

公表時間

2月3日（金） 8時50分

2017. 2. 3

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2016年12月19、20日開催分）

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2017年1月30、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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、予め日本銀行政策委員会室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。

(開催要領)

1. 開催日時：2016年12月19日(14:00～15:31)  
12月20日(9:00～11:44)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (19日)
	木原 稔	財務副大臣 (20日)
内閣府	羽深 成樹	内閣府審議官 (19日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (20日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	桑原茂裕
理事	前田栄治
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局経済調査課長	中村康治
国際局長	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	柳原良太
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	二宮拓人
企画局企画役	吉村研太郎

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月31日、11月1日）で決定された短期政策金利（ $-0.1\%$ ）および長期金利操作目標<sup>（注）</sup>に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。この間、国債買入れについて、11月17日に、中期ゾーンを対象として導入後初となる固定利回り方式のオペ（指値オペ）を実施した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.06\sim-0.03\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、マイナス幅が拡大し、最近では $-0.4\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、円安の進展や米国株価上昇の影響を受けて大きく上昇し、最近では19千円台前半で推移している。為替市場をみると、円の対ドル相場は、米国金利上昇を主因に円安ドル高が進んだ。円の対ユーロ相場も、円安ユーロ高となった。

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。

米国経済は、雇用・所得環境が改善する中、家計支出を中心に回復している。しっかりとした家計支出が、内需関連企業のマインドの改善や生産活動の堅調なモメンタムにつながっている。物価面をみると、コアベースのインフレ率（PCEデフレーター）は前年比 $+1\%$ 台後半、総合ベースは同 $+1\%$ 台半ばで推移している。

欧州経済は、輸出が弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで緩やかな回復を続けている。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベース・コアベースともにゼロ%台半ばから後半で推移している。この間、英国経済は、家計支出に支えられ

---

（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。」

てしっかりと回復している。

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。インド経済は、構造改革への期待や金融緩和の効果などから内需を中心に着実に成長している。N I E s ・ A S E A Nでは、弱めの状態ながらも、輸出が持ち直しているほか、景気刺激策の効果から内需が底堅く推移している。ロシアでは、厳しい経済情勢が続いているが、資源価格の底打ちなどから総じてみれば下げ止まっている。ブラジルでは、景気が弱含んでいる。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ブラジルやロシアのインフレ率は、引き続き高い水準にあるが、既往の通貨安の一服から低下する方向にある。

海外の金融市場をみると、米国では、新政権の経済政策への期待が広がったことなどから、長期金利と株価が上昇したほか、ドル高が進行した。一方、新興国では、多くの国で通貨と株価が下落した。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。

輸出は、新興国経済の減速の影響が和らぐもとで、持ち直している。先進国向けは、自動車関連を中心に着実な増加を続けているほか、鈍めの動きが続いた新興国向けも、電子部品を中心に持ち直しに向かっている。先行きの輸出は、目先はスマートフォン向け部品を中心にIT関連需要の反動減が予想されるが、海外経済の成長率が緩やかに高まっていくもとで、基調としては持ち直しを続けるとみられる。

公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、補正予算の執行に伴い、災害復旧関連工事や各種インフラ整備を中心に、緩やかに増加するとみられる。

設備投資は、企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善する中で、緩やかな増加基調にある。12月短観をみると、企業の業況感は、高水準の企業収益に加え、最近の輸出の持ち直しや公共投資の発注増などを背景に、小幅ながら2期連続で改善している。こうしたもとで、12月短観の設備投資計画は、一部に人手不足の影響がみられるものの、総じてしっかりとした計画が維持されている。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額は、振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けている。先行きの設備投資は、製造業は既往の海外経済の減速や円高の影響が残ると見込まれるが、全体としては、高水準の

企業収益などを背景として、緩やかな増加基調を続けるとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。消費活動指数をみると、本年前半は弱めの動きとなったが、7～9月に前期比+0.4%の増加となったあと、10月も7～9月対比で+0.6%と、はっきりとしたプラスが続いている。足もとでは、雇用・所得環境の改善が続くもとで、株価の上昇や天候不順の解消の影響も加わり、明るさがみられ始めている。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、株価上昇による資産効果もプラスに作用し、徐々に底堅さを増していくと見込まれる。

住宅投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けている。

鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、持ち直している。輸送機械や電子部品・デバイス、はん用・生産用・業務用機械といった主力業種を中心に、生産の増勢が維持されている。資本財や生産財は、在庫調整が進捗しており、出荷増が生産増につながりやすい状態となっている。先行きの鉱工業生産は、目先はIT関連で反動減が予想されるが、基調としては、内外需要の増加を反映して、持ち直しを続けるとみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、緩やかな上昇に転じている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。除く生鮮食品・エネルギーの前年比をみると、10月は+0.3%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、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられる。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金

需要面をみると、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が緩やかに増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、プラス幅が拡大している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で2割台前半の高い伸びを続けている。マネーストックの前年比は、4%程度の伸びとなっている。

### (3) 貸出支援基金の実行状況

12月上旬実行の「成長基盤強化を支援するための資金供給」のうち、本則分の新規貸付は5,630億円となり、今回の貸付実行後の残高は60,397億円となっている。このほか、ABL等特則分の残高は693億円、小口特則分の残高は125.05億円、米ドル特則分の残高は177.2億米ドルとなっている。

また、12月15日実行の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は53,971億円となり、今回の貸付実行後の残高は326,820億円となっている。

## 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、米国大統領選挙後、米国の株価や長期金利が大きく上昇するとともに、ドル高が進んでおり、その影響が他の地域にも波及しているとの認識を共有した。その背景について、委員は、新政権の積極的な経済政策運営によって米国の成長率や物価上昇率が上振れるとの期待が高まったことや、12月のFOMCにおいて利上げが決定され、金利先高観が改めて意識されたことが影響しているとの見方で一致した。複数の委員は、こうした市場の反応の根底には、堅調な世界経済や原油価格の安定など、大統領選挙以前から続いているファンダメンタルズの改善があると指摘した。何人かの委員は、市場の反応には期待先行の面もあるとの見方を示した。そのうえで、多くの委員は、今後の市場の動きには十分注意していく必要があるとの認識を示した。

海外経済について、委員は、このところグローバルに製造業の改善がみられるのもとで、先進国ではこれまで家計部門中心であった回復が企業部門にも拡がりつつあるほか、新興国でも減速感が和らいでいるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、海外経済は、新興国の一

部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、世界的な製造業の改善傾向は、PMIの改善などに明確に表れてきていると指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、先進国が着実な成長を続けるとともに、その好影響の波及や政策効果によって、新興国の回復も次第にしっかりとしたものになっていくことから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、雇用・所得環境が改善するもとで家計支出を中心に回復しているほか、企業部門にも改善の動きが広がりとつあるとの認識で一致した。ある委員は、米国では、大統領選挙以前から輸出・生産面に改善傾向がみられていると指摘した。別の一人の委員は、新政権の政策への期待が、足もとの企業や家計のコンフィデンスの改善などにも表れてき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、緩和的な金融環境のもとで、堅調な家計支出を起点として民間需要を中心に成長が続くとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、輸出は弱めの動きとなっているが、個人消費が引き続き増加するもとで、緩やかな回復が続いているとの認識を共有した。欧州経済の先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで、家計部門が牽引するかたちで、緩やかな回復が続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、個人消費が良好な雇用・所得環境や政策効果を背景に高い伸びを続けていることに加え、輸出がIT関連財を中心に持ち直すもとで、総じて安定した成長が続いているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当局が景気下支え策に積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。ある委員は、景気刺激策として実施されていた自動車関連の減税措置が来年から縮小された形で継続されるが、その影響が注目されると述べた。

新興国経済について、委員は、一部の国は減速した状態にあるが、全体として持ち直しの動きがみられるとの認識を共有した。複数の委員は、アジアを中心に輸出がIT関連や素材関連などの幅広い品目で持ち直しているほか、在庫調整も進捗していると指摘した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の景気回復の波及や金融・財政面の景気刺激策の効果などを背景に、成長率は徐々に高まっていくとの見方で一致した。

米国新政権のもとで生じ得る世界経済への影響について、委員は、

新政権の経済政策にはまだ不透明な部分が多いこともあり、今後、注視していく必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、最近、米国の長期金利の上昇とドル高が進むもとで、新興国では通貨や株価が下落したことを指摘し、先行き新興国を巡る資金フローには注意を要すると述べた。何人かの委員は、ドル建て債務が多い新興国にとっては、こうした市場の動きが景気回復の重石となり得るため、影響をよく見極めていく必要があると指摘した。一方、ある委員は、積極的な需要増加策を通じて短期的な成長率を高めることで、中長期的な生産性が回復するとの考え方—いわゆる「高圧経済論」—に対する見方は、米国の有識者の間でも分かれていると指摘した。そのうえで、この委員は、やや長い目でみて、米国経済の成長率が一段と上振れていく可能性も念頭におく必要があるとの見方を示した。何人かの委員は、企業のサプライチェーンがグローバルに連環しているもとで、新政権の通商政策とそれが世界経済に与え得る影響に留意する必要があると述べた。

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

わが国の景気について、委員は、海外経済が緩やかに成長するもとで輸出・生産が持ち直しているほか、個人消費も改善が明確になりつつあるなど、回復の足取りがよりしっかりしてきているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けているとの見方で一致した。景気の先行きについて、委員は、企業・家計の両部門で所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調を辿るとともに、輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加するとみられることから、緩やかな拡大に転じていくとの見方を共有した。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響が和らぐもとで、持ち直しているとの認識で一致した。一人の委員は、これまで伸び悩んでいた新興国向けで、I T関連財を中心に回復の動きがみられると指摘した。別のある委員は、製造業PMIが世界的にはっきりと改善しており、12月短観でも自動車やはん用機械、生産用機械など輸出業種で業況感が改善していると指摘した。先行きの輸出について、委員は、目先はI T関連需要の反動減が予想されるが、海外経済の成長率が緩やかに高まっていくもとで、基調としては持ち直しを続けるとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先

行き設備投資について、委員は、製造業は既往の海外経済の減速や円高の影響が残るものの、全体としては、高水準の企業収益などを背景として、緩やかな増加基調を続けるとの見方を共有した。ある委員は、12月短観では、企業収益が引き続き高水準で推移していることが確認されたほか、これを背景に、設備投資についても総じてしっかりと計画が維持されているとの認識を示した。別の一人の委員は、改定されたGDP統計をみると、新製品を生み出すための企業の研究開発投資意欲は高い水準でしっかりと維持されているとの認識を示した。ある委員は、このところの円安・株高傾向も、設備投資の増勢を支えていくとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。ある委員は、パート労働者の名目賃金の前年比が高まっていることを指摘し、今後の動向を注視したいと述べた。先行きの雇用者所得について、委員は、労働需給の引き締まりが続き、企業収益が総じて高水準で推移するもとの、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、個人消費や物価への波及の観点を含め、来年の春闘の動きを注目していると述べた。

個人消費について、委員は、このところ明るさがみられ始めており、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移しているとの認識を共有した。複数の委員は、消費活動指数が前期比でプラスを続けていることや、11月の景気ウォッチャー調査の現状判断が消費増税前の2014年3月以来の水準まで上昇していることを指摘した。何人かの委員は、本年入り後の個人消費の弱さは、株価下落に伴う負の資産効果や天候などの一時的な要因によるものであり、最近ではこうした要因が剥落するもとの、消費の底堅さが改めて確認されたと述べた。先行きについて、委員は、雇用・所得環境の着実な改善に加え、株価上昇に伴う資産効果もプラスに寄与し、徐々に底堅さを増していくとの見方を共有した。

住宅投資について、委員は、緩和的な金融環境にも支えられて、持ち直しを続けているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、持ち直しているとの認識を共有した。複数の委員は、今年夏場にかけての生産の増加は自動車の挽回生産やスマートフォン向け電子部品の作り込みなどの一時的な要因に支えられた面もあったが、足もとでも目立った反動減は生じておらず、先進国向けの自動車やアジア向けのIT関連を中心に増勢が維持されて

いるとの認識を示した。一人の委員は、在庫調整も進捗してきており、出荷増が生産増に結びつきやすい状況になっているとの見方を示した。先行きの鉱工業生産について、委員は、目先はIT関連で反動減が予想されるが、基調としては持ち直し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）の前年比は小幅のマイナスとなっており、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとの見方で一致した。一人の委員は、既往のエネルギー価格下落の影響は、年度末にかけて次第に剥落していくとの見方を示した。この間、予想物価上昇率について、委員は、下げ止まり、あるいは幾分改善している指標がみられるものの、全体としては弱含みの局面が続い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、委員は、「経済・物価・金融情勢を踏まえて、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持しているか」が重要な判断基準であることを確認した。そのうえで、大方の委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されており、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。何人かの委員は、労働需給の引き締まりに伴う賃金上昇圧力や個人消費の改善に加え、原油価格の上昇や円安の進行など、先行きの物価上昇を支える要因は増えてきているとの認識を示した。何人かの委員は、実際の物価上昇率が高まれば、適合的なメカニズムを通じて、予想物価上昇率の形成にもプラスの影響を及ぼすことが期待できると指摘した。そのうえで、このうち一人の委員は、現状、企業の価格設定行動にはいま一つ積極化の動きがみられていないため、この点は引き続き注視していく必要があると付け加えた。この間、別の一人の委員は、最近の円安は、短期的に物価を押し上げたとしても、基調的な物価上昇率を高めるものではないとの見方を示した。

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」について、多くの委員は、米国を中心に世界的に長期金利が上昇するもとでも、わが国では、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おり、当初の想定どおり機能しているとの認識を示した。複数の委員は、長短金利を操作する現在の政策のもとでは、経済情勢が好転すると、金融緩和効果が増幅され、2%に向けたモメンタムを一段と強める方向に作用すると指摘した。一人の委員は、国債買入れ額を操作目標とする以前の枠組みに比べ、直接的に最も適切な金利水準を示す現在の枠組みの方が、人々にとって金融緩和の効果が分かりやすいとの見方を示した。別のある委員は、オーバーシュート型コミットメントが持つ効果は、物価上昇率が高まるにつれて人々により強く意識されるようになるため、次第に強まっていくとの見方を示した。そのうえで、多くの委員は、2%の「物価安定の目標」までなお距離がある中で、これをできるだけ早期に実現するためには、現在の政策枠組みと金融市場調節方針をしっかりと堅持し、強力な金融緩和を進めていくことが重要であるとの認識を示した。

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、多くの委員は、以下の方針を維持することが適当であるとの見解を示した。

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

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

この間、国債買入れの運営について、多くの委員は、金利の水準だけでなく、金利の変化のスピードやモメンタム、その背後にある要因なども勘案しながら、イールドカーブ全体として金融市場調節方針と統合的に形成されるよう行っていくことが重要であるとの認識を共有した。複数の委員は、市場では、「ゼロ%程度」との長期金利操作目標の上限・下限をそれぞれ+0.1%・-0.1%とする見方があることを指摘したうえで、そうした画一的な基準を設けることは適当ではないとの認識を示した。別のある委員は、現在の政策枠組みのもとで、政策委員会が適切な金融市場調節方針を決定し、そのもとで金融市場調節部署が市場動向を踏まえつつ柔軟に調節運営を行っていくためには、両者間の密接なコミュニケーションがこれまでも増して重要となっているとの認識を示した。

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、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こと、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

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

これに対し、複数の委員が異なる見解を述べた。ある委員は、イーールドカーブ・コントロールのもとで国債買入れ額が先行き減少していくかどうかは不確実であるとして、金融政策運営においては、資産買入れ額を操作目標とし、その段階的引き下げを確実に図ることで、資産買入れの持続性と市場の安定性を高め、既往の緩和効果を確保していくべきであると主張した。

また、別の一人の委員は、現在の金融市場調節方針は適当でないとの自身の立場を述べたうえで、望ましい経済・物価情勢の実現に最適なイーールドカーブの形状はもう少しスティープであってもよいほか、市場金利がわが国の経済・物価の改善見通しを映じて上昇する場合は、金融市場調節方針においてもそうした動きを追認していくことが適当であると述べた。そのうえで、この委員は、長期金利はもともと微細な調節に馴染まないため、アローアンスは特に上方向は広めにみておいてよいと付け加えた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 平成29年度予算については、明後日22日の閣議において概算決定することを予定しており、「経済・財政再生計画」を踏まえ、経済再生と財政健全化を両立する予算となるよう、大詰めの作業を進めている。また、災害復旧等にかかる経費など追加財政需要を盛り込んだ平成28年度第3次補正予算を編成することとしており、平

成 29 年度予算と同時に概算決定することを目指して、作業を進めている。

- 平成 29 年度の税制改正については、日本の成長力の底上げのため、配偶者控除の見直し、競争力強化のための研究開発税制の見直し、賃上げを促すための所得拡大促進税制の見直し等について、8 日に平成 29 年度税制改正大綱として、与党において取りまとめられたところである。政府においても、この与党税制改正大綱を踏まえ、法案の準備等に取り組んでいく。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。7～9 月期の GDP 2 次速報では、名目・実質ともに 3 四半期連続の前期比プラス成長となった。政府経済見通しでは、来年度の GDP 成長率は、実質 1.5% 程度、名目 2.5% 程度、消費者物価上昇率は 1.1% 程度と見込んでいる。物価動向の判断には、GDP デフレーター等各種物価指標を総合的にみることが重要である。
- 働き方改革実現会議では、総理から産業界に、少なくとも今年並みの水準の賃上げ、また 4 年連続のベースアップの実施、期待物価上昇率も勘案した賃上げの議論、下請等中小企業の取引条件の改善をお願いした。また本日、同一労働同一賃金のガイドライン案を提示する予定である。平成 29 年度予算編成の基本方針では、これまでも増して、構造改革は無論として、金融政策に成長指向の財政政策をうまく組み合わせることに留意する必要があること、財政健全化への着実な取組みを進める一方、一億総活躍社会の実現のための子育て・介護や成長戦略の鍵となる研究開発など重要な政策課題に必要な予算措置を講じるなど、メリハリの効いた予算編成を目指すこととしている。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、2% の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。

## V. 採決

### 1. 金融市場調節方針（議長案）

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

#### 記

1. 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に $-0.1\%$ のマイナス金利を適用する。
2. 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

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

### 2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、

約 3.2 兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針とすることを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

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

### 3. 資産買入れ方針（木内委員案）

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

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

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

## VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

## 1. 木内委員案

木内委員からは、①物価見通しについて、「当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくと考えられる。」とすること、②先行きの金融政策運営について、「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」、すなわち、最も蓋然性が高いと判断される見通しと中長期的観点から重視すべきリスクの点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ短期金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。」とすること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

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

## 2. 議長案

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

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（10月31日、11月1日開催分）が全員一致で承認され、12月26日に公表することとされた。

以 上

2016年12月20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）<sup>(注1)</sup>

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

(2) 資産買入れ方針（賛成7反対2）<sup>(注2)</sup>

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

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

2. わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。そうしたもとで、輸出は持ち直している。国内需要の面では、企業収益が高水準で推移し、業況感も幾分改善するなかで、設備投資は緩やかな増加基調にある。また、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資も持ち直しを続けている。この間、公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、鉱工業生産は持ち直している。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、小幅のマイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

3. 先行きのわが国経済は、緩やかな拡大に転じていくとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加するとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる<sup>(注3)</sup>。
4. リスク要因としては、中国をはじめとする新興国・資源国の動向、米国経済の動向やそのもとの金融政策運営が国際金融市場に及ぼす影響、英国のEU離脱問題の帰趨やその影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開、地政学的リスクなどが挙げられる。
5. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う<sup>(注4)</sup>。

以上

---

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

(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員。反対：佐藤委員、木内委員。佐藤委員は、約6兆円のETF買入れは、市場の価格形成や日本銀行の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大であるとして反対した。なお、木内委員より、資産買入れ額を操作目標とする枠組みとしたうえで、長期国債保有残高が年間約45兆円、ETFが約1兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

(注3) 木内委員より、消費者物価の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていくとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、佐藤委員、原田

---

委員、布野委員、櫻井委員、政井委員)。

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