に取り組んでいく所存である。
- 平成 30 年 7 月豪雨について、政府としては、被災者の生活再建や生業の復興に向けた政策パッケージの取りまとめを進めるなど、被災者の方々への支援に全力を尽くしているところであり、引き続き、対応に万全を期していく。
- 日本銀行には、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は緩やかに回復しており、先行きも、来年度にかけて、民需を中心とした景気回復を見込んでいる。リスクとしては、通商問題の動向が世界経済に与える影響や海外経済の不確実性、金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。
- 消費税率引き上げに伴う需要変動に対しては、機動的な対応を図る必要があるため、臨時特別な措置を来年度の当初予算において講じることとした。
- 政府としては、2025 年度のプライマリーバランス黒字化、債務残高 GDP 比の安定的な引き下げを目指していく。このため、「骨太の方針 2018」に盛り込まれた、歳出改革の重要課題の方向性や歳出の目安の明確化・具体化に取り組み、新たな改革工程表を取りまとめて年末に向けて示していく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて、金融緩和を着実に推進していくことを期待する。今回の「枠組み強化」は、金融緩和を継続していくことをより明確にするために提案されたものと認識しており、日本銀行としての考え方について、対外的に丁寧に説明して頂くことが重要と考える。
- 政府としても、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを進めてまいりたい。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に -0.1% のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

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

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、物価が伸び悩む現状や今後のリスク要因を考慮すると、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましく、長期金利操作の弾力化は「ゼロ%程度」の誘導目標を不明確にするとして反対した。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、② 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、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

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

反対：なし

3. 対外公表文（「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、原田委員からは、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、片岡委員からは、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、長短金利維持のコミットメントではなく、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、多数意見が形成された。

議長からは、こうした多数意見を取りまとめるかたちで、「基本的見解」の議案が提出された。

採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、わが国の物価が弱めの動きを続けている要因について詳しく分析した「賃金・物価に関する分析資料」を、「基本的見解」と同時に公表し、背景説明を含む全文は、8月1日に公表するこ

ととされた。なお、片岡委員は、消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとして、物価の見通しに関する記述に反対した。

採決の結果

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

反対：片岡委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2018年6月14、15日開催分）が全員一致で承認され、8月3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

2019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

2018年7月31日

日本銀行

強力な金融緩和継続のための枠組み強化

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、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンス^(注1)

日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 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2)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(3) 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 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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。²

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。

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

² 2015年12月に決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするE T Fの買入れについては、これまでどおり、年間約3,000億円の買入れを行う。

2. 日本銀行は、1. の措置と合わせて、以下の実務的な対応を行うこととした。

(1) 政策金利残高の見直し

日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる。

(2) E T Fの銘柄別の買入れ額の見直し

E T Fの銘柄別の買入れ額を見直し、T O P I Xに連動するE T Fの買入れ額を拡大する。

3. 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、緩やかに拡大しており、労働需給も着実な引き締まりを続けている。一方、物価は、経済・雇用情勢に比べて弱めの動きが続いている。その背景には、本日公表した「経済・物価情勢の展望」で示したように、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや値上げに対する家計の慎重な見方の継続といった要因が複合的に作用しており、2%の「物価安定の目標」の実現には、これまでの想定より時間がかかることが見込まれる。もっとも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることにより、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

4. こうした認識のもとで、日本銀行は、政策金利のフォワードガイダンスを導入するとともに、金融市場調節や資産の買入れをより弾力的に運営していくことにより、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化し、需給ギャップがプラスの状態をできるだけ長く続けることが適当と判断した。こうした対応は、経済や金融情勢の安定を確保しつつ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することに繋がると考えている。

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、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

以 上

(注1) 原田委員は、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、長短金利維持のコミットメントではなく、中長期の予想物価上昇率に関する

現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが適当であるとして反対した。

(注2) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、物価が伸び悩む現状や今後のリスク要因を考慮すると、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましく、長期金利操作の弾力化は「ゼロ%程度」の誘導目標を不明確にするとして反対した。

(30年9月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2018年9月18日(14:00～15:36)
9月19日(9:00～11:40)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	原田 泰	(審議委員)
	布野幸利	(〃)
	櫻井 眞	(〃)
	政井貴子	(〃)
	鈴木人司	(〃)
	片岡剛士	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	茶谷 栄治	大臣官房総括審議官 (18日)
	木原 稔	財務副大臣 (19日)
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官 (18日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (19日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
企画局審議役	中尾根康宏 (18日 14:45～15:36)
企画局政策企画課長	奥野聡雄
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	一上 響
国際局長	中田勝紀

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	山城吉道
企画局企画調整課長	飯島浩太 (18日 14:45～15:36)
企画局企画役	永幡 崇
企画局企画役	東 将人

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月30、31日）で決定された短期政策金利（-0.1%）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は-0.07~-0.05%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%台半ばで概ね横ばい圏内の動きとなっている。

株価（日経平均株価）は、企業決算は総じて良好な結果となったものの、米中等の通商政策を巡る不透明感などが重石となり、概ね横ばいの動きとなった。為替相場をみると、円の対ドル相場、対ユーロ相場ともに、トルコリラが急落した局面では、幾分円高方向に振れる場面もみられたが、期間を通してみれば横ばい圏内で推移した。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。先行きについても、着実な成長を続けるとみられる。

米国経済は、拡大している。輸出は、増加基調にある。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて増加基調にあるほか、設備投資も、企業収益や業況感の改善などを背景にしっかりと増加している。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比+2%台前半、コアベースは同+2%程度で推移している。先行きの米国経済は、拡張的な財政政策に支えられ、拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、幾分減速しつつも回復を続けている。輸出は、既往の

^{（注）} 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

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

新興国経済をみると、中国経済は、総じて安定した成長を続けている。物価面をみると、インフレ率（C P I）は、前年比＋2％程度で推移している。先行きの中国経済は、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みられる。N I E s ・ A S E A Nでは、輸出が増加基調にあるもとの、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、インフレ率の落ち着きなどを背景に緩やかに回復している。インドの景気は、内需を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米中等の通商政策を巡る不透明感や、トルコリラの急落を契機とした一部新興国の通貨下落などを背景に、株価を中心に幾分振れのある展開となった。もっとも、アジア新興国の通貨は総じて安定的に推移しており、新興国全体としてみた資本流出は限定的となっている。商品市場では、中東における地政学的リスクなどが意識される中、原油価格は上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。先行きについても、緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にある。先進国向けは増加基調を続けているほか、新興国向けも幅広く持ち直している。先行きの輸出は、情報関連や資本財を中心に、緩やかな増加基調を続けるとみられる。

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。先行きについては、2017年度補正予算やオリンピック関連工事などが下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けている。法人企業統計で2018年4～6月の売上高経常利益

率をみると、製造業大企業における一時的な営業外収益の増加を主因に大幅に上昇し、既往最高となった。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+3.1%と7四半期連続の増加となった。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れを伴いつつも、増加基調を続けている。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境などを背景に、当面、増加を続けていくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得もこのところ伸びを高めている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準で上昇しているほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、4～6月に前期比で増加した後、7月の4～6月対比も小幅に増加した。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などをを受けて減少傾向にある一方、持家が足もと増加に転じつつあることから、全体として横ばい圏内で推移している。

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

物価面について、国内企業物価（夏季電力料金調整後）を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台前半となっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。長期金利から中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。C P・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、設備投資向けなどの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%程度のプラスとなっている。C P・社債の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で7%程度の伸びを続けている。マネーストックの前年比は、3%程度の伸びとなっている。

II. 補完当座預金制度における新規先の取扱い

1. 執行部からの説明

補完当座預金制度の円滑な運営を図る観点から、2016年1月積み期以降に新たに補完当座預金制度の対象となった先に対してマクロ加算額を付与する仕組みを設けるため、「補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則」の制定等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

『補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則』の制定等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、米中等の通商政策を巡る不透明感や、トルコリラの急落を契機とした一部新興国の通貨下落などを背景に、投資家のリスクセンチメントが悪化し、株価を中心に幾分振れのある展開がみられるとの認識を共有した。米国の通商政策について、何人かの委員は、NAFTA再交渉や欧州との交渉が進展する一方、中国との関係では双方歩み寄りの姿勢がみられず、問題が長期化する懸念があると指摘した。新興国を巡る市場の動向について、何人かの委員は、アジア諸国を中心に、多くの新興国経済のファンダメンタル

ズはしっかりしていることから、全体としてみれば、現時点で新興国からの資本流出は限定的であるとの認識を示した。そのうえで、複数の委員は、米国等における金融政策の正常化が進んでいく中で、トルコやアルゼンチンといった経済に脆弱性を抱える国以外にも、資本流出の動きが波及することがないかどうか、引き続き注視していく必要があると付け加えた。

海外経済について、委員は、総じてみれば着実な成長が続いているとの認識を共有した。複数の委員は、多くの国で内需が増勢を維持しているほか、世界貿易も、幾分減速しつつ回復を続けているとの見方を示した。もっとも、ある委員は、これまで先進国・新興国のバランスよい経済成長がみられてきたが、最近では、きわめて好調な米国経済と、その他の地域とのコントラストが強まってきている点には注意を要すると述べた。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。そのうえで、多くの委員は、保護主義的な動きの長期化や、米国金利の上昇による新興国経済への影響といった、海外経済を巡る下振れリスクは、引き続き増大しているとの認識を示した。一人の委員は、米中間の貿易摩擦問題が世界経済に及ぼす影響については、各国の貿易活動に対する直接的なインパクトのみならず、国際金融市場の動揺や企業マインドの悪化という間接的な経路を通じて増幅される可能性にも注意が必要であると付け加えた。これらに加え、何人かの委員は、いわゆる no deal Brexit となる可能性を含めた、英国のEU離脱交渉の展開や、中東等を巡る地政学的リスクなども、海外経済を巡るリスク要因として挙げられると述べた。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、拡大しているとの認識で一致した。一人の委員は、4～6月の実質GDP成長率が前期比年率4%台に加速する中、8月のISM指数が製造業・非製造業ともに上昇するなど、企業の景況感は改善し続けているとの見方を示した。米国経済の先行きについて、委員は、拡張的な財政政策にも支えられ、拡大を続けるとの見方を共有した。ある委員は、良好な雇用環境を背景に個人消費には勢いがあり、当面、経済の好調は持続するとの見通しを述べた。そのうえで、やや長い目でみれば、株式、住宅、自動車市場等の動きに目を凝らし、経済に過熱の兆候がないかどうか、しっかり点検していく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、幾分減速しつつも回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、企業の業況感改善などから設備投資が増加基調にあるほか、良好な雇用・所得環境に支えられ、個人消費も堅調を維持しているとの見方を示した。欧州経済の先行きについて、

委員は、回復を続けるとの認識で一致した。一人の委員は、英国のEU離脱交渉の展開やトルコ経済の不安定な動きには注意を要するが、夏場以降、米欧間の通商交渉が進展したことは、先行きの下振れリスクを減じる明るい材料であると指摘した。別のある委員は、直近8月のサービス業PMIは持ち直しているものの、春先以降、製造業PMIは低下傾向が続いていると指摘したうえで、欧州経済に変調の兆しがないかどうか、よくみていく必要があると述べた。

新興国経済について、委員は、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が増加基調にあるもとで、企業・家計のマインドが改善しており、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。資源国経済について、委員は、インフレ率の落ち着きなどを背景に、緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きの新興国経済について、委員は、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。このうち中国経済について、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。一人の委員は、米中間の貿易摩擦によって中国経済に対する下押し圧力は高まっており、状況次第では、アジア経済全体にも悪影響を及ぼす可能性もあると述べた。この点に関し、別のある委員は、米国による関税率引き上げは貿易面での懸念材料となりつつあるが、中国政府はこれに応じた景気対策を開始しており、当面、6%台後半の成長は維持し得るとの見方を示した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。多くの委員は、実質GDP成長率は、1～3月に一時的にマイナスとなったものの、4～6月は設備投資や個人消費などを中心に大幅なプラス成長に復しており、全体として、内需主導の拡大基調が続いているとの認識を示した。

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支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調を辿るとの認識を共有した。この夏に相次いだ自然災害が景気に与える影響について、多くの委員は、これまでに得られた情

報を踏まえると、生産やサプライチェーンに及ぼす影響は限定的である一方、観光業では、直接的な被害が軽微な地域を含め、予約のキャンセルや新規予約の減少がみられていると指摘した。そのうえで、これらの委員は、現時点で、こうした自然災害は、景気の中心的な見通しの修正につながるほどではないものの、風評被害を含め、インバウンド需要や消費者マインドに及ぼす影響については、引き続き、丁寧な情報収集等を続けていくことが大事であると述べた。この間、一人の委員は、先行き、経済の需給が適度に引き締まった状態が続く中、企業において、多様な人材の活用や省力化投資などの構造的な取り組みが進み、これが家計の所得増加や消費拡大につながっていくことが期待されるとの見解を示した。別のある委員は、効果的に経済成長を実現するためには、企業が、生産性が低く利益が上がらない仕事をやめることも必要であるとしたうえで、その際に生じる雇用の問題を軽減するためにも、金融緩和を通じて労働需給をひっ迫させることが大事であるとの意見を述べた。そのうえで、この委員は、実際、「量的・質的金融緩和」のもとで時間当たり労働生産性の上昇率が高まっていると指摘し、この間の新規雇用者の多くが、相対的に生産性が低いと考えられる勤務経験の少ない労働者等であることを踏まえると、既存の労働者の生産性上昇率は、マクロ的に観測される数値よりも高まっている可能性があるとして述べた。ある委員は、少子高齢化の進行などとも相まって、わが国では、先行き、潜在成長率や自然利子率に低下圧力がかかることが想定されるが、金融緩和の効果を発揮していくためにも、技術革新の一層の推進による生産性向上が必要であると述べた。

輸出の現状について、委員は、豪雨による一時的な生産減少の影響もみられるものの、海外経済の着実な成長を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの輸出について、委員は、海外経済の着実な成長を背景に、当面、緩やかな増加基調を続ける可能性が高いとの見方で一致した。そのうえで、複数の委員は、輸出は当面、緩やかな伸びを維持するとみられるが、米中間の貿易摩擦の影響など、先行きを巡る不透明感は一頃よりも高まっているとの見方を示した。

公共投資について、委員は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移しているとの見解で一致した。複数の委員は、オリンピック関連工事などに加え、今夏の自然災害を受けた各種復旧工事も、先行きの公共投資を下支えしていくとの認識を示した。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が改善基調を維持する中で、増加傾向を続けているとの認識で一致した。このことを示す材料として、多くの委員は、4～6月期のGDP設備投資の2次速報

値が1次速報値から大幅に上方修正され、製造業、非製造業ともに、前期比でみて大きく増加したことを指摘した。一人の委員は、企業収益の改善やきわめて緩和的な金融環境が維持されるもと、設備投資は、想定よりも強めの増加が続いているとの認識を示した。別のある委員は、強力な金融緩和がもたらした人手不足が、省力化・効率化投資を拡大させていると指摘した。先行きの設備投資について、委員は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、増加を続けていくとの見方で一致した。一人の委員は、先行き、設備投資の循環的な減少を極力避けるためには、企業における将来の成長期待が高まっていくことが重要であると述べた。この点に関し、ある委員は、このところ、能力増強投資や研究開発投資の伸びが高まっているが、この背景に成長期待の高まりがあるのかどうか注目していると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締めを続けており、雇用者所得もこのところ伸びを高めているとの認識を共有した。何人かの委員は、失業率が2%台半ばの低い水準で推移する中、有効求人倍率も、バブル期のピークを超えたレベルで上昇しているなど、労働市場は引き続きタイト化していると指摘した。複数の委員は、パートの賃金に比べ、正社員の賃金の伸び率が相対的に低いことを踏まえると、人手不足が深刻化している現場部門に比べ、間接部門では、業種によっては、なおスラックが残っている可能性があるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。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。何人かの委員は、実質GDPベースでみた4～6月の民間消費が、1～3月の前期比マイナスからプラスに転化したほか、消費活動指数も、4～6月に続き、7月も前期比増加となるなど、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費はこのところ堅調に推移していると述べた。この間、別のある委員は、耐久財やサービスは振れを伴いながらも増加している一方、飲食料品や衣料品などの非耐久財は低迷が続いており、依然として個人消費には脆弱性が残っているとの認識を示した。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少傾向にある中、持家が増加に転じつつあり、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。また、先行きについても、委員は、内外需要の増加を反映して、当面は、しっかりとした増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。そのうえで、複数の委員は、今夏の自然災害によって一時的に減少した生産を、年後半にしっかりと挽回し切れるかどうか、現時点では見通し難い面があると述べた。

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%台後半となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台前半のプラスにとどまっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、最近の基調的な動きを踏まえると、わが国の物価は、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べ、なお弱めの動きを続けているとの認識を共有した。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。一人の委員は、春先までの円高効果が剥落していることもあって、足もと財価格の減速が一服していることや、夏季賞与が大幅に増加したことは、物価の改善に向けた明るい材料であると指摘した。ある委員は、労働参加率の上昇や有効な省力化投資には限界があることから、現在のような人手不足が続けば、いずれ賃金の上昇に結びつくとの認識を示した。そのうえで、この委員は、最近の統計上の賃金上昇率は過大とされているが、それを差し引いても賃金は上昇しており、雇用者の増加と合わせた雇用者所得の拡大は、需要増加とコスト上昇の両面から物価の押し上げ圧力になると指摘した。この間、複数の委員は、賃金弾力性の高い高齢者の労働供給が続けば、今後とも、賃金や物価の上昇を全体として抑制する要因になり得ると述べた。このうちの一人の委員は、インターネットやスマートフォンの普及と高齢者のITリテラシーの高まりは、情報収集能力の向上を通じて高齢者の就労を促進しており、こうした動きは一時的なものにとどまらない可能性があるかと付け加えた。こうした点に関連し、一人の委員は、物価上昇の遅れは、単純な需要不足が原因ではなく、人々の根強いデフレイションに加えて、労働参加率の上昇や省力化投資による生産性向上に伴う物価抑制効果など、様々な要因によるものであることがわかってきており、先行きの物価を巡る不確実性は、一頃より高まっていると述べた。別のある委員は、わが国では適合的な期待形成メカニズムの影響が大きいことを踏まえると、消費者物価指数の中で大きなウェイトを

占める公共料金や家賃、携帯電話通信料といった品目が、需給ギャップにほとんど感応しないという点も、先行きの物価動向を点検するうえで無視できないと指摘した。これらの議論を踏まえ、何人かの委員は、需給ギャップの改善を起点とする物価上昇のモメンタムは維持されているものの、それが人々の物価観を変化させ、予想物価上昇率の高まりとともに、フィリップスカーブの明確な上方シフトにつながるまでには、なお時間がかかるとの認識を示した。

この間、予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。大方の委員は、短期的な予想物価上昇率は一頃に比べて幾分上昇しているものの、現実の物価が経済・雇用情勢の改善に比べると弱めの動きを続けていることなどから、中長期的な予想物価上昇率が高まってくるまでに時間を要しているとの認識を共有した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、大企業、中小企業のいずれからみても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるとの見方を共有した。この間、ある委員は、企業の内部留保が過去最高水準となる中、貸出市場における追加的な借入ニーズは減少しているとしたうえで、構造改革などを通じて、企業の積極的な資金需要を創出していく取り組みも重要であると指摘した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

金融政策運営にあたって、大方の委員は、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや、値上げに対する家計の慎重な見方が根強い点は注意深く点検していく必要があるが、2%に向けたモメンタムは維持されているとの認識を共有した。この背景として、大方の委員は、①マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスなど、物価の上昇を遅らせてきた要因の多くは次第に解消していくと考えられること、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拡がるにつれて、徐々に高まると考えられることを挙げた。

続いて、委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適切であるとの認識を共有した。何人かの委員は、現在の強力な金融緩和のもとで、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態をできるだけ長く続け、2%に向けたモメンタムを途切れさせないことが、経済や金融情勢の安定を確保しつつ、「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することにつながるとの見解を示した。一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を継続し、経済の好循環を息長く支えていくべきであると述べた。また、別の一人の委員は、現在の強力な金融緩和の効果と副作用をきめ細かく検討しつつ、きわめて緩和的な金融環境を息長く続けていくことが重要であると指摘した。こうした意見に対し、ある委員は、金融緩和の効果は時間とともに減衰し得るため、「物価安定の目標」の早期達成のためには、長期にわたって長短金利を一定水準に誘導するのではなく、むしろ追加緩和によって、政府とともに企業や家計の前向きの行動変化を後押しすることが必要であると述べた。

委員は、7月の金融政策決定会合で決定した「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」についても議論を行った。一人の委員は、前回会合以降、株価や為替相場は総じて落ち着いており、政策金利のフォワードガイダンスを含めた今回の「枠組み強化」は、市場参加者に大きな混乱なく受け止められていると指摘した。こうした中、この委員を含む複数の委員は、市場の一部には、なお、「枠組み強化」の政策意図の分かりづらさを指摘する声もあることから、今回の措置が、金融緩和の副作用への目配りを行いつつ、強力な金融緩和を粘り強く続けるという日本銀行の政策スタンスをより明確にしたものであることを、引き続き丁寧に説明していくことが重要であると述べた。ある委員は、「枠組み強化」の一環として長期金利の変動幅を拡大したことなどを受け、国債市場では、一頃よりもボラティリティが高まっているほか、市場参加者に対するサーベイでも、市場機能度に関する評価が幾分改善していると指摘した。もっとも、この委員を含む何人かの委員は、前回会合以降、国債取引が少なくなる夏場を挟んで2か月程度しか経過していないため、「枠組み強化」が市場に与える影響については、引き続き注意深く点検していく必要があるとの見解を示した。このほか、ETFの買入れについて、ある委員は、8月から9月前半の買入れ実績を眺め、市場参加者の間では、市場の状況に応じてETFを弾力的に買入れることで、リスクプレミアムに効果的に働き

かけるという日本銀行のスタンスに対する理解が進んだのではないかとの見方を示した。

この間、委員は、金融政策運営上の留意点について、議論を行った。一人の委員は、プラスの需給ギャップが維持されるような経済環境が続くのであれば、市場機能維持の観点から、現在の金融政策の枠組みを維持しつつ、その柔軟化について将来的に検討する余地があるとの見解を述べた。もっとも、この委員は、現在の物価に関する不確実性を考慮すれば、金融市場や金融システムの状況をしっかりと点検しながら、現行の政策を慎重かつ粘り強く続けることが肝要であると述べた。何人かの委員は、わが国の金融機関は充実した資本基盤を有していることもあり、現時点で金融仲介機能に支障は生じていないが、金融機関の収益動向がその経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、今後とも、低金利環境の継続が金融機関収益や金融仲介機能に及ぼす影響をしっかりとみていく必要があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、今後、収益の確保を目指して金融機関が過度なリスクテイクを進め、それらのリスク性資産が不良化した場合には、資本基盤が毀損して金融仲介機能が低下し、ひいては、持続可能な経済成長を阻害するリスクも高まると述べた。そのうえで、この委員は、より長期的な視点から、金融面の不均衡の有無や先行きの動向を、慎重に点検していくことが重要であると指摘した。この点に関連し、ある委員は、大規模な金融緩和に伴う金融面での副作用を考慮すると、その長期化にも限界があると考えられるため、金融政策の時間軸について、政策委員の間で議論を深めておくべきではないか、との意見を述べた。このほか、別のある委員は、金融機関収益を改善させるために金利を引き上げるべきとの声もあるが、現状で金利だけが上昇しても、景気悪化に伴うクレジットコストの上昇により収益が悪化するリスクが高いことから、金利は物価上昇と資金需要の回復に応じて上昇することが望ましいとの見解を示した。これらの議論を踏まえ、一人の委員は、現在のように、景気は着実に拡大する一方、2%の実現には時間がかかっている複雑な状況のもとでは、様々な情勢を総合的に勘案して政策を運営することが重要であると指摘したうえで、強力な金融緩和を粘り強く続けていけるよう、政策の効果と副作用をバランスよく考慮していくことが大切であると述べた。

このほか、委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方についても議論を行った。一人の委員は、地方の有効求人倍率や中小企業の収益、雇用者報酬等が改善しているにもかかわらず、金融緩和の効果が地方経済や中小企業、個人に行き届いていないとの指摘があるため、

引き続き、金融政策の考え方や効果を丁寧に説明していくことが必要であると述べた。また、一人の委員は、政策運営にあたっては、様々な経済・物価の下振れリスクへの備えが重要であり、特に予想物価上昇率の動向を重視していると述べたうえで、人々のインフレ予想にも効果的に働きかけられるよう、各種の学術研究も参考にしながら、情報発信の方法を常に改善していく必要があると指摘した。ある委員は、日本銀行が、あたかも物価上昇さえ達成できればよいと考えていると誤解されているケースが少なくないとしたうえで、こうした点も意識した適切なコミュニケーションを続けていくことが、金融政策に対する信認を確保し、結果として、2%の実現に向けた政策の自由度を高めることにもつながるとの見解を示した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの認識を共有した。

以上の議論を踏まえ、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、以下の方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあるとの意見を述べた。別のある委員は、物価の現状等を考慮すると、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成するために現時点で金融緩和を強化すべきであり、10年以上の国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。

長期国債以外の資産の買入れについて、委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に

行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②C P等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

先行きの金融政策運営の考え方について、大方の委員は、①2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、②マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する、③政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるガイダンスを導入する方が望ましいと述べた。別の一人の委員は、オーバーシュート型コミットメントを強化し、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点からは、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には、何らかの追加緩和手段を講じるというコミットメントを追加する必要があると述べた。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今般の台風21号および北海道胆振東部地震については、政府や関係機関が一丸となって、被災者の避難生活への支援や応急復旧に努めている。また、重要インフラの早期復旧に向けて全力を挙げている。財政当局としても、関係省庁と緊密に連携し、引き続き、必要な財政措置を講じていく。
- 平成31年度予算の概算要求を8月末に締め切り、今後、年末に向けて予算編成を行っていく。同予算は、「新経済・財政再生計画」のもとで編成する初年度の予算であり、引き続き、手を緩めることなく、本格的な歳出改革に取り組んでいく。
- 平成31年10月の消費税率の引き上げを控え、引き上げが可能な経済状況を作っていくことが重要である。引き上げに伴う需要変動

への対応等については、予算編成過程において具体策をしっかりと検討していく。

- 日本銀行には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに回復している。2018年4～6月期のGDP 2次速報では、実質成長率は前期比+0.7%、年率換算値は+3.0%と2四半期振りのプラス成長となり、名目GDPは552.8兆円と過去最高を更新した。個人消費が2四半期振りのプラスに転じたことに加え、民間設備投資が2015年1～3月期以来の高い伸びとなるなど、民需の増加に支えられた経済成長となっている。
- 先行きのリスクとしては、通商問題の動向が世界経済に与える影響や海外経済の不確実性、金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。また、相次いでいる自然災害が経済に与える影響にも十分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。
- 自然災害の被災者の生活支援および被災地の復旧・復興を全力で進めていく。また、潜在成長率を引き上げて、日本経済を新たな成長軌道に乗せていくため、「人づくり革命」や「生産性革命」に最優先で取り組むべく、「骨太の方針 2018」および「未来投資戦略 2018」に指示された具体策を、迅速かつ着実に実行していく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待している。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

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

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、物価が伸び悩む現状や今後のリスク要因を考慮すると、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

2. 資産買入れ方針

議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

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

反対：なし

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、原田委員からは、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、片岡委員からは、①消費者物価の前年比について、先行き、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの意見、および、②2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、長短金利維持のコミットメントではなく、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが適当であるとの意見が表明された。

こうした検討を経て、議長からは、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2018年7月30、31日開催分）が全員一致で承認され、9月25日に公表することとされた。

以 上

2018年9月19日

日本銀行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

2. わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば着実な成長が続いている。そうしたもとで、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、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。この間、住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も高めの水準を維持しつつ、横ば

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

い圏内で推移している。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

3. 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の着実な成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる^(注2)。
4. リスク要因としては、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、地政学的リスクなどが挙げられる。
5. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している^(注3)。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、物価が伸び悩む現状や今後のリスク要因を考慮すると、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

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

(注3) 原田委員は、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、長短金利維持のコミットメントではなく、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが適当であるとして反対した。

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK 月次調査（債券）」
- (図表 18) 国土交通省「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」