

公表時間

12月26日（月）8時50分

2016.12.26

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

（2016年10月31日、11月1日開催分）

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2016年12月19、20日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。
引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：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、雇用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、株価の底堅さや雇用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、労働需給の引き締めが続く、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、労働需給の引き締めは続いており、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、労働需給の引き締めは続き、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。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-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、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。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、中曾委員、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、「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。

ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

以上

^(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、E T F 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。