

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 28 年 10 月 31 日、11 月 1 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2016 年 10 月 31 日(14:00～15:27)
11 月 1 日(9:00～11:48)

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 (10 月 31 日) |
| | 大塚 拓 | 財務副大臣 (11 月 1 日) |
| 内閣府 | 羽深 成樹 | 内閣府審議官 (10 月 31 日) |
| | 越智 隆雄 | 内閣府副大臣 (11 月 1 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 | 武藤一郎 |
| 企画局企画役 | 田村健太郎 |
| 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（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^{（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年物国債金利は概ねゼロ%近傍のマイナス領域で安定的に推移し、日本国債のイールドカーブは前回会合時と概ね同様の形状となっている。

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、 $-0.4\sim-0.3\%$ 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、円安の進展や投資家のリスク回避姿勢の後退などを受けて上昇基調を維持し、最近では17千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対ドル相場は、前回会合直後に幾分円高ドル安方向の動きとなった後、米国における年内利上げ観測の強まりを受けて、円安ドル高方向に推移している。この間、円の対ユーロ相場は、概ね横ばいとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速している。

米国経済は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さをやや欠いているが、雇用・所得、家計支出に支えられて回復傾向にある。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 $+1\%$ 台後半で推移している。また、総合ベースはエネルギー価格のマイナス寄与を主因に同 $+1\%$ 前後で推移している。

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、総合ベースではエネルギー価格の下落を主因に前年比 0% 台半ばで推移しているが、コアベースでは同 $+1\%$ 近傍

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

で推移している。この間、英国経済は回復を続けているが、そのペースは幾分鈍化している。国民投票後に悪化した企業・家計のコンフィデンス指標が反発する一方、住宅・設備投資関連の指標は悪化しており、EU離脱問題がどの程度景気の足枷となるかについて不透明な状況が続いている。

新興国経済をみると、中国経済は、輸出・生産面を中心に幾分減速した状態が続いているが、総じて安定した成長を維持している。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。NIEs・ASEANでは、全体としてみれば輸出・生産の弱さが続いており、やや減速した状態にあるが、景気刺激策の効果から内需は底堅く推移している。ブラジルおよびロシアでは、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。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、通貨安の一服を背景に低下する方向にある。

海外の金融市場をみると、総じて落ち着いた展開となり、米国では、年内の利上げが徐々に織り込まれ、長期金利は幾分上昇している。株価は、先進国・新興国とも高値圏でもみ合う展開となっている。ただし、英国ではEU離脱問題を巡る不透明感の高まりからポンドや国債価格が大幅に下落したほか、一部の欧州系銀行の株価が下落する局面もみられている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先進国向けは振れを伴いつつも自動車関連を中心に着実な増加傾向を続ける一方、新興国向けは資本財（工作機械や船舶等）を中心に鈍い動きとなっている。先行きの輸出は、当面は海外経済の減速や既往の円高が下押しに作用し、基調として横ばい圏内の動きを続けると予想される。その後は、海外経済の減速や円高の影響が徐々に和らぐなかで、緩やかに増加していくとみられる。

公共投資は、下げ止まっている。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する中で、緩やかな増加基調にある。9月短観をみると、企業の業況感は、高水準の企業収益を反映して、総じて良好な水準を維持している。こうしたもとで、9月短観の設備投資計画は、想定為替レートの円高化により収益計画がひと頃に比べ悪化した製造業大企業を含めて、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、海外経済の減速や既往の円高の影響により、製造業を中心に一旦下押し圧力がかかるものの、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、雇業者所得も緩やかに増加している。

個人消費は、一部に弱めの動きがみられるが、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、足もとでは、天候要因の影響を受けつつも、株価の底堅さや雇業者所得の着実な改善を背景に、持ち直しつつある。この間、マインド指標は総じて持ち直している。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、徐々に底堅さを増し、その後は緩やかに増加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、新興国・資源国経済が減速するもとで、横ばい圏内の動きを続けている。先行きについては、当面は基調として横ばい圏内の動きを続けるとみられる。その後は、海外経済の減速の影響が和らぎ、経済対策の効果も顕在化するのに伴い、内外の最終需要の増加を反映して、緩やかな増加に向かうと見込んでいる。

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、振れを均せば下落幅が縮小傾向にある。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、9月は+0.2%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2割台前半の高い伸びを続けており、9月末時点の残高は413兆円（対名目GDP比率は82%）となっている。マネーストックの前年比は、3%台半ば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、英国のEU離脱問題を巡る先行き不透明感の高まりからポンド相場は大幅に下落しているものの、総じて落ち着いた展開となっているとの認識を共有した。ある委員は、市場のリスクセンチメントが改善しており、米国では、年内の利上げ観測が高まっていると述べた。そのうえで、委員は、海外経済に様々な不確実性が残存していることから、国際金融市場の動向について引き続き十分に注視していく必要があるとの認識を共有した。

海外経済について、委員は、緩やかな成長が続いているが、新興国を中心に幾分減速しているとの認識を共有した。また、委員は、英国のEU離脱問題について、これまでのところ世界経済への影響は限定的との認識を共有した。海外経済の先行きについて、委員は、幾分減速した状態がしばらく続くとみられるが、先進国が着実な成長を続けるとともに、新興国もその好影響の波及や政策効果により減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくとの見方で一致した。何人かの委員は、最新のIMFの世界経済見通

しにおいて下方修正が行われなかったことを指摘し、世界経済が持ち直し方向にあることが窺われると述べた。そのうえで、何人かの委員は、米国の大統領選挙の帰趨、一部欧州金融機関に関する懸念、英国のEU離脱がいわゆる Hard Brexit となる可能性、新興国における過剰設備問題、産油国の減産合意の行方など、リスク要因は少なくないとの見方を示した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、新興国経済の減速などから鉱工業部門は力強さをやや欠いているが、雇用・所得、家計支出に支えられて回復傾向にあるとの認識で一致した。ある委員は、エネルギー関連投資の不振などを受けた製造業の弱さを非製造業の堅調さで補うかたちで、米国経済は安定した成長パス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、輸出・生産は目先力強さを欠くものの、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、輸出は新興国経済の減速の影響などから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との認識を共有した。ある委員は、英国経済について、国民投票後に急速に悪化した消費者コンフィデンスが国民投票前の水準まで回復するなか、生産も底堅く推移していると述べた。欧州経済の先行きについて、委員は、外需は力強さを欠くものの、緩和的な金融環境のもとで、雇用・所得環境の改善などを背景に緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速した状態が続いているが、総じて安定した成長を維持しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、輸出・生産面を中心に幾分減速しつつも、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。

新興国経済について、委員は、輸出・生産面を中心にやや減速しているとの見方を共有した。ある委員は、今後のデータを見極める必要はあるが、輸出・生産面でもIT関連財を中心に持ち直しの動きがみられるなど、やや明るい材料がみられていると述べた。先行きの新興国経済について、委員は、やや減速した状態が続くとみられるが、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。

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。

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、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けているとの認識を共有した。複数の委員は、政府による大型経済対策と金融緩和政策の相乗効果が、所得から支出への前向きの循環メカニズムを下支えし、成長率の押し上げに寄与していくとの見方を示した。別の委員は、現在の日本経済にとっての懸念材料である円高は修正局面にあり、米国経済が着実に成長を続けるもとでF R Bが12月に利上げに踏み切れば、これまでの円高トレンドから円安トレンドに移行すると予想されるほか、政府の経済対策の効果も期待されるとしたうえで、わが国の景気回復の持続性は高まっているとの見解を述べた。

輸出について、委員は、新興国経済の減速の影響などから、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。先行きの輸出について、委員は、当面は横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、海外経済の減速や既往の円高の影響が徐々に和らぐなかで、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きの設備投資について、委員は、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。複数の委員は、短観をみても、設備投資計画では前向きな投資スタンスが維持されていると指摘した。また、このうちの一人の委員は、企業収益について、事業計画の前提となっている想定為替レートの円高方向への修正が続く中であって、利益率見通しが相応に高水準で保たれていることは、先行きの設備投資にとってプラスであると述べた。一方、ある委員は、設備投資計画が高水準で維持されているとはいえ、過去のパターンを踏まえると、必ずしも計画通りに実行されることは期待できないと述べた。別の委員は、設備投資に積極的な企業と消極的な企業の二極化がみられており、積極的な企業をどう増やすかが課題であると指摘し、投資機会を増やすべく、労働市場の流動性向上、事業承継の支援、イノベーションの推進など、様々な環境整備も重要であると指摘した。

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る

もとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、労働需給の引き締まりが続き、企業収益が高水準で推移するもとで、緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。そのうえで、ある委員は、名目賃金は緩やかに増加しているが、その増加テンポはタイトな労働需給との対比ではなお緩慢であるとの見解を述べた。

個人消費について、委員は、一部に弱めの動きがみられるが、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見解で一致した。何人かの委員は、天候不順の影響はみられるが、マインド指標が持ち直していることから窺われるように、個人消費の実勢は悪くなく、足もとではボトムアウトしつつあるとの見方を示した。先行きについて、多くの委員は、雇用・所得環境の着実な改善につれて、徐々に底堅さを増していくとの見方を共有した。ある委員は、経済対策における給付金の支給などによって可処分所得が下支えされることも、消費の増加に寄与していくと述べた。また、この委員を含む複数の委員は、消費性向について、このところ低下が続いているが、これには、天候不順や、株価下落に伴う負の資産効果も影響していたとみられることなどから、今後は改善が見込まれると述べた。

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、新興国・資源国経済が減速するもとで、横ばい圏内の動き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、海外経済の減速が下押しに作用するもとで、基調として横ばい圏内の動き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。複数の委員は、基調的な物価について、最近の消費の弱めの動きを映じて企業の価格設定行動が慎重化する中、弱含んでいると指摘した。

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、しばらくの間、輸出・生産面に鈍さが残るものの、その後は緩やかに拡大していくとの見方を共有した。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な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、海外経済が徐々に成長率を高めていくため、緩やかな増加に転じるとの認識を共有した。そう

したもとで、委員は、見通し期間を通じて、成長率は、潜在成長率を上回るとの見方で一致した。本年7月の展望レポートでの見通しと比べると、委員は、成長率については概ね不変であるとの見方で一致した。

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、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基調を続けるとの見方を共有した。また、個人消費についても、委員は、雇用者所得の改善を背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。これらに加え、委員は、公共投資について、2017年度にかけて政府の経済対策により増加し、その後は、オリンピック関連需要もあって高めの水準で推移するとの認識を共有した。

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、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていく、②2%程度に達する時期は、見通し期間の終盤である2018年度頃になる可能性が高い、との見方を共有した。これらの委員は、本年7月の展望レポートでの見通しと比べると、中長期的な予想物価上昇率の弱含みの局面が続いていることなどから、物価上昇率の見通しはやや下振れるとの見方で一致した。一方、別の複数の委員は、見通し期間中には2%程度に達しないとの認識を示した。このうちの一人の委員は、展望レポートの見通し期間を越えても、比較的近い将来に2%程度の水準に達することは見込んでいないと述べた。

委員は、こうした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、委員は、現実の物価上昇率がゼロ%程度ないし小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、2015年夏場以降の弱含みの局面が続いているとの見方を共有した。先行きについて、大方の委員は、個人消費が緩やかな増加に向かうにつれて、企業の価格設定スタンスが再び積極化していくほか、労働需給のタイト化が賃金設定スタンスを強める方向に影響するとの見方で一致した。また、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、今後エネルギー価格による下押しの剥落もあって、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。ある委員は、為替相場の円安方向への修正も現実の物価上昇率や予想

物価上昇率の上昇に寄与するとの見方を示した。また、別の委員は、予想物価上昇率の引き上げについて、長期にわたって定着してきた「適合的な期待形成」からの脱却は容易ではなく、これを着実に進めるためには、金融緩和の取り組みと並行して経済成長が持続することが重要であると指摘した。そのうえで、今後、政府による経済対策の効果も加わることから、「フォワードルッキングな期待形成」への移行が期待できると述べた。一方、別の複数の委員は、予想物価上昇率の上昇ペースについて、より慎重な見方を示した。

次に、需給ギャップについて、委員は、新興国経済の減速などを背景に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締まりは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、経済対策の効果もあって、労働需給の引き締まりは続き、設備の稼働率も、輸出・生産の持ち直しに伴い、再び上昇していくと考えられることから、需給ギャップは、2016年度末にかけてプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大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、大方の委員は、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。

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との見方で一致した。そのうえで、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との認識を共有した。同時に、これらの委

員は、そのモメンタムは本年7月時点の見通しに比べて幾分弱まっております、今後注意深く点検していく必要があるとの認識で一致した。ある委員は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、物価は次第に上昇率を高めていくものと考えられることから、当面は、現行の枠組みのもとで、その効果を見守るべきであると述べた。別の委員は、経済の好循環が続いている現在の状況において、息長く、腰を据えた脱デフレ完遂に向けた取り組みとして、現在の金融政策を継続すべきであると述べた。また、別の一人の委員は、現在の金融政策を継続することによる需給ギャップの改善に、今後、円高の修正と原油価格の緩やかな上昇が加わることで、現実の物価は上昇し、予想物価上昇率も高まるとしたうえで、これにより、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持できるため、現在の金融政策を維持することが妥当であるとの見解を示した。

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。何人かの委員は、この間の市場動向をみると、新たな枠組みは市場に冷静に受け入れられていると述べた。別の委員は、日本銀行による丁寧な情報発信も奏功して、市場では新たな枠組みの政策意図に対する理解が浸透してきているとの見解を示した。また、ある委員は、これまでのところ新たな枠組みは円滑に機能しているが、先行きは様々な状況が考えうることから、オペレーションの結果や金融市場の反応を引き続き丹念に点検していく必要があると述べた。複数の委員は、長期金利のボラティリティが一段と低下するなか、市場の機能度には留意が必要であると指摘した。このうちの一人の委員は、長期金利操作の前提として、持続的な財政基盤の確立に向けた政府の努力により、国債市場の信認の維持が図られることが重要であると付け加えた。

そのうえで、委員は、イールドカーブ・コントロールのもとでの国債買入れの運営について議論した。大方の委員は、保有残高の増加額年間約80兆円の「めど」を維持したうえで、引き続き、金利操作方針を実現するよう長期国債の買入れを運営することが適当との見方を共有した。複数の委員は、買入れ額の「めど」に関する記述を削除することは、市場に対して誤ったシグナルを与えかねないため、これを維持したうえで、国債買入れを柔軟に運用することが適当であるとの見解を示した。また、このうちの一人の委員を含む複数の委員は、前回会合以降、買入れ額の「めど」を示すもとで実際の買入れ額を若干減額しているが、長期金利は安定的に推移しており、こうした柔軟

な買入れの運営を市場は冷静に受け止めていると指摘した。ある委員は、現状程度の買入れペースを継続すると、ストック効果により長期金利は一段と低下するので、金利水準の維持には買入れ額の調整が必要になるとしたうえで、操作目標は金利であるから、公表文中の約 80 兆円のめどは先行き適宜プレイダウンしていけばよいとコメントした。また、別の委員は、国債買入れの運営において、金利への正のショックに対しては長期金利をゼロ%程度に維持する一方、負のショックに対しては、約 80 兆円の買入れを継続して、金利の低下を許容すべきであるとし、そのうえで、ショックが大きく、かつ、持続的な場合には、当然、金融政策決定会合で金融市場調節方針の変更を議論することになると述べた。

この間、ある委員は、金融政策による日本銀行の財務への影響について、2%の「物価安定の目標」を目指す金融政策の結果であることを対外的に丁寧に説明することが重要であると述べた。複数の委員は、中央銀行は、物価安定を実現するために政策金利の操作や資産買入れを行っているのであり、その結果として短期的には損益の振れが生じうるが、長期的には銀行券を独占的に発行するもとで通貨発行益を生む存在であると指摘した。このうちの一人の委員は、そうした短期的な損益の振れを平準化するため、債券取引損失引当金の拡充を行ったところであると付け加えた。もう一人の委員は、2%の「物価安定の目標」が実現し、これに見合う形で金利水準が高まれば、通貨発行益も大きくなると述べた。

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、多くの委員は、以下の方針と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、ある委員は、イールドカーブ・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。

この間、別の委員は、長期金利操作の政策反応関数を明らかにし、市場や各経済主体との対話の中で共通認識を形成していく必要があると述べた。

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。

- 先般、平成28年度第2次補正予算が成立した。本補正予算は、子育て環境の整備や外国人観光客の受入れ能力の向上、リニア中央新幹線の全線開業の前倒しといった、「未来への投資」を実現するものである。これを円滑かつ適切に執行していくことで、当面の需要喚起のみならず、民需主導の持続的な経済成長に繋げていく考えである。
- 今回、「展望レポート」における見通しの改訂に関する議論があった。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がみられるが、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な回復に向かうことが期待される。

ただし、海外経済で弱さがみられており、アジア新興国等の景気が下振れし、わが国の景気が下押しされるリスクがある。また、海外経済の不確実性の高まりや、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指標を総合的にみることが重要である。

- 総理から、平成28年度第2次補正予算を含めた経済対策の各施策を円滑かつ着実に実施するよう指示があった。働き方改革については、同一労働同一賃金、時間外労働の上限規制、転職・再就職支援、柔軟な働き方の推進等9項目に沿って議論を進めている。こうした潜在成長率を引き上げる構造改革に取り組んでいく。
- 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。また、2%の「物価安定の目標」の達成時期の見通しの変更に関し、日本銀行としての考え方について、対外的に丁寧に説明いただくことが重要と考える。

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。③C

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、「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、次第に2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる」とすること、②「2%程度に達する時期は見通し期間の終盤（2018年度頃）になる可能性が高い」を「2%程度を見通せる時期は見通し期間の終盤（2018年度頃）になる可能性が高い」に変更すること、③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、③リスクバランスについて、「当面は経済・物価ともに概ね中立的である」とすること、④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、中曽委員、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、11月2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

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（9月20、21日開催分）が全員一致で承認され、11月7日に公表することとされた。

以 上

2016年11月1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）^(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（賛成7反対2）^(注2)

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。

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。

(28年12月19、20日開催分)

(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^{（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。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。NIEs・ASEAN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か月前比でみると、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つ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、IT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、両者の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）^(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（賛成7反対2）^(注2)

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^(注3)。
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^(注4)。

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）。

(29年1月30、31日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017年1月30日(14:00～16:09)
1月31日(9:00～11:49)

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 (30日) |
| | 木原 稔 | 財務副大臣 (31日) |
| 内閣府 | 羽深 成樹 | 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 |
| 企画局長 | 内田眞一 |
| 企画局審議役 | 千田英継 (30日 14:52～16:09) |
| 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 |
| 企画局企画調整課長 | 鈴木公一郎 (30日 14:52～16:09) |
| 企画局企画役 | 武藤一郎 |
| 企画局企画役 | 田村健太郎 |
| 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（2016年12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 $-0.06\sim-0.03\%$ 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 -0.3% 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、年明け以降、為替が円高・ドル安方向の動きとなったことを受けて幾分下落したが、その後反発し、期間を通じてみると、横ばい圏内での推移となっている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、年明け以降、米国金利低下等を受けて、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、概ね横ばいとなっている。

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。輸出は外需の持ち直しなどから基調として下げ止まっている。設備投資は弱めの動きが続いているものの、持ち直しの動きがみられる。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、家計部門を中心に緩やかな回復を続けている。輸出は、弱めではあるが持ち直しに向けた動きがみられる。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、引き続き増加しているほか、設備投資も持ち直しの動きが続いている。物価面をみ

（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。」

ると、インフレ率（H I C P）は、総合ベース・コアベースともに前年比ゼロ%台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、公共投資の増加や自動車減税等の政策効果にも支えられて、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、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。ロシア経済は、厳しい情勢が続いているが、資源価格の底打ちなどから下げ止まっている。ブラジルやトルコでは、景気が弱含んでいる。インドは、高額紙幣の廃止による経済の混乱から足もとの景況感は悪化している。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、新政権による拡張的な財政政策や規制緩和などへの期待感を背景とした長期金利と株価の上昇は一服しており、ドルは幾分減価した。一方、新興国市場では、一頃と比べれば資金流出懸念が和らいでおり、多くの国で通貨、株価とも上昇した。ただし、メキシコやトルコなどでは、通貨が引き続き減価するなど、選別色が強まっている。

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、先進国向けの自動車関連やアジア新興国向けの情報関連を中心に、持ち直している。先行きの輸出は、新興国経済の減速の影響が和らぐ中で、当面、基調として持ち直しを続ける可能性が高い。その後も、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、緩やかに増加していくとみられる。

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、大型経済対策に対応する 2016 年度第 2 次補正予算が執行されるのに伴い、2017 年度央にかけて、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、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、当面は、既往の新興国経済の減速や為替円高がや

やラグを伴って製造業を中心に下押しに作用すると見込まれるが、全体としては、企業収益の改善などを背景として、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。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、このところ持ち直している。先行きの個人消費は、雇用者所得の着実な改善に加え、株価上昇による資産効果や経済対策の効果にも支えられて、緩やかに増加していくとみられる。

住宅投資は、緩和的な金融環境に支えられて、資産運用・節税ニーズの強い貸家系を中心に、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。先行きについては、新興国経済の減速の影響が和らぎ、経済対策の効果も顕在化するもとの、内外の最終需要の増加を反映して、緩やかに増加していくとみられる。

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、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・エネルギーの前年比をみると、前月からプラス幅が若干縮小し、12月は+0.1%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。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. 貸出支援基金等の今後の取扱い

1. 執行部からの説明

貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していくとともに、復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援を継続する観点から、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」等の措置について、受付期間を1年間延長することとしたい。ついでには、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、その骨子を対外公表文に記載することとされた。また、その詳細については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

III. 金融政策手段に関する「基本要領」の記載事項の見直し

1. 執行部からの説明

金融政策手段は、基本的な事項を「基本要領」として金融政策決定会合で決定したうえで、実務運用面などの要領の実施にあたって必要な事項を執行部で決める扱いとしている。もっとも、現行の「基本要領」は、記載内容がやや詳細にわたる事項があり、法令改正のほか、取引慣行やシステム対応といった実務面の変更によっても改正が必要となる例がみられる。金融政策に関する審議の一層の充実に資する観点から、政策的な含意をもたない改正を極力回避できるように、「基本要領」の記載事項の見直しを行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で公表することとされた。

IV. 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、米国新政権による積極的な経済政策運営への期待が引き続き相場を牽引しているが、年明け後は、具体策が未だ明らかでないことが不透明感として意識され、やや振れのある展開となっているとの認識を共有した。そのうえで、委員は、当面の間、国際金融市場は、米国新政権の経済政策を巡る思惑などに影響される可能性が高いため、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、先進国では、家計支出を中心とした回復が続くもとの、製造業の業況感が明るさを増すなど企業部門への波及が一段と明確になっているとの認識で一致した。また、新興国経済についても、委員は、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。海外経済の先行きについて、委員は、先進国の着実な成長が続き、新興国経済の回復も、その好影響の波及や各国の政策効果によって、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。ある委員は、こうした見方は、最新のIMFの世界経済見通しとも整合的であると付け加えた。

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。ある委員は、米国の中小企業の景況感指数が大きく改善していることを指摘した。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。

欧州経済について、委員は、家計部門を中心に緩やかな回復を続け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、英国のEU離脱問題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、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。

中国経済について、委員は、公共投資の増加や自動車減税等の政策効果にも支えられて、総じて安定した成長を続けているとの見方で一致した。ある委員は、中国経済は、製造業の過剰生産調整等が進んだため、固定資産投資の増加率は上昇に転じており、経済対策に支えら

れて、6%台半ばの成長を維持できるだろうとの見方を示した。先行きについて、委員は、当局が景気下支え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。一人の委員は、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の縮小の影響には注意が必要であると述べた。

新興国経済について、委員は、一部の国はなお減速した状態にあるが、資源価格の底入れや各国の景気刺激策の効果などから、全体として持ち直しつつあるとの認識を共有した。一人の委員は、N I E s ・ A S E A Nにおける輸出・生産が、I T関連財や素材関連など幅広い財で持ち直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。

海外経済を巡るリスクについて、委員は、米国新政権の政策運営やその新興国経済等への影響、欧州主要国の国政選挙の帰趨など、不確実性が高い状況にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、米国の財政拡張により、米国の金利が上昇していく場合、ドル建て債務の多い新興国からの資本流出などには注意が必要であると指摘した。また、何人かの委員は、欧州主要国における国政選挙や英国のE U離脱交渉、欧州系銀行の不良債権問題の展開には引き続き注意が必要であると述べた。この間、一人の委員は、目先認識しておくべきは下振れ要因であるが、市場や経済主体がリスクをある程度織り込んでいることを踏まえると、リスクが低下したと受け止められるような場合には、景気上振れにつながる可能性もあるとの認識を示した。

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、緩やかな回復基調を続けているとの見方で一致した。すなわち、委員は、海外経済が緩やかに成長するもとで輸出・生産が持ち直しを続けているほか、個人消費も底堅く推移するなど、回復の足取りが一段としっかりしてきているとの認識を共有した。ある委員は、海外経済の好転、政府の経済対策、金融緩和政策の強化がプラスの相乗効果をもたらしており、昨年後半以降、わが国の景気は回復の足取りを強めているとの見方を示した。また、別

の一人の委員は、海外経済の緩やかな成長のもとでの輸出の持ち直し、労働需給の改善と実質雇用者所得の増加を背景とした個人消費の改善、業況感の改善を踏まえた設備投資の増加など、このところ、実体経済面での明るい材料が増えているとの認識を示した。

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。何人かの委員は、情報関連や自動車関連を中心に、裾野の広がりを伴いつつ、輸出はしっかりと持ち直しているとの認識を示した。先行きの輸出について、委員は、新興国の減速の影響が和らぐ中で、当面、基調として持ち直しを続け、その後も、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が高水準で推移する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きの設備投資について、委員は、当面は、既往の新興国経済の減速や為替円高がややラグを伴って製造業を中心に下押しに作用すると見込まれるが、全体としては、企業収益の改善などを背景として、緩やかな増加基調を続けるとの見方を共有した。

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。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で、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、個人消費は、以前から堅調であった外食などのサービス支出に加えて、最近では自動車、家電などの耐久消費財の販売、スーパー、コンビニエンスストアの売上も改善傾向が明確になってきていると指摘した。先行きの個人消費について、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などにも支えられて、緩やかに増加していくとの見方を共有した。ある委員は、過去に購入したデジタル家電などの耐久消費財が買い替えサイクルに入ってくること、株価の安定、消費マインドの好転などから、消費性向はいずれ下げ止まるとの見方を示した。この間、一人の委員は、来年度における年金受取額の減少の影響などには注意が必要であると述べた。

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。先行きの鉱工業生産について、委員は、新興国経済の減速の影響が和らぎ、経済対策の効果も顕在化するもとの、内外の最終需要の増加を反映して、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、鉱工業指数統計の予測指数や日本銀行が行っている企業からの聞き取り調査の結果などを踏まえると、生産の回復は持続しそうであると述べた。

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%程度となっており、当面は、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の見方で一致した。ある委員は、除く生鮮食品・エネルギーでみた消費者物価は、前年比小幅のプラスで一進一退の動きとなっており、これまでの個人消費のもたつきや為替円高の影響がラグを伴って現れていると付け加えた。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。ある委員は、予想物価上昇率の各種指標は総じて下げ止まりの動きとなっており、インフレスワップレートやエコノミストの予想物価上昇率などで、ひと頃と比べて上昇しているものもみられると付け加えた。

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、緩やかな拡大に転じていくとの見方を共有した。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、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、基調として緩やかに増加するとの見方を共有した。そうしたもとの、委員は、見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方で一致した。2016年10月の展望レポートでの見通しと比べると、委員は、成長率については、海外経済の上振れや為替相場の円安方向への動きなどを背景に、幾分上振れるとの見方で一致した。

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、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基調を維持するとの見方を共有した。また、個人消費についても、委員は、雇用者所得の改善が続くもとの、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。これらに加え、委員は、公共投資について、政府の経済対策の

効果などから 2017 年度にかけて増加し、その後は、オリンピック関連需要もあって高めの水準で推移するとの認識を共有した。

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、②2%程度に達する時期は、見通し期間の終盤である 2018 年度頃になる可能性が高い、との見方を共有した。これらの委員は、2016 年 10 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、委員は、現実の物価上昇率が小幅のマイナスで推移する中で、「適合的な期待形成」の要素が強く作用し、2015 年夏場以降の弱含みの局面が続いているとの見方を共有した。先行きについて、大方の委員は、個人消費が緩やかな増加を続けることを背景に、企業の価格設定スタンスが再び積極化していくほか、労働需給のタイト化が賃金設定スタンスを強める方向に影響するとの見方を共有した。また、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、エネルギー価格が物価に対して押し上げ寄与に転じていくことや、このところの為替相場の円安方向への動きの影響もあって、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。ある委員は、実際の物価上昇率が高まることで、オーバーシュート型コミットメントの効果と相俟って、予想物価上昇率が上昇していくとの見方を示した。この委員は、2016 年 10 月の展望レポート以降の新たな展開、すなわち①海外経済の上振れなどに伴う需給ギャップ見通しの上振れ、②個人消費の持ち直し、③最近の為替の円安方向への動きやコモディティ価格の上昇といった点は、いずれもこうしたシナリオの実現をサポートするものであると付け加えた。一方、複数の委員は、予想物価上昇率の上昇ペースについて、より慎重な見方を示した。このうちの一人の委員は、予想物価上昇率が適合的に決まる部分が大いとの「総括的な検証」の結果を踏まえると、見通し期間中に期待がジャンプすることは想定しにくいと述べた。

次に、需給ギャップについて、委員は、労働需給の引き締まりが続

く中、ゼロ%程度で横ばい圏内の動きを続けてきたが、足もとでは改善の動きがみられるとの見方で一致した。先行きについて、委員は、輸出・生産の持ち直し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続くことから、需給ギャップは、2016年度末にかけてプラスに転じ、その後はプラス幅を拡大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。

V. 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との見方で一致した。そのうえで、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。これらの委員は、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、現行の金融市場調節方針を堅持し、強力な金融緩和を粘り強く推進することで、2%に向けたモメンタムをしっかりと維持していくことが重要であるとの認識を共有した。このうち何人かの委員は、米国長期金利の上昇などを受けて、日本銀行が長期金利の操作目標を引き上げるのではないかとの憶測も聞かれるが、日本銀行の金融政策は、あくまでも2%の「物価安定の目標」の実現という観点から決定されるべきであるとの認識を示した。

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。ある委員は、現行の枠組みは所期の効果を発揮しており、オペレーションの柔軟な調整等、その運用についても市場は冷静に受け止めているとの認識を示した。また、別の一人の委員は、グローバルな市場の不透明感が高いもとの、金利のボラティリティが高まる可能性を踏まえ、執行部に一定の裁量を持たせ、肌理細かな調節運営を引き続き行うことが重要であると述べた。そのうえで、委員は、イールドカーブ・コントロールのもとでは、国債買入れの金額やタイミング、回数などは、金融市場調節方針を実現するために実務的に決定されるものであり、日々のオペ運営によって先行きの政策スタンスを示すことはないことを、改めてはっきりと説明していくことが重要であるとの認識を共有した。

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、以下の方針と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、日本銀行は、短期金利だけでなく、長期金利についても、2%の物価安定目標を安定的に実現するために操作を行っているため、わが国の物価が低位で推移するもとの、米国長期金利が大幅に上昇すると、長期金利目標を実現するための金利操作は一層困難度合いが高まるとしたうえで、そういった観点からも、イールドカーブ・コントロールの枠組みを見直すメリットは大きいと述べた。

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・物価の改善を先取りして上昇する場合には、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。また、この委員は、国債買入れの運用について、理論的には、国債買入れの進捗とともにストック効果から金利低下圧力がかかるので、市場の反応を慎重に探りつつ減額を模索していけばよいとの認識を示した。なお、この委員は、短期買入れについては、市場動向を慎重に見極めつつ、一段の減額を模索すべきであると述べた。

VI. 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。

- 先般、平成29年度予算および平成28年度第3次補正予算を国会に提出した。平成29年度予算については、「一億総活躍社会」の実現、「未来への投資」の拡大に向けた成長戦略の推進、子育て・介護の環境整備等の取組みなど、現下の重要な課題に的確に対応しつつ、一般歳出の伸びを約5,300億円に抑制し、「経済・財政再生計画」の目安を2年連続で達成するなど、経済再生と財政健全化の両立を実現するものとなっている。本予算の早期成立こそが最大の経済対策と考えており、本国会での一日も早い成立に向けて取り組んでいく。
- 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、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。海外経済が全体として緩やかに改善する中で、輸出や生産、企業の業況判断が改善し、雇用・所得環境の改善が続く中で、消費に持ち直しの動きがみられることを踏まえ、昨年12月、21か月振りに景気判断を引き上げた。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、緩やかな回復に向かうことが期待される。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、同一労働同一賃金や時間外労働の上限の法改正に向けて作業を進めていく。また、経団連が今年の春季労使交渉に向けた基本スタンスを取りまとめた「経営労働政策特別委員会報告」について、経済財政諮問会議において経団連会長から、総理の要請を受けたものになっている旨の報告があった。このほか、中長期の経済財政に関する試算を公表した。アベノミクスを拡大・強化することにより、プライマリーバランスの黒字化とともに債務残高の対GDP比を着実に引き下げていく。統計改革については、政府一体となって進めていく。
- 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。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。

Ⅶ. 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。

VIII. 「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、見通し期間の終盤（2018年度頃）になる可能性が高い」を「2%程度を見通せる時期は、見通し期間の終盤（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、中曾委員、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物価見通しについて、「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、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、③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、2月1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

IX. 議事要旨の承認

議事要旨（2016年12月19、20日開催分）が全員一致で承認され、
2月3日に公表することとされた。

以 上

2017年1月31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）^(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（賛成7反対2）^(注2)

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. また、日本銀行は、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」等の措置について、受付期間を1年間延長することを決定した（全員一致）。

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。

(29年3月15、16日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2017年3月15日(14:00～15:46)
3月16日(9:00～11:47)

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 (15日) |
| | 大塚 拓 | 財務副大臣 (16日) |
| 内閣府 | 羽深 成樹 | 内閣府審議官 |

(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 | 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 | 田村健太郎 |

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（1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。この間、国債買入れについて、2月3日に、長期ゾーンを対象として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 $-0.06\sim-0.02\%$ 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、2月上旬にかけて -0.2% 程度へ上昇した後、再び低下し、直近では -0.4% 程度で推移している。

株価（日経平均株価）は、米欧株価が上昇する中、市場予想を上回る企業決算が発表されたほか、円安・ドル高が幾分進展したこともあって上昇し、最近では19千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対ドル相場は、2月末以降、米国金利上昇を主因に、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、概ね横ばいとなっている。

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。設備投資は持ち直しの動きがみられる。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・コアベースとも前年比 $+1\%$ 台後半で推移している。

欧州経済は、家計部門を中心に緩やかな回復を続けている。輸出は、持ち直しの動きがみられる。個人消費は、労働市場や消費者コンフィ

（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。」

デンスの改善などに支えられ、基調として増加しているほか、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+2%近傍で推移している。この間、英国経済は、家計支出に支えられ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。N I E s・A S E A Nでは、輸出の持ち直しがはっきりしているほか、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。ブラジルやトルコでは、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、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、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、堅調な経済指標や今後の政策運営に対する期待などを背景に、株価は史上最高値圏で推移した。この間、長期金利は、3月のF O M Cにおける利上げ観測の高まりを受けて、上昇した。新興国では、投資資金の流入などから、全般的に株価と通貨が上昇した。

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の持ち直している。先進国向けは、緩やかな増加基調にあるほか、鈍めの動きが続いていた新興国向けも、電子部品や資本財を中心に持ち直している。先行きの輸出は、海外経済の成長率が緩やかに高まっていくもとの、緩やかに増加するとみられる。

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、2016年度第2次補正予算の執行が進捗するもとの、災害復旧関連工事や各種インフラ整備を中心に、緩やかな増加に転じていくとみられる。

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、新興国経済の減速の影響が和らぐ中、資源価格の持ち直しや円安進行にも支えられて、このところはしっかりと改善しており、昨年10~12月は既往最高水準となっ

ている。昨年 10～12 月の GDP ベースの実質設備投資（2 次速報値）は、前期比 +2.0% 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、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、企業収益の改善などを背景として、製造業を含め、緩やかに増加していくとみられる。

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。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数をみると、昨年 7～9 月、10～12 月と 2 四半期連続で増加しており、1 月も 10～12 月対比で底堅い動きとなっている。先行きの個人消費については、雇用者所得の着実な改善に加え、株価上昇による資産効果などに支えられて、緩やかに増加していくとみられる。

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。先行きについては、新興国経済の減速の影響が和らぎ、経済対策の効果も顕在化するもとの、内外の最終需要の増加を反映して、緩やかに増加していくとみられる。

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、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・エネルギーの前年比をみると、前月からプラス幅が若干拡大し、1 月は +0.2% 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。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、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%台前半の伸びとなっている。

(3) 貸出支援基金の実行状況

3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5,249億円となり、今回の貸付実行後の残高は63,292億円となっている。このほか、ABL等特則分の残高は680億円、小口特則分の残高は129.48億円、米ドル特則分の残高は206.8億米ドルとなっている。

また、3月17日実行予定の「貸出増加を支援するための資金供給」の新規貸付は63,355億円であり、今回の貸付実行後の残高は370,263億円となる見込み。

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、3月のFOMCにおける利上げ観測の高まりに伴い、米国や欧州の長期金利は上昇したが、世界経済の回復が継続するもとで、先進国・新興国ともに株価は総じて堅調に推移しているとの認識を共有した。ある委員は、米国では、主要な株価指標が史上最高値圏で推移すると同時に、ハイイールド債を含めた社債スプレッドが縮小傾向にあるなど、投資家のリスクテイク姿勢に強まりがみられると指摘した。そのうえで、委員は、金融市場では、米国新政権の経済政策の具体的内容や、英国のEU離脱問題の帰趨、欧州の政治状況を巡る不透明感などが引き続き意識されており、今後の動向には十分注意していく必要があるとの認識を共有した。

海外経済について、委員は、先進国では、家計支出を中心とした緩やかな成長が続くもとで、グローバルな製造業サイクルの改善を背景に、生産や設備投資が徐々に持ち直しているとの認識で一致した。また、新興国経済についても、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。海外経済の先行きについて、委員は、先進国の着実な成長が続き、その好影響が新興国経済に波及していくことなどによって、海外経済は全

体として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、雇用者数の増加が2か月連続で20万人を超えるなど、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。ある委員は、企業部門では、コンフィデンス関連の指標が大きく改善する中で、生産や設備投資が徐々に持ち直しているとの認識を示した。3月のFOMCにおける利上げ決定について、委員は、事前の市場の予想通りであり、米国経済は、今後とも、しっかりとした回復を続けていくとの見方を共有した。ある委員は、3月の利上げが急速に織り込まれる中でも、米国金利は比較的安定して推移したが、その背景には、利上げペースは引き続き緩やかなものになるとの市場の見方があると述べた。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、家計部門を中心に緩やかな回復を続け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、英国のEU離脱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カタチで、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、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。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。特に、中国経済について、委員は、個人消費が良好な雇用・所得環境を背景に底堅く推移していることに加え、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を続けているとの見方で一致した。ある委員は、本年入り後、自動車関連の減税措置が縮小される中でも、自動車市場は底堅い動きを示していると指摘した。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。

海外経済を巡るリスクについて、委員は、今後の米国の政策運営やその新興国経済への影響、欧州主要国の国政選挙の帰趨など、不確実性が高い状況にあるとの認識を共有した。多くの委員は、保護主義的な傾向が強まった場合における世界経済のダウンサイド・リスクには留意が必要であるとの見方を示した。複数の委員は、先行き、米国の利上げが本格化していくことが、資本フローの変化などを通じて、新

興国経済をはじめ世界経済に与える影響を注視する必要があると述べた。この間、別の一人の委員は、欧州における政治イベントを無事通過した後は、市場の期待が強気化し、金融市場において大きな水準調整が生じる可能性にも留意が必要であると述べた。

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、緩やかな回復基調を続けているとの見方で一致した。委員は、海外経済が緩やかに成長するもとで輸出・生産が持ち直しを続けているほか、個人消費も底堅く推移するなど、回復の足取りが一段としっかりしているとの認識を共有した。複数の委員は、こうした点は、昨年10～12月の実質GDP成長率が4四半期連続の増加となったことから確認できると述べた。また、委員は、本年1月以降に公表された経済指標をみても、景気の基調に大きな変化は窺われず、わが国経済は、世界的な製造業サイクルの回復の好影響を受けながら、緩やかな回復基調を続けているとの見方を共有した。景気の先行きについて、委員は、緩やかな拡大に転じていくとの見方を共有した。委員は、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で、増加基調を辿るとの認識を共有した。また、委員は、輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかに増加する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。複数の委員は、昨年12月と1月に輸出が減少したが、これは既往の輸出増加の反動や春節の影響が大きく、先行指標である機械受注の外需や、製造業PMIなどは堅調に推移していることを踏まえると、輸出の持ち直し傾向は明確になってきていると指摘した。

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り、先行きも、製造業を含め、緩やかに増加していくとの見方を共有した。ある委員は、法人企業統計でみた昨年10～12月の売上高経常利益率は過去最高を更新しており、こうした好調な企業収益は設備投資を後押ししていくと考えられると述べた。

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。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。今年の春闘の動きについて、ある委員は、多くの企業において4年連続でベースアップの実施が見込まれていることは、企業収益や賃金の上昇を伴いながら、消費者物価上昇率が緩やかに高まっていくという好循環の実現を後押しするものとしてポジティブに評価できると述べた。そのうえで、こうした動きが、中小企業を含め、どの程度広がっていくか注視していきたいと述べた。これに対して、別の一人の委員は、中長期の国内成長期待が高まらず海外要因に不確実性が高い中、企業は固定費増加に繋がるベースアップに慎重な姿勢を崩していないとの見方を示した。また、さらに別の一人の委員は、人手不足が深刻化する中、経営の見直しを迫られる企業も出てきていると指摘したうえで、「働き方改革」の必要性が強調される中、こうした動きが広がり、賃金や物価にかかる社会の見方に変化をもたらすことになるか、注目していると述べた。

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。何人かの委員は、日本銀行が各種の販売・供給統計を合成して作成している消費活動指数は、昨年の夏以降、緩やかな増加を続けていると指摘した。この間、複数の委員は、GDP統計において昨年10～12月の個人消費は横ばいとなったが、これには生鮮食品の価格高騰が一時的な下押しに寄与したことなどが影響しているとの見方を示した。また、別の複数の委員は、自動車や家電等の耐久財消費が、買い替えサイクルの影響もあって、緩やかに持ち直しているとの認識を示した。先行きの個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善などを背景に、緩やかに増加していくとの見方を共有した。

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。ある委員は、貸家系は、資産運用ニーズや相続税節税ニーズを背景に増加してきたが、足もとでは、需要一巡から増勢が一服していると指摘した。

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。何人かの委員は、鉱工業生産は、世界的な製造業サイクルの回復の好影響を受けつつ、IT関連財を中心にしっかりと動きを続けていると述べた。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、緩やかに増加す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%程度となっており、当面は、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の見方で一致した。委員は、除く生鮮食品・エネルギーでみた消費者物価の前年比は、昨年初以降、前年比プラス幅の縮小傾向が続いたあと、このところは小幅のプラスで一進一退の動きとなっており、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、なお力強さに欠けているとの認識を共有した。先行きについて、複数の委員は、労働需給の引き締まりにみられるように、マクロ的な需給ギャップは着実に改善しており、エネルギー価格の影響などから現実の物価上昇率が高まっていくことが予想されるなど、物価上昇をサポートする材料は増えてきていると述べた。また、何人かの委員は、人材確保の観点から値上げを行う動きがみられていることを指摘したうえで、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が高まっていくという好循環を示唆するものとして注目されると述べた。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. 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。複数の委員は、銀行貸出の伸びが高まっていることを指摘したうえで、イールドカーブ・コントロールは、緩和的な金融環境を作り出し、景気回復をしっかりと支えていると述べた。

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。これらの委員は、2%の「物価安定の目標」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。また、このうち一人の委員は、デフレ下で形成された「物価は上がらない」とのノルムを変えるには、2%を超える物価上昇を人々が経験することが重要であり、こうした観点から、オーバーシュート型コミットメ

ントを含む「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は最適な政策枠組みであると述べた。

先行きの金融政策運営について、委員は、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、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という観点から、毎回の金融政策決定会合において判断していくとの考え方を共有した。この点に関し、多くの委員は、海外金利の上昇を理由に、日本銀行の長期金利操作目標を引き上げることは適切でないとの認識を示した。このうち何人かの委員は、米国や欧州の物価上昇率は2%近傍となっているのに対し、わが国は未だ0%程度であり、金利上昇に向けて政策転換を考える時期ではないと述べた。ある委員は、金融政策は、物価の安定という国内の政策目的を実現するように運営すべきであるとの考え方は、国際的に共有されており、日本銀行の金融緩和政策についても十分な理解が得られていると述べた。

また、ある委員は、エネルギー価格が本年後半にかけて消費者物価前年比の押し上げに作用すると見込まれるが、こうした押し上げ効果は、2018年度にかけて再び剥落していくものであると指摘した。この点に関し、委員は、金融政策運営の観点からは、物価指数の表面的な動きではなく、それが需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の上昇などを通じて、基調的な物価上昇率の高まりに繋がっていくかが重要であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、こうした考え方について、しっかりと情報発信を行っていくことが重要であるとの認識で一致した。

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見方を共有した。ある委員は、長期金利を操作目標とするイールドカーブ・コントロールのもとでは、国債買入れ額は内生的に決まるものであり、その時々状況によって、ある程度増減するものであると指摘した。そのうえで、この委員は、2月初にかけて、長期金利に上昇圧力がかかる局面がみられたが、機動的なオペ運営の結果、わが国のイールドカーブは、引き続き金融市場調節方針に沿って推移していると述べた。この点、別の一人の委員は、2月に国債買入れ額が大幅に膨らんだことは、長期金利に目標を設定すると大幅な国債買入れを余儀なくされ得るといふ、イールドカーブ・コントロールの弱点が顕現化したものとの見方を示した。

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、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、イールドカーブ・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、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図ることで、政策の持続性と市場の安定性を高める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と述べた。また、この委員は、海外経済の減速など先行きの不確実性への備えから、買入れ額は極力減額することが望ましいとしたうえで、短国買入れについて、先行きの市場環境から、一段の減額余地があると述べた。なお、この委員は、見通しに沿って、物価の基調が高まれば、長期金利の上昇圧力が強まると見込まれ、長短金利操作の手順や政策反応関数について、今のうちから議論しておく必要があると述べた。

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。

- 2月10日の日米首脳会談で発表された共同声明において、経済政策については、両国が相互補完的な財政・金融および構造政策という三本の矢のアプローチを用いていくとのコミットメントを再確認した。また、麻生副総理とペンス副大統領との間で「経済対話」を立ち上げ、今後、経済政策、インフラ投資やエネルギー分野での協力、貿易・投資ルール of 3つの柱について、議論をしていくこととなった。副総理、副大統領という責任ある立場でしっかりまとめていくという枠組みが合意されたことは意義がある。
- 平成29年度予算については、2月27日、衆議院で可決され、現在、参議院で審議されている。政府としては、本予算の早期成立こそが最大の経済対策であると考えており、予算および関連法案の早期成立に向けて引き続き取り組んでいく。
- 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、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。2016年10～12月期のGDP 2次速報では、実質成長率は前期比+0.3%、名目成長率は前期比+0.4%となった。設備投資の2四半期振りの増加や、輸出の増加等により、内外需ともプラス寄与となった。また2016年暦年では、実質成長率は前年比+1.0%、名目成長率は+1.3%となった。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13日に労使が長時間労働是正の法改正の方向性について合意し、今後、3月末の実行計画取りまとめに向け作業が加速される。また、春季労使交渉については、まだ序盤戦であるが、相当数の企業で昨年に引き続き4年連続のベースアップを実施することとしている。昨年を上回る水準の賃

上げを行う企業もあり、過去3年の賃上げの流れが続いていると認識している。働き方改革についても取組みを行うとした企業もみられた。

- 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

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、「0%程度から小幅のプラスに転じたあと、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（1月30、31日開催分）が全員一致で承認され、3月22日に公表することとされた。

以 上

2017年3月16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）^(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（賛成7反対2）^(注2)

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、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、底堅く推移している。この間、住宅投資と公共投資は、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、0%程度となっている。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、エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、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^(注3)。
4. リスク要因としては、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、中国をはじめとする新興国・資源国経済の動向、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^(注4)。

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、0%程度から小幅のプラスに転じたあと、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)。

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 内閣府「消費動向調査」、QUICK「QUICK 月次調査（債券）」
- (図表 18) 国土交通省「地価公示」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 20) ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) ブルームバーグ社
- (図表 23) 日本銀行、全国銀行協会、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券
- (図表 24) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 25) 日本相互証券
- (図表 26) ブルームバーグ社
- (図表 27) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 28) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 29) 東京証券取引所
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 国際決済銀行
- (図表 32) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 33) 日本銀行、証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債等平均発行レート」
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 36) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 37) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 38) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 39) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 40) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 43) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」