

公表時間

6月21日（水）8時50分

2017.6.21

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2017年4月26、27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6月15、16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：2017年4月26日(14:00～16:09)  
4月27日(9:00～12:07)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官 (26日)
	大塚 拓	財務副大臣 (27日)
内閣府	羽深 成樹	内閣府審議官 (26日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (27日)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

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

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月15、16日）で決定された短期政策金利（ $-0.1\%$ ）および長期金利操作目標<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、年度末におけるレポ市場の国債需給を緩和する観点から、国債供給のための国債売現先オペの実施等の一時的な措置を講じた。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は $-0.07\sim-0.04\%$ 程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は上昇し、直近では $-0.15\%$ 程度で推移している。

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

### 3. 海外金融経済情勢

海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。

米国経済は、雇用・所得環境の着実な改善を背景として、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けている。輸出は外需の改善などから持ち直しているほか、設備投資でも持ち直しの動きが続いている。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、コアベースでは前年比 $+1\%$ 台後半、総合ベースでは同 $+2\%$ 程度で推移している。

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

---

（注） 「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。」

などに支えられ、増加しているほか、設備投資も持ち直しの動きが続いている。物価面をみると、インフレ率（H I C P）は、コアベースでは前年比ゼロ%台後半、総合ベースでは同+1%台後半で推移している。この間、英国経済は、足もとの物価上昇が個人消費の重石となっているが、総じてみれば回復が続いている。

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

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

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

わが国の景気は、緩やかな拡大に転じつつある。

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

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

設備投資は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善する

中で、緩やかな増加基調にある。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れは大きいものの、緩やかな増加基調を維持している。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、緩やかな増加を続けるとみられる。ただし、今回の展望レポートにおける見通し期間の終盤には、資本ストックの積み上がりが明確となることなどから減速圧力が強まっていくと考えられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加している。有効求人倍率は着実な上昇傾向を辿っているほか、失業率も振れを伴いつつ緩やかな低下傾向を続けており、足もとでは2%台後半となっている。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、月々の振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を辿っている。先行きの個人消費は、雇用者所得の着実な増加とこれまでの株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている。

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

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

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金

供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。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、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比はプラス幅が緩やかに拡大しており、3%程度のプラスとなっている。C P・社債の発行残高の前年比は、プラスで推移している。企業の資金繰りは、良好である。

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

## II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

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

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

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

を共有した。

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

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

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているとの見方を共有した。一人の委員は、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が増加するもとで、民間銀行貸出残高の前年比が3%程度まで緩やかにプラス幅を拡大していることを指摘し、緩和的な金融環境が企業活動をしっかりとサポートしているとの見方を示した。

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

わが国の景気について、委員は、輸出・生産を起点とする前向きの循環が強まる中、労働需給は着実に引き締まり、経済活動の水準を表す需給ギャップのプラス基調が定着しつつあるとの認識を共

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

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

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。複数の委員は、3月短観において、幅広い業種で業況感が改善し、設備投資計画も総じてしっかりと内容になったことを指摘し、外需を起点とした企業部門の前向きの循環は徐々に強まってきているとの認識を示した。先行きの設備投資について、委員は、緩やかな金融環境や成長期待の高まりなどを背景に、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。複数の委員は、今春の賃金改定交渉では、多くの企業で4年連続となるベースアップが実現し、その水準も概ね昨年並みと見込まれると述べた。このうち一人の委員は、特に人手不足感が強い中小企業において、引き上げ率が大企業を明確に上回るなど、賃上げの動きに拡がりがみられていると付け加えた。先行きの雇用者所得について、委員は、労働需給の着実な引き締まりが続き、企業収益も改善するもとの、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。

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

よる資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方を共有した。この間、一人の委員は、2000年代半の景気拡大局面に比べると、現在は高齢化が進んでいるため、年金受給者の増加や現役世代の社会保障費の負担増が重石となって、消費への波及が進みにくくなっている可能性があることには留意が必要であると述べた。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、グローバルな製造業や貿易面の緩やかな改善が続くもとで、増加のモメンタムが明確に強まっているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、鉱工業生産は、内外需要の増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、増加基調にあるとの見方で一致した。ある委員は、中国経済の安定した成長、世界的な情報関連需要の強さ、アジアにおける在庫調整の進捗が、わが国を含めたグローバルな製造業の生産活動の活発化を支えているとの認識を示した。先行きの鉱工業生産について、委員は、グローバルな製造業の生産・貿易活動の改善の好影響を受けながら、当面は、しっかりとした増加を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、鉱工業指数統計の予測指数や企業からのヒアリング情報などを踏まえると、生産の回復は持続する可能性が高いと述べた。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっているとの認識を共有した。また、委員は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、小幅のプラスで一進一退の動きとなっているとの見方で一致した。ごく最近の消費者物価の伸び悩みについて、何人かの委員は、携帯電話市場の競争激化を背景に、携帯電話機やその通信料が下落していることが大きく影響していると指摘した。委員は、こうした特定のセクターにおける一時的な動きは、基調的な物価の動向とは区別して考える必要があるとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、こうした要因を除いても、景気がしっかりと改善し、労働需給が引き締まりを続けていることとの対比で見れば、賃金や物価の改善はやや鈍いとの見方を示した。この間、予想物価上昇率について、委員は、現実の物価上昇率が昨年末まで小幅のマイナスで推移してきたことから、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、弱含みの局面が続いているとの認識を共有した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、緩やかな拡

大を続けるとの見方を共有した。2018 年度までの期間について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調を辿るとの認識を共有した。また、委員は、輸出も、海外経済が緩やかに成長率を高めていくため、基調として緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。2019 年度について、委員は、内需の減速を主因に、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くとの認識を共有した。そのうえで、大方の委員は、わが国の経済は、2018 年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を示した。これらの委員は、2017 年 1 月の展望レポートでの見通しと比べると、2018 年度までの成長率は、概ね不変との見方で一致した。

2018 年度にかけての景気について、委員は、設備投資は、緩和的な金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連需要の本格化などを受けて、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。また、委員は、個人消費も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加傾向を辿るほか、公共投資は、経済対策の効果などから 2017 年度にかけて増加し、その後は高めの水準で推移するとの見方で一致した。2019 年度について、委員は、設備投資は、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりやオリンピック関連需要の一巡などから減速するほか、個人消費も、下期には消費税率引き上げの影響から減少に転じるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、海外経済の成長を背景とした輸出の増加が景気を下支えするとの見方を共有した。この間、消費税率の引き上げが实体经济に与える影響について、委員は、2014 年度の前回増税時と比べると小幅なものにとどまるとみられるが、まだ 2 年半も先のことであり、現時点ではかなりの幅をもってしておく必要があるとの認識を共有した。

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

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

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

物価情勢の先行きについて、大方の委員は、消費者物価の前年比は、①需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていく、②2%程度に達する時期は、見通し期間の中盤である2018年度頃になる可能性が高い、③その後は、2%程度で安定的に推移していく、との見方を共有した。これらの委員は、2017年1月の展望レポートでの見通しと比べると、2018年度までの物価上昇率の見通しは、概ね不変との見方で一致した。この間、複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの見解を示した。

委員は、物価見通しの背景となる中長期的な予想物価上昇率と需給ギャップについて議論した。まず、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、①「適合的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップが改善する中で、エネルギー価格の動向などを映じて、現実の物価上昇率は高まっていくと予想されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことから、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向を辿り、2%程度に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。

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

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見通しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②企業や家計の中長期的な成長期待、③財政の中長期的な持続可能性、の3点を挙げた。

物価に固有の上振れ・下振れ要因として、委員は、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目の存在、③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、の3点を挙げた。

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

### III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

金融政策運営にあたって、大方の委員は、物価動向について、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要があるとの見方で一致した。多くの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があることを踏まえると、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を推進していくことが適切であるとの認識を共有した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが円滑に形成されているとの見方を共有した。一人の委員は、昨年秋以降世界的に長期金利が上昇した局面においても、わが国の長期金利は低位で安定的に推移したことにみられるように、イールドカーブ・コントロールの有効性は明確となっており、先行きもしっかりと効果を発揮していくとの見方を示した。国債買入れについて、委員は、現行の政策枠組みのもとでは、長期金利の操作目標を実現するように国債買入れを運営しており、買入れ額は、金融市場の状況に応じて、あ

る程度の幅をもって変動することを改めて確認した。そのうえで、委員は、金融市場調節方針との関係で問題は生じていないとの認識で一致した。

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

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

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

長期国債以外の資産の買入れについて、多くの委員は、次回金融政策決定会合まで、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持すること、が適当であるとの認識を共有した。

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

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

また、別の一人の委員は、現在の金融市場調節方針について、期間

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

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 平成29年度予算が3月27日に成立した。成長と分配の好循環を強化し、経済の好循環を確かなものとするため、本予算の円滑かつ着実な実施に取り組んでいく。
- 4月18日の日米経済対話では、貿易および投資のルールと課題に関する共通戦略、経済および構造政策分野での協力、分野別協力、の3本柱で議論を進めていくことで一致した。このうち経済および構造政策分野での協力の柱については、G7による3本の矢のアプローチ、すなわち、相互補完的な財政、金融および構造政策の積極的活用等について取り上げることとしている。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、一部に改善の遅れもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかに回復していくことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断には、GDPデフレーター等各種物価指標を総合的にみることが重要である。
- 働き方改革については、3月28日に働き方改革実行計画を決定した。今後、政府は、実行計画の内容に従って、早期に法案を国会に提出し、法案の成立に全力を傾注する。また、経済財政諮問会議では、骨太方針2017に向けた議論を開始した。人材

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

- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。また、金融政策運営の状況や物価の見通し等を引き続き十分説明頂きたい。

## V. 採決

### 1. 金融市場調節方針（議長案）

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

#### 記

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

#### 採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員

反対：佐藤委員、木内委員

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

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

## 2. 資産買入れ方針（議長案）

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

### 採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

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

## 3. 資産買入れ方針（木内委員案）

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

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：木内委員

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

#### 4. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

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

## VI. 「経済・物価情勢の展望」の検討

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

これに対し、佐藤委員からは、①物価見通しについて、「2%程度に達する時期は、見通し期間の中盤（2018年度頃）になる可能性が高い。その後は、2%程度で安定的に推移していくものと見込まれる」を「2%程度を見通せる時期は、見通し期間の中盤（2018年度頃）になる可能性が高い」に変更すること、②先行きの金融政策運営について、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。」を削除すること、を内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

### 採決の結果

賛成：佐藤委員

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

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

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

採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：木内委員

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

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

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

#### 採決の結果

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

反対：佐藤委員、木内委員

## VII. 議事要旨の承認

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

以 上

2017年4月27日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

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

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。

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

以 上

<sup>(注1)</sup> 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。

<sup>(注2)</sup> 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、E T F 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。