

公表時間

12月26日（火）8時50分

2017.12.26

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

（2017年10月30、31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12月20、21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10月30日(14:00～15:09)  
10月31日(9:00～11:58)

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 (30日)
	木原 稔	財務副大臣 (31日)
内閣府	前川 守	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	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	永幡 崇
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（9月20、21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。

### 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 $-0.06\sim-0.02\%$ 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 $-0.2\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、為替が幾分円安・ドル高方向の動きとなる中、企業業績への期待などもあって大きく上昇し、直近では21年ぶりの高値更新となる22千円程度で推移している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の拡大などを受けて、幾分円安・ドル高方向の動きとなった。この間、円の対ユーロ相場は、概ね横ばい圏内で推移している。

### 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基調にあるほか、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 $+1\%$ 台半ばで推移している。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

---

（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。」

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。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比＋1%台半ばで推移している。この間、NIEs・ASEANでは、輸出が増加するもとの、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。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、地政学的リスクへの警戒感の後退や堅調な経済指標等を背景に上昇したが、欧州の長期金利は、欧州政治情勢を巡る不透明感もあって横ばい圏内で推移している。この間、企業業績への期待や地政学的リスクへの警戒感の後退などから、多くの国で株価が上昇したほか、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、海外経済の成長を背景に、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、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、情報関連や資本財が堅調に推移すると見込まれることから、当面、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、増加している。先行きについては、当面、熊本地震の復旧復興対策や各種インフラ事業もあって、高水準で横ばい圏内の動きが続くとみられる。その後は、経済対策の押し上げ効果の減衰に伴い減少に転じたあと、オリンピック関連工事が下支えとなり、高めの水準を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。9月短観をみると、2017年度の設備投資計画は大企業を中心に堅調なスタンスとなっており、こうした企業の前向きな姿勢を反映して、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、緩やかな増加を続けていくとみられる。その後は、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改善傾向を辿っているほか、失業率も2%台後半まで低下している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、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、天候要因等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、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、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、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%台後半となっているが、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、小幅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、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、3%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、一頃に比べ地政学的リスクへの警戒感が後退する中、米欧の長期金利は安定的に推移しており、米独をはじめとする主要国の株価は、企業業績への期待や堅調な経済指標などから、上昇しているとの認識を共有した。何人かの委員は、最近の好調な株価については、経済の改善という十分な裏付けがあるものの、一部に過熱感を指摘する声もあることから、地政学的リスクの動向を含め、引き続き、様々な観点から注視していく必要があると述べた。複数の委員は、米欧の中央銀行は細心の注意を払って金融政策の正常化を進めており、これが最近の国際金融市場の安定に寄与しているとの見解を示した。

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。ある委員は、海外経済の不透明感が和らぐ中で、過去数年間控えられてきた設備投資が、今後相応に出てくる可能性は高く、2018年にかけて海外経済が成長を続ける確度は高まっていると述べた。

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4～6月は前期比年率+3.1%、7～9月は同+3.0%となるなど、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。複数の委員は、9月の自動車販売台数や小売売上高が強めに反発していることからみても、大型ハリケーンによる個人消費の下押しは解消される方向にあるとの見方を示した。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認識を共有した。

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、欧州の製造業PMIやドイツのIFO景況感指数の動きをみると、欧州の業況感は相当程度改善していると指摘した。欧州経済の先行きについて、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。ある委員は、ECBが資産買入規模の縮小を決定しても、市場に大きな混乱が生じなかった背景には、市場参加者の経済見通しが良好であることが大きく影響していると述べた。

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、7～9月の実質GDPが前年比+6.8%と引き続き堅調に推移しているなど、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との見方で一致した。一人の委員は、過去数年にわたり、中国国内で過剰な在庫と生産能力の削減を進めてきたことが、結果として、輸出入の両面を通じて、わが国を含むアジア経済に好ましい影響を与えていると指摘した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出が増加するもとの、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を共有した。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各国の政策効果などから、経済の回復もしっかりとしたものにな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認識を共有した。一人の委員は、中国経済を巡るリスクとして、不動産市場の過熱とその後の調整を挙げつつも、これまでのところ市場は比較的落ち着いており、現段階ではソフトランディングする可能性が高いとの見方を示した。

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。

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、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、わが国経済は外需主導から内需の改善を伴うより自律的な成長へと移行しつつあるほか、景気拡大の裾野は、業種や企業規模、地域を跨いで多面的な広がりをみせていると述べた。また、この委員は、わが国経済については、企業や政府の取り組みもあって労働力率や労働生産性が上昇しており、需要と供給という面でもバランスよく成長していると付け加えた。この点に関連し、別のある委員は、「量的・質的金融緩和」導入後のわが国の労働生産性の伸び率は、導入前の10年間と比べても、また、主要国と比べても高くなっていると指摘した。このほか、一人の委員は、企業の内部留保が過度に積み上がれば、経済全体として過剰貯蓄の状態となり、自然利子率が低下する可能性もあるため、企業の貯蓄・投資・労働者への配分のバランスが重要との見解を述べた。

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。一人の委員は、4～6月の輸出は前期比小幅に減少したが、7～9月は再びしっかりと増加しているとしたうえで、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の見方を示した。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、2016年度の経済対策の執行に伴い増加しているほか、先行きも、高水準で横ばい圏内の動きが続く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。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。この間、一人の委員は、企業の営業キャッシュフローに対する設備投資の割合が長らく低下していることからみても、企業の設備投資意欲はなお本格化していないとの見解を示した。

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、有効求人倍率や新規求人倍率がバブル期のピークを超えて着実に上昇しているほか、失業率も2%台後半まで低下するなど、このところ労働需給は一段とタイト化していると指摘した。

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。ある委員は、夏場の天候不順にもかかわらず、個人消費がしっかりとしていた背景には、最近の株高等による消費者マインドの改善も相応に影響し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、雇用者所得の増加と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、前回の消費税増税以降、実質可処分所得が増えても実質消費が十分には増えていないと指摘したうえで、その背景として、消費税増税により家計の将来所得の低下予想が顕在化した可能性を挙げた。

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、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%台後半のプラスとなっている一方、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比については、引き続き、企業の価格引き上げの動きが限定的であることなどから、小幅のプラスにとどまっているとの見方で一致した。こうした弱めの動きについて、委員は、携帯電話機や通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることが影響しているとの認識を共有した。この間、委員は、予想物価上昇率について、一部には昨年の夏頃をボトムに上昇傾向を示す指標もみられているが、弱含みの局面が続いているとの認識で一致した。

## 2. 経済・物価情勢の展望

2017年10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、海外経済の成長を背景として、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、内需の減速から成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気拡大が続くとの認識を共有した。こうした議論を経て、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共有した。そのうえで、委員は、2017年7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。

2018年度にかけての景気について、委員は、設備投資は、緩やかな金融環境や成長期待の高まり、オリンピック関連投資の本格化、人手不足に対応した省力化投資の増加などから、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。また、委員は、個人消費も、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ほか、公共投資は、経済対策の効果などから2017年度に増加した後、2018年度は、経済対策効果の減衰に伴い減少に転じるものの、オリンピック関連需要もあって高めの水準を維持するとの見方で一致した。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認識で一致した。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実体経済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、その時々々の所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性は大きいとの認識を共有した。

委員は、実体経済から物価面への波及に関し、労働需給の着実な引き締まりに比べ、物価が弱めの動きを続けていることについて議論を行った。委員は、企業や家計において、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っていることが、企業の賃金・価格設定スタンスに影響しているとの認識を共有した。こうした企業のスタンスについて、多くの委員は、人手不足に見合った賃金上昇をパート労働者等にとどめる企業が多く、正規雇用者の賃金上昇が相対的に遅れていることにも表れていると指摘した。また、多くの委員は、企業において、賃金コストの上昇を吸収し、販売価格の引き上げを避けるため、ITを活用した省力化投資の拡大や、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取り組む動きが広がっていると述べた。一人の委員は、9月短観で、中小企業の本年度のソフトウェア投資額が前年比2割強と大幅に増加する計画となったのは、こうした企業の対応を反映している面もあると付け加えた。

そのうえで、委員は、企業の賃金・価格設定スタンスに変化がみられてきていることについて議論を行った。大方の委員は、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、既往の為替円安による仕入価格の上昇などもあって、企業のコスト面からみた価格上昇圧力は着実に高まっているとの認識を共有した。一人の委員は、コンビニエンスストアや外食等のパート時給は過去最高を更新し、介護関連の派遣時給も上昇に転じているとしたうえで、現在は正規雇用の賃上げを待つ段階であり、来春の賃上げ交渉の行方を注視していると述べた。企業の価格設定スタンスについて、ある委員は、人手不足などから値上げに踏み切る企業が増えるなか、外食やビール系飲料等の一部業種では、値上げによって利益率が改善し、株価の上昇に繋がる事例もみられると指摘した。別のある委員は、雇用・所得環境が改善する中、消費者の値上げに対する許容度も徐々に増してきているとの見方を示した。これらに関連し、一人の委員は、わが国では、値上げが20数年ぶりという企業も多いことから、物価の上昇に向けて社会のノルム（規範）を変化させるためには、企業が値上げの経験を積み重ね、消費者に受け入れてもらうノウハウを蓄積していくことが大切であると述べた。

この間、何人かの委員は、労働力率の上昇や省力化投資などの生産性向上に向けた取り組みは、短期的には物価を抑制する方向で作用するが、やや長い目でみれば、潜在成長力を引き上げるとともに、企業の期待収益の向上等を通じて、物価の押し上げにも寄与すると指摘した。一人の委員は、企業が設備投資や人材投資を積極化させ生産性を飛躍的に向上させる環境は十分に整っていると指摘したうえで、生産性の向上が実質雇用者所得の持続的な増加をもたらすことで、個人消費は増加に転じ、2%の「物価安定の目標」の達成も視野に入ってくると述べた。

こうした議論に対し、ある委員は、女性の労働参加の増加に加え、男性の就業率にも改善の余地があることを踏まえると、高齢化が進む中においても、労働市場にはなお過大な供給余力が残存していると指摘した。この委員は、こうした状況が続く限り、雇用の逼迫による賃金上昇が本格化する可能性は低いとの見方を示した。これに対し、ある委員は、追加的な労働供給が賃金・物価に与える影響を検討する場

合には、生産年齢人口が毎年 50～100 万人近く減少しているというわが国全体の人口動態も念頭に置く必要があると述べた。また、別の一人の委員は、高齢化の進展によって、労働力率の上限が構造的に低下している可能性が高いことから、労働力率の上昇はいずれ頭打ちとなり、これが賃金や物価を抑制する力も、いずれ減衰するとの認識を示した。

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、足もと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、7月の展望レポートでの見通しと比べると、物価上昇率の見通しは、携帯電話通信料の値下げの影響等から 2017 年度について幾分下振れているが、2018 年度、2019 年度については概ね不変であるとの見方で一致した。そのうえで、これらの委員は、消費者物価の前年比が 2%程度に達する時期は、2019 年度頃になる可能性が高いとの認識を共有した。この間、一人の委員は、資本・労働市場ともに供給過剰が残存しており、日本経済は、2%の「物価安定の目標」を達成するに足る状況からまだ距離があるとの見解を示した。

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、有効求人倍率がバブル期ピークを上回るなど、労働需給が一段と引き締まっている中、マクロ的な需給ギャップは着実に改善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 年度にかけてプラス幅を拡大し、2019 年度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、当面、輸入物価の動向などが現実の物価上昇率を押し上げるとみられるほか、その後も、マクロ的な需給ギャップが改善していく中で、企業の賃金・価格設定スタンスも次第に積極化してくると考えられること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことを指摘した。

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。このうち海外経済の動向について、複数の委員は、新興国経済の足取りがしっかりとってきているほか、欧州の金融セクター問題などについても一頃ほどの不透明感がなくなってきたことから、全体として下方リスクが減衰しているとの見方を示した。複数の委員は、米欧の中央銀行が、金融政策の正常化にあたって丁寧な情報発信を続けていることは、国際金融市場における不透明感の低下に繋がっていると付け加えた。そのうえで、委員は、経済の見通しについては、リスクは概ね上下にバランスしている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。この点、ある委員は、厳しい値下げ競争を背景に、携帯電話関連の価格低下が、一時的なものではなく、やや長めに物価下押し圧力として効いてくる可能性に言及した。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。

### 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、下げ止まりから一部に上昇傾向を示す指標もみられており、先行きも、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれ

て、着実に上昇すると考えられること、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推進していくことが適切であり、現時点で追加緩和を行うべきではないとの認識を共有した。ある委員は、持続的な需要拡大が所得の改善を促すような経済の好循環を息長く支えて、脱デフレの完遂に資するため、現在の金融緩和を継続すべきであるとの意見を述べた。複数の委員は、現在の金融政策の枠組みには、予想物価上昇率や潜在成長率が上昇すれば、実質金利の低下や自然利子率の上昇を通じて金融緩和効果が強まる仕組みが内在しているため、現状の金融市場調節方針を維持することにより、2%に向けたモメンタムを強化していくことが可能であるとの見方を示した。別の委員は、現在の金融緩和政策は、企業が不断の生産性向上に取り組むことができる環境を整える観点からは、最適な政策であるとの見解を述べた。また、ある委員は、現在の実質イールドカーブの水準は、全ての年限において均衡イールドカーブを大幅に下回っているほか、過去の金融緩和局面と比べても、既に十分に緩和的であり、追加緩和は不要であるとの見解を示した。複数の委員は、「物価安定の目標」の達成を急ぐあまり、極端な金融緩和策をとると、金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下といった副作用が生じ、結果的に十分な政策効果が得られない可能性がある」と述べた。こうした見方に対し、一人の委員は、資本および労働市場の双方において過大な供給余力が残存していると見込まれるほか、2019年の消費税率の引き上げを踏まえ、現時点で追加緩和策を講じ、「物価安定の目標」の早期達成への確度を高めるべきであると主張した。

この間、ある委員は、市場の一部において、日本銀行の金融政策も、米欧とともに「出口」に向かうべきとの声が聞かれるが、わが国の金融緩和の開始時期は米欧よりも遅いため、「出口」に向かう時期が遅くても不思議はないと述べた。また、同じ委員は、「出口」の局面における日本銀行の収益悪化を懸念する必要はないと述べ、その理由として、金融緩和の過程では、日本銀行の収益増加で国庫納付金が増え、税収が増大して財政赤字の対GDP比が減少しているほか、「出口」の後でも、長期的には、金利上昇に伴う日本銀行の収益増加が見込まれることを指摘した。

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。ある委員は、市場からは、長短金利は非常に上手くコントロールされているとの評価が聞かれると

しつつも、日々の政策運営にあたっては、国債市場の流動性に加え、国内外投資家の動向や金融機関の保有有価証券のポートフォリオの中身について一層注視する必要があると述べた。

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、より長期の金利を引き下げる観点から、10年物国債金利に代えて、15年物国債金利が $0.2\%$ 未満で推移するよう長期国債の買入れを行うことが適当であるとの意見を述べた。

この委員の意見に対して、何人かの委員は、15年物国債金利を引き下げた場合の経済・物価に及ぼす具体的な政策効果や、それをもたらすメカニズムが明らかでないと指摘した。この点について、別の委員は、15年物金利のような超長期ゾーンの引き下げは、保険や年金の運用利回りの低下などを通じ、国民のマインド面に影響を及ぼすことが懸念されると付け加えた。

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。ある委員は、市場の一部で、ETFの残高目標を達成するために、日本銀行が年末にかけて買入れペースを加速させるとの思惑が生じていることについて、そうした見方は適当でないと述べた。そのうえで、この委員は、ETFの買入れは、株式市場におけるリスク・プレミアムに働きかける観点から実施しており、実際の買入れ額は市場の状況に応じて変動するほか、残高目標の達成時期として、特定の時点を定めている訳ではないと付け加えた。別の一人の委員は、現時点では市場機能に大きな影響は生じていないとしても、ETFをはじめとする各種リスク性資産の買入れについては、政策効果と考え得る副作用について、あらゆる角度から点検す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、一人の委員が、オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、今後、展望レポートにおける消費者物価指数の政策委員見通しの中央値について、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、何らかの追加緩和手段を講じるといふ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。これに対し、ある委員は、既に、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いうコミットメントを導入しており、新たなコミットメントを行う必要はないとの意見を述べた。

#### 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。

- 政府としては、少子高齢化という最大の課題を克服し、持続的な経済成長を実現するために、「生産性革命」と消費税の増収分などを活用した「人づくり革命」の実現に向けて、年内にも新たな経済政策パッケージを取りまとめていく。
- こうした中においても、財政再建の旗は降ろすことなく、プライマリーバランス黒字化を目指して、引き続き、歳出・歳入両面から改革を続け、今後達成に向けた具体的な計画を策定する。
- 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。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。

- 日本経済の最大の課題は、サプライサイドの改革による潜在成長率の引き上げであり、そのための経済政策の最大の柱は「人づくり革命」と「生産性革命」である。この2本の柱の施策を具体化するため、年内に新しい経済政策パッケージを策定し、可能なものから速やかに実行に移していく。
- 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。加えて、金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き、経済財政諮問会議等の場で十分説明いただきたい。

## 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。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、鈴木委員

反対：片岡委員

— 片岡委員は、イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。

## 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

## 3. 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、対外公表文が検討された。この間、片岡委員からは、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、11月1日に公表するこ

ととされた。なお、片岡委員は、物価の前年比について、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理由から、先行きの物価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、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

#### VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年9月20、21日開催分）が全員一致で承認され、11月6日に公表することとされた。

以 上

2017年10月31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<sup>(注1)</sup>。

#### (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）<sup>(注2)</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（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。

以上

<sup>(注1)</sup> 片岡委員は、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、これを本文中に記述することが必要として反対した。

<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、鈴木委員。反対：片岡委員。片岡委員は、イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対した。