

公表時間

1月26日（金）8時50分

2018.1.26

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2017年12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、2018年1月22、23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12月20日(14:00～15:27)
12月21日(9:00～11:39)

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	吉村研太郎
企画局企画役	井出穰治

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 $-0.06\sim-0.03\%$ 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、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、堅調な企業業績等から、引き続き年初来高値圏で推移しており、最近では、22千円台後半での動きとなっている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、一時、幾分円高方向の動きが進んだが、期間を通してみれば、概ね横ばい圏内で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、幾分円安方向での推移となっている。

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、総合ベースは前年比 $+1\%$ 台半ばで、コアベースは同 $+1\%$ 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

（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。」

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。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比＋1%台後半で推移している。NIEs・ASEANでは、輸出が増加基調にあるもとで、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。インドでは、新たな物品サービス税導入の影響による経済の混乱は終息に向かっており、景気は緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、政治情勢を巡る不透明感が意識されて低下する場面がみられたものの、税制改革への期待感などが金利押し上げ要因となり、期間を通してみれば横ばい圏内で推移している。この間、堅調な企業決算や米国の税制改革への期待などから、先進国の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な循環メカニズムが働くもとで、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、振れを均せば増加基調を続けているほか、新興国向けも、アジア向けの電子部品や中間財、資本財など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、2016年度第2次補正予算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、企業収益や業況感が改善する中で、増加傾向を続けている。法人企業統計で7～9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も支えられて、既往最高水準である6%程度を維持している。こうした中、7～9月のGDPベースの実質設備投資（2次速報値）は、前期比＋1.1%と4四半期連続で増加したほか、12月短観における2017年度設備投資計画の前年比は、同時期の過去平均（2004～2016年度）をはっきりと上回る姿となった。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、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、足もとでは、耐久財が自動車や携帯電話機における供給要因を主因に減少しているが、全体としては概ね横ばいの動きとなっている。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、プラス幅の拡大が続いている。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、2%台後半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。

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、堅調な企業業績などを背景に、先進国の株価は高値圏で推移しているほか、多くの新興国で資金流入の動きが続いており、投資家のリスクテイク姿勢は総じて維持されているとの認識を共有した。米欧の長期金利について、複数の委員は、このところ横ばい圏内で落ち着いた動きをみせており、12月に行われた米国の利上げも、市場は冷静に受け止めているとの見方を示した。別の複数の委員は、最近、米国のイールドカーブがフラット化していることについて、FRBの長期国債買入れによりターム・プレミアムが低下している可能性や、先行きの経済成長率や予想物価上昇率に対する市場参加者の見方が慎重化している可能性を指摘した。ある委員は、米国をはじめグローバルに物価上昇に弾みがつき、金利が上昇すれば、新興国の資金フローにも影響が及び得るため、引き続き注視していく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、総じてみれば緩やかな成長が続いているとの認識を共有した。委員は、世界的に貿易活動が活発化する中、先進国は着実な回復を続け、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、相対的に出遅れていた新興国経済が2016年後半頃から持ち直してきたことで、世界経済は同時回復に向かい始めたように思われると述べた。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、7～9月の実質GDPが前期比年率+3.3%と、3年ぶりの高水準となるなど、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。一人の委員は、実質GDPに対する設備投資や純輸出のプラス寄与も拡大傾向にあり、企業部門を含め、バランスのよい成長を続けていると

の見解を述べた。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成長が続くとの見方を共有した。何人かの委員は、法人税減税を含む税制改革は米国経済を押し上げる方向で作用すると考えられるが、そのインパクトやタイミングについて、今後とも、よくみていく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、ECBによる2018年の経済見通しが9月時点から上方修正されたことを指摘したうえで、欧州経済は、従来の想定から上振れて推移しているとの見方を示した。別のある委員は、最近公表された指標をみると、企業の景況感や消費者のコンフィデンスが一段と改善していると付け加えた。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、緩やかな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。このうち中国経済について、委員は、高めの伸びとなった7～9月からはやや減速しているが、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。こうした安定成長の背景として、複数の委員は、経済の変動に対する当局の機動的な対応を指摘し、別のある委員は、高水準の新車販売やITビジネスの急速な普及を挙げた。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。ある委員は、ロシアやブラジルなどの資源国経済も、インフレ率の落ち着きや金融緩和効果などを背景に、持ち直しから緩やかな回復へと着実に改善しているとの認識を示した。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、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、地政学的リスクについて、東アジア情勢に加え、資源価格に影響を与え得る中東情勢の不確実性も高い状況にあると付け加えた。複数の委員は、先行きの米国の政策運営が予想しにくい中であって、同国の長期金利や株価が大きく変動し、これが金融市場や世界経済に影響を与えることがないか、しっか

りと点検していく必要があると述べた。この間、ある委員は、新興国・資源国経済の回復に加え、米国の税制改革に関する議論が進捗し、英国のEU離脱交渉にも幾分進展がみられるなど、海外経済を巡る不透明感は、ひと頃より後退して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、収益が過去最高水準で推移する中、増加傾向を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、7～9月の実質GDPが、輸出と設備投資に牽引される形で前期比年率+2.5%と高めの伸びを示したことも、こうした認識と整合的であると付け加えた。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。これらの議論を踏まえ、何人かの委員は、わが国の経済は、企業・家計の両部門において、バランス良く成長していると指摘した。また、一人の委員は、最近の継続的な経済成長には、需要サイドの循環的な要因に加え、生産性の向上や労働力率の上昇といった中長期的な成長力の強まりも寄与しているとの見解を示した。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既往の経済対策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。

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、ひと頃1%程度まで低下していた世界貿易量の前年比が、最近は4%台まで回復しており、これが、わが国の輸出にも好影響をもたらしていると付け加えた。先行きの輸出について、委員は、世界経済が緩やか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。

公共投資について、委員は、2016年度第2次補正予算の執行が進捗したことにより、実質公的固定資本形成は4～6月に大きめの増加となったあと、7～9月は減少したが、こうした動きは当初の想定どおりであるとの認識を共有した。そのうえで、公共投資の現状判断について、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する中で、増加傾向を続けているとの認識で一致した。これまでの「緩やかな増加基調にある」との判断から一歩進める理由として、何人かの委員は、7～9月のGDPベースの実質設備投資が前期比+1.1%に上方修正され、4～6月の同+1.2%に続いて、はっきりと増加したことを指摘した。また、ある委員は、12月短観において、企業の業況感が改善する中、設備投資計画も9月時点から一段と伸びを高めている点を挙げた。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。ある委員は、当面、世界貿易の回復という追い風を受けて輸出が拡大し、それが国内の設備投資の増加につながる可能性が高いとの見解を述べた。一人の委員は、大企業の保有現預金の対総資産比率は過度に高まってはいるが、総資産の増加には海外M&A等が寄与していることを考えると、大企業は、資金を国内の設備投資ではなく、海外への投資に振り向けてい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。一人の委員は、地域毎の差異はあるものの、景況感の改善が進むもとの、人手不足が全国に広がっていると指摘した。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、今後、RPA（ロボティック・プロセス・オートメーション）やAIの活用が進めば労働需給は緩むとの見方もあるが、労働力人口の減少が見込まれる中、イノベーションによる新商品・サービスの供給や「働き方改革」による残業時間削減に伴い、新規雇用の需要増加も想定されるため、労働需給は一段と引き締まる可能性があるとして述べた。この間、多くの委員は、最近の人手不足は、引き続き、企業に対して、省力化投資やビジネス・プロセスの見直しなど、労働生産性の向上に向けた取り組みを促していると指摘した。そのうえで、一人の委員は、企業の人的投資やソフトウェア投資を一段と促進するためには、競争制限的な規制を撤廃し、企業の新陳代謝を促すことが効果的であり、それによって労働生産性が高まってはじめて、実質賃金が上昇していくとの見解を述べた。また、ある委員は、長期にわたる需要不足とデフレのもとで、労働力率が継続的に低下したほか、企業の過剰サービスや過度な値下げが結果的に生産性の伸びを抑制してきたと指摘したうえで、こうしたある種のヒステリシス（履歴効果）が、最近の人手不足を契機に薄れつつあると述べた。そのうえで、この委員は、ヒステリシスの希薄化に伴い、わが国の中長期的な成長力が一

段と高まれば、人々のデフレマインドや将来不安は徐々に後退していくとの見方を示した。

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。多くの委員は、夏場の天候不順などから一部の指標に弱めの動きもみられているが、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、個人消費の改善基調に大きな変化はないとの見方で一致した。この点に関し、何人かの委員は、このところ、サービス消費がしっかりと増加しているほか、各種の消費者マインド指標も着実に改善していると述べた。一方で、一人の委員は、2019年に予定されている消費税の増税を含め、さまざまな形で将来の国民負担が増えるとの見通しが、家計の消費抑制につながっているとの見解を述べた。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。一人の委員は、人手不足の状況や高水準の企業収益などから判断して、2018年は、賃金・俸給の増加率が一段と高まることが期待できることから、個人消費は堅調に推移するとの見通しを示した。別の委員は、バランスのよい経済成長のためには、個人消費が景気の牽引役になっていくことが重要であることから、消費者マインドが改善傾向を続ける中で、先行き、どの程度消費がしっかりと改善していくかに注目していると述べた。

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、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。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。複数の委員は、食品や外食で十数年ぶりに定番・看板商品の価格が引き上げられるなど、値上げに関する報道は着実に増えているが、個々の企業の動きが物価指数を動かすには、なお力不足であると述べた。こうした状況について、何人かの委員は、多くの企業において、省力化投資などにより、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。ある委員は、大手流通などで値下げの動きが続いているほか、電子商取引との競合激化の影響も無視できないと付け加えた。

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。複数の委員は、賃金上昇によるサービス価格の押し上げに加え、原油など資源価格の上昇に伴って企業間取引における財の価格も上昇しており、これが消費者物価に波及していく可能性があるとの指摘した。もっとも、このうちの一人の委員は、日用品などに対する消費者の価格感応度は引き続き高く、実際の物価上昇にはなお時間を要する可能性もあると付け加えた。別の委員も、値上げを受け入れる雰囲気は消費者の間でまだ十分には醸成されておらず、企業の積極的な価格設定スタンスの拡がりについては、依然、不確実性が大きいと述べた。そのうえで、複数の委員は、最近、政府が、賃上げに積極的な企業に対する税負担の軽減措置などを打ち出したことは、賃上げに躊躇する多くの企業の背中を同時に押すことで、現状を打開するとともに、所得の増加を通じて、消費者の値上げに対する許容度を高める契機となり得るとの見方を示した。

この間、委員は、予想物価上昇率について、弱含みの局面が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、短期的なインフレ予想は総じて下げ止まりの動きとなっているが、中長期的なインフレ予想については、一部に上昇傾向を示す指標がみられているものの、こうした動きはなお限定的であると述べた。別の一人の委員は、資本市場および労働市場に過大な供給余力が残存していることから、エネルギー価格上昇の影響を除けば、物価上昇率は高まっておらず、「適合的な期待形成」を通じて予想インフレ率が上昇するダイナミクスも明確には働いていないと指摘した。もっとも、多くの委員は、このところ現実の物価上昇率が少しずつ高まってきているほか、今後とも、マクロ的な需給ギャップの改善などから物価の上昇が見込まれるため、先行き、「適合的な期待形成」を通じて、人々の予想物価上昇率は高まっていくとの見方を示した。

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。ある委員は、地域銀行の貸出が高めの伸びを維持している一方、都銀の大企業向け貸出の伸びがひと頃に比べて鈍化しているが、これについては、最近、大型のM&A案件がみられていないことの影響が大きいとの認識を示した。

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、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。一人の委員は、最近利上げを行った韓国では、インフレ率が1.5%程度でアンカーされ、実質GDPも平均3%以上で成長しているなどと指摘したうえで、こうした状況と比較しても、日本の金融政策の転換は時期尚早であると述べた。

金融政策運営に関連して、ある委員は、きわめて緩和的な金融環境が実現している現在は、わが国の人材のポテンシャルを最大限に引き出すための構造改革や成長戦略を加速する好機であると指摘した。この点に関し、別の委員は、生産性の向上には、規制改革などによる企業の新陳代謝が必要だが、その際には失業の増加が障害となりがちだったと述べたうえで、現在の金融緩和政策は、失業者に新たな雇用機会を提供できる経済環境を整えることを通じて、生産性の向上を進めやすくすることにも貢献しているとの見解を示した。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについても議論を行った。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、引き続き、多面的に点検・評価していくことが重要であると指摘した。このうちの一人の委員は、現時点で、金融仲介機能に支障は生じていないが、銀行等の最近の収益状況をみると、低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積してきているとの見方を示した。一方で、別の一人の委員は、金融機関の貸出残高や貸出態度からいっても、現在のきわめて緩和的な金融環境は、引き続き、わが国の企業活動を強力にサポートしており、これまでのところ、金融仲介機能が停滞方向に向かうリスクは大きくないと述べた。また、ある委員は、今後、2%に向けて物価が上昇していき、経済の中長期的な成長力が高まっていく過程では、金融緩和政策の効果が強まることになるため、そうした環境変化や政策の副作用も考慮しながら政策運営にあたる必要があると述べた。一人の委員は、現時点では、現在の金融市場調節方針を維持することが適切であるとしつつ、先行き、経済・物価情勢の改善が続くと見込まれる場合には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、その持続性を強化する観点も含め、金利水準の調整の要否を検討することが必要になる可能性もあるとの見解を述べた。これに対し、別のある委員は、経済・物価の現状や先行きのリスク要因などを踏まえると、現在の政策の枠組みのもとで、さらなる金融緩和策を講じることにより、需給ギャップや予想インフレ率への波及効果を強め、「物価安定の目標」の早期達成の確度を高めるべきであるとの見解を示した。この間、別の一人の委員は、先行きの本行の金融政策運営が、市場に無用の変動をもたらすきっかけとならないよう、幅広い層を意識した丁寧な情報発信に努めていくことが重要であると述べた。

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。複数の委員は、現在のイールドカーブ・コントロールのもとで実現している実質金利は、自然利子率を十分に下回って推移しており、景気の緩やかな拡大を力強く後押ししているとの見方を示した。

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、米国の景気後退や2019年に予定されている消費税増税によって経済・物価が下振れるリスクを考慮すると、2018年度中に物価上昇率が2%に到達し、2019年度には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年以上の国債金利を幅広く引き下げよう、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、現時点では市場に顕著な過熱感が生じていないとしつつも、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、株価や企業収益などが大きく改善していることや、今後も堅調に推移すると見込まれることを踏まえ、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、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。

- 平成 30 年度予算については、明日 12 月 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」を踏まえて、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、災害対応をはじめとする追加的財政需要に適切に対処するために、平成 29 年度補正予算を編成することとしており、平成 30 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 30 年度の税制改正については、日本経済の成長軌道を確認可能なものとするため、様々な形で働く人をあまねく応援する個人所得課税の見直し、賃上げや設備投資を後押しする税制上の措置、中小企業の代替わりを促進する事業承継税制の拡充などについて、12 月 14 日に平成 30 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、緩やかな回復基調が続いている。12 月 19 日に閣議了解した政府経済見通しでは、実質 GDP 成長率を今年度 +1.9% 程度、来年度 +1.8% 程度と、7 月の「年央試算」を上回る成長を見込んでいる。景気回復により需給が引き締まる中、来年度の消費者物価上昇率は、+1.1% 程度に高まっていくと見込まれる。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。
- 12 月 8 日に新しい経済政策パッケージを閣議決定した。「生産性革命」と「人づくり革命」を車の両輪として、少子高齢化という最大の壁に立ち向かっていく。「生産性革命」では、2020 年度に向けて、過去最高の企業収益をしっかりと賃上げや設備投資につなげていく。また、「人づくり革命」は長期的な課題であるが、2020 年度までの間に、これまでの制度や慣行にとらわれない新しい仕組みづくりに向けた基礎を築いていく。
- 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、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、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の国債金利を幅広く引き下げるよう、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、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、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。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2017年10月30、31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

2017年12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、企業収益や業況感が改善するなかで、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。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。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、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既往の経済対策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、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^(注3)。

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、消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10年以上の国債金利を幅広く引き下げるよう、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。

(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、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。