

公表時間

11月6日（月）8時50分

2017.11.6

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2017年9月20、21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10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：2017年9月20日(14:00～15:44)
9月21日(9:00～12:08)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	可部 哲生	大臣官房総括審議官 (20日)
	木原 稔	財務副大臣 (21日)
内閣府	前川 守	内閣府審議官 (20日)
	越智 隆雄	内閣府副大臣 (21日)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	小野澤洋二
政策委員会室企画役	中本浩信
企画局企画役	田村健太郎
企画局企画役	長野哲平

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月19、20日）で決定された短期政策金利（-0.1%）および長期金利操作目標^{（注）}に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、日本国債のイールドカーブは金融市場調節方針と整合的な形状となっている。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は-0.06~-0.03%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、直近では-0.1%台前半で推移している。

株価（日経平均株価）は、為替が円高・ドル安方向の動きとなる中、9月上旬にかけて幾分下落したが、その後反発し、最近では20千円台前半で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、地政学的リスクの高まりなどを受けて、いったん円高・ドル安が進展したが、その後はリスク回避姿勢が和らぐもとで、円安・ドル高方向の動きとなっている。この間、円の対ユーロ相場は、欧州政治情勢を巡る不透明感の後退などから、円安・ユーロ高方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。

米国経済は、雇用・所得環境の着実な改善を背景として、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けている。輸出は緩やかな増加基調にあるほか、設備投資も持ち直しの動きが続いている。物価面をみると、インフレ率（PCEデフレーター）は、総合ベース、コアベースともに前年比+1%台半ばで推移している。

欧州経済は、着実な回復を続けている。輸出は、緩やかに増加している。個人消費は、労働市場や消費者コンフィデンスの改善などに支えられて増加しているほか、設備投資も緩やかな増加基調にある。物価面をみると、インフレ率（HICP）は、総合ベース、コアベースともに前年比+1%台前半で推移している。この間、英国経済は、物

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

価の上昇が個人消費の重石となっており、回復ペースが鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、当局による景気下支え策の効果もあって、総じて安定した成長を続けている。N I E s ・ A S E A N では、輸出が基調として増加するもとの、企業・家計のマインドは改善しており、内需は底堅く推移している。ロシアやブラジルの景気は、既往の資源価格の底入れなどを背景に持ち直している。インドの景気は、新たな物品サービス税導入の影響による振れを伴いつつも、回復に向かっている。新興国の物価面をみると、インフレ率は、多くの国・地域において横ばい圏内で推移している。

海外の金融市場をみると、米欧の長期金利は、9月上旬にかけて、地政学的リスクへの警戒感等から低下したが、その後は上昇に転じている。この間、好調な企業決算などを背景に、全体としてみれば、多くの国で株価は高値圏で推移しているほか、新興国への資金流入も続いている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

輸出は、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にある。先進国向けは、増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの電子部品や中間財を中心に持ち直している。先行きの輸出は、情報関連や資本財を中心に、緩やかな増加基調を続けるとみられる。

公共投資は、増加している。先行きについては、2016年度第2次補正予算の執行が進捗するもとの緩やかに増加したあと、高水準で横ばい圏内の動きが続くとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。法人企業統計で売上高経常利益率をみると、堅調な内需や海外経済の成長にも支えられて、はっきりと改善しており、4～6月は既往最高水準を更新している。こうした中、4～6月のGDPベースの実質設備投資（2次速報値）は、前期比+0.5%の増加となった。先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、月々の振れは大きいものの、増加基調を維持している。先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境、成長期待の高まりなどを背景に、緩やかな増加を続けていくとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けてお

り、雇用者所得も緩やかに増加している。有効求人倍率は着実な改善傾向を辿っているほか、失業率は3%を下回る水準となっている。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、4～6月は高めの伸びとなったあと、7月の4～6月対比は横ばい圏内の動きとなった。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加などに加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている。

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

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

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、大幅に緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、企業買収関連や設備投資向けなどの資金需要が増加している。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラス幅が緩やかな拡大傾向にあり、このところ3%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、プラス幅が拡大している。企業の資金繰りは、良好である。

この間、マネタリーベースは、前年比で1割台半ばの高い伸びを続けている。マネーストックの前年比は、4%程度の伸びとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、北朝鮮情勢を巡る地政学的リスクが意識される局面もみられたが、全体としてみれば、米欧の株価が高値圏で推移し、新興国市場にも資金流入が続くなど、投資家のリスク回避の動きは限定的となっているとの認識を共有した。そのうえで、複数の委員は、市場価格にリスクが十分に織り込まれていない可能性もあるため、先行き、地政学的リスクの強まりなどを契機に市場のセンチメントが急激に変化する可能性については、従来以上に注視していく必要があるとの見方を示した。

海外経済について、委員は、世界的な貿易活動の回復が続くもとで、先進国は着実な回復を続けているほか、新興国も全体として持ち直しているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。海外経済の先行きについて、委員は、先進国の着実な成長に加え、その好影響の波及や各国の政策効果によって、新興国経済の回復もしっかりとしたものになっていくことから、緩やかな成長を続けるとの見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、4～6月の実質GDPが前期比年率+3.0%と1～3月から伸びを高めるなど、家計支出を中心に、しっかりとした回復を続けているとの認識で一致した。米国経済の先行きについて、委員は、国内民間需要を中心にしっかりとした成長が続くとの見方を共有した。もっとも、何人かの委員は、短期的には、大型ハリケーンの被害が経済を下押しする可能性がある点には注意を要すると述べた。ある委員は、最近の米国自動車市場について、供給過剰に伴う中古車価格の下落や自動車ローン金利の上昇などから、新車販売の増加が見込みにくくなっていると指摘した。このほか、一人の委員は、景気の回復に比べて物価の前年比プラス幅の拡大テンポが緩やかであることについては、FRBの今後の利上げペースにも影響してくるだけに、その原因を含め、注意深く分析する必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、内外需ともに緩やかに増加しており、着実な回復を続けているとの認識を共有した。ある委員は、ギリシャやポルトガルなどの周縁国でも実体経済の回復傾向が明確化しているほか、欧州の金融セクターを巡る懸念が幾分後退していることは安

心材料であると付け加えた。先行きについて、委員は、英国のEU離脱交渉を巡る不透明感などが経済活動の重石となるものの、基調としては緩やかな回復経路を辿るとの見方で一致した。

新興国経済について、委員は、全体として持ち直しているとの認識を共有した。このうち中国経済について、委員は、固定資産投資の増勢は鈍化しているものの、輸出が基調として持ち直し、個人消費も底堅く推移するなど、総じて安定した成長を続けているとの見方を共有した。ある委員は、中国の生産者物価が上昇傾向にあると述べたうえで、これが世界的な低インフレ傾向が変化する兆候なのか見極めていく必要があるとの認識を示した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が基調として増加するもとの、企業・家計のマインド改善や景気刺激策の効果などから、内需も底堅く推移しているとの見方で一致した。また、委員は、ロシアやブラジルなどの資源国についても、既往の資源価格の底入れや金融緩和効果などから持ち直しているとの認識で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、先進国の着実な成長の波及や景気刺激策の効果などから、成長率は徐々に高まっていくとの見方で一致した。このうち中国経済について、委員は、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。

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

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

わが国の景気について、委員は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。委員は、企業部門の動きについて、輸出は増加基調にあるほか、設備投資も、収益が過去最高水準を更新する中、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。また、家計部門についても、委員は、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増しているとの見方を共有した。一人の委員は、4～6月の実質GDP成長率が、11年振りに6四半期連続の増加となったことも、わが国経済が、企業・家計の両部門において、バランスのとれた成長を続けていることを裏付けていると付け加えた。別のある委員は、景気拡大の期間はいざな

ぎ景気と並ぶ長さとなった可能性が高いが、そのペースが緩やかである分、景気過熱による経済の歪みは小さいとの見方を示した。景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大を続けるとの見方で一致した。このうち、国内需要について、委員は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調を辿るとの認識を共有した。

輸出について、委員は、新興国経済の持ち直しを背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。複数の委員は、4～6月の輸出は前期比で小幅の減少となったが、7～8月は4～6月対比ではっきりと増加しており、情報関連や資本財を中心とした輸出の増加傾向に変化はみられないと指摘した。先行きの輸出について、一人の委員は、米国における新車販売の減速を踏まえると、今後の米国向けの自動車輸出について慎重にみておくべきとの見解を述べた。そのうえで、この委員を含め、委員は、わが国製造業の新規輸出受注PMIの状況などをみても、当面、輸出は緩やかな増加基調を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

公共投資について、多くの委員は、4～6月の実質公的固定資本形成が大きめの増加となるなど、2016年度第2次補正予算の執行が本格化してきていると指摘した。そのうえで、委員は、公共投資の現状判断について、これまでの「増加に転じつつある」から、「増加している」へと進めることが適当であるとの認識で一致した。

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

きつつあると指摘したうえで、今後は、現預金を取り崩して、設備投資や研究開発投資に振り向ける企業が次第に増えていくとの見解を述べた。この間、別のある委員は、現状、製造業では設備稼働率や成長期待が十分には高まっていないことから、先行き、設備投資の拡大基調は緩やかなものにとどまるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も緩やかに増加しているとの認識を共有した。ある委員は、マクロ的な需給ギャップが着実に改善する中、労働需給は、バブル期のピーク並みかそれに近い状況になっていると述べた。また、何人かの委員は、正規雇用者の賃金の動きはなお鈍いものの、労働需給の状況に感応的なパート労働者の賃金は明確に改善していると指摘した。先行きの雇用者所得について、委員は、労働需給の着実な引き締まりが続き、企業収益も改善するもとの、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、これまで、女性や高齢者を含む労働力率の上昇が労働需給の緩和要因として働いてきたが、こうした追加的な供給余力にも限界があることから、いずれ賃金上昇圧力が高まってくるとの見解を示した。この点に関し、一人の委員は、1990年代に比べて就業率が低下していることや、非労働力人口の中でも就業を希望している人数が多いことを指摘したうえで、労働市場には過大な供給余力が残存しており、当面、賃金上昇圧力は限られると見込まれると述べた。これに対して、ある委員は、就業率の低下については、高齢化の進展という構造要因の影響も踏まえたうえで評価する必要があると指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増しているとの認識を共有した。複数の委員は、夏場の天候不順や北朝鮮情勢を巡る不透明感の高まりにもかかわらず、消費者コンフィデンスの改善傾向は維持されていると指摘した。ある委員は、失業や就職難といった雇用不安が低下したことや、各世帯の実質所得が改善を続けていることが、最近の消費者マインドの改善に貢献していると付け加えた。このほか、別のある委員は、訪日外国人によるインバウンド消費が回復しつつあるほか、百貨店では、消費者の価値観に合うものであれば高額商品も売れるようになってきていると述べた。先行きの個人消費について、委員は、雇用者所得の増加や株価上昇による資産効果に加え、耐久財の買い替え需要にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとの見方で一致した。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を背景に、増加基調にあるとの認識を共有した。先行きの鉱工業生産について、委員は、内外需要の増加を反映して、当面は、しっかりとした増加を続けるとの見方で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%台半ばとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比については、引き続き、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、0%程度で推移しているとの見方で一致した。大方の委員は、わが国の景気が緩やかに拡大するもとの、労働需給が着実に引き締まっていることと比べれば、物価は弱めの動きとなっているとの認識を共有した。その背景について、ある委員は、携帯電話機や通信料の下落に加え、電子商取引の拡大などから小売業の競争が激化していることを指摘した。また、何人かの委員は、企業において、省力化投資や深夜営業の取り止めといったビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を価格に転嫁することを避ける動きが広くみられていると指摘した。この点に関し、何人かの委員は、人々の間にデフレインドが根強く残っているため、企業は、総じて慎重な価格設定スタンスを維持しているとの見方を示した。

先行きについて、大方の委員は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくとの見方を共有した。何人かの委員は、労働需給が一段と引き締まっていくことを踏まえると、企業における賃金コストの吸収は一段と難しくなるため、これを価格に転嫁していく動きが徐々に広がっていくとの認識を示した。一人の委員は、雇用・所得環境が改善する中、消費者サイドの値上げに対する許容度も次第に増していくとの見方を示した。これらの点に関し、複数の委員は、このところ宅配サービスや飲食といった労働集約的な業種や都心の不動産賃貸業を中心に、値上げに向けた取り組みや、それに追随する動きが、少しずつであるが着実に広がってきていると指摘した。なお、多くの委員は、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しは、企業の生産性向上や経済全体の成長力強化につながる前向きな動きとして評価すべきとの認識を示した。そのうえで、これらの委員は、こうした企業の取り組みは、一時的に物価を抑制する方向に作用するが、やや長い目でみれば、先行きの成長期待の強まりなどを通じて、物価上昇圧力として働いていくことも期待されると述べた。複数の委員は、人々の成長期待を更に高めていくには、政府による成長戦略も重要になると指摘した。

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

こうした議論に対し、一人の委員は、消費者物価の前年比は、原油価格や為替の影響により、当面1%程度まで上昇すると見込まれるものの、その動きは一時的であり、2018年以降、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの意見を述べた。その背景として、この委員は、現在、資本・労働市場のいずれにおいても、大きな供給余力が残存しているとみられることを指摘した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、きわめて緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業の資金調達コストはきわめて低い水準で推移しているほか、金融機関の貸出態度も引き続き積極的であるとの見方を共有した。なお、金融機関の新規の貸出金利が、最近やや下げ止まっているようにみえることについて、ある委員は、貸出期間長期化などの影響を調整すると、貸出金利の実勢は、引き続き低下傾向にあるとの認識を示した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

金融政策運営にあたって、大方の委員は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっている点は注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとの認識を共有した。この背景として、多くの委員は、①マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率についても、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられること、の2点を挙げた。なお、何人かの委員は、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化

してくる時期や「適合的な期待形成」を通じた予想物価上昇率の上昇ペースについて不確実性があることには、留意を要すると述べた。そのうえで、ある委員は、こうした状況下では、現在のきわめて緩和的な金融環境を息長く維持していくことが重要であると指摘した。また、別のある委員は、「物価安定の目標」の達成には相応の時間がかかる可能性があるため、今後は、政策の持続性を確保することがより重要性を増してくると考えられるほか、時間がかかるほど外部環境の不確実性が高まることについても意識しておく必要があると述べた。こうした議論を踏まえ、大方の委員は、現在の金融市場調節方針のもと、強力な金融緩和を粘り強く推進し、経済・物価の改善をサポートしていくことが適切であるとの認識を共有した。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）について、委員は、前回会合以降、金融市場調節方針と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。国債買入れについて、委員は、現行の政策枠組みのもとでは、長期金利の操作目標を実現するように運営しており、買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅を持って変動することを改めて確認した。

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

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

「短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に -0.1% のマ

イナス金利を適用する。

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

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

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

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

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

モメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うとの方針を共有した。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 平成 30 年度の概算要求を 8 月 31 日に締め切り、今後、年末に向けて予算編成を行っていく。各省から提出のあった一般会計概算要求・要望の総額は約 100.96 兆円と、平成 29 年度予算額に比べると約 3.5 兆円の増加となった。
- 平成 30 年度予算は、「経済・財政再生計画」の「集中改革期間」の最終年度に当たる予算であり、引き続き、手を緩めることなく、歳出全般にわたり、安倍政権のこれまでの歳出改革の取組みを強化していく。「経済・財政再生計画」で示された一般歳出の水準の「目安」等を踏まえて、予算編成過程において、要求・要望をしっかりと精査し、「人づくり革命」の実現に向けた施策など、安倍政権の優先課題にしっかりと重点化したメリハリのある予算とすることで、経済成長と財政再建の両立を図っていきたいと考えている。
- 日本銀行が、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に沿って、引き続き、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、「物価安定の目標」の実現に向けて努力されることを期待する。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかな回復基調が続いている。2017 年 4～6 月期 GDP 2 次速報では、実質成長率は前期比+0.6%、年率換算で+2.5%と 2015 年 1～3 月期以来の高い伸びとなり、6 四半期連続のプラスとなった。先行きは、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって、緩やかに回復していくことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。物価動向の判断には、GDP デフレーターを含め、各種物価指標を総合的にみることが重要である。
- 政府は、成長戦略の核となる「生産性革命」とともに、「人づくり革命」が最大のテーマであると考えている。「人づくり革命」については、「人生 100 年時代構想会議」を立ち上げ、9 月 11 日に初回の会議を開催した。今後、教育機会の確保、リカレント教育、高等教育改革、企業の人材採用の多元化、多様な形の高齢者雇用、

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

- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

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

反対：片岡委員

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

2. 資産買入れ方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員、片岡委員

反対：なし

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、物価の前年比について、原油価格や為替の影響により当面上昇すると見込まれるものの、来年以降、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとの意見が表明された。

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

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年7月19、20日開催分）が全員一致で承認され、9月26日に公表することとされた。

以 上

2017年9月21日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成8反対1）^(注1)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

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

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

(2) 資産買入れ方針（全員一致）

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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。

2. わが国の景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している。海外経済は、総じてみれば緩やかな成長が続いている。そうしたもとの、輸出は増加基調にある。国内需要の面では、設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。この間、公共投資は増加しており、住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。以上の内外需要の増加を反映して、鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。

- 3．先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとの増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる^(注2)。
- 4．リスク要因としては、米国の経済政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開、地政学的リスクなどが挙げられる。
- 5．日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、原田委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度頃に2%の物価上昇率を達成するには不十分であるとして反対した。

(注2) 片岡委員は、物価の前年比は、原油価格や為替の影響により当面上昇すると見込まれるものの、来年以降、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低いとして反対した。