

3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成 31 年 4 月 24、25 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019 年 4 月 24 日 (14:00～15:58)
4 月 25 日 (9:00～12:20)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	茶谷 栄治	大臣官房総括審議官 (24 日)
	うへの 賢一郎	財務副大臣 (25 日)
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官 (24 日)
	田中 良生	内閣府副大臣 (25 日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
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	山城吉道
企画局企画役	永幡 崇
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	法眼吉彦

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月14、15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-0.07~-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、-0.1%台後半で概ね横ばい圏内の動きとなっている。

株価（日経平均株価）は、米国株価の上昇や米中通商交渉の進展期待などを背景に上昇し、最近では、22千円程度で推移している。為替相場は比較的安定した動きを続けており、円の対ドル、対ユーロ相場ともに、前回会合以降、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、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、拡大を維持している。輸出は、緩やかな増加基調にあり、個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて増加基調にある。設備投資も、企業の業況感が足もと低下したものの、良好な水準を維持していることなどから、増加基調にある。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（PCEデフレーター）は、前年比+1%台半ば、コアベースは同+2%近傍で推移している。先

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

行きの米国経済は、拡張的な財政政策などに支えられ、拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、減速している。輸出は、横ばい圏内で推移している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にあるものの、設備投資は、製造業の業況感悪化などを背景に、増勢が鈍化している。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（H I C P）は前年比＋1％台半ば、コアベースは同＋1％近傍で推移している。先行きの欧州経済は、製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。この間、英国経済は、E U離脱を巡る混乱に備えた駆け込み需要から、成長率が一時的に高まっている。

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ものの、弱めの動きもみられている。物価面をみると、インフレ率（C P I）は、前年比＋1％台後半で推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、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みられる。N I E s・A S E A Nでは、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、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。インドの景気は、内需を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、欧州の弱めの経済指標などを受け、3月下旬にかけて先進国の株価に調整の動きがみられたが、その後は、市場予想を上回る中国の経済指標や米中通商交渉の進展期待などを背景に、多くの国で株価が上昇した。米欧の長期金利は、米国の利上げ観測の後退などから、いったん低下したが、4月入り後は、投資家のリスク回避姿勢の後退などを背景に上昇に転じている。商品市場では、原油価格は、産油国が減産を継続するもとの、上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大している。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、足もとでは弱めの動きとなっている。先進国向けは増加基調を続けているものの、新興国向けは足もと弱めの動きとなっている。先行きの輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。

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、オリンピック関連工事に加え、自然災害を受けた補正予算や国土強靱化政策などを背景に、増加するとみられる。

設備投資は、増加傾向を続けている。先行指標である機械受注は、昨年10～12月に比べて1～2月は減少したが、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、増加傾向を続けている。先行きの設備投資は、当面、海外経済の減速の影響から幾分減速すると見込まれる。その後は、資本ストックの積み上がりなどが減速圧力として作用するものの、緩和的な金融環境や成長期待の緩やかな改善などを背景に、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、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も高めの伸び率となっている。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

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（実質・旅行収支調整済）をみると、10～12月に前期比で増加した後、1～2月の10～12月対比も増加を続けた。先行きの個人消費は、当面は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果などに支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。その後も、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面もみられるものの、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

住宅投資は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの需要一巡などを受けて減少傾向にある一方、持家が足もと増加していることなどから、全体として横ばい圏内で推移している。

鉱工業生産は、足もとでは弱めの動きとなっている。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、その後は、海外経済が総じてみれば緩やかに成長するもとの、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、横ばいとな

っている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台半ばとなっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（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、横ばい圏内で推移している。長期金利から中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、設備投資向けや企業買収関連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、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4～5%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%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、市場予想を上回る中国の経済指標や米中通商交渉の進展期待などを背景に市場センチメントが改善し、このところ、多くの国で株価が上昇しているほか、為替相場や長期金利も、総じて落ち着いているとの認識を共有した。複数の委員は、主要国において、一部の経済指標に景気対策の効果を示唆する動きがみられていることに加え、英国のEU離脱の再延期や各国中央銀行の緩和的スタンスの継続なども、足もとの金融市場の安定に寄与していると述べた。円の対ドル相場について、複数の委員は、リスクセンチメントの改善が、日米金利差の縮小などによる円高圧力を抑制しているとの見方を示した。一人の委員は、足もと、金融市場は落ち着いているが、世界経済を巡る不確実性は大きく、先行き、実体経済と金融市

場が共振して悪化する可能性には警戒が必要であると述べた。この間、原油価格について、ある委員は、産油国の減産によって幾分回復しているものの、昨年秋以前の上昇軌道には復していないと指摘した。

海外経済について、委員は、中国や欧州を中心に減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。複数の委員は、グローバルな製造業PMIが50近くまで低下し、世界貿易量も弱めの動きとなっていることには留意が必要であると述べた。もっとも、何人かの委員は、良好な雇用・所得環境などに支えられ、多くの国で内需が堅調に推移しており、これが海外経済の緩やかな成長を下支えしていると指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国における景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などを背景に、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。何人かの委員は、引き続き下振れリスクには注意を要するが、IMFの見通しにもあるとおり、現段階では、世界経済は本年後半に持ち直していくという見方が妥当であると述べた。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、拡大を維持しているとの認識で一致した。多くの委員は、良好な雇用・所得環境や株価回復などを背景に消費者マインドも足もと改善しており、個人消費は引き続き増加基調にあると指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、拡張的な財政政策などに支えられ、拡大を続けるとの見方を共有した。ある委員は、こうした財政政策の効果が、本年後半にかけて次第に剥落してくる可能性があることには注意が必要であると述べた。別の一人の委員は、米国では、企業債務がGDP比でみて歴史的な高水準にあり、トリプルB格相当の社債も多いことから、こうした銘柄が景気後退局面で格下げとなれば、市場環境が急速に悪化するリスクがあると指摘した。

欧州経済について、委員は、減速しているとの認識を共有した。何人かの委員は、個人消費は総じてみれば増加基調にあるものの、自動車排ガス規制の強化や中国経済減速の影響などから、ドイツを中心に、生産・輸出は弱めの動きとなっているとの認識を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、製造業部門の回復に伴い、次第に減速した状態から脱していくとの認識で一致した。複数の委員は、英国のEU離脱交渉は未だ着地点がみえないほか、ドイツ経済の不確実性も高いことなどを踏まえると、先行き、欧州経済が早期に回復軌道に復していけるかどうか、なお不透明感が高いと述べた。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているもの

の、弱めの動きもみられているとの見方で一致した。多くの委員は、米中貿易摩擦やITセクターの調整が、生産や輸出入の下押し要因と作用しているものの、景気刺激策の効果もあり、このところ、経済の改善を示唆する動きもみられ始めていると指摘した。中国経済の先行きについて、委員は、今後、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。何人かの委員は、景気刺激策の効果次第に顕現化してくるほか、IT関連財の調整の進捗なども期待されるため、年後半にかけて、中国経済の成長ペースは回復してくる可能性が高いと述べた。

新興国経済について、委員は、中国経済の減速の影響を受けている面はあるが、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、中国経済の減速やIT関連財の調整の影響を受けつつも、各国の景気刺激策の効果などを背景に、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。

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、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大しているとの見方で一致した。何人かの委員は、1月に大きく減少した輸出や生産の反発は、足もとやや弱めであるほか、3月短観をみても、海外経済の影響を受けやすい大企業・製造業の業況感は悪化していると指摘した。もともと、多くの委員は、輸出・生産面の弱さは、これまでのところ、設備投資や個人消費などにははっきりと波及しておらず、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムは維持されているとの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、先行きの景気をみていくうえでは、輸出や生産の減少が、国内需要や雇用・所得環境にどのように影響していくかがポイントになると指摘した。

輸出の現状について、委員は、足もとでは弱めの動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、中国経済の減速やグローバルなIT関連需要の鈍化などを背景に、中国向けの資本財や情報関連財の輸出の落ち込みが目立つと指摘した。先行きの輸出について、多くの委員は、製造業PMIの新規輸出受注の動きなどを踏まえると、当面は、弱めの動きとなるものの、その後は、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくとみられるもとの緩やかな増加基調に復していくとの見方を共有した。

公共投資について、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。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から、増加するとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、増加傾向を続けているとの見方で一致した。複数の委員は、支店長会議での報告などによれば、非製造業を中心に省力化・合理化投資が増加するなど、設備投資は、その裾野を拡げつつ堅調に推移していると述べた。また、多くの委員は、3月短観における2019年度の設備投資計画をみると、輸出・生産の弱さにかかわらず、この時期としては、製造業を含めて高めの伸びとなったと指摘した。もっとも、このうちのある委員は、例年、この時期の投資計画は暫定的な性格が強いことには留意が必要であると付け加えた。先行きの設備投資について、多くの委員は、機械受注などの先行指標の動きを踏まえると、当面、海外経済の減速の影響から幾分減速する可能性があるとの見方を示した。その後の見通しについて、委員は、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などが減速圧力として作用するものの、良好な企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、設備投資は緩やかに増加していくとの見方で一致した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も高めの伸び率となっているとの認識を共有した。複数の委員は、今年のベースアップ率は、大企業を中心に春先は昨年をやや下回っていたが、その後は、人手不足感が強い中小企業で高めのベアが実現していることなどから、足もと、全体としても昨年来を幾分上回る水準で推移していると述べた。ある委員は、わが国の労働市場には、依然として男性を中心にスラックが残っているとしたうえで、こうしたスラックが完全に解消され、雇用の逼迫が賃金上昇率の明確な加速に繋がる時点まで、労働市場の改善が続くことが必要であると述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善を背景に、振れ

を伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面もみられるものの、雇用・所得環境の改善が続く中、株価上昇による資産効果もあって、緩やかな増加傾向を辿るとの見方で一致した。ある委員は、雇用者所得の増加がかなりの程度貯蓄に回っていることを踏まえると、足もとの生産の減少が消費の減少に繋がるまでには多少の時間があると考えられるが、一方で、消費税率の引き上げが消費の減少を早めてしまう可能性もあると指摘した。また、この委員は、財政赤字が縮小するもとの、家計貯蓄率が上昇していることは、財政拡大の余地があることを示していると述べた。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が減少傾向にある一方、持家が足もと増加していることなどから、全体として横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、海外経済に減速の動きがみられるもとの、足もとでは弱めの動きとなっているとの認識を共有した。先行きの生産について、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、その後は、海外経済が総じてみれば緩やかに成長するもとの、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%台後半となっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、内需が堅調を維持し、人手不足も続く中、プラスの需給ギャップを起点として、賃金・物価が緩やかに高まるという基本的なメカニズムは引き続き作動しているとの認識を示した。この点に関し、何人かの委員は、人件費や原材料価格の上昇を背景に、足もと食料品などの値上げが増えてきていることが日次や週次の物価データからも確認できると指摘した。この間、予想物価上昇率の動向について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。ある委員は、食料品の値上げなどによって、このところ、家計の予想物価上昇率が幾分上昇する動きもみられていると指摘した。

2. 経済・物価情勢の展望

2019年4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、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとの見方を共有した。わが国の輸出について、委員は、当面、弱めの動きとなるものの、その後は、海外経済の緩やかな成長などを背景に、緩やかな増加基調に復していくとの見方で一致した。国内需要について、委員は、当面、設備投資が幾分減速すると見込まれるが、その後は、消費税率引き上げの影響を受けつつも、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。こうした議論を経て、委員は、わが国経済は、先行き、均してみれば、潜在成長率並みの成長を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、2019年1月の展望レポートでの見通しと比べると、2020年度までの成長率は、概ね不変であるとの見方で一致した。

続いて、委員は、わが国の物価情勢について議論を行った。まず、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて物価が弱めの動きを続けている背景について、委員は、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、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の影響が大きいとの認識を共有した。加えて、委員は、企業の生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重な価格設定スタンスを維持することを可能にしているとの見解で一致した。この点に関し、ある委員は、非製造業へと裾野を拡げつつ、堅調な設備投資が続いていることは、生産性の向上によってコスト上昇圧力を吸収する余地が引き続き大きいことを示唆しているとの認識を示した。

次に、委員は、先行きの物価動向について、議論を行った。大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、2019年1月の展望レポートでの見通しと比べると、2020年度までの物価上昇率は、概ね不変であるとの見方で一致した。

さらに、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムを、一般物価の動向を規定する主な要因に基づいて整理した。まず、マクロ的な需給ギャップについて、大方の委員は、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、均してみればプラス幅を拡大してきているとの認識で一致した。また、大方の委員は、先行きの需給ギャップについても、比較的大幅なプラ

スで推移するとの見方を共有した。次に、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、先行き上昇傾向を辿り、2%に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。その背景として、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、需給ギャップの改善などに伴う現実の物価上昇率の高まりが、予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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が、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることを指摘した。何人かの委員は、需給ギャップはプラスの状態を続けているものの、多くの財・サービス価格が上向くほど、企業の価格設定スタンスは積極化しておらず、適合的期待形成の影響等を通じて、「物価安定の目標」を実現するには暫く時間がかかると見込まれるとの認識を示した。一人の委員は、現状、現実の物価が上がらないから予想物価上昇率が上がらず、予想物価上昇率が上がらないから現実の物価も上がらないという膠着状態に陥っていないか、検証が必要であると指摘した。この間、別のある委員は、需給ギャップの拡大が物価を押し上げにくくなっている可能性や、予想物価上昇率が弱めの動きを続けていることなどを踏まえると、現時点では、この先、2%に向けて物価上昇率が伸びを高めていくとは判断できないと述べた。

このほか、日本経済の成長力と物価動向の長期的な関係について、委員は、最近の女性や高齢者の労働参加の高まりや、生産性向上に向けた企業の取り組みは、短期的には、賃金や物価の上昇圧力を弱める方向に作用するが、より長い目でみれば、経済の成長力を強化し、賃金や物価の上昇圧力を高める可能性があるとの見方で一致した。

委員は、経済・物価情勢の先行きの中心的な見直しに対する上振れ・下振れ要因についても議論を行った。まず、経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点を挙げた。ある委員は、2019年度は海外経済の減速や消費税率引き上げの影響等、2020年度以降はオリンピック関連需要の一巡やIT分野の動向等に注意を要するとの見解を示した。多くの委員は、米中間の貿易問題を始めとする保護主義的な動きの帰趨やその影響、それを含めた中国経済の動向、ITサイクルの調整が想定以上に長引く可能性など、海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、これが、わが国の企業や家計のマインドに与える影響を注視していく必要があると述べた。中国経済について、ある委員は、当局による景

気対策の効果は本年後半には顕れてくると期待されるが、企業部門が高水準の債務を抱える中、以前に比べて政策展開は慎重であり、その効果の大きさには不透明な部分が大いとの見方を示した。このほか、多くの委員は、米国のマクロ政策運営が国際金融市場や新興国経済に及ぼす影響、英国のEU離脱交渉の展開、各種の地政学的リスクなども、海外経済を巡るリスク要因として挙げられると述べた。消費税率引き上げの影響について、複数の委員は、2014年の引き上げ時に比べて家計のネット負担額は小幅なものにとどまるとみられるが、経済に対する影響が、その時々消費者マインドや雇用・所得環境などによって変化し得ることには留意する必要があると述べた。こうした議論を経て、委員は、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に、下振れリスクの方が大きい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、③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、先行き上昇傾向を辿るとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、適切的な期待形成を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがあるとの見方で一致した。ある委員は、わが国では、プラスの需給ギャップが持続することによる物価上昇圧力と、企業の生産性向上などの物価抑制要因が併存しており、今後とも、不確実性が高い状況が続くとの見方を示した。こうした議論を経て、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関する認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策の基本的な運営スタンスについて、大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けるもとの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続け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、プラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、現在の政策のもとで、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述べた。ある委員は、当分の間、世界経済の動

向と消費税率引き上げの影響を見極めつつ、金融機関や市場機能面への副作用にこれまで以上に留意しながら、現行の金融緩和政策を維持していく必要があるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、従来と同様、今後とも金融と財政のポリシーミックスが維持されることが重要であると付け加えた。一人の委員は、現在の政策枠組みは、市場の状況に対応するための一定の柔軟性を有しており、副作用を軽減しつつ、市場環境が変化するもとでも緩和的な金融環境を維持しやすい政策であると指摘した。この間、ある委員は、新しい時代に平成のデフレ不況を繰り返してはならないと述べ、物価安定の目標からまだ距離がある現状では、追加緩和論にも相応の妥当性があると指摘した。そのうえで、この委員は、物価上昇のモメンタムが失われた時には、機動的かつ断固とした追加緩和を行うべきであるとの認識を示した。別の一人の委員は、遅行指標である雇用や賃金をみても、景気の局面変化を事前に正確に見通すことは難しいことや、先行き、時間とともに金融緩和の副作用が累積していくことを踏まえると、2%の早期達成に向けて、現時点で金融緩和を強化する必要があると述べた。このほか、ある委員は、2%の実現になお時間を要する見込みであることを踏まえると、現在の政策枠組みの持続性強化に繋がり得る取り組みを不断に検討していく必要があるとの認識を示した。また、別のある委員は、息長く経済の好循環を支えて、「物価安定の目標」の実現に資するべく、経済・物価・金融情勢を踏まえながら、適宜適切に金融政策の枠組みに調整を加え、その持続性を強化するという、これまでの政策スタンスを維持することが重要であると述べた。

こうした議論を経て、委員は、強力な金融緩和を継続していくにあたって点検すべき課題について議論を行った。多くの委員は、経済・物価の先行きを巡る不確実性が大きく、2%の実現にはなお時間がかかることを踏まえると、「物価安定の目標」の達成に向けて、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくという日本銀行の政策運営方針をより明確に示すことが重要であるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、こうした金融緩和姿勢に対する信認の強化に資するよう、先行きの経済・物価見通しが1年延びるこのタイミングで、昨年導入した政策金利のフォワードガイダンスを明確化することを検討してはどうか、との意見を述べた。何人かの委員は、最近の海外経済を巡る不確実性の高まりを踏まえると、その動向についても、フォワードガイダンスの判断要素に加えることが適切であると指摘した。ある委員は、現行のフォワードガイダンスにおける「当分の間」が、相応に長い期間を想定していることを分かりやすく示すため、海外中銀の例を参考に、何らかのかたちで具体的な時期に言及することが考

えられると述べた。このほか、多くの委員は、強力な金融緩和の継続を確かなものとしていくためには、円滑な資金供給や市場機能の確保に資するような措置の導入を検討する必要があるとの認識を示した。この点に関し、何人かの委員は、施策の効果や金融機関からの要望などを踏まえると、日本銀行適格担保の拡充や日本銀行の保有する国債やE T Fの有効活用などが、検討対象になり得ると述べた。

こうした委員の意見を踏まえ、議長は、執行部に対し、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示す観点から、どのような対応が考えられるか説明するよう指示した。

執行部は、まず、多くの委員が言及した政策金利のフォワードガイダンスの明確化に関し、一案として、現在の文言を一部変更し、「海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」とすることが考えられると述べた。「少なくとも2020年春頃まで」という時期について、執行部は、海外経済やグローバルなI Tサイクルが持ち直すタイミングや、消費税率引き上げの影響を見極めるのに要する期間などを勘案したものであると説明した。また、「少なくとも」との記述により、「2020年春頃」を超える可能性を示すことで、「当分の間」が相応に長い期間を念頭に置いていることを明らかにする効果があると述べた。

続いて、執行部は、金融機関の要望等も踏まえつつ、強力な金融緩和の継続に資する措置として、以下を主な内容とする案を提示した。

- ・ 企業・地方公共団体等債務に関する要件緩和や、セカンダリー市場で取得した政府向け証書貸付債権の受け入れなどにより、日本銀行適格担保の範囲を拡充する。
- ・ 成長基盤強化支援資金供給の利便性を高めるため、利用先に利用実績を踏まえた利用枠を付与し、その範囲内で資金供給を実施する。
- ・ 最低品貸料の引き下げや銘柄別の売却上限額の撤廃等により、国債補完供給の要件緩和を行う。
- ・ 日本銀行が保有するE T Fを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度の導入について、日本銀行法上の認可取得を条件に検討する。

これらの措置の実施時期について、執行部は、E T F貸付制度の導入を除き、実務上の準備が整い次第速やかに実施することが想定されるが、一部については、次回以降の金融政策決定会合で基本要領等の

所要の改正が必要になることを説明した。

執行部が提示したフォワードガイダンスの案について、多くの委員は、日本銀行の金融緩和姿勢に対する市場や国民からの信認強化に資するものとして、適切であるとの認識を示した。ある委員は、「少なくとも2020年春頃まで」とすることで、具体的な時期の情報を示しつつ、オープンエンドの要素も維持しているとしたうえで、コミットメントの実効性確保と政策運営の柔軟性確保という2つの要請がバランスよく考慮されていると述べた。この間、一人の委員は、フォワードガイダンスを明確化すること自体には賛成であるが、その場合には、物価目標との関係をより明確化し、いわゆるデータ・ディペンデントな内容とすることが望ましいと述べた。この点に関し、ある委員は、その時々々のデータや情報を用いて経済・物価の不確実性を判断するという点で、現在のフォワードガイダンスもデータ・ディペンデントであり、今回の見直しも、そうした判断を行う時間軸を分かりやすく示すためのものと理解していると述べた。ある委員は、物価上昇率に加速する気配がみえない中であっては、現在の金融緩和を粘り強く続けていくことを明確化することの意味は乏しいという見解を示した。そのうえで、この委員は、「物価安定の目標」の早期達成のためには、予想物価上昇率に直接働きかけることが重要であり、そうした観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和を行うことを約束するという、コミットメントの強化策が必要であるとの意見を述べた。何人かの委員は、消費税率引き上げが予定されている10月が近づくにつれて、「当分の間」が示す時間軸が分かりにくくなり、市場参加者の見方が日本銀行の想定以上に短くなるおそれもあることから、このタイミングで、「当分の間」が相応に長い期間を想定していることを明確化することは、金融緩和の効果を持続していくためにも必要であると述べた。

続いて、多くの委員は、強力な金融緩和の継続に資する措置について、執行部案に沿って検討を進めることが望ましいとの認識を示した。何人かの委員は、適格担保の拡充や成長基盤強化支援資金供給の利便性向上に向けた取り組みは、日本銀行による円滑な資金供給をサポートするものとして、前向きに評価できると述べた。ある委員は、金融機関が保有する国債の残高が、資金調達などの担保として最低限必要な水準に近付きつつあることを踏まえると、適格担保となり得る資産の範囲を拡充しておくことは、この先、日本銀行が国債買入れを円滑に進めていく観点からも重要であると指摘した。何人かの委員は、国債市場やETF市場において市中流通残高が少ない銘柄が増加し、市

場参加者のヘッジやマーケットメイクの余地が狭まっているとの指摘があることを踏まえると、国債補完供給の要件緩和やETF貸付制度の導入は、こうした問題を緩和し、市場機能の維持・改善に繋がる可能性がある」と述べた。

ある委員は、フォワードガイダンスの明確化を含めた今回の措置は、全体として、強力な金融緩和の継続に対する信認を高め、「物価安定の目標」の実現をより確かなものとするとともに、金融市場の安定にも繋がるものであるとの認識を示した。複数の委員は、今回の措置が、現在の強力な金融緩和を継続していくために必要な対応であるということに加え、将来、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために必要と判断される場合には、躊躇なく政策の調整を行う方針であるということも、対外的にしっかりと説明していく必要があると述べた。

このほか、委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。一人の委員は、足もとの金融経済情勢をみると、金融政策の効果が实体经济に波及していく時間軸とその副作用が累積的に強まっていく時間軸の両方に留意することや、そうした効果と副作用を慎重に比較衡量することが、一段と必要な状況になってきているとの認識を示した。また、この委員は、金融機関の預金・貸出金利には契約上、運用上のゼロフロアがあると考えられることや、民間部門の資金の運用・調達構造を踏まえると、現状以上の金利低下は、实体经济への効果よりも、副作用を助長するリスクの方が大きい可能性がある」と指摘した。一人の委員は、「量的・質的金融緩和」が銀行収益を悪化させているという議論は、金融緩和による景気の改善、貸出の増加、信用コストの低下、株式と債券に関する収益の増加を考えていないと述べた。そのうえで、この委員は、そうした議論は、低金利政策が銀行収益に与えた好影響を考慮せずに、貸出金利が低下しなければ、もっと利益が上がっていたはずであるという想定に基づいた議論であると指摘した。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害するおそれがあるとの意見を述べた。別のある委員は、足もと景気が局面変化の兆候をみせる中で、先行き、金融緩和の副作用が累積していくことも踏まえ、2%の目標を早期に達成するため、金融緩和を強化する必要が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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、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マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する、③政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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の方針を共有した。

IV. 政府からの出席者の発言

強力な金融緩和の継続に関する議論を踏まえ、政府からの出席者よ

り、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した(11時36分中断、11時50分再開)。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日提案のあった事項は、強力な金融緩和を継続するうえで必要なものと受け止めており、本会合において、適切に判断して頂ければと思う。また、今回の提案を含め、金融政策運営の状況等については、引き続き、丁寧かつ積極的な説明に努めて頂きたい。
- 平成31年度予算が3月27日に成立した。少子高齢化という国難を乗り越え、経済再生と財政健全化の両立を図っていくため、本予算を円滑かつ着実に実施していきたい。
- 4月11～12日に米国で開催されたG20は、日本議長下での最初の財務大臣・中央銀行総裁会議であった。同会合では、世界経済は、様々な下方リスクを抱えつつも、年後半から復調する見通しであるという認識を各国と共有するとともに、6月に福岡で開催されるG20に向けた日本議長下のプライオリティについて議論を行った。
- 日本銀行には、「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、このところ輸出や生産の一部に弱さもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、当面、一部に弱さが残るものの、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、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題の動向が世界経済に与える影響や、中国経済の先行き、海外経済の動向と政策に関する不確実性、金融資本市場の変動の影響等に留意する必要がある。
- 3月27日に平成31年度予算が成立した。世界経済が不透明感を増す中であって、予算の早期執行と2.3兆円の消費税率引き上げ対策により、経済運営に万全を期していく。経済財政諮問会議では、夏の骨太方針の策定に向けて、次世代型行政サービス、地域活性化、人的資本投資など、各分野の検討を行っている。特に人的資本投資では、就職氷河期世代のための集中プログラムを取りまとめる。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目

標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

- 今回のフォワードガイダンスの明確化は、金融緩和を継続していくことをより明確にするために提案されたものと認識しており、その趣旨について、マーケットがきちんと理解するよう、対外的に丁寧な説明して頂くことが重要と考える。
- 10連休の対応にも万全を期して頂きたい。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強

化することが望ましいとして反対した。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、雨宮委員、若田部委員、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」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、原田委員からは、フォワードガイダンスを見直すにあたっては、物価目標との関係がより明確となるガイダンスとすることが適当であるとの意見が表明された。また、片岡委員からは、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要である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、4月26日に公表することとされた。なお、片岡委員は、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して、物価の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、雨宮委員、若田部委員、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（2019年3月14、15日開催分）が全員一致で承認され、5月8日に公表することとされた。

以 上

2019年4月25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、強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示すため、以下のとおり決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンスの明確化^(注1)

日本銀行は、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 強力な金融緩和の継続に資する措置の実施

適格担保の拡充など別紙の諸措置を実施する。

2. 金融市場調節方針および資産買入れ方針については、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2)

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動するものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。

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。その際、

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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。

3. わが国の景気は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、先行き、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。物価も、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて弱めの動きが続いているものの、先行き、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることなどから、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。もっとも、海外経済の動向をはじめ経済・物価の先行きを巡る不確実性は大きい。また、「物価安定の目標」の実現には、なお時間がかかることが見込まれる。
4. こうした認識のもと、日本銀行は、消費税率引き上げの影響に加え、海外経済の動向を含めた経済・物価の不確実性を点検しながら、強力な金融緩和を粘り強く続けていくの方針をより明確に示すこととした。あわせて、円滑な資金供給および資産買入れの実施と市場機能の確保に資するよう、適格担保の拡充などの諸措置を講じることが適当と判断した。日本銀行としては、強力な金融緩和を継続し、需給ギャップがプラスの状態を続けることにより、経済や金融情勢の安定を確保しつつ、「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを目指していく考えである。
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、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。

以 上

(注1) 原田委員は、フォワードガイダンスを見直すにあたっては、物価目標との関係がより明確となるガイダンスとすることが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要であるとして反対した。

(注2) 賛成：黒田委員、両宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

強力な金融緩和の継続に資する諸措置²

1. 日本銀行適格担保の拡充

(1) 企業債務に関する信用力要件を、以下の基本方針のとおり緩和する。

- ① 外部格付けを取得している企業の債務については、当該企業がBBB格相当以上の格付けを取得していること。
- ② 外部格付けを取得していない企業の債務については、金融機関の自己査定で当該企業が正常先に区分されていること。

(2) 地方公共団体に対する証書貸付債権等については、貸付条件の決定方法として入札等の実施を求めない。非公募地方債については、公募地方債との表面利率および発行価格較差要件を求めない。

(3) セカンダリー市場で取得した政府向け証書貸付債権等を適格担保として受入れ得ることとする。

2. 成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進

(1) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」(円貨)の利用先に本資金供給の実績を踏まえた利用枠を付与し、その範囲内で資金供給を受けられることとする。

(2) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「貸出増加を支援するための資金供給」について、新規貸付の実行日の期限を2021年6月まで延長する。

3. 国債補完供給(SLF)の要件緩和

最低品貸料の引き下げ、銘柄別の売却上限額の撤廃等の要件緩和を行う。

4. ETF貸付制度の導入

日本銀行が保有するETFを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度の導入を検討する。

以 上

² 上記1. から3. までの措置については、実務上の準備が整い次第速やかに実施する。ただし、1. (1)、(2)および2. の措置については、次回以降の金融政策決定会合における基本要領等の所要の改正が必要となる。

(令和元年 6 月 19、20 日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019 年 6 月 19 日(14:00～16:05)
6 月 20 日(9:00～11:38)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	茶谷 栄治	大臣官房総括審議官 (19 日)
	うへの 賢一郎	財務副大臣 (20 日)
内閣府	中村 昭裕	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
企画局参事役	奥野聡雄
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	関根敏隆
調査統計局参事役	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	山城吉道
企画局審議役	藤田研二 (19 日 15:00～16:05)
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	稲場広記

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（4月24、25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-0.08~-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、-0.1%台半ばで概ね横ばい圏内の動きとなっている。

株価（日経平均株価）は、米国の通商政策を巡る不透明感の高まりなどから、6月上旬にかけて下落したが、その後は、米欧株に連れる形で上昇に転じ、最近では、21千円台で推移している。為替相場をみると、投資家のリスク回避姿勢の強まりや米欧の金利低下などを背景に、円の対ドル、対ユーロ相場は、ともに円高方向で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、緩やかに拡大している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、増加している。輸出は増加基調が一服しているほか、企業の業況感の改善傾向が弱まっていることなどを受けて、設備投資の増加基調は緩やかなものとなっている。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、

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

コアベースともに、前年比＋1％台半ばで推移している。先行きの米国経済は、拡張的な財政政策などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、減速している。輸出は、総じてみれば横ばい圏内で推移している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にあるものの、設備投資は、製造業の業況感悪化などを背景に、増勢が鈍化している。物価面をみると、総合ベースのインフレ率（H I C P）は前年比＋1％台半ば、コアベースは同＋1％近傍で推移している。先行きの欧州経済は、製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。この間、英国経済は、3月末に合意なきEU離脱が行われることを想定した自動車生産の一時休止の影響などから、4月は成長率がマイナスに転化している。

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ものの、製造業部門では弱さもみられている。物価面をみると、インフレ率（C P I）は、前年比＋2％台半ばで推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦再燃や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、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みられる。N I E s・A S E A Nでは、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、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、振れを伴いつつも、緩やかに回復している。インドの景気は、個人消費を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米国の通商政策を巡る不透明感の高まりなどを背景に、6月上旬にかけて、多くの国で株価が下落したが、その後は、F R Bによる利下げ観測の高まりや米国の対メキシコ追加関税措置の実施見送りなどを受けて、株価は上昇に転じている。米欧の長期金利は、投資家のリスク回避姿勢の強まりや、F R Bによる利下げ観測の高まりなどから、低下している。商品市場では、原油価格は、米国の通商政策を巡る不透明感の高まりや米国における原油在庫の積み上がりなどを背景に、下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基

調としては緩やかに拡大している。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、弱めの動きとなっている。先進国向けは増加基調を続けているものの、新興国向けは弱めの動きとなっている。先行きの輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。

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、オリンピック関連工事に加え、自然災害を受けた補正予算や国土強靱化政策などを背景に、増加するとみられる。

企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持している。法人企業統計で2019年1～3月の売上高経常利益率をみると、総じて高い水準を維持している。設備投資は、増加傾向を続けている。先行指標である機械受注は、2四半期連続で減少した後、4月の1～3月対比は大きめの増加となったほか、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、増加傾向を続けている。先行きの設備投資は、総じて良好な企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、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、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も増加している。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

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（実質・旅行収支調整済）をみると、1～3月に前期比で小幅に増加した後、4月の1～3月対比も増加した。先行きの個人消費は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果などに支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。

住宅投資は、貸家系の新設住宅着工戸数が節税ニーズの一巡などを受けて減少傾向にある一方、持家が増加していることなどから、全体として横ばい圏内で推移している。

鉱工業生産は、弱めの動きとなっている。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、その後は、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、上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比は、足もと0%台半ばとなっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（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、横ばい圏内で推移している。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、設備投資向けや企業買収関連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3～4%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台後半の伸びとなっている。

II. 日本銀行適格担保の拡充および成長基盤強化支援資金供給の利便性向上にかかる基本要領の改正等について

1. 執行部からの説明

4月の金融政策決定会合において、強力な金融緩和の継続に資する諸措置が決定されたことを踏まえ、日本銀行適格担保の拡充および成長基盤強化支援資金供給の利便性向上にかかる基本要領の改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

上記を内容とする「『企業および地方公共団体等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則』の制定等に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表する

こととされた。

Ⅲ. 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、米国の通商政策を巡る不透明感の高まりなどを背景に、6月上旬にかけて、多くの国で株価が下落したが、その後は、F R Bによる利下げ観測の高まりや、米国の対メキシコ追加関税措置の実施見送りなどを受けて、株価が上昇に転じるなど、市場は落ち着きを取り戻してきているとの認識を共有した。多くの委員は、投資家のリスク回避姿勢の強まりや、F R Bによる利下げ観測の高まりなどから、世界的に長期金利は低下しているとの認識を示した。このうち、一人の委員は、こうした状況のもとで、現在、日本は、スイス、ドイツ、デンマークに次いで、主要国の中で4番目に長期金利が低いと付け加えた。複数の委員は、日米金利差の縮小などから、円の対ドル相場は幾分円高・ドル安方向で推移しているものの、ごく最近の市場のリスクセンチメント改善が円高圧力を抑制していると指摘した。ある委員は、貿易摩擦と地政学的な緊張が高まった結果、企業マインドの更なる悪化がみられており、金融市場における投資家心理などにも影響を及ぼしつつあるとの見方を示した。この間、原油価格について、一人の委員は、地政学的リスクの高まりを受けて上昇する場面もみられたが、米国の通商政策を巡る不透明感の高まりなどを背景に、下落傾向にあると指摘した。

海外経済について、委員は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。複数の委員は、グローバルな製造業PMIが5月に50を下回り、世界貿易量にも戻りがみられないことから、世界的な製造業部門の調整は続いているとの認識を示した。もっとも、何人かの委員は、良好な雇用・所得環境などに支えられ、多くの国で内需が堅調に推移しており、海外経済の緩やかな成長トレンドは維持されていると指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。何人かの委員は、世界経済の持ち直しは、本年後半以降になるとの認識を示した。このうち、一人の委員は、金融市場には神経質な動きもみられるが、世界経済のファンダメンタルズの堅調さは維持されているので、各国の政策対応の効果を見極めるこ

とが必要であると付け加えた。別のある委員は、海外経済は急激な減速を今のところ回避できているものの、様々なリスクを抱えている点には注意が必要であると指摘した。何人かの委員は、米中貿易摩擦の影響や、それを含めた中国経済の動向など、海外経済を巡る下振れリスクは依然大きく、前回会合対比でリスクは下方に厚くなっているとの認識を示した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、緩やかに拡大しているとの認識で一致した。多くの委員は、良好な雇用・所得環境などに支えられて、消費者マインドは堅調に推移しており、個人消費は引き続き増加基調にあると指摘した。複数の委員は、ハードデータをみるとまだ好調を維持しているが、製造業を中心に企業の業況感の改善傾向が弱まっている点は気掛かりであると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、拡張的な財政政策などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、5月上旬以降、通商政策を巡る不透明感が再び高まっており、これが企業マインドの悪化や金融市場の不安定化を通じて、米国経済を下押しするリスクには十分に注意する必要があると指摘した。

欧州経済について、委員は、減速しているとの認識を共有した。何人かの委員は、個人消費は総じてみれば増加基調にあるものの、中国経済減速の影響などから、製造業の業況感は悪化が続いており、ドイツを中心に生産は弱めの動きとなっているとの認識を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくとの認識で一致した。そのうえで、複数の委員は、英国のEU離脱交渉の展開など、欧州の政治情勢を巡るリスクが顕在化すれば、先行き、欧州経済の回復が遅れる可能性や予想よりも大きく減速する可能性があるとの指摘した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では弱さもみられているとの見方で一致した。複数の委員は、現時点で、当局の景気刺激策の効果は限定的であり、米中貿易摩擦の影響もあって、景気がはっきりと改善するには至っていないと指摘した。もっとも、中国経済の先行きについて、委員は、米中貿易摩擦再燃や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。何人かの委員は、景気刺激策の効果次第に顕在化してくるほか、IT関連財の調整の進捗なども期待されるため、年後半にかけて、中国経済の成長ペースは回復してくる可能性が高いとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、当局の景気

刺激策の効果には不確実性が大きいほか、米国による追加関税措置の実施など、景気回復を遅らせる材料が散見される点には留意が必要であると述べた。

新興国経済について、委員は、中国経済の減速の影響を受けている面はあるが、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、中国経済の減速やIT関連財の調整の影響を受けつつも、各国の景気刺激策の効果などを背景に、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。複数の委員は、新興国経済は概ね堅調であるが、中東の地政学的リスクや各国の政治リスクには、引き続き注意が必要であると指摘した。

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、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大しているとの認識で一致した。何人かの委員は、1～3月期の実質GDPははっきりとしたプラス成長となったが、これは、輸入の減少が主因であり、個人消費や設備投資といった国内需要の伸びはヘッドラインの印象よりは強くないと指摘した。このうち、複数の委員は、景気ウォッチャー調査などマインド関連指標が低下を続けていることにも注意が必要であると述べた。もっとも、多くの委員は、4月までのハードデータをみると、輸出・生産面の弱さは続いているが、内需は堅調であり、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムは維持されているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調として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支出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。多くの委員は、5月以降、米国の通商政策を巡る不透明感が高まっており、これが設備投資計画や雇用・所得環境に与える影響については、5月以降の経済指標や6月短観の結果、各種のミクロ情報を踏まえつつ、しっかりと点検していく必要があると述べた。そのうえで、委員は、海外経済を巡る下振れリスクは大き

いとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響を引き続き注視していく必要があるとの認識を共有した。更に、複数の委員は、海外経済の減速が長期化する可能性がある中で、消費税率引き上げがわが国経済を下押しするリスクも懸念されるため、今後の景気動向については慎重にみていく必要があると述べた。

輸出の現状について、委員は、弱めの動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、実質輸出が4月に増加した後、5月には大きめの前月比マイナスとなったことに関して、中国経済の減速やグローバルなIT関連需要の鈍化などを背景に、中国向けの資本財や情報関連財の落ち込みが目立つと指摘した。先行きの輸出について、委員は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、米中貿易摩擦の再燃などから輸出関連企業の警戒感も高まっており、先行きの動向には注意する必要があると述べた。

公共投資について、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。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から、増加するとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益や業況感が、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持するもとの増加傾向を続けているとの認識で一致した。複数の委員は、建築着工が増加を続けているほか、弱めとなっていた機械受注も足もと反発しており、設備投資の増加傾向は維持されていると述べた。先行きの設備投資について、委員は、総じて良好な企業収益や緩和的な金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、海外経済の不確実性が大きい中で、設備投資がどの程度しっかりしていると考えればよいかという点について議論を行った。複数の委員は、世界経済の不確実性や減速リスクが高まるもとにあっても、人手不足対応の省力化投資や継続的な維持更新投資・研究開発投資などを背景に、設備投資は増加傾向を続けており、これは、海外経済の減速に対するわが国経済の頑健性を示すものであると述べた。これに対し、複数の委員は、設備投資は遅行指標であり、輸出・生産の弱さが長引いたり、米中貿易摩擦などを背景に企業マインドが大きく悪化するような場合には、先行き、設備投資にも下押し圧力がかかる可能性があるため注意が必要であると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な引き締まりを

続けており、雇用者所得も増加しているとの認識を共有した。何人かの委員は、失業率が2%台半ばの低水準で推移し、有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準を維持するなど、労働市場は引き続きタイトな状況であると指摘した。一人の委員は、ベースアップが6年連続で実施され、パート時給も上昇を続けるなど、賃金動向は堅調であるとの見方を示した。これに対し、複数の委員は、統計の振れである可能性も否めないが、このところ就業者数や名目賃金の伸びが幾分鈍化していることは気掛かりであると述べた。この間、ある委員は、賃金の伸びの鈍さには、前年のインフレ率をもとに賃金が決定される慣行も影響しており、米国の経済学者が述べているように、公的部門からこうした慣行を見直していくことも、賃金の伸びを高める方法であると指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加しているとの認識を共有した。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などに支えられて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。ある委員は、10月に予定されている消費税率引き上げ前の駆け込み需要が乗用車販売など一部にみられ始めているとの指摘もあるが、駆け込みが発生しにくいサービス消費を含め、幅広い分野で個人消費は底堅い動きを続けているとの認識を示した。もっとも、この委員を含む何人かの委員は、海外経済の減速が消費者マインドに及ぼす影響や消費税率引き上げが消費に与える影響を注意深く点検しつつ、今後、消費の基調をしっかりと見極めていく必要があると指摘した。

住宅投資について、委員は、貸家系の新設住宅着工戸数が減少傾向にある一方、持家が増加していることなどから、全体として横ばい圏内で推移しているとの認識で一致した。

鉱工業生産について、委員は、海外経済に減速の動きがみられるもとの弱めの動きとなっているとの認識を共有した。先行きの生産について、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、その後は、基調としては緩やかな増加を続けるとの見方を示した。

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%台後半となっているほか、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。一人の委員は、プラスの需給ギャップによる物価上

昇圧力は維持されているが、企業の省力化投資などに伴う生産性向上による物価抑制効果に打ち消されるかたちで、物価上昇は遅れているとの見方を示した。別のある委員も、コンビニ業界の深夜営業の取り止めなど、企業が値上げではなく、生産性の上昇によりコスト上昇圧力を吸収する事例が数多く存在することで、物価上昇が遅れている可能性がある」と述べた。また、一人の委員は、わが国では、米中貿易摩擦の影響が大きく、こうしたもとの、2%の「物価安定の目標」からまだ距離があり、物価上昇に加速の動きがみられないことには留意すべきであると指摘した。もっとも、多くの委員は、内需が堅調を維持し、人手不足も続く中、プラスの需給ギャップを起点として、賃金・物価が緩やかに高まるという基本的なメカニズムは引き続き作動しているとの認識を示した。このうち、複数の委員は、日次や週次の物価データをみると、人件費や原材料価格の上昇を背景に食料品等の値上げが広がっていることが確認できるほか、長期化する労働需給の逼迫がサービス価格の上昇につながるなど、最近の物価動向には底堅さが感じられると指摘した。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。一人の委員は、物価抑制に寄与している労働生産性の向上は無限には続かないほか、賃金上昇に伴い消費者の値上げ許容度も高まってくるとみられるため、時間はかかるものの、物価上昇率は徐々に高まっていくことが期待されると述べた。ある委員は、今後、物価上昇率を高め、これを維持するためには、労働需給が相応にタイトな状態に維持されるもとの、賃金が更に上昇し、その状態が継続していくことが必要であるとの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、経済の下振れリスクの大きさを考えると、先行き、需給ギャップに変調が生じて物価に影響を及ぼすリスクには注視していく必要があると述べた。このうち、一人の委員は、このところ企業や家計のマインドが慎重化していることが、物価上昇のモメンタムにどのような影響を与えるのか、しっかり点検していく必要があると指摘した。この間、一人の委員は、需給ギャップが一本調子に拡大する可能性は低く、予想物価上昇率も弱い状況が続いていることなどから、この先、物価上昇率が2%に向けて勢いを強めるとは判断できないと指摘した。

予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。複数の委員は、家計の予想物価上昇率がこのところ

幾分上昇しているほか、短観の販売価格判断D Iがバブル期以来の6四半期連続のプラスとなるなど、家計の値上げ許容度や企業の価格設定スタンスにも変化の兆しがみられているとの認識を示した。一人の委員は、適合的な期待形成が強い中、予想物価上昇率は実際の物価動向に左右されるため、為替相場や原油価格の変動には細心の注意を払う必要があると述べた。

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。

IV. 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関する認識を踏まえ、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、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや、値上げに対する家計の慎重な見方が根強い点は注意深く点検していく必要があるが、2%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プラスの状態が続くもとで、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、このところ横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられることを挙げた。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。大方の委員は、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を粘り強く続け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、物価上昇の原動力であるプラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢をバランスよく踏まえつつ、現在の政策のもとで、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述べた。一人の委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を粘り強く続け、経済の好循環を息長く支えていくべきであると指摘した。ある委員は、海外経済の先行きの不確実性は高いが、

これまで以上に金融仲介機能や市場機能面への副作用に留意しつつ、現行の金融緩和政策を粘り強く続けることで、「物価安定の目標」の達成を目指すべきであるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、従来と同様、今後とも金融と財政のポリシーミックスが維持されることが重要であると付け加えた。この間、一人の委員は、各国中央銀行が世界経済の減速と不確実性の高まりを警戒している中、物価見通しの基調に変調が起きれば何らかの政策対応を行うとの姿勢を維持することが、デフレ脱却のカギであると述べたうえで、追加緩和手段として、長短金利の調整、マネタリーベース拡大ペースの加速、資産購入額の増額等、全ての政策手段を考慮すべきであると指摘した。別のある委員は、米欧で金融緩和期待が高まるなど外部環境が変化する中、日本銀行としても金融緩和を強化する必要があるとあり、幅広い追加緩和オプションの実現可能性や効果と副作用について、更に検討を深めておく必要があると述べた。これに対し、複数の委員は、各国中央銀行は、あくまでも自国の経済・物価の安定を目的として適切な金融政策運営に努めており、日本銀行も、わが国の経済・物価・金融情勢を踏まえ、適切な金融政策運営を行っていく必要があるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、従来から対外的にも発信しているように、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために必要と判断される場合には、政策の調整を行うべきであると指摘した。このうち、複数の委員は、その際には、政策の効果と副作用を十分に検討する必要があると付け加えた。

続いて、委員は、先行きの金融政策運営上の留意点について議論を行った。前回会合以降、わが国の長期金利が低下していることに関連して、何人かの委員は、長期金利の変動幅については、従来から「概ね±0.1%の倍程度」を念頭に置いていると指摘したうえで、強力な金融緩和による市場機能への影響を軽減するという観点を踏まえると、金利変動の具体的な範囲を、過度に厳格に捉える必要はなく、今後も、弾力的に対応していくことが適当であるとの認識を示した。複数の委員は、前回会合において強力な金融緩和の継続に資する諸措置を決定したが、今後とも、持続性を高める措置を不断に検討していく必要があると指摘した。この間、複数の委員は、低金利環境が長期化するもとで、先行き、地域金融機関を中心に、収益性が更に低下していく可能性や、収益を確保するために、過度なリスクをとる動きが広がる可能性には留意する必要があるとの認識を示した。これに対し、複数の委員は、金融システムレポートのヒートマップをみても、赤が点灯したのは不動産業向け貸出のみであり、現時点では、わが国の金融システムは安定性を維持していると評価してよいと指摘した。ある

委員は、金融機関によっては、貸出先が限られるもとで預金が集まりやすいという構造的な課題を抱える先もあり、金融システムが将来にわたって安定を確保していくためには、金融機関間の統合・連携といったことも有効な選択肢となり得ると述べた。

このほか、一人の委員は、国債買入れは主として金利の変化を通じて経済・物価に波及しており、金利低下圧力を伴わない量の効果は限定的であるとの見方を示した。また、この委員は、現在の貸出金利の水準は、金融緩和の効果を反転させる「リバーサル・レート」に近付きつつあると述べたうえで、一段と貸出のベースレートが低下した場合には、銀行貸出が減少しかねないほか、中央銀行が金融機関に対してマイナス金利の資金供給を行うことも、経済・金融情勢次第では、銀行貸出の増加にはつながらない惧れがあると述べた。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害する惧れがあるとの意見を述べた。別のある委員は、景気の先行きを巡るリスクは下方に厚く、物価情勢も早期の2%の実現が見通せない状況にあることなどを踏まえると、現行の政策を粘り強く続けるのではなく、これまでよりも金融緩和を強化する必要が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-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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、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マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する、③政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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の方針を共有した。

これに対し、ある委員は、政策金利のフォワードガイダンスについて、物価目標との関係がより明確となるガイダンスを導入する方が望ましいと述べた。別の一人の委員は、「物価安定の目標」の早期達成のためには、予想物価上昇率に直接働きかけることが重要であり、そうした観点から、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和を行うことを約束するという、コミットメントの強化策が必要であるとの意見を述べた。

V. 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。

- 現在、「経済財政運営と改革の基本方針 2019」、いわゆる「骨太の方針 2019」について議論を進めており、21日に取りまとめる方針である。政権交代以降、骨太の方針に沿って、経済の再生と財政の健全化に一体的に取り組んできており、着実に成果を挙げてきたと考えている。今後とも、2025年度の財政健全化目標の実現に向け、「新経済・財政再生計画」に沿って、経済・財政一体改革を推進していきたい。
- 先日の福岡のG20では、議長国として日本が設定した優先課題について、活発な議論が行われ、G20大阪サミットにつながる大きな成果を得ることができた。特に、世界経済については、様々な

下方リスクを抱えながらも、総じて回復していくという見通しと、下方リスクに対処し行動することが必要であるとの認識が共有された。

- 日本銀行には、「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。

- 景気の現状は、中国経済の減速などから輸出や生産の弱さは続いているものの、雇用・所得環境の改善など、内需はしっかりしており、緩やかな回復という景気の基調は変わっていない。先行きは、当面、弱さが残るものの、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、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題の動向が世界経済に与える影響に一層注意するとともに、中国経済の先行き、海外経済の動向と政策に関する不確実性、金融資本市場の変動の影響等に留意する必要がある。
- 21日に取りまとめる骨太の方針では、グローバルな環境変化を強く意識したうえで、Society 5.0 実現の加速を前面に据えており、就職氷河期世代の支援プログラム、最低賃金の引き上げなどの所得向上策、人口減少下での地域の活性化策、地域施策の強化などに特徴がある。財政については、デジタル・ガバメントなど次世代型行政サービスを通じた効率と質の高い行財政改革を中心に位置付けた。当面の経済財政運営としては、来年度予算編成において適切な規模の臨時・特別の措置を講じること、リスクが顕在化する場合には機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行することなどを明記した。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

VI. 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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、雨宮委員、若田部委員、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

VII. 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、原田委員からは、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、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、②2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要である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。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2019年4月24、25日開催分）が全員一致で承認され、6月25日に公表することとされた。

以 上

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとの、輸出や鉱工業生産は、弱めの動きとなっている。一方、企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持し

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

ており、設備投資は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で推移している。公共投資も高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。この間、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、横ばい圏内で推移している。

3. 先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調として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支出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、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた中国を始めとする新興国・資源国経済の動向、IT関連財のグローバルな調整の進捗状況、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、地政学的リスクなどが挙げられる。こうした海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある。

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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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^(注3)。

以上

-
- (注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、先行きの経済・物価情勢に対する不確実性がさらに強まる中、金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。
- (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) 原田委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要であるとして反対した。

(元年7月29、30日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019年7月29日(14:00～15:10)
7月30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)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	神田 眞人	大臣官房総括審議官 (29日)
	うへの 賢一郎	財務副大臣 (30日)
内閣府	茨木 秀行	大臣官房審議官(経済財政運営担当) (29日)
	田中 良生	内閣府副大臣 (30日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	飯島浩太
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	川本卓司
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	山城吉道
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	東 将人
企画局企画役	長江眞一郎

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（6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-0.08~-0.06%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、-0.1%台前半で概ね横ばい圏内の動きとなっている。

株価（日経平均株価）は、海外株価の動きに振らされつつ幾分上昇し、最近では、21千円台後半で推移している。為替相場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は、ともに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、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、緩やかに拡大している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、増加している。輸出は増加基調が一服しているほか、企業の業況感の改善傾向が弱まっていることなどを受けて、設備投資は増勢が鈍化している。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。先行きの米国経済は、拡張的な財政政策などにも支えられ、緩やかな拡大を続けるとみられる。

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

欧州経済は、減速している。輸出は、総じてみれば横ばい圏内で推移している。設備投資は、製造業の業況感悪化などを背景に、増勢が鈍化している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にある。物価面をみると、総合ベースのインフレ率(H I C P)は前年比+1%台半ば、コアベースは同+1%近傍で推移している。先行きの欧州経済は、製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。この間、英国経済は、3月末に合意なきEU離脱が行われることを想定した自動車生産の一時休止の影響などから、4～5月は成長率がマイナスに転化している。

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ものの、製造業部門では弱さもみられている。物価面をみると、インフレ率(C P I)は、前年比+2%台半ばで推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、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みられる。N I E s・A S E A Nでは、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、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、振れを伴いつつも、緩やかに回復している。インドの景気は、個人消費を中心に緩やかに回復している。

海外の金融市場をみると、米中首脳会談を受けた通商交渉の進展期待や米欧での金融緩和観測の高まりなどを背景に、先進国を中心に株価が幾分上昇している。米欧の長期金利は、金融緩和を巡る思惑もあって、均してみれば横ばい圏内で推移している。商品市場では、原油価格は、中東情勢を巡る地政学的リスクの高まりなどがみられた一方で、需要軟化の見通しも示される中、振れの大きい展開となっている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大している。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、弱めの動きとなっている。先進国向けは増加基調を続けているものの、新興国向けは弱めの動きとなっている。先行きの輸出は、

当面、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続く可能性が高いものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

公共投資は、横ばい圏内で推移している。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、足もとでは増加している。先行きについては、オリンピック関連工事に加え、2018年度補正予算の執行や国土強靱化政策などを背景に、増加するとみられる。

企業収益は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて高水準で推移している。業況感は、やや長い目でみれば良好な水準を維持しているが、製造業を中心にこのところやや弱含んでいる。設備投資は、増加傾向を続けている。資本財総供給は、1～3月にやや大きく減少したものの、4～5月は持ち直している。建設工事出来高（民間非居住用）も、増勢を鈍化させつつも増加基調を続けている。先行きの設備投資は、緩和的な金融環境などを背景に、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、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加している。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか、失業率も引き続き低水準で推移している。

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加している。また、一部では前回増税時よりも小幅ながら消費税率引き上げ前の需要増もみられ始めている。各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）を形態別にみると、耐久財は、乗用車や白物家電を中心に足もとで増勢がやや強まっており、これには消費税率引き上げ前の需要増も一部影響しているとみられる。先行きの個人消費は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面も予想されるものの、基調としては、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果などに支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している。新設住宅着工戸数をみると、貸家系が節税・資産運用目的の需要減退などを受けて減少している一方、持家や分譲戸建が増加している。

鉱工業生産は、輸出が弱めの動きとなる一方、国内需要が増加していることから、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、輸出の弱さと国内需要の増加が拮抗し、総じてみれば横ばい圏内の動きとなる可能性が高い。その後は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面が予想されるものの、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加に転じていくとみられる。

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、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比も、足もと0%台半ばとなっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（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、横ばい圏内で推移している。長期金利から中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、設備投資向けや企業買収関連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、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3～4%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台前半の伸びとなっている。

II. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融市場について、委員は、米中通商交渉の進展期待や米国での利下げ観測、ユーロ圏での追加緩和の思惑等を背景に、一頃と比べれば市場センチメントが改善し、先進国を中心に株価が上昇しているほか、為替相場や長期金利も、総じて落ち着いているとの認識を共有した。複数の委員は、市場は落ち着きつつあるものの、先行きの不透明感が強い状況に変化はなく、投資家センチメントの慎重さを示唆する動きもみられていると述べた。別の複数の委員は、米国株価は、金融緩和期待を背景にこのところ更に上昇しているものの、過熱感に留意が必要であると指摘した。ある委員は、世界的に金利低下が進む中、

本邦投資家が過度なリスクテイクを行わないか、動向を注視していると述べた。

海外経済について、委員は、中国や欧州を中心に減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。多くの委員は、グローバル製造業PMIが節目となる50を下回ったことやIMF見通しの下方修正などに言及しつつ、海外経済の減速感が強まっていると指摘した。このうち、複数の委員は、海外経済を巡る不透明感の長期化が、投資行動を含めた企業行動に徐々に影響し始めている点が懸念されると述べた。また、ある委員は、中国における景気刺激策の効果の発現やIT関連財の調整進捗について、前向きな動きがみられているものの、回復に向けた明確な動きとみなすにはまだ力不足であると指摘した。一方、別の一人の委員は、海外経済のファンダメンタルズは、一段と減速が進む状況までは至っておらず、現時点では、各国の景気対策の効果が今後どのように出てくるかを慎重に見極めることが適切であると述べた。海外経済の先行きについて、委員は、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国における景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などを背景に、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。この点について、複数の委員は、海外経済の持ち直しの時期は、このところの減速感の強まりを踏まえると、後ずれする可能性があるとの指摘した。このうち、一人の委員は、持ち直しの時期は、わが国の消費税率引き上げには間に合わないとの見方を示した。こうした議論を踏まえて、委員は、海外経済の下振れリスクは引き続き大きく、特に保護主義的な動きによる影響の不確実性は高まっているとの見方で一致した。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、緩やかな拡大を維持しているとの認識で一致した。多くの委員は、雇用・所得環境は良好であり、個人消費も堅調であるなど、米国経済は底堅いと指摘した。もっとも、何人かの委員は、世界経済の不透明感が強い状況が長期化していることなどを背景に、設備投資関連指標が弱めとなっている点には注意が必要と述べた。この間、何人かの委員は、7月FOMCにおける利下げがほぼ完全に市場に織り込まれていると指摘した。米国経済の先行きについて、委員は、FRBが景気や物価の下振れリスクも意識した金融政策運営を行うもとの、拡張的な財政政策などにも支えられ、拡大を続けるとの見方を共有した。

欧州経済について、委員は、減速しているとの認識を共有した。何人かの委員は、自動車排ガス規制の強化や中国経済減速の影響などが

ら、ドイツを中心に、生産・輸出は弱めの動きとなっているとの認識を示した。欧州経済の先行きについて、委員は、製造業部門の回復に伴い、次第に減速した状態から脱していくとの認識で一致した。何人かの委員は、no deal Brexit となる可能性を含めて英国のEU離脱交渉を巡る不透明感が強い状況が続いていることもあり、欧州経済を巡っては、回復の遅れが懸念される状況が続いていると述べた。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では弱めの動きもみられているとの見方で一致した。何人かの委員は、インフラ投資資金にもなりうる地方政府の債券発行増加がみられるなど、政府による景気対策の効果が、徐々に発現しつつあると指摘した。中国経済の先行きについて、委員は、今後、米中貿易摩擦や当局による債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとの見方を共有した。そのうえで、ある委員は、今次局面の景気対策は、民間部門が高水準の債務を抱える中、シャドーバンク規制と両立させる必要があるため、その効果については、注意してみいく必要があると指摘した。

新興国経済について、委員は、各国の景気刺激策の効果などから、全体として緩やかに回復しているとの認識を共有した。NIEs・ASEANについて、委員は、輸出の増加基調が一服しているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、IT関連財の調整の影響を受けつつも、各国の景気刺激策の効果などを背景に、全体として緩やかな回復を続けるとの認識で一致した。ある委員は、米欧における金融緩和期待の高まりは、新興国の資金フローを安定化させる方向に作用することで、新興国における金融緩和余地を拡大させる効果があると指摘した。

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、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大しているとの見方で一致した。海外経済の減速の影響について、複数の委員は、設備投資や雇用といった、輸出・生産や企業マインド面以外の部分にも波及し始めている可能性を指摘した。もっとも、多くの委員は、これまでのところ、輸出・生産面の弱さが設備投資や個人消費などにはっきりと波及する状況にはなっていないとの見方を示したうえで、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムは維持されていると述べた。

輸出の現状について、委員は、足もとでは弱めの動きとなっているとの見方で一致した。委員は、輸出は1～3月期に減少した後、4～6月期は横ばいとなったが、中国を始めとするアジア向けの資本財や情報関連が引き続き減少しており、全体として弱めの動きとなっているとの認識を共有した。先行きの輸出について、多くの委員は、製造業PMIの新規輸出受注の動きなどを踏まえると、当面は、弱めの動きとなるものの、その後は、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくとみられるもとで緩やかな増加基調に復していくとの見方を共有した。

公共投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見解で一致した。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連工事に加え、2018年度補正予算の執行や国土強靱化政策などを背景に、増加するとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、増加傾向を続けているとの見方で一致した。何人かの委員は、6月短観における2019年度の設備投資計画はしっかりとした内容であったほか、支店長会議での報告などによれば、海外需要の変化や景気循環の影響を相対的に受けにくい中長期的な戦略投資や非製造業の投資需要が設備投資を下支えしていると指摘した。もっとも、このうちのある委員は、中国や米国では製造業の設備投資関連指標が弱めとなっており、不確実性の高まりが、これまでのところ堅調さを維持しているわが国の設備投資にも影響を与える可能性がある点に注意が必要であると述べた。また、別の一人の委員は、輸出依存度の高い加工業種の設備投資計画は、海外経済の影響を受けていると指摘した。ある委員は、設備投資実績は景気に遅行する面があり、投資の底堅さは一旦着手した案件を中断することの技術的困難さを表すだけかもしれないと指摘した。先行きの設備投資について、委員は、機械受注などの先行指標の動きを踏まえると、当面、海外経済の減速の影響から幾分減速する可能性があるものの、基調としては、緩和的な金融環境のもとで、能力増強投資、都市再開発投資、

省力化投資、成長分野への研究・開発等により緩やかに増加していくとの見方で一致した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加しているとの認識を共有した。複数の委員は、労働参加率の上昇の動きが、どこかで頭打ちになれば、これまで賃金上昇圧力を緩和していた要因が後退し、賃金上昇圧力が一段と高まることになるため、今後の労働参加率の動きに注目していると述べた。別の複数の委員は、景気ウォッチャー調査の雇用関連DIの低下や、新規有効求人数の減少は、雇用環境の変調の兆しである可能性があり、注意が必要と指摘した。このうち、一人の委員は、求人数の減少は製造業の寄与が大きく、海外経済減速の影響が波及している可能性があるとして述べた。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境の改善を背景に、緩やかに増加しているとの認識で一致した。また、委員は、前回増税時よりも小幅ながら、自動車や家電など、一部で消費税率引き上げ前の需要増がみられ始めているとの認識を共有した。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面もみられるものの、雇用・所得環境の改善が続く中、株価上昇による資産効果もあって、緩やかな増加傾向を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、負担軽減策の効果や消費者マインドへの影響を含め、消費税率引き上げ前後の消費動向については注意深く点検していく必要があるとして述べた。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識で一致した。また、委員は、住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、貸家系が減少している一方、持家や分譲戸建が足もと増加しているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、輸出は弱めの動きとなる一方、国内需要が増加していることから、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。先行きの生産について、委員は、当面、輸出の弱さと国内需要の増加が拮抗するもとで総じてみれば横ばい圏内で推移し、その後は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面が予想されるものの、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加に転じていくと見込まれるとの認識で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっているほか、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%

台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。ある委員は、国内企業物価が前年比マイナスに転じており、海外経済の弱さが企業物価に影響を及ぼしてきている可能性がある」と指摘した。もっとも、大方の委員は、内需が堅調を維持し、人手不足も続く中、プラスの需給ギャップを起点として、賃金・物価が緩やかに高まるという基本的なメカニズムは引き続き作動しているとの認識を示した。このうち、ある委員は、人件費等の上昇を背景に食料品等の値上げが広がっていると指摘した。

2. 経済・物価情勢の展望

2019年7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、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとの見方を共有した。わが国の輸出について、委員は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくとの見方で一致した。国内需要について、委員は、当面、設備投資が幾分減速すると見込まれるが、その後は、消費税率引き上げの影響を受けつつも、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。こうした議論を経て、委員は、わが国経済は、先行き、均してみれば、潜在成長率並みの成長を続けるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、2019年4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。

続いて、委員は、わが国の物価情勢について議論を行った。まず、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて物価が弱めの動きを続けている背景について、委員は、基本的には、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の影響が大きいとの認識を共有した。この点について、複数の委員は、労使ともに雇用を重視する姿勢が強いことなどから、わが国では賃金引き上げに対する抵抗感が根強いと述べた。加えて、委員は、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みや、近年の技術進歩、弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重な価格設定スタンスを維持することを可能にしているとの見解で一致した。この点に関し、ある委員は、宿泊業において全国的に休業日を設ける動きが広がるなど、就労条件を改善しつつ営

業日における稼働率を高める試みがみられているとしたうえで、こうした取り組みは、労働生産性の上昇を通じて、結果的に物価上昇を抑制する面があると指摘した。

次に、委員は、先行きの物価動向について、議論を行った。大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、2019年4月の展望レポートでの見通しと比べると、見通し期間中の物価上昇率は、概ね不変であるとの見方で一致した。

更に、委員は、消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムを、一般物価の動向を規定する主な要因に基づいて整理した。まず、マクロ的な需給ギャップについて、大方の委員は、引き締まった状態にある労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっており、先行きもそうした状態を維持するとの見方を共有した。このうち、ある委員は、マクロ的な需給は適度な逼迫感を継続していくものの、消費者物価の前年比上昇率の拡大は緩やかなものに留まるとみられ、「物価安定の目標」の実現には暫く時間がかかると見込まれると述べた。また、別の一人の委員は、生産性向上のための投資が今後も続くともみられることを踏まえると、先行きも物価が上がりにくい状況が続くと予想されると述べた。次に、中長期的な予想物価上昇率について、大方の委員は、先行き上昇傾向を辿り、2%に向けて次第に収斂していくとの認識を共有した。その背景として、これらの委員は、①「適合的な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが、予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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が、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることを指摘した。このうち、ある委員は、家計のインフレ予想や値上げ許容度が高まりつつあるなど、物価の基調としてのモメンタムは徐々に高まってきているため、この流れを大切に育てていくことがきわめて重要な局面であると述べた。これに対し、一人の委員は、需給ギャップが更に拡大する状況にはないほか、予想物価上昇率が弱めの動きを続けていることなどから、この先、2%に向けて物価上昇率が伸びを高めていくとは判断できないと述べた。

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、経済の上振れ・下振れ要因として、委員は、①海外経済の動向、②消費税率引き上げの影

響、③企業や家計の中長期的な成長期待、④財政の中長期的な持続可能性の4点を挙げた。委員は、米中間の貿易問題を始めとする保護主義的な動きの帰趨やその影響、それを含めた中国経済の動向、ITサイクルの調整が想定以上に長引く可能性など、海外経済を巡る下振れリスクは大きく、特に保護主義的な動きによる影響の不確実性は高まっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、こうした海外経済を巡る不透明感が、わが国の企業や家計のマインドに与える影響を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、海外経済を中心にリスクは下方に厚くなっており、これが顕在化するタイミングが消費税率引き上げと重なることで、わが国経済への悪影響が大きくなるリスクには注意が必要であると述べた。このうち一人の委員は、こうしたリスクが顕現する場合には、景気後退に向かう可能性が相応にあると述べた。このほか、多くの委員は、米国のマクロ政策運営が国際金融市場や新興国経済に及ぼす影響、英国のEU離脱交渉の展開、各種の地政学的リスクなども、海外経済を巡るリスク要因として挙げられると述べた。こうした議論を経て、委員は、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に、下振れリスクの方が大きいとの認識で一致した。

次に、物価の上振れ・下振れ要因について、委員は、これまで議論したように、経済のリスク要因については、特に海外経済を巡る下振れリスクが大きく、これが顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶ可能性があるとの認識で一致した。また、委員は、このほか、物価に固有の上振れ・下振れ要因として、①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、③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、先行き上昇傾向を辿るとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、適合的な期待形成を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがあるとの見方で一致した。こうした議論を経て、委員は、物価の見通しについては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから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関する認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

金融政策の基本的な運営スタンスについて、大方の委員は、経済・物価の下振れリスクには留意が必要であり、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けるもとの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続け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、プラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、現在の政策のもとで、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述べた。ある委員は、わが国の金融緩和の度合いは、政策金利に加え、量的緩和やフォワードガイダンスによる効果も含めて考えると、既に欧米以上に強力なものになっているとみられるため、更なる緩和が必要かどうかについては慎重な検討が必要であり、少なくとも足もとにおいては、可能な限り現在のきわめて強力な金融緩和を粘り強く継続していくことが重要であるとの見方を示した。別のある委員は、仮に、今後海外経済が一段と悪化し、わが国の経済・物価に悪影響を与える場合には、金融・財政のポリシーミックスの中で迅速に政策対応を行うべきだが、当面は金融システム面への副作用に留意して、現行の緩和政策を継続することが重要であると述べた。この間、一人の委員は、早期の2%の達成が見通せない状況のもとで、米欧中銀による緩和姿勢の強まりが、為替等を通じてわが国の物価を下押しするリスクも高まっており、現時点において、物価の下振れリスクに対して予防的・先制的に政策対応を行うことが必要であると述べた。これに対し、別のある委員は、他国の金融政策運営の影響は、経済情勢や市場動向に応じて変化するものであり、短期的な変動にとらわれずに総合的に判断していくことが重要であると指摘した。ある委員は、米中貿易摩擦の影響を受けやすく、2%から距離のある日本こそ、経済・物価の下振れリスクに対する、いわゆる予防的金融緩和論を検討する必要がある、消費税率引き上げの影響や市場の急変などに対して、日本銀行の政策が後手に回らないよう十分な警戒が必要であると述べた。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じることが適切であり、こうした政策運営スタンスを明確化するような情報発信を行うことが望ましいという認識を示した。このうち、複数の委員は、様々な緩和策に関する利害得失を含め、予め緩和策を検討しておく必要があると指摘した。

このほか、委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議

論を行った。一人の委員は、緩和による副作用の累積が長年にわたるといふ時間軸も踏まえ、金融機関のリスクテイク姿勢の変化や、金利の低下が金融機関の収益や貸出姿勢に与える影響も見極めつつ、金融の不安定化を未然に防ぐという観点からも、金融政策をより慎重に検討する必要があると述べた。ある委員は、現行の緩和を続けるためには、金融システム面により留意すべきとの見方を示した。複数の委員は、副作用を緩和する方法を不断に検討する必要があると指摘した。また、一人の委員は、仮に追加緩和により副作用が生じるならば、それを緩和する方法を検討する必要があると指摘した。別のある委員は、金融市場や金融システムへの影響を十分認識して政策判断を行うとの方針は堅持すべきだが、追加緩和余地がないと受け止められないように丁寧な情報発信を行う必要があると述べた。この間、複数の委員は、金融機関の収益性低下の背景にある構造問題や個別金融機関の経営問題を、マクロ的な金融政策によって解決することは困難であるし、適切でもないとして述べた。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害する恐れがあるとの意見を述べた。別のある委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとの意見を述べた。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。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、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マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する、③政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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、⑤特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であると述べた。別の一人の委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関係付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

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。

- 先般、6月28日、29日に日本議長下において開催されたG20の大阪サミットについては、主要国のリーダー達が一堂に会する中、互いの共通点を見出し、主要な世界経済の課題に団結して取り組んでいく姿を打ち出すことができた。今月17日、18日にフランスで開催されたG7においてもG20福岡および大阪サミットで合意された世界経済の基調判断、すなわち来年に向けて緩やかに回復するとの見通しが概ね維持されていることが確認された。

- 昨日、経済財政諮問会議において、「令和2年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針について」が議論されたと承知している。令和2年度予算については、いわゆる「骨太方針2019」を踏まえて、引き続き、「新経済・財政再生計画」の枠組みのもと、手を緩めることなく、本格的な歳出改革に取り組んでいかなければならず、こうした観点で予算編成を進めていく。
- 日本銀行には、「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。

- わが国経済は輸出を中心に弱さが続いているものの、緩やかに回復している。先行きについては、当面、弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題の動向が世界経済に与える影響に一層注意するとともに中国経済の先行き、海外経済の動向と政策に関する不確実性、金融資本市場の変動の影響等に留意する必要がある。
- 昨日の経済財政諮問会議に内閣府の年央試算を提出した。雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策効果もあって、内需を中心とした景気回復を見込んでおり、2019年度の実質GDP成長率は、0.9%程度、2020年度については、1.2%程度としている。
- 「骨太方針2019～『令和』新時代：『Society 5.0』への挑戦～」そして「成長戦略実行計画」を閣議決定した。今後、これらに基づいて、潜在成長率の引き上げによる成長力の強化に取り組むとともに、成長と分配の好循環の拡大を目指していく。更に誰もが活躍でき、安心して暮らせる社会づくりのために全世代型社会保障を実現していく。また、10月に予定されている消費税率引き上げを控えて、経済財政運営に万全を期していく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとすることは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、雨宮委員、若田部委員、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」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。この間、原田委員からは、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明された。また、片岡委員からは、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関係付けたものに修正することが適当である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、7月31日に公表することとされた。なお、片岡委員は、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して、物価の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、雨宮委員、若田部委員、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（2019年6月19、20日開催分）が全員一致で承認され、8月2日に公表することとされた。

VIII. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2020年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、公表することとされた。

以 上

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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. 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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる^(注2)。

以 上

^(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げることで金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

^(注2) 原田委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関係付けたものに修正することが適当であるとして反対した。

(元年9月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2019年9月18日(14:00～15:57)
9月19日(9:00～11:42)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	雨宮正佳	(副 総 裁)
	若田部昌澄	(〃)
	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	神田 眞人	大臣官房総括審議官 (18日)
	遠山 清彦	財務副大臣 (19日)
内閣府	田和 宏	内閣府審議官 (18日)
	宮下 一郎	内閣府副大臣 (19日)

(執行部からの報告者)

理事	前田栄治
理事	内田眞一
理事	池田唯一
企画局長	加藤 毅
企画局政策企画課長	飯島浩太
金融市場局長	清水誠一
調査統計局長	神山一成
調査統計局経済調査課長	川本卓司
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	山城吉道
企画局企画役	長野哲平
企画局企画役	稲場広記

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月29、30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-0.07~-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、国内外の投資家による需要増加から幾分低下し、最近では、-0.1%台半ばとなっている。

株価（日経平均株価）は、8月入り後、米中間の通商問題を巡る緊張感の高まりや世界経済の減速懸念などを背景に下落したが、その後は、米中通商交渉の再開に対する期待感などを背景とした米欧株の上昇に連れるかたちで上昇し、最近では、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、8月入り後、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどから、幾分円高方向で推移したが、その後は円安方向に転じ、前回会合時点と概ね同水準で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、小幅に円高・ユーロ安方向で推移した。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。先行きについては、当面は減速の動きが続くものの、その後は、各国の景気刺激策の効果発現や、IT関連財や資本財を中心に弱めの動きがみられる製造業部門の持ち直しなどにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。

米国経済は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大している。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなど

（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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

に支えられて、増加している。米中貿易摩擦の拡大・長期化などを背景に、輸出は横ばい圏内の動きにとどまっている。製造業の業況感の改善傾向が一段と弱まっていることなどを受けて、設備投資は弱めの動きとなっている。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。先行きの米国経済は、米中貿易摩擦の影響を受けるものの、緩やかな金融環境などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとみられる。

欧州経済は、減速した状態が続いている。輸出は減少に転じているほか、製造業の業況感悪化などを背景に、設備投資は増勢の鈍化が続いている。個人消費は、良好な雇用・所得環境や消費者マインドなどに支えられて、総じてみれば増加基調にある。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％近傍で推移している。先行きの欧州経済は、製造業部門の持ち直しなどにより、次第に減速した状態から脱していくと予想される。この間、英国経済は、3月末に合意なきEU離脱が行われることを想定した自動車生産の一時休止の影響などから、4～6月は成長率がマイナスに転じたが、7月はその影響の剥落によりプラス成長に復している。

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ものの、製造業部門では引き続き弱さもみられている。物価面をみると、インフレ率（CPI）は、前年比＋2％台後半で推移している。先行きの中国経済は、米中貿易摩擦や債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局が財政・金融政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した成長経路を辿るとみられる。NIIEs・ASEANでは、輸出は横ばい圏内の動きにとどまっているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、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、振れを伴いつつも、緩やかに回復している。インドの景気は、個人消費や設備投資などが弱めの動きとなっていることから、減速している。

海外の金融市場をみると、8月入り後、米中の通商問題を巡る緊張感の高まりや世界経済の減速懸念などを背景に、多くの国で株価が下落した。もっとも、その後は、米中通商交渉の再開に対する期待感などから、9月上旬にかけて、株価は上昇に転じ、前回会合時点と概ね同水準で推移している。米欧の長期金利は、投資家のリスクセンチメントに振らされつつも、金融緩和を巡る思惑もあって、期間を通じてみれば、幾分低下している。この間、新興国の通貨をみると、政治リスクの高まりから一部の国で、やや大きめに減価している。商品市場では、原油価格は、最近の中東の地政学的リスクの高まりから、上昇

している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大している。先行きについては、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。

輸出は、弱めの動きとなっている。先進国向けは増加基調を続けているものの、新興国向けは弱めの動きとなっている。先行きの輸出は、当面、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続く可能性が高いものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

公共投資は、横ばい圏内で推移している。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、このところ増加している。先行きについては、オリンピック関連工事に加え、2018年度補正予算の執行や国土強靱化政策などを背景に、増加するとみられる。

企業収益は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて高水準で推移している。法人企業統計で2019年4～6月の売上高経常利益率をみると、海外経済の減速の影響からひと頃に比べ水準を切り下げているが、内需の増加に支えられて歴史的な高水準を維持している。業況感については、製造業はこのところはっきりと慎重化している一方、非製造業は総じて良好な水準を維持している。こうしたもとの、設備投資は、増加傾向を続けている。資本財総供給は、振れを伴いつつも緩やかな増加基調にある。建設工事出来高（民間非居住用）も、いったん増勢が鈍化しているが、やや長い目でみれば増加基調を続けている。先行きの設備投資は、緩和的な金融環境などを背景に、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、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加している。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高水準で推移しているが、足もとでは海外経済の減速の影響から、若干低下している。失業率は引き続き低水準で推移している。

個人消費は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に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（実質・旅行収支調整済）をみると、4～6月に前期比で増加

した後、7月の4～6月対比は、梅雨明けの遅れに伴う低温・多雨が下押しとなり、大きめの減少となった。先行きの個人消費は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面も予想されるものの、基調としては、雇用者所得の増加に支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している。新設住宅着工戸数をみると、振れを均してみれば、横ばい圏内で推移している。

鉱工業生産は、輸出が弱めの動きとなる一方、国内需要が増加していることから、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、消費税率引き上げの影響から下押しされることが予想されるものの、海外経済の成長率の高まりに伴い、次第に緩やかな増加に転じていくとみられる。

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、下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっており、除く生鮮食品・エネルギーでみた前年比も、足もと0%台半ばとなっている。先行きについて、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

（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、横ばい圏内で推移している。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、設備投資向けや企業買収関連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、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3%程度の伸びとなっている。マネーストックの前年比は、2%台半ば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、8月入り後、米中の通商問題を巡る緊張感の高まりや世界経済の減速懸念などを背景に、多くの国で株価が下落したが、その後は、米中通商交渉の再開に対する期待感などから、株価は上昇に転じ、前回会合時点と概ね同水準で推移しているとの認識を共有した。多くの委員は、このところ市場は幾分落ち着きを取り戻しつつあるが、米中間の貿易摩擦の展開など、先行きの不透明感が強い状況に変化は無く、決して楽観視はできないと述べた。何人かの委員は、為替相場が一定のレンジ圏内で推移している背景には、各国とも緩和的な金融環境が維持されていることや、わが国の物価情勢がデフレではない状況となっていることなどがあるとの見方を示した。この間、一人の委員は、世界で金融緩和が進む中、国際金融市場における過度な期待の高まりを示す動きや、資産価格の変動が景気に与える影響を注視していく必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、低金利環境のもとでは、金利が株価や為替に与える影響が変化する結果、金利低下が株高・円安につながる面もあると付け加えた。何人かの委員は、サウジアラビアの石油施設への攻撃が材料視され、原油価格が一時上昇したことについて、中東産原油への依存度が高いわが国にとっては目が離せない状況にあると述べた。

海外経済について、委員は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。多くの委員は、米中貿易摩擦の拡大・長期化などを背景に、グローバルな製造業PMIが50を下回り続けており、世界的に製造業部門の弱めの動きが続いているとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、良好な雇用・所得環境などを背景に、多くの国で内需は堅調に推移しており、製造業と非製造業のコントラストが明確になっているとの見方を示した。また、一人の委員は、IT関連財の調整進捗について、前向きな動きがみられていると指摘した。海外経済の先行きについて、委員は、当面は減速の動きが続くものの、その後は各国の景気刺激策の効果発現や、IT関連財や資本財を中心に弱めの動きがみられる製造業部門の持ち直しなどにより幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとの認識を共有した。もっとも、委員は、海外経済は減速の動きが続いており、現時点で、持ち直しに転じるはっきりした兆しは確認できていないほか、保護主義的な動きの影響や新興国経済の不透明感、英国のEU離脱を巡る展開、中東の地政学的リスクなど、海外経済を

巡る下振れリスクも高まりつつあるとの見方で一致した。こうしたも
とで、何人かの委員は、海外経済の持ち直しの時期については、これ
までの想定よりも遅れる可能性があるとして付け加えた。

経済の現状と先行きを地域毎にみると、米国経済について、委員は、
製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大しているとの認
識で一致した。何人かの委員は、米中貿易摩擦の拡大・長期化の影響
などからISM製造業指数が50を割り込むなど、企業の業況感は悪
化に転じていると指摘した。もっとも、多くの委員は、良好な雇用・
所得環境などに支えられて、個人消費は堅調であり、経済全体として
は底堅さを維持しているとの認識を示した。米国経済の先行きについ
て、委員は、米中貿易摩擦の影響を受けるものの、緩和的な金融環境
などに支えられ、緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。何人か
の委員は、FRBの利下げが米国経済を下支えする効果や、米中貿易
摩擦の拡大・長期化が成長率を予想以上に押し下げるリスクなどを、
注意深く点検していく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、減速した状態が続いているとの認識を
共有した。何人かの委員は、個人消費は底堅い動きを示しているが、
自動車排ガス規制の強化や中国経済減速の影響などから、ドイツを中
心に、生産・輸出は弱めの動きが続いていると指摘した。欧州経済の
先行きについて、委員は、製造業部門の持ち直しなどにより、次第に
減速した状態から脱していくとの認識で一致した。複数の委員は、英
国の合意なきEU離脱のリスクがあるほか、ドイツで議論されている
財政政策の発動も不確実であるため、先行き、欧州経済の回復が遅れ
る可能性があるとの見方を示した。

中国経済について、委員は、総じて安定した成長を続けているもの
の、製造業部門では引き続き弱さもみられているとの見方で一致した。
何人かの委員は、当局の景気刺激策の効果がまだはっきりと確認でき
ない中で、米中貿易摩擦の影響による生産面の下押し圧力が続してい
るほか、個人消費も精彩に欠けると述べた。中国経済の先行きについ
て、委員は、米中貿易摩擦や債務抑制政策の影響を相応に受けるもの
の、当局が財政・金融政策を段階的に実施するもとの、概ね安定した
成長経路を辿るとの見方を共有した。複数の委員は、米国との通商交
渉が想定以上に長引く可能性や、当局の景気刺激策の効果に不確実性
が高い状況を踏まえると、中国経済の成長ペースが回復してくる時期
については、想定よりも遅れる可能性があるとの認識を示した。

新興国経済について、委員は、一部新興国で個別国要因から減速し
ているものの、総じてみれば景気の回復基調を維持しているとの認識

を共有した。N I E s ・ A S E A N について、委員は、輸出は横ばい圏内の動きにとどまっているものの、良好な消費者マインドや景気刺激策の効果などから、内需は底堅く推移しているとの見方で一致した。先行きの新興国経済について、委員は、一部新興国の減速をもたらしている個別国要因が概ね剥落していくほか、各国の景気刺激策や構造改革の効果発現などもあって、全体として成長率が高まっていくとの認識で一致した。複数の委員は、世界貿易量の低迷が続き、国によっては政治リスクなどが顕現する中で、成長ペースにばらつきが出始めており、資本フローを含め、今後の動向に引き続き注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、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大しているとの認識で一致した。何人かの委員は、海外経済の減速の影響は、製造業の設備投資や新規求人倍率にも及んでいる可能性があるとして指摘した。もっとも、多くの委員は、非製造業を中心に将来を見据えた戦略投資や省力化投資の需要が根強いなど、内需は堅調であり、所得から支出への前向きの循環が働くという景気拡大の基本的なメカニズムは維持されているとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調として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支出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。もっとも、多くの委員は、海外経済を巡る様々な不確実性が高まりつつあることを踏まえると、海外経済の動向がわが国経済に及ぼす影響を慎重にみていく必要があると指摘した。そのうえで、これらの委員は、9月短観の結果や10月の支店長会議におけるミクロ情報も踏まえつつ、次回の決定会合において経済・物価動向を改めて点検していくことが重要であるとの認識を共有した。一人の委員は、海外経済の回復は遅れており、当面、外需の持ち直しには期待できないほか、内需も、海外経済の減速の影響が及ぶ中、10月には消費税率引き上げが迫っており、景気の先行きを楽観視できないと述べた。

輸出の現状について、委員は、弱めの動きとなっているとの認識を

共有した。何人かの委員は、実質輸出の7月の4～6月対比は増加したが、長い目でみれば横ばい圏内の動きであり、海外経済の減速の影響から輸出が弱めという評価には変わりがないと述べた。先行きの輸出について、委員は、当面、海外経済の減速の影響を受けて、弱めの動きが続く可能性が高いものの、その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、緩やかな増加基調に復していくとの見方で一致した。ある委員は、海外経済の回復が遅れていることを踏まえると、輸出の持ち直しにも時間がかかる可能性があるとは指摘した。

公共投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見解で一致した。先行きの公共投資について、委員は、オリンピック関連工事に加え、2018年度予算の執行や国土強靱化政策などを背景に、増加するとの認識を共有した。複数の委員は、このところ災害からの復旧・復興工事が進捗しているほか、概算要求では来年度予算の公共事業関係費も増額されているなど、今後の公共投資の増加が期待できると述べた。

設備投資について、委員は、増加傾向を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、機械受注や建築着工といった先行指標をみても増勢を維持しているほか、非製造業を中心とした投資需要は根強いとの認識を示した。もっとも、何人かの委員は、海外経済の減速の影響から、製造業の業況感が慎重化し、企業収益も下押しされるもとの、製造業の設備投資の一部には減速の動きがみられると述べた。先行きの設備投資について、委員は、緩やかな金融環境などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。一人の委員は、日本政策投資銀行の設備投資計画調査をみても、今年度は、運輸・不動産等の都市機能拡充に向けた投資や人手不足に対応した店舗・物流投資、デジタルインフラ整備に向けた投資の継続が見込まれると述べた。そのうえで、複数の委員は、海外経済の不確実性が大きい中で、設備投資が増加基調を維持することは、わが国経済の緩やかな拡大基調が続くことへの鍵となるため、しっかり点検していく必要があると指摘した。このうち、一人の委員は、オリンピック関連需要の一巡の影響にも注意が必要であると付け加えた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加しているとの認識を共有した。複数の委員は、失業率が2%台前半の低水準で推移し、有効求人倍率は高水準を維持するなど、労働市場は引き続きタイトな状況であると指摘した。何人かの委員は、海外経済の減速が続くもとの、輸出関連業種を中心に新規求人倍率が鈍化しており、こうした動きが雇用全体に拡が

らないか注意深くみていく必要があると述べた。この間、ある委員は、企業は、IT技術の活用など省力化投資を進める一方、人手不足の継続を見越して余剰人員は抱え込む傾向にあると述べたうえで、これが、低い失業率のもとでも賃金上昇が加速しない状況を作り出しているとの見方を示した。

個人消費について、委員は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に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、個人消費関連指標が7月に弱めの数字となり、8月に反発したことについて、天候要因や消費税率引き上げ前の需要増による振れという面が大きいと指摘した。先行きの個人消費について、委員は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面も予想されるものの、基調としては、雇用者所得の増加に支えられて、緩やかな増加を続けるとの見方で一致した。10月に予定されている消費税率引き上げについて、複数の委員は、政府による各種の需要平準化策が実施されることなどから、2014年の引き上げ時と比べると、個人消費への影響は小さいものにとどまるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、消費税率引き上げの影響は、消費者マインドや雇用・所得環境などによって変化しうるため、今後の消費動向は引き続き注意深く点検していく必要があると述べた。このうち、一人の委員は、ポイント還元制度などが、ある程度、税率引き上げの影響を緩和する可能性はあるが、海外経済の減速の影響がみられる中、10月以降の個人消費を予見することは難しいと指摘した。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの認識で一致した。また、委員は、住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、振れを均してみれば、横ばい圏内で推移しているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、輸出が弱めの動きとなる一方、国内需要が増加していることから、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。先行きの生産について、委員は、当面、消費税率引き上げの影響から下押しされることが予想されるものの、海外経済の成長率の高まりに伴い、次第に緩やかな増加に転じていくとの見方で一致した。

物価面について、委員は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、0%台半ばとなっているほか、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比も、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどを背景に、0%台半ばのプラスにとどまっているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡

大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いているとの認識を共有した。ある委員は、物価は、プラスの需給ギャップと生産性向上の動き等が併存するもとの、緩やかな前年比プラスの水準で安定した状態にあると述べた。多くの委員は、これまでのところ、景気の拡大基調が続き、プラスの需給ギャップが維持されるもとの、物価が徐々に上昇していく基本的なメカニズムは引き続き作動しているとの認識を示した。このうち、一人の委員は、過去、飲食業における値上げは顧客離れを招いたが、最近では、値上げが客数に与える影響が軽微であるとする先が増えてきていると述べた。

先行きについて、大方の委員は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくとの見方を共有した。もっとも、複数の委員は、海外経済の下振れリスクが高まりつつあることを踏まえると、先行き、需給ギャップのプラス幅が縮小し、物価上昇を下押しするリスクには注視していく必要があるとの認識を示した。一人の委員は、世界経済が減速を続け、その回復シナリオも後ずれするもとの、国内企業物価や企業向けサービス価格といった各種物価指数が弱めの動きをみせていることや、需給ギャップのプラス幅が縮小していることは、物価の先行きを見通すうえで気掛かりであると述べた。別の一人の委員は、これまでのところ、物価上昇に向けたモメンタムが再び強まる兆しは維持されていると考えているが、この兆しが損なわれる惧れないかといった点については、これまで以上にしっかりみていく必要があると述べた。この間、一人の委員は、既往の原油安の影響など各種の下押し要因があるもとの、この先、物価上昇率が2%に向けて勢いを強めるとは判断できず、物価目標からの距離が先行き拡大するリスクが高まっていると述べた。

予想物価上昇率について、委員は、横ばい圏内で推移しているとの見方で一致した。複数の委員は、既往の原油安の影響などが適合的な期待形成のメカニズムを通じて、予想物価上昇率に与える影響にも注意が必要であると述べた。

以上の議論を踏まえ、大方の委員は、景気が基調としては緩やかに拡大するもとの、「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プラスの状態が続くもとの、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、このところ横ばい圏内で推移しており、先行き、

実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられることを挙げた。もっとも、委員は、海外経済の下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあ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。

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関する認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

委員は、金融政策の基本的な運営スタンスについて議論を行った。大方の委員は、経済・物価の下振れリスクには留意が必要であり、「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けるもとの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続け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、プラスの需給ギャップができるだけ長く持続するよう、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、現在の政策のもとで、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述べた。ある委員は、「物価安定の目標」の実現に資するため、現在の金融政策の運営方針を粘り強く続け、経済の好循環を息長く支えていくべきであると指摘した。この間、一人の委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムは既に損なわれており、先制的に追加緩和措置を講じる必要があるとの意見を述べた。

そのうえで、委員は、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあることを念頭に、展望レポートを取りまとめる次回の決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していくことが必要であるとの認識で一致した。また、委員は、こうした認識について公表文に記述し、対外的に明確にすることが望ましいとの見方を共有した。そのうえで、複数の委員は、経済・物価動向を改めて点検していく際に

は、それまでに公表された指標とともに、短観や支店長会議での報告なども踏まえて判断していくことが重要であるが、現時点で点検結果について予断を持つべきではないと指摘した。

委員は、先行きの金融政策運営上の留意点についても議論を行った。はじめに、市場の一部に追加緩和手段に関する様々な議論が出ていることを巡り、委員の意見が示された。一人の委員は、長短金利・量・質のすべての面で日本銀行の金融政策に手詰まりはなく、あらゆる可能性が常時存在していることを強調する情報発信を行うことが重要であるとの認識を示した。別のある委員は、国内外でこれまでに取られた非伝統的政策手段の教訓を踏まえると、その有用性について広く発信することが重要であると指摘した。ある委員は、海外経済の回復の遅れがわが国経済・物価に悪影響を及ぼす懸念があることを踏まえると、副作用にも留意しつつ、望ましい政策対応について検討していく必要があると述べた。別のある委員は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れは相応にあり、追加緩和措置の要否を検討すべきであると指摘した。そのうえで、この委員は、追加緩和手段については、緩和効果をもたらすとの目的を明確にし、予断なく、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速など、あらゆる政策手段を検討すべきであると指摘した。この間、一人の委員は、この半年ほど名目イールドカーブがフラット化した一方で、均衡金利・予想物価上昇率の期間構造は大きく変化していないことを踏まえると、金融緩和余地は短中期ゾーンで大きいとみられ、追加緩和策としては短期政策金利の引き下げが適当であると付け加えた。

また、その他の留意点として、何人かの委員は、低金利環境が長期化するもとでも、金融機関の財務は健全であり、金融仲介機能も維持されているが、先行き、収益性が更に低下していく可能性や、過度なリスクをとる動きが広がる可能性について多面的に点検していく必要があるとの認識を示した。これに関連し、複数の委員は、金融機関経営に影響を及ぼす構造的な問題と、金融緩和に伴う影響は、区別して議論する必要があると指摘した。別のある委員は、マイナス金利を含む金融緩和の効果については、それが銀行経営に与える影響よりも、あくまでも、経済全体に与える影響を優先して考えるべきであると述べた。これに対し、一人の委員は、金融システムがひとたび不安定化すると、物価安定の確保が困難になることには、十分留意する必要があるとの見方を示した。また、この委員は、低金利環境の継続による銀行の収益性低下と資産のリスク量増加が格下げにつながれば、外貨

流動性リスクや外貨調達コストが高まり、取引先企業にも悪影響が及ぶ恐れがあると述べた。

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。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」

これに対し、ある委員は、長期金利がある程度変動しうることは、政策委員会が決定する金融市場調節方針として曖昧であるため、オペの運営次第では金利が必要以上に上昇し、現在のイールドカーブ・コントロールが想定している効果を阻害する恐れがあるとの意見を述べた。別のある委員は、短期政策金利を引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとの意見を述べた。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする、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、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マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する、③政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する、

④今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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、⑤特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じるとの方針を共有した。

これに対し、ある委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であると述べた。別の一人の委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関係付けたものに修正することが適当であるとの意見を述べた。

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。

- 令和2年度予算の概算要求を8月末に締め切り、今後、年末に向けて予算編成を行っていく。各省の一般会計概算要求・要望の総額は、前年度当初予算額に比べ、増額となっている。社会保障と財政の持続可能性を維持するためには、経済再生と財政健全化の両立を図ることが必要であり、本格的な歳出改革を進めていく。
- 消費税率引き上げについては、10月に現行の8%から10%に引き上げる予定である。今般の引き上げにあたっては、駆け込み需要・反動減といった経済変動を抑制するための方策も採られており、引き続き、経済の実態をきめ細かく分析し、経済運営に万全を期していく。
- 日本銀行には、「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。

- わが国経済は輸出を中心に弱さが続いているものの、緩やかに回復している。2019年4～6月期GDP2次速報では、実質成長率は前期比+0.3%、年率に換算すると+1.3%と3四半期連続のプラスとなった。先行きについては、当面、弱さが残るものの、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

復が続くことが期待される。ただし、通商問題を巡る緊張の増大が世界経済に与える影響に注意するとともに、中国経済の先行き、海外経済の動向と政策に関する不確実性、金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある。

- 安倍内閣としては、デフレからの完全脱却に向けて、「骨太方針2019」に従い、成長戦略を着実に実行するとともに、弾力的な経済財政運営を推進する。潜在成長率の引き上げによる成長力強化に取り組むとともに来月の消費税率引き上げが経済の回復基調に影響を及ぼさないよう臨時特別の措置を実施するなど、経済財政運営には万全を期していく。また、誰もが活躍でき、安心して暮らせる社会づくりのため、「全世代型社会保障検討会議」を立ち上げ、全世代型社会保障制度へと改革を進めていく。
- 日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて金融緩和を着実に推進していくことを期待する。

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

採決の結果

賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、
政井委員、鈴木委員

反対：原田委員、片岡委員

—— 原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとする
ことは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を
引き下げることによって金融緩和を強化することが望ましいとして
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-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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に
行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるも
のとする、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、雨宮委員、若田部委員、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、原田委員
からは、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフ
ォワードガイダンスを導入することが適当であるとの意見が表明さ
れた。また、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、②2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政
策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、政策金利のフ
ォワードガイダンスを、物価目標と関係付けたものに修正することが適

当である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（2019年7月29、30日開催分）が全員一致で承認され、9月25日に公表することとされた。

以 上

2019年9月19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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(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。

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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

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、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響がみられるものの、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、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとで、輸出は弱めの動きとなっている。一方、企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。個人消

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

費は、振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している。住宅投資と公共投資は、横ばい圏内で推移している。以上のように、輸出は弱めの動きとなる一方、国内需要が増加していることから、鉱工業生産は横ばい圏内の動きとなっており、労働需給は引き締まった状態が続いている。この間、わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

3. 先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、基調としては緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出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たどると考えられる。輸出も、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくことを背景に、基調としては緩やかに増加していくとみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた中国を始めとする新興国・資源国経済の動向、IT関連財のグローバルな調整の進捗状況、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、地政学的リスクなどが挙げられる。こうした海外経済を巡る下振れリスクは高まりつつあるとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある。

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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措

置を講じる^(注3)。

6. このところ、海外経済の減速の動きが続き、その下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとの、日本銀行は、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつあると判断している。こうした情勢にあることを念頭に置きながら、日本銀行としては、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していく考えである。

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、雨宮委員、若田部委員、布野委員、櫻井委員、政井委員、鈴木委員。反対：原田委員、片岡委員。原田委員は、長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎるとして反対した。片岡委員は、短期政策金利を引き下げること金融緩和を強化することが望ましいとして反対した。

(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) 原田委員は、政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当であるとして反対した。片岡委員は、2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関係付けたものに修正することが適当であるとして反対した。

「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) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 6) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 8) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 国土交通省「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」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、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「都道府県地価調査」
- (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) 日本銀行、全銀協 TIBOR 運営機関、日本相互証券
- (図表 23) 全銀協 TIBOR 運営機関、東京金融取引所
- (図表 24) 日本相互証券
- (図表 25) ブルームバーグ社
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 東京証券取引所
- (図表 29) 日本銀行
- (図表 30) 国際決済銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 32) 日本銀行「短期社債等平均発行レート」、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 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「貸出・預金動向」「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 35) 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」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 36) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 37) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 38) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 39) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 42) 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」