

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和8年6月

日 本 銀 行

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、予め日本銀行企画局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。

日本銀行法第 54 条第 1 項の規定に基づき、この報告書を
国会に提出する。

令和 8 年 6 月

日本銀行総裁
植田 和男

目 次

	頁
要 旨	
I. 経済及び金融の情勢	
1. 経済の情勢	
(1) 国内実体経済	1
(2) 物価	12
(3) 海外経済	15
2. 金融面の動向	
(1) 国際金融市場	17
(2) 短期金融市場	19
(3) 債券市場	21
(4) 株式市場	23
(5) 外国為替市場	24
(6) 企業金融	26
(7) 量的金融指標	30
II. 金融政策運営及び金融政策手段	
1. 金融政策決定会合の開催実績	32
2. 金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	33
(2) 「経済・物価情勢の展望」	38
(3) 金融経済情勢に関する検討	
イ. 7年12月の会合	47
ロ. 8年3月の会合	50
(4) 金融政策運営を巡る議論	
イ. 金融市場調節方針と先行きの金融政策運営	55
ロ. 金融政策運営上の留意点	65

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	69
3. 金融市場調節の実施状況	70
4. 日本銀行のバランスシートの動き	72
III. 金融政策決定会合における決定の内容	
1. 金融政策運営に関する決定事項等	74
2. 金融政策決定会合議事要旨	114
参考計表・資料一覧	196

通貨及び金融の調節に関する報告書

— 要 旨 —

(経済の情勢)

1. わが国経済は、令和7年度下期中、一部に弱めの動きもみられたが、緩やかに回復した。

輸出や鉱工業生産は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けた。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられたが、全体としては高水準を維持した。企業の業況感は、下期末には中東情勢の影響を受けつつも良好な水準で推移した。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した。一方、住宅投資は減少傾向をたどった。公共投資は横ばい圏内の動きを続けた。この間、労働需給は、引き締まった状態が続いた。

2. 物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、2%台半ばから3%程度で推移したあと、下期後半には政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%を下回る水準まで低下した。予想物価上昇率は、緩やかな上昇を続けた。

(金融市場・金融環境の動向)

3. 国際金融市場をみると、市場センチメントは、2月にかけて、世界経済の先行きを巡る不確実性の低下を受けて改善した状態が続いたが、その後は、中東情勢の緊迫化を受けて大きく慎重化した。
4. 短期金融市場の動向をみると、翌日物市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、12月の金融政策決定会合までの間は0.5%程度で、また12月の会合で金融市場調節方針が変更された後は0.75%程度で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、わが国の先行きの経済・物価情勢に対する市場の見方などを反映して、1月中旬まで大きく上昇した。その後は、投資家による国債買戻しの動きがみられたことから、2月下旬にかけて低下したものの、中東情勢が緊迫化するもとの、原油価格上昇に伴うインフレ圧力の高まりが意識され、3月中は再び上昇した。

株価（日経平均株価）は、政府の経済政策に対する期待や堅調な企業業績を背景に、2月にかけて大幅に上昇した。3月入り後は、中東情勢の緊迫化を受けてリスク回避姿勢が強まったことで下落したものの、期間を通じてみれば、大幅な上昇となり、3月末には51千円台となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、円安ドル高方向の動きとなり、3月末には159円台となった。円の対ユーロ相場も、円安ユーロ高方向の動きとなった。

5. 企業金融についてみると、企業の資金調達コストは、上昇した。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、増加した。資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態が続いた。こうしたなか、企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は、4%台半ばから5%台前半で推移した。CP・社債計の発行残高の前年比は、既往の大口の発行案件が押し上げに寄与していることもあり、7%程度から7%台半ばで推移した。

6. マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は、長期国債買入れ額や貸出増加支援資金供給が減少するもとの、マイナス幅が拡大した。マネーストック（M2）の前年比は、1%台半ばから2%程度で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

7. 7年度下期中には、金融政策決定会合を計4回開催した。

金融経済情勢について、すべての会合において、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」と判断した。

8. 金融政策運営面では、10月の会合において、以下の金融市場調節方針を維持

することとした。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

12月の会合では、金融緩和の度合いを調整することが適切であると判断し、次回会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

また、上記の金融市場調節方針の変更に伴い、以下のとおり、各種制度の適用利率の変更を決定した。

① 補完当座預金制度の適用利率

補完当座預金制度の適用利率（日本銀行当座預金＜所要準備額相当部分を除く＞への付利金利）については、0.75%とする。

② 基準貸付利率

補完貸付制度については、その適用金利である基準貸付利率を1.0%とする。

1月と3月の会合では、上記の金融市場調節方針を維持することとした。

先行きの金融政策運営については、10月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営し

ていく」、12月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」、1月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」、3月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」との考え方をそれぞれ示した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

9. 3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、663.0兆円(前年比-9.1%)となった。

I. 経済及び金融の情勢

1. 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

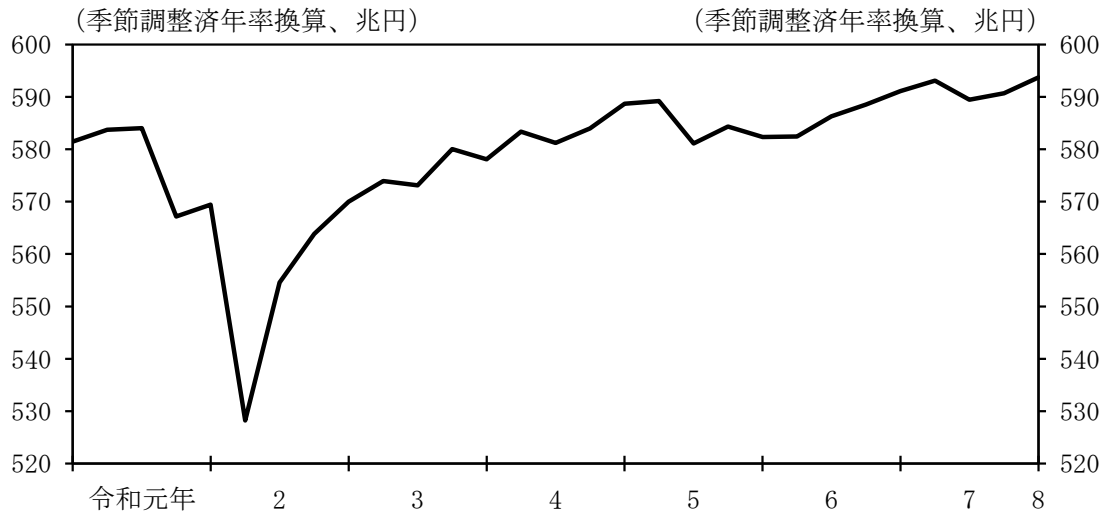
わが国経済は、令和7年度下期中、一部に弱めの動きもみられたが、緩やかに回復した。

輸出や鉱工業生産は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けた。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられたが、全体としては高水準を維持した。企業の業況感は、下期末には中東情勢の影響を受けつつも良好な水準で推移した。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した。一方、住宅投資は減少傾向をたどった。公共投資は横ばい圏内の動きを続けた。この間、労働需給は、引き締まった状態が続いた。

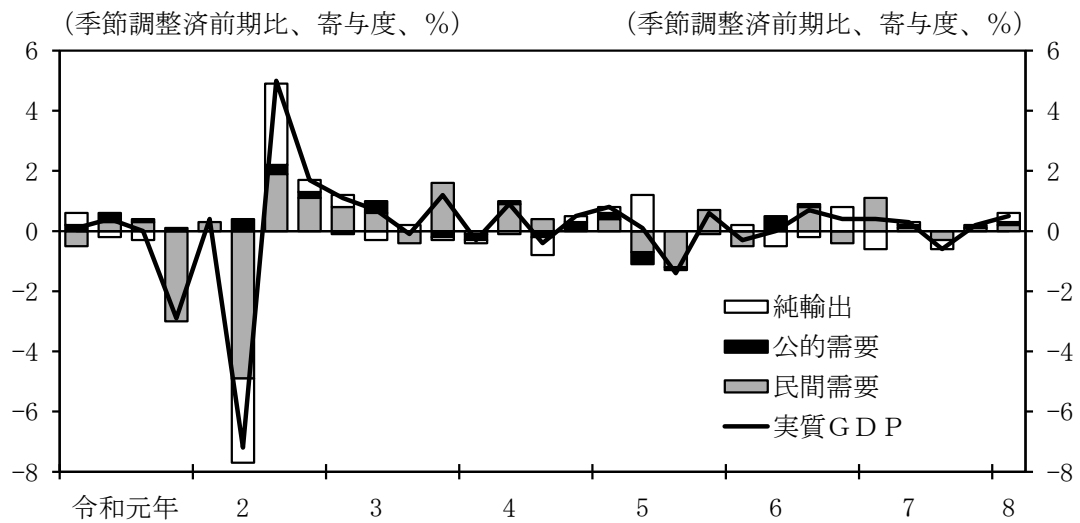
以上の経済情勢のもとで、7年度下期の実質GDPは、上期対比で増加した(図表1)。

(図表1) 実質GDPの推移

(1) レベル



(2) 前期比



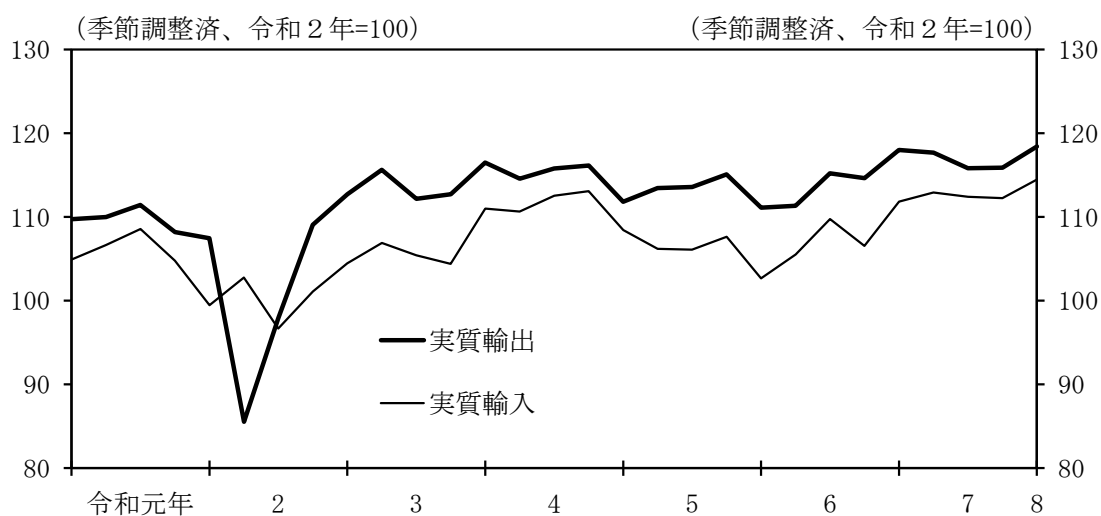
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

（輸出は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けた）

輸出は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けた（図表2）。国・地域別にみると、米国向けは、一部完成車メーカーにおける生産ラインの再開等を受けて、持ち直した。EU向けは、同地域の国内需要の回復を反映して、資本財や自動車関連を中心に持ち直した。中国向けは、現地メーカーの競争力の高まりを背景に自動車や情報関連等の内製化が進むもとで、半導体製造装置の需要一巡も下押し要因となり、徐々に水準を切り下げた。N I E s ・ A S E A N等向けは、グローバルなA I 関連需要の堅調さが下支えとなりつつも、新型スマートフォン向けの部材作り込みの一巡から、伸び悩んだ。その他地域向けは、緩やかな増加傾向をたどったが、下期末には中東向けの自動車輸出の減少が下押し要因となった。

輸入は、増加傾向が一服し、横ばい圏内の動きとなった（図表2）。

（図表2）実質輸出入¹



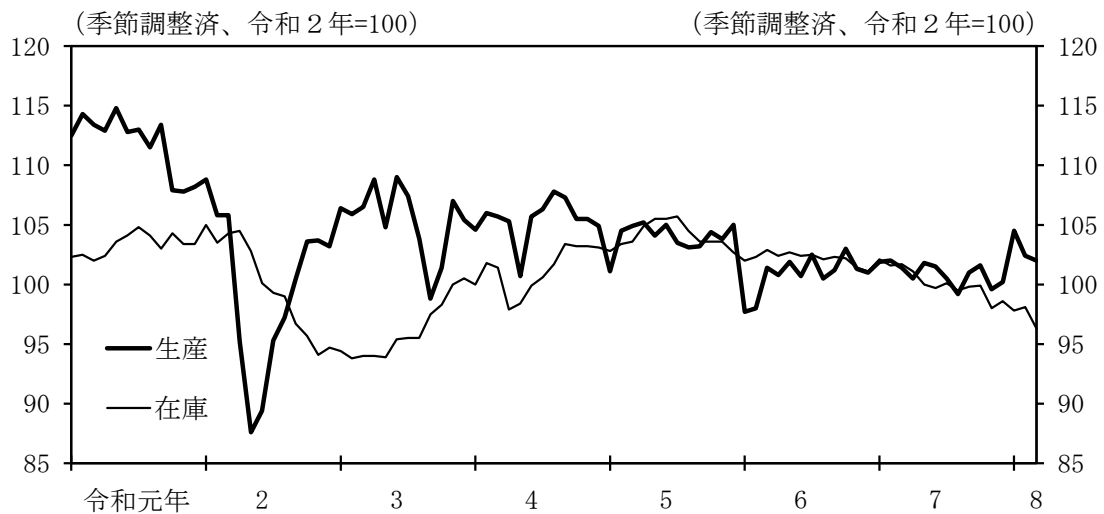
¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。

（鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けた）

鉱工業生産は、均してみれば、横ばい圏内の動きを続けた（図表3）。主な業種についてみると、輸送機械は、内外需要が底堅く推移するもとの、完成車メーカーにおける生産ラインの稼働再開などから、しっかりと増加した。電子部品・デバイスは、堅調なAI関連需要は引き続き上押しに作用したが、新型スマートフォン向けの部材作り込みの一巡から、増勢が鈍化した。

在庫は、AI関連需要が企業の想定を上回って堅調に推移するもとの、資本財や生産財の在庫調整の進捗の影響が加わり、減少した。

（図表3） 鉱工業生産

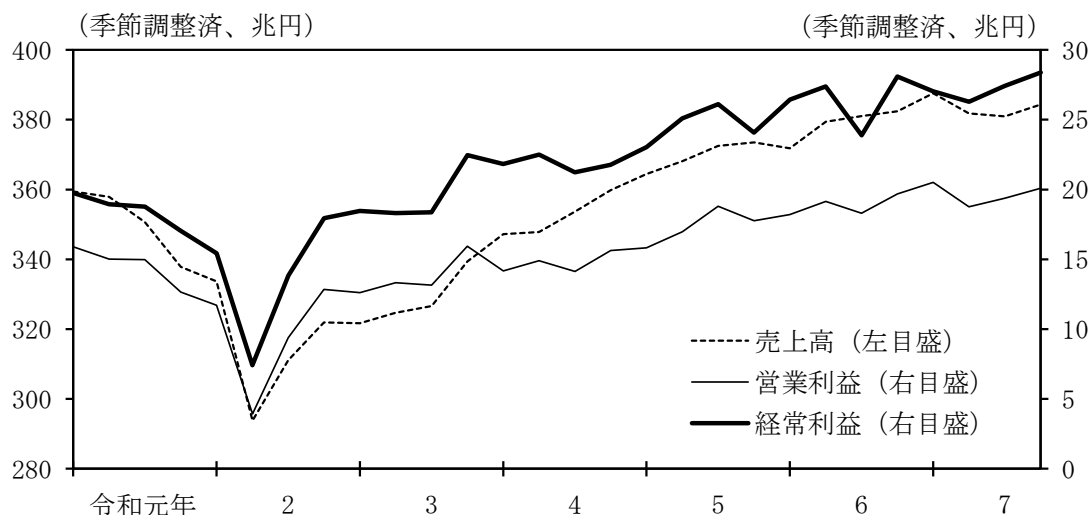


（企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられたが、全体としては高水準を維持した。企業の業況感は、下期末には中東情勢の影響を受けつつも良好な水準で推移した。設備投資は緩やかな増加傾向をたどった）

企業収益について、法人企業統計の営業利益をみると（図表4）、製造業では米国の関税引き上げによる輸出採算悪化の影響が下押しに作用したものの、AI関連需要の増加や価格転嫁の進展がプラスに作用するもとの、高水準を維持した。経常利益も、営業利益と同様に高水準を維持した。

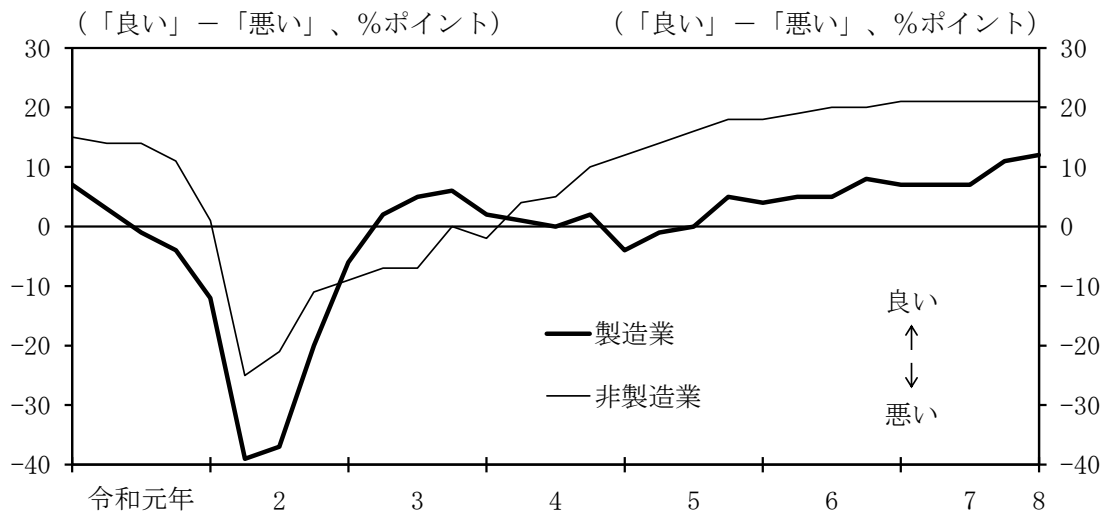
企業の業況感は、下期末には中東情勢の影響を受けつつも良好な水準で推移した。短観の製造業の業況判断DIは（図表5）、AI関連需要の増加や、関税による下押しの影響の緩和などから、プラス幅が拡大した。非製造業の業況判断DIは、国内需要の底堅さや価格転嫁の進展に支えられて、高水準で横ばいとなった。

（図表4）企業収益



（注）金融業、保険業および純粋持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

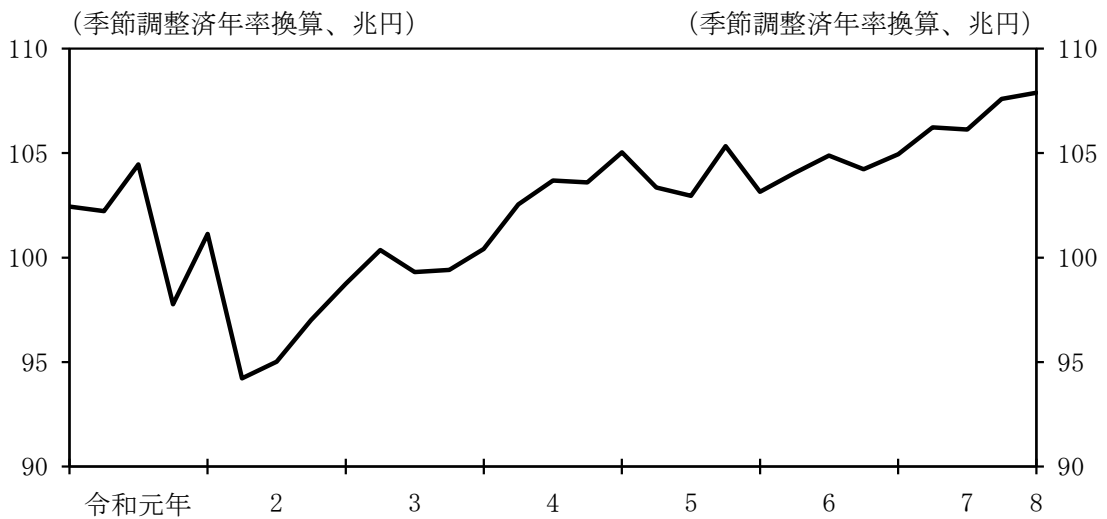
(図表5) 企業の業況判断D I (短観)



(注) 全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった (図表6)。

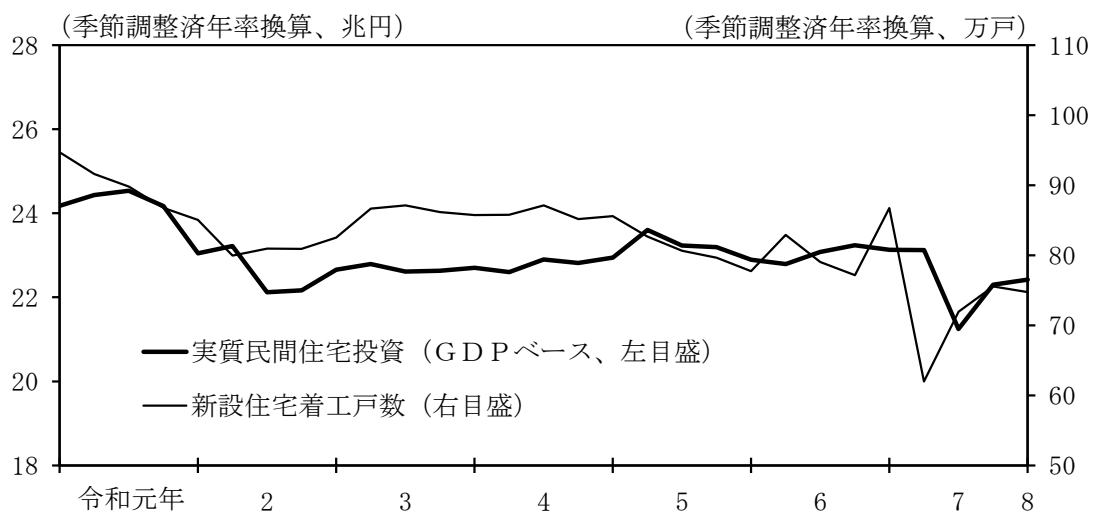
(図表6) 設備投資 (実質、GDPベース)



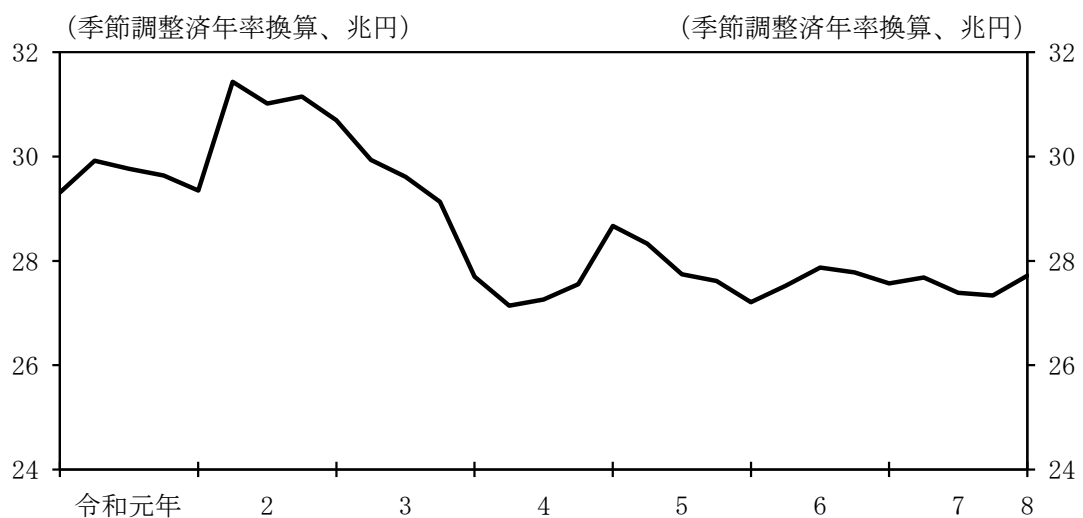
(住宅投資は減少傾向をたどった。公共投資は横ばい圏内の動きを続けた)

住宅投資は、建築基準法等の改正に伴う駆け込みの反動減から回復するも、上期対比では増加した(図表7)。もっとも、住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、下期後半には反動減からの回復の動きはほぼ一巡しており、やや長い目でみれば、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、減少傾向をたどった。公共投資は、国土強靱化関連工事等が進捗するも、横ばい圏内の動きを続けた(図表8)。

(図表7) 住宅投資



(図表8) 公共投資 (実質、GDPベース)

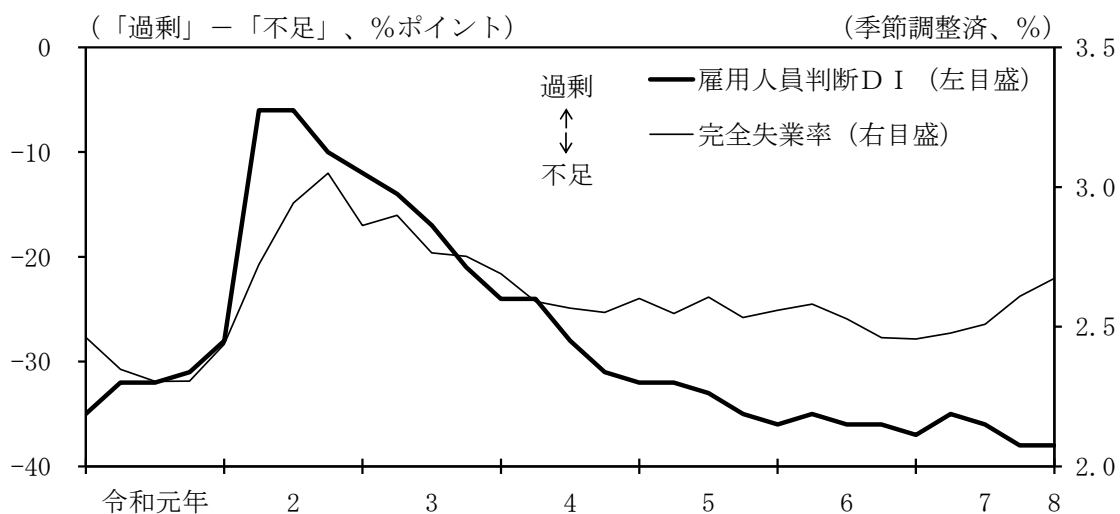


(労働需給は、引き締まった状態が続いた。雇用・所得環境は緩やかに改善した)

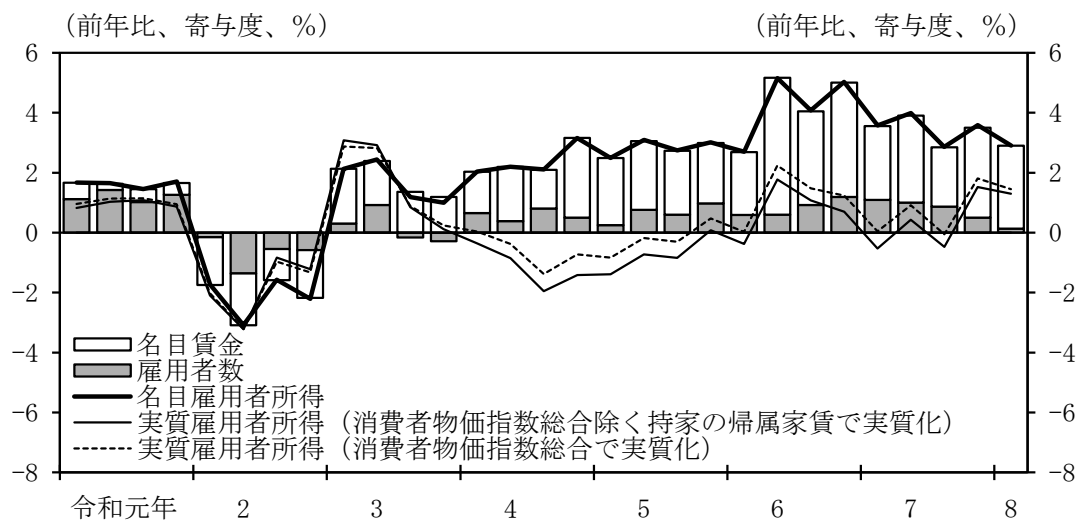
労働需給についてみると(図表9)、完全失業率は、低水準で推移した。短観の雇用人員判断D Iは、非製造業を中心に引き続き大幅な「不足」超が続いた。

雇用者所得は、名目ベースでは、賞与による振れの影響を受けつつも、着実な増加を続けた。実質ベースの前年比は、ゼロ%程度で推移したあと、下期後半には物価上昇率の低下を受けて前年比+1~2%程度まで持ち直した(図表10)。内訳をみると、名目賃金は、振れを伴いつつも、着実な上昇を続けた。所定内給与の前年比は、2%台前半での上昇を続けたあと、下期後半には3%程度まで伸びを高めた。特別給与(冬季賞与)も、しっかりとした伸びを維持した。雇用者数は、増加を続けたが、そのペースは下期後半にかけて減速した。正規雇用は、人手不足感の強い情報通信や医療・福祉等を中心にしっかりとした増加を続けてきたが、下期後半にはそうした動きが一服した。非正規雇用は、正規雇用への切り替えが進むもとの、水準を切り下げてきたが、下期後半には幾分持ち直した。

(図表9) 労働需給



(図表 10) 雇用者所得



(注1) 名目雇用者所得＝雇用者数（労働力調査）×名目賃金（毎月勤労統計）。

(注2) 毎月勤労統計は、共通事業所ベース。

(注3) 四半期は、以下のように組み替えている。8年第1四半期は、3月の値。
第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

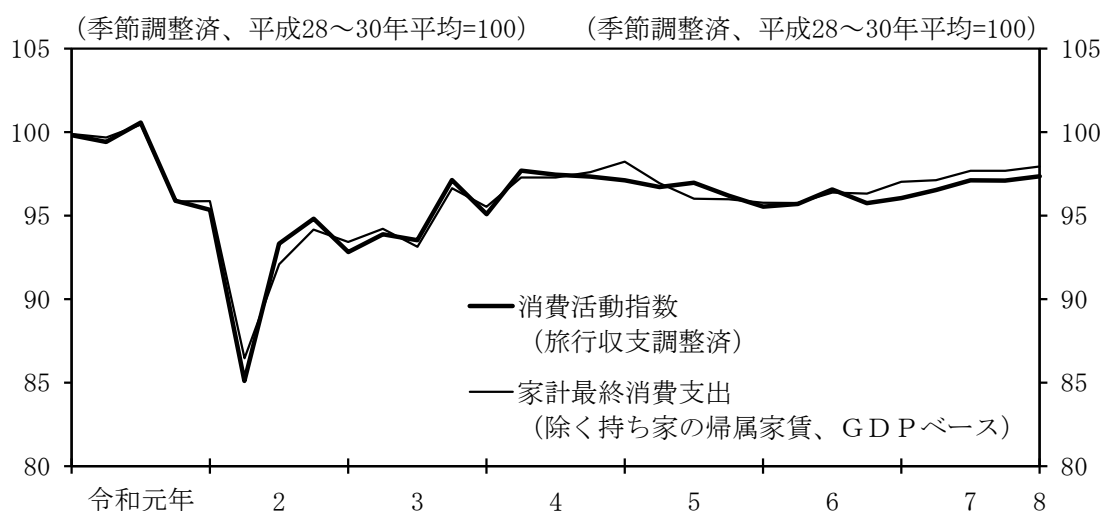
(個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した)

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した(図表 11(1))。内訳をみると(図表 11(2))、耐久財消費は、家電販売を中心に増加してきたが、下期後半には幾分減少した。非耐久財消費は、食料品価格の上昇を受けた消費者の節約志向を背景に減少傾向が続いていたが、下期後半には、食料品価格の上昇率低下を受けて下げ止まった。サービス消費は、緩やかに増加した。

個人消費関連のマインド指標をみると(図表 12)、今後半年間の消費者の意識を調査する消費者態度指数は、食料品価格の上昇率低下や政府によるエネルギー負担緩和策を背景に、物価見通しが明確に低下する中で改善してきたが、下期末には、不安定な中東情勢やガソリン価格上昇を受けて急激に悪化した。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断D I(家計動向関連)も、個人消費の底堅さに支えられて緩やかな改善基調を続けてきたが、下期末には、中東情勢を受けたエネルギー価格上昇に伴う収益悪化や個人消費への悪影響に対する懸念から、急激に悪化した。

(図表 11) 個人消費

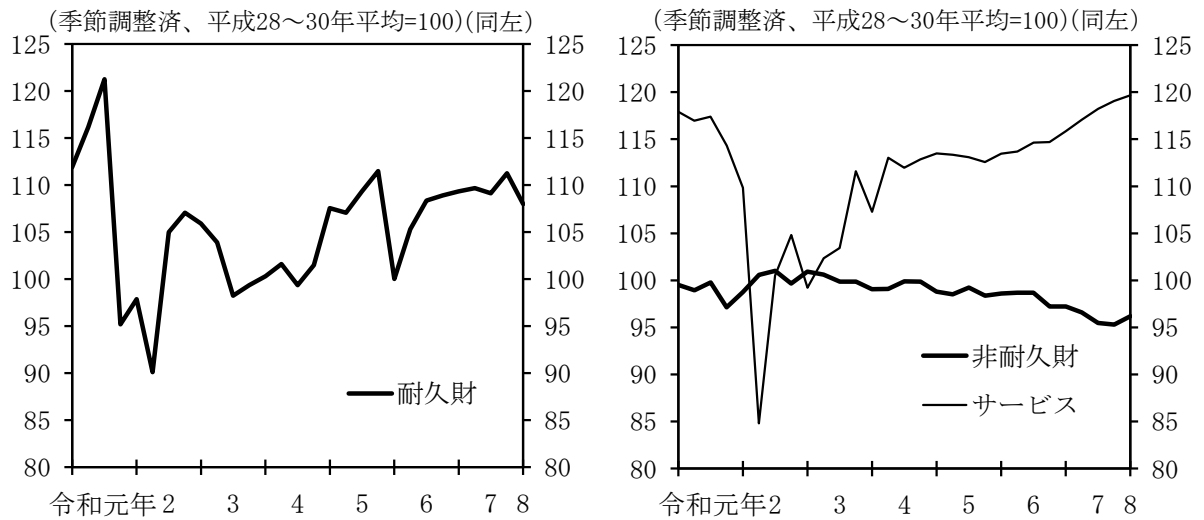
(1) 個人消費(実質)



(2) 消費活動指数（実質）の内訳

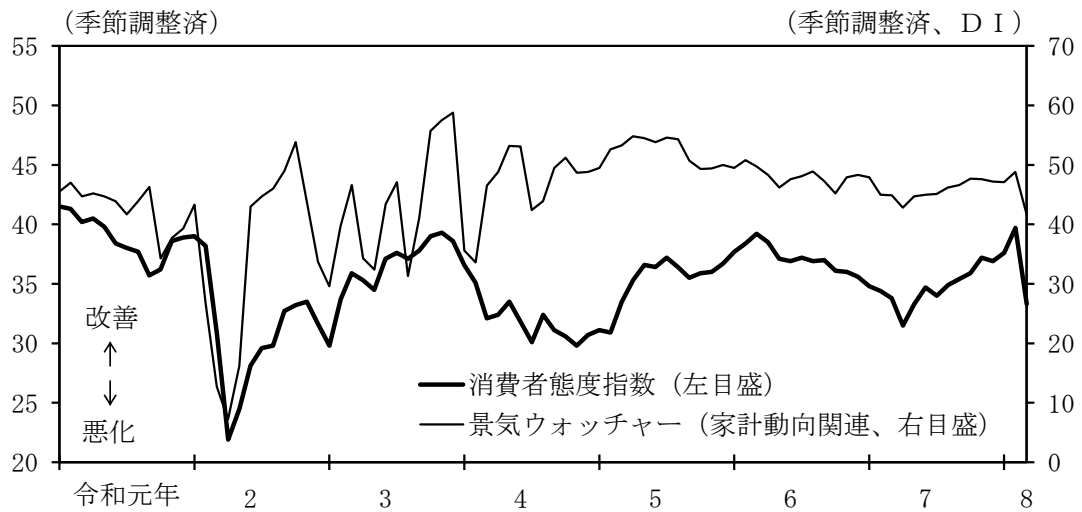
<耐久財消費>

<非耐久財・サービス消費>



(注) 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

(図表 12) 個人消費関連のマインド指標



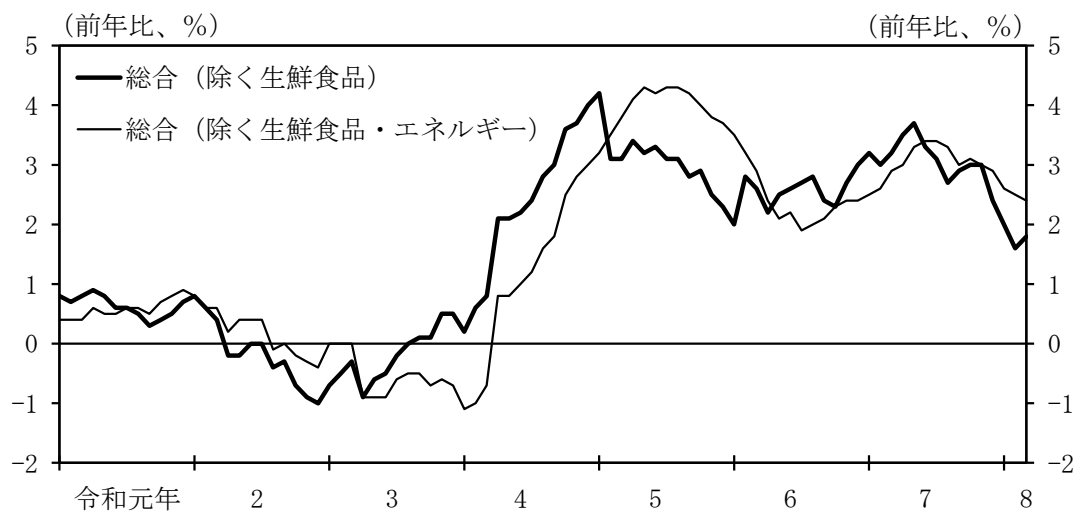
(注) 景気ウォッチャー (家計動向関連) は、景気の現状判断D I。

(2) 物価

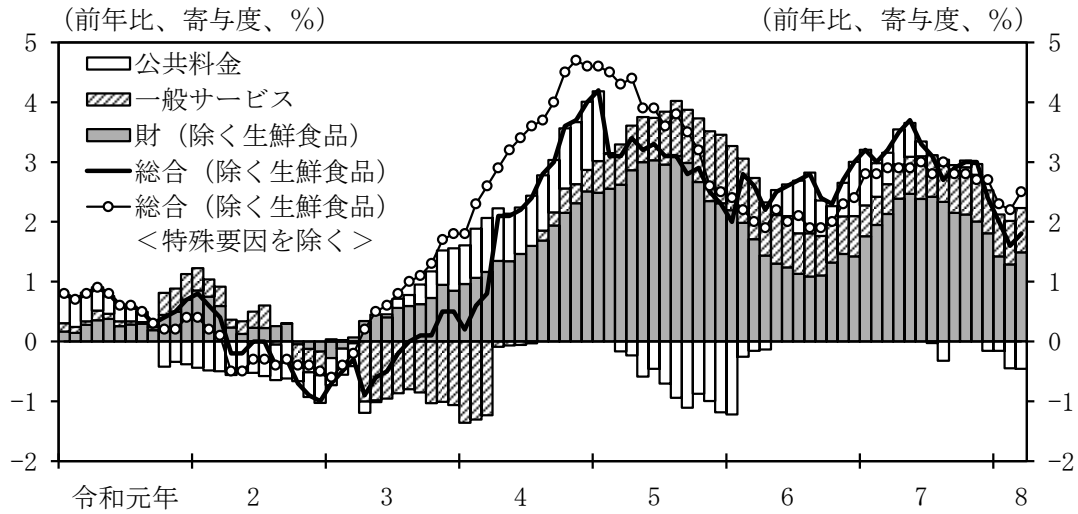
物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、2%台半ばから3%程度で推移したあと、下期後半には政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%を下回る水準まで低下した（図表13）。内訳をみると（図表14）、財は、米を含む食料品がプラス幅を縮小したことに加え、石油製品が、中東情勢の影響を受けつつも、旧暫定税率の廃止の影響により前年比マイナスに転じたことから、全体ではプラス幅を縮小した。一般サービスは、人件費等の上昇を販売価格に転嫁する動きは継続し、プラス幅は概ね横ばいで推移した。公共料金は、政府による電気・ガス代の負担緩和策を受けて、前年比マイナスに転じた。

予想物価上昇率は（図表15）、緩やかな上昇を続けた。

（図表13）消費者物価



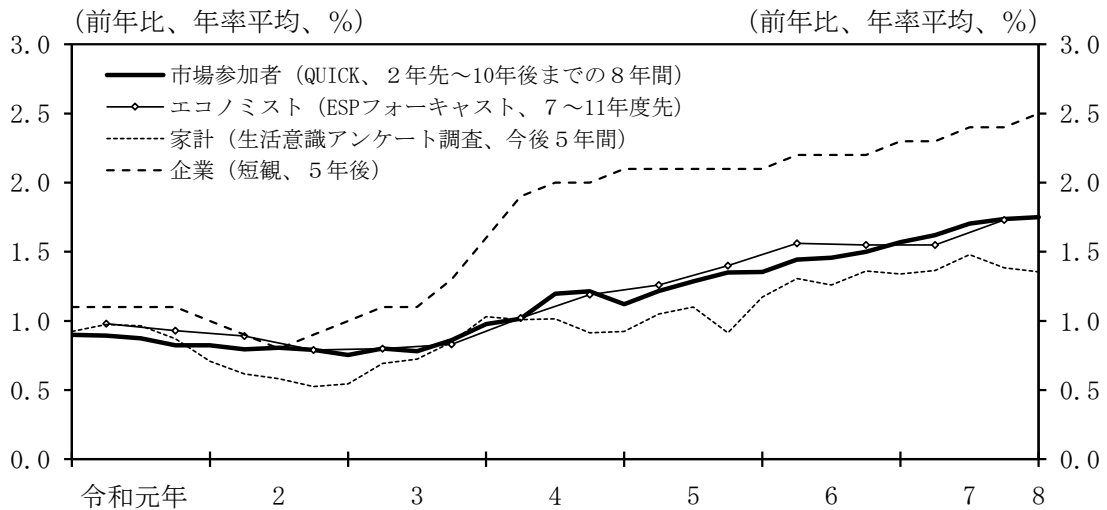
(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳



(注 1) 分類は組み替えて定義（「」内は総務省公表ベース）。財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」、公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」。

(注 2) 特殊要因＝消費税率の変更・教育無償化政策＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策＋3年の携帯電話通信料の引き下げ＋旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

(図表 15) 予想物価上昇率



(注 1) 家計は、5択選択肢情報を用いた修正カールソン・パーキン法による。

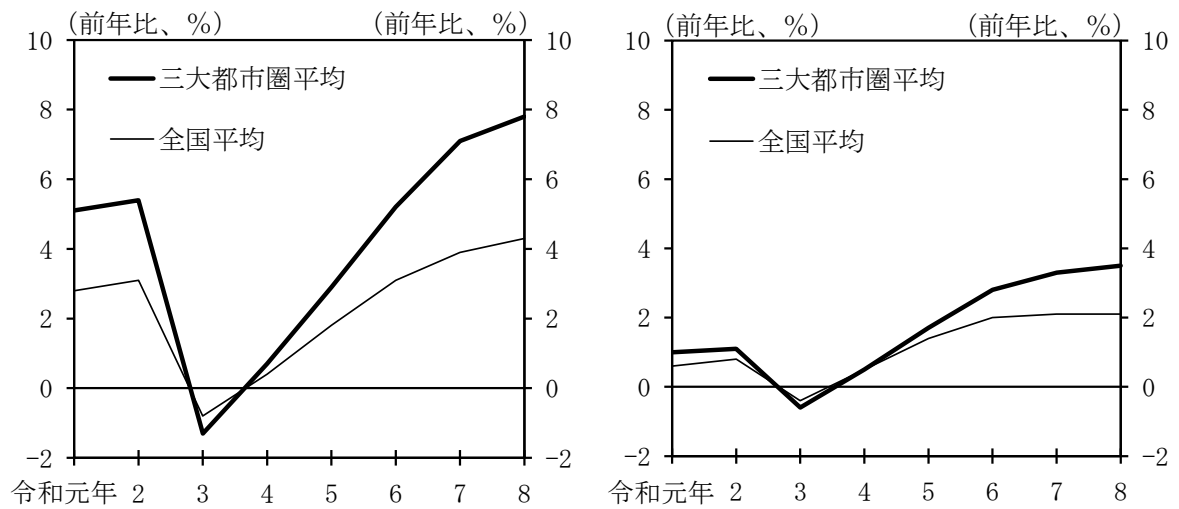
(注 2) 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し（平均値）。

地価は、経済の回復を受けて、三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）を中心に上昇した。地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表16）、全国平均は、商業地がプラス幅を拡大した一方、住宅地はプラス幅が横ばいとなった。三大都市圏平均では、商業地、住宅地ともにプラス幅を拡大した。

（図表16）地価公示

（1）商業地

（2）住宅地



（注）地価公示は、1月1日時点の地価を調査したもの。

(3) 海外経済

7年度下期の海外経済は、各国の通商政策や下期末の中東情勢の影響を受けて一部に弱めの動きもみられたが、総じてみれば緩やかに成長した（図表17）。

(図表17) 海外経済の実質GDP成長率

(米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、%)

		6年 10-12月期	7年 1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	8年 1-3月
米 国		1.9	-0.6	3.8	4.4	0.5	1.6
ユーロエリア		1.6	2.4	0.6	1.2	0.8	0.6
新興 国・ 地域	中 国	5.4	5.4	5.2	4.8	4.5	5.0
	イ ン ド	7.4	7.0	6.7	8.4	7.8	-
	N I E s	2.7	2.5	3.6	4.3	5.7	7.1
	A S E A N	5.2	4.9	5.2	4.8	5.2	5.1

(注) N I E sおよびA S E A Nは、IMF公表のGDPウェイト（購買力平価基準）を用いて算出。
A S E A Nは、タイ・インドネシア・マレーシア・フィリピン・ベトナムの5か国。

米国経済は、一部に弱めの動きもみられたが、総じてみれば堅調な成長を維持した。消費者物価の前年比は、総合ベース、コアベース（食料・エネルギーを除く）ともに、引き続き2%を上回って推移した。

金融政策面では、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジを、10月と12月の会合でそれぞれ0.25%ポイント引き下げ、3.50~3.75%とした。先行きの政策金利に関しては、12月の会合において、従来の表現に「程度や時期」という文言を追加し、「追加的な調整の程度や時期を検討するに際しては、今後公表されるデータや経済見通しの変化、リスクバランスを慎重に評価する」とした。また、10月の会合において証券保有総額の削減を12月1日に終了することを決定したあと、12月の会合で「準備預金残高が潤沢な水準まで減少したと判断し、準備預金の潤沢な供給を継続的に維持するために、必要に応じて年限が短めの国債の購入を開始する」とした。

ユーロエリア経済は、一部に弱めの動きもみられたが、内需を中心に底堅さを

維持した。消費者物価の前年比は、コアベース（エネルギー・食料・アルコール・たばこを除く）では引き続き2%を上回って推移したなか、総合ベースでも中東情勢の影響を受けて下期末には2%を上回った。

金融政策面では、欧州中央銀行は、中銀預け金金利を2.00%に据え置いた。今後の政策運営については、期間中すべての会合で、「データ次第であり、会合ごとに適切な金融政策スタンスを決定する。特に、今後判明する経済・金融指標を踏まえたインフレ見通しおよびそのリスク、基調的なインフレの動向、金融政策の波及の強さに関する評価に基づき、政策金利を決定する」とした。

新興国・地域をみると、中国経済は、下期前半は関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて減速したが、下期後半は輸出の増加などに支えられ持ち直した。消費者物価の前年比は、政府目標（2%前後）を下回って推移した。財政政策面では、3月の全国人民代表大会において、耐久財購入を対象とする補助金は小幅に縮小されたものの、前年と概ね同規模・同内容の財政支出の継続が決定された。金融政策面では、預金準備率や政策金利の引き下げなど様々な手段を柔軟かつ効果的に活用し、潤沢な流動性を維持するとの方針が示された。

中国以外の新興国・地域の経済は、総じてみれば緩やかに改善した。インフレ率は、多くの国においてインフレ目標の上限を下回った。こうしたもとで、金融政策面では、政策金利を引き下げる国が多くみられた。

2. 金融面の動向

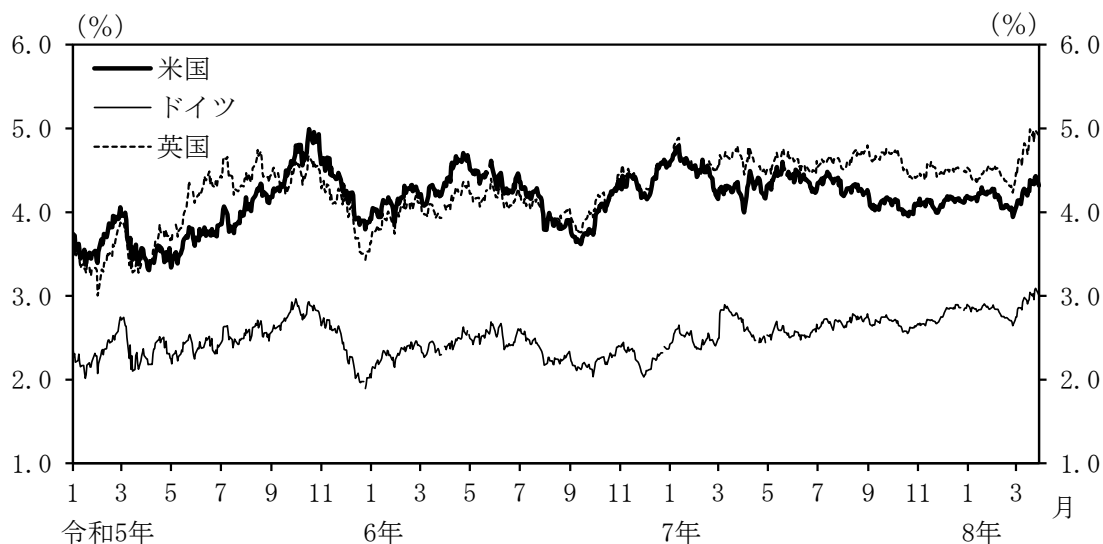
(1) 国際金融市場

令和7年度下期の国際金融市場をみると、市場センチメントは、2月にかけて、世界経済の先行きを巡る不確実性の低下を受けて改善した状態が続いたが、その後は、中東情勢の緊迫化を受けて大きく慎重化した。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートやターム物金利は²、米国連邦準備制度が10月と12月に政策金利を引き下げるもとの、低下した。ユーロエリアをみると、インターバンクの翌日物金利は、欧州中央銀行が政策金利を据え置くもとの横ばい圏内で推移した一方、ターム物金利は、2月まで横ばい圏内で推移したあと、3月末にかけて、中東情勢の緊迫化を受けた原油価格上昇を背景に、欧州中央銀行による利上げを織り込みながら上昇した。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）をみると、米国では、金融政策運営に対する見方の変化による振れを伴いつつ、3月末にかけて原油価格上昇を受けたインフレ圧力が意識されて上昇した。欧州も、原油価格上昇を受けたインフレ圧力が意識されるなか、米国金利と同様に上昇した（図表18）。

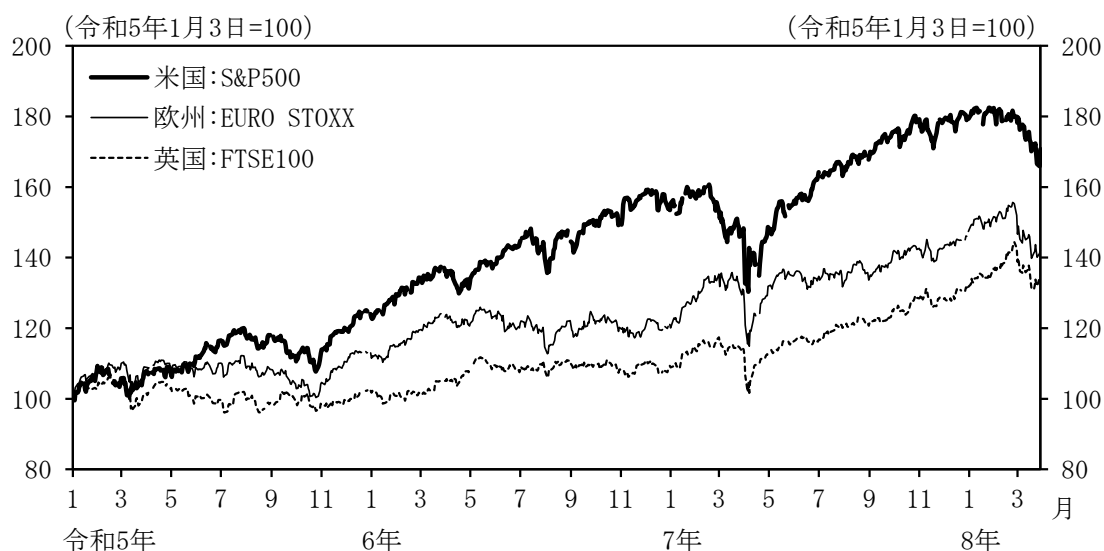
(図表18) 米欧の長期金利（国債10年物利回り）



² ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

主要国の株価動向をみると、米国株価（S & P 500）は、市場センチメントが改善した状態が続くもと、堅調な企業業績もあって1月にかけて上昇したが、その後は、中東情勢の緊迫化を受けた市場センチメントの慎重化などを背景に、下落した。欧州株価（EURO STOXX）は、域内の成長見通しの改善期待もあって上昇したあと、中東情勢の緊迫化を受けて下落したものの、期間を通じてみれば上昇となった。この間、英国株価（FTSE100）は上昇した（図表19）。

（図表19）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、株価は、一部の半導体製品の市況高騰や金・銅などの資源価格上昇もあって上昇したあと、中東情勢の緊迫化を受けて上昇幅を縮小した。

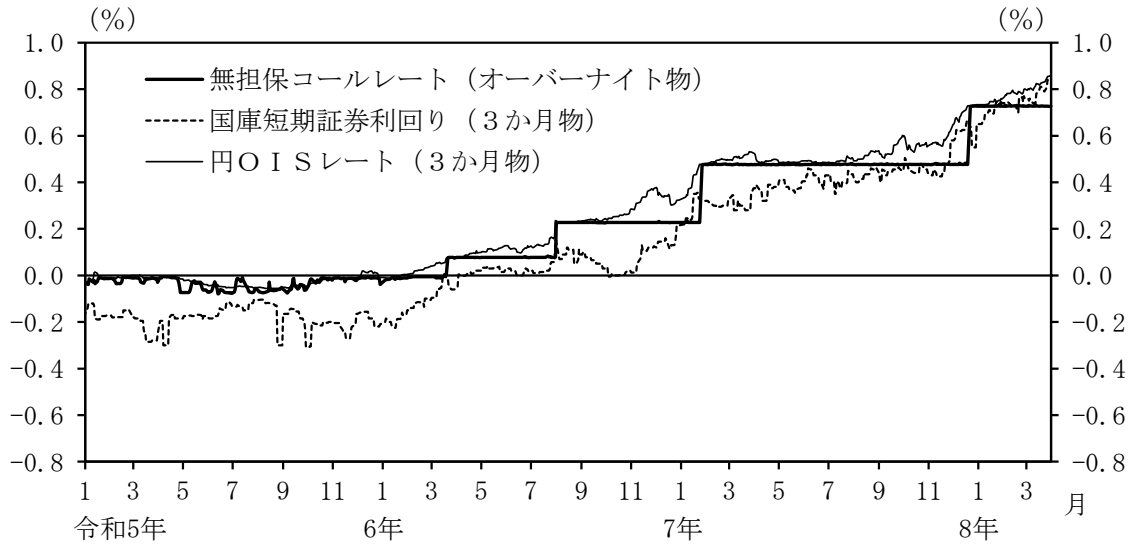
為替市場をみると、多くの新興国・地域の通貨は、ドル安の流れのなかで増価したあと、3月入り後は、中東情勢の緊迫化を受けたドル高の流れのなかで減価した。

国際商品市場をみると、原油（WT I）価格は、産油国の増産を背景に下落したあと、中東情勢の緊迫化に伴う供給懸念から大幅に上昇した。銅（LME）価格は、主要産地での供給制約やデータセンター関連を含む需要拡大が意識されるなかで大幅に上昇したあと、中東情勢の緊迫化を受けて市場センチメントが慎重化するもとので上昇幅を縮小した。農産物価格は、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば上昇した。金価格は、分散投資需要等を背景に大幅に上昇したあと、中東情勢が緊迫化するなかでのドル高や金利上昇を背景に上昇幅を縮小した。

(2) 短期金融市場

7年度下期のわが国の短期金融市場の動向をみると、翌日物市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表20）³、12月の金融政策決定会合（以下「会合」という）までの間は0.5%程度で、また12月の会合で金融市場調節方針が変更された後は0.75%程度で推移した。ターム物金利をみると、円OISレート（3か月物）は、上昇した。国庫短期証券利回り（3か月物）は、振れを伴いつつ、上昇した。

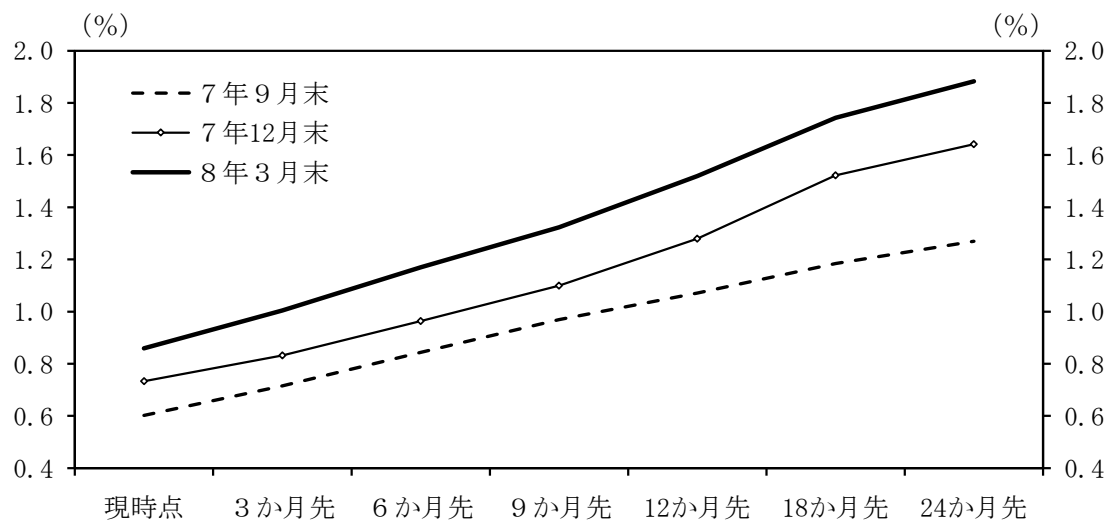
(図表20) 短期金融市場金利



³ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の数値は、加重平均値（以下同じ）。

円OISのフォワードレートは（図表 21）、上昇した。

（図表 21）円OISのフォワードレート



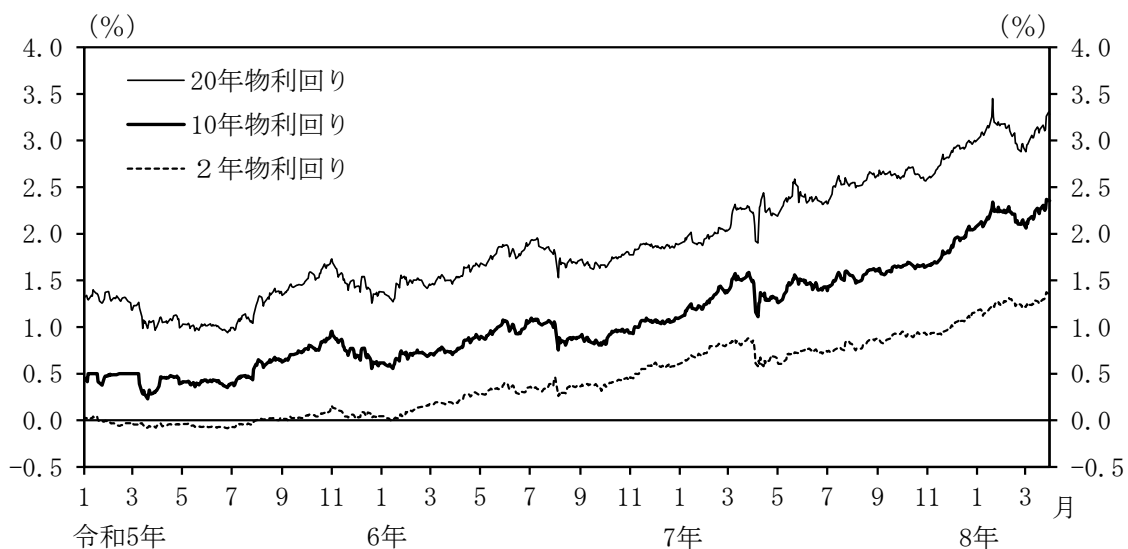
（注）現時点は、3か月物のOISレート。3か月先、6か月先、9か月先は、各3か月間、12か月先、18か月先は、各6か月間、24か月先は、12か月間のフォワードレートをOISレートから算出。円OISのフォワードレートは、基本的には各期間の無担保コールレート（オーバーナイト物）の市場見通しを反映する。

(3) 債券市場

7年度下期の債券市場の動向をみると（図表 22）、長期国債（10年債）の流通利回りは、わが国の先行きの経済・物価情勢に対する市場の見方などを反映して、1月中旬まで大きく上昇した。その後は、投資家による国債買戻しの動きがみられたことから、2月下旬にかけて低下したものの、中東情勢が緊迫化するもとの、原油価格上昇に伴うインフレ圧力の高まりが意識され、3月中は再び上昇した。

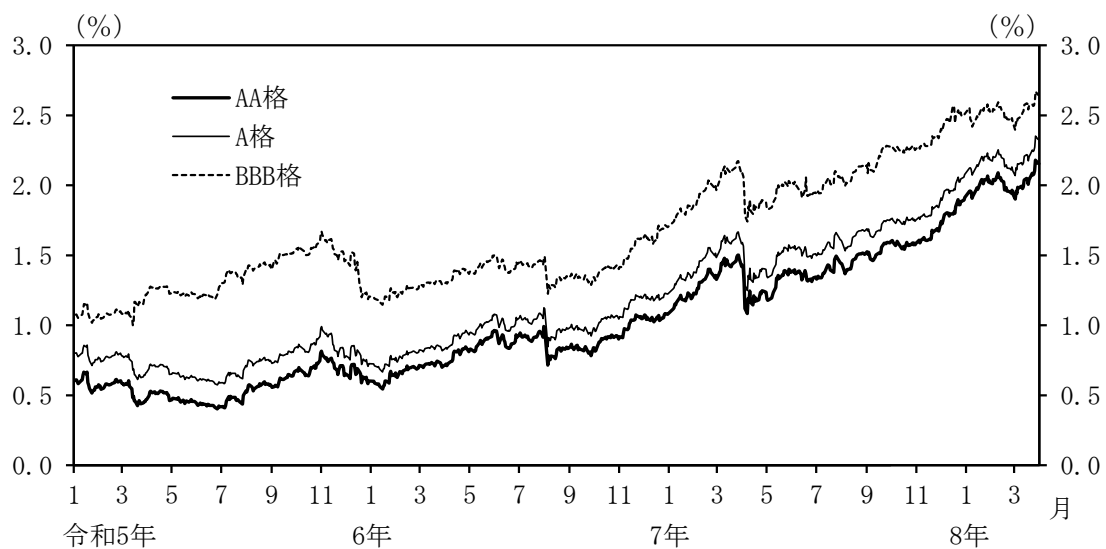
超長期国債（20年債）の流通利回りも、概ね同様の動きとなった。短中期国債（2年債）は、上昇した。

（図表 22）国債流通利回り



社債流通利回りは（図表 23）、国債の流通利回りに概ね連れる形で推移し、上昇した。

（図表 23）社債流通利回り

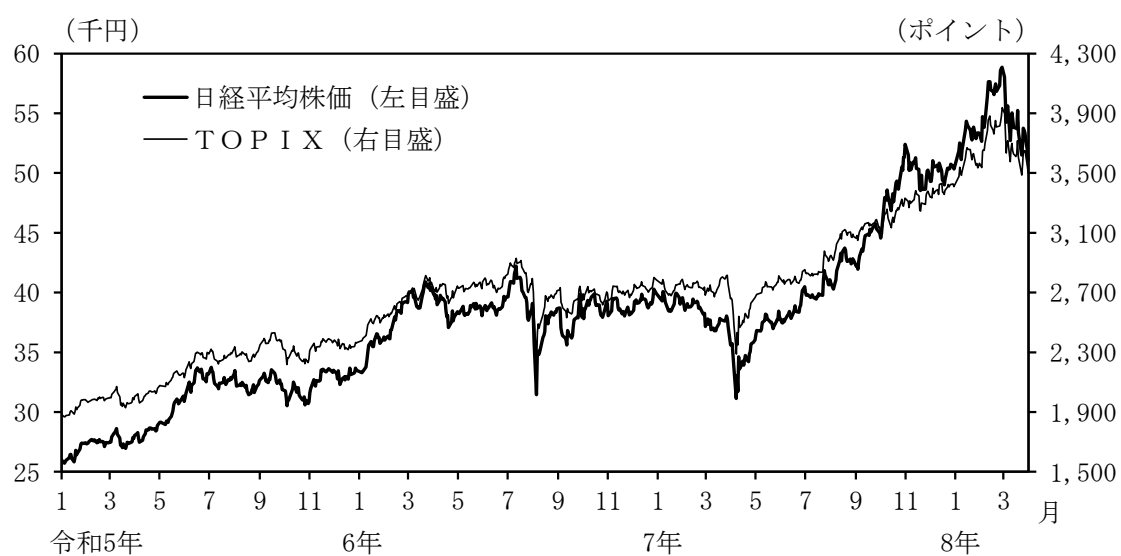


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

7年度下期の株式市場の動向をみると（図表 24）、日経平均株価は、政府の経済政策に対する期待や堅調な企業業績を背景に、2月にかけて大幅に上昇した。3月入り後は、中東情勢の緊迫化を受けてリスク回避姿勢が強まったことで下落したものの、期間を通じてみれば、大幅な上昇となり、3月末には 51 千円台となった。

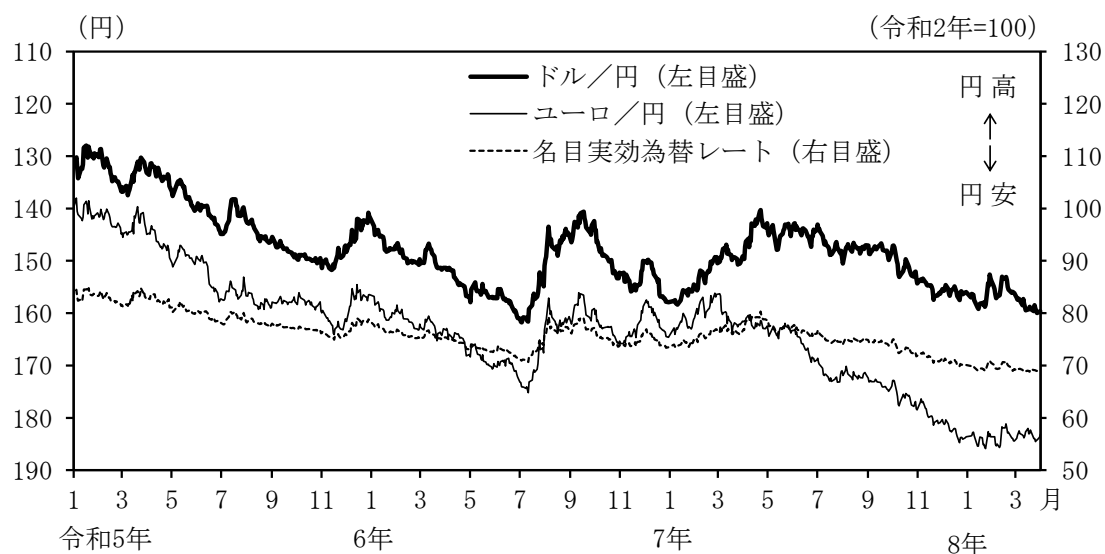
(図表 24) 株価



(5) 外国為替市場

7年度下期の外国為替市場の動向をみると（図表 25）、円の対ドル相場は、円安ドル高方向の動きとなり、3月末には159円台となった。円の対ユーロ相場も、円安ユーロ高方向の動きとなった。この間、円の名目実効為替レートは⁴、円安方向の動きとなった。

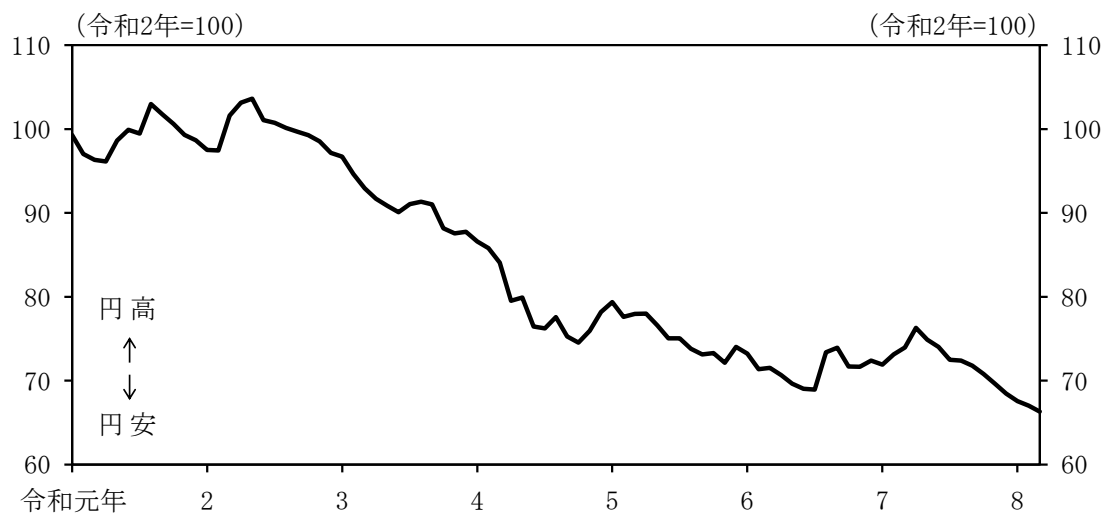
(図表 25) 円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



⁴ 円の名目実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

こうした為替相場動向のなか、円の実質実効為替レートは（図表 26）⁵、円安方向の動きとなった。

（図表 26）円の実質実効為替レート

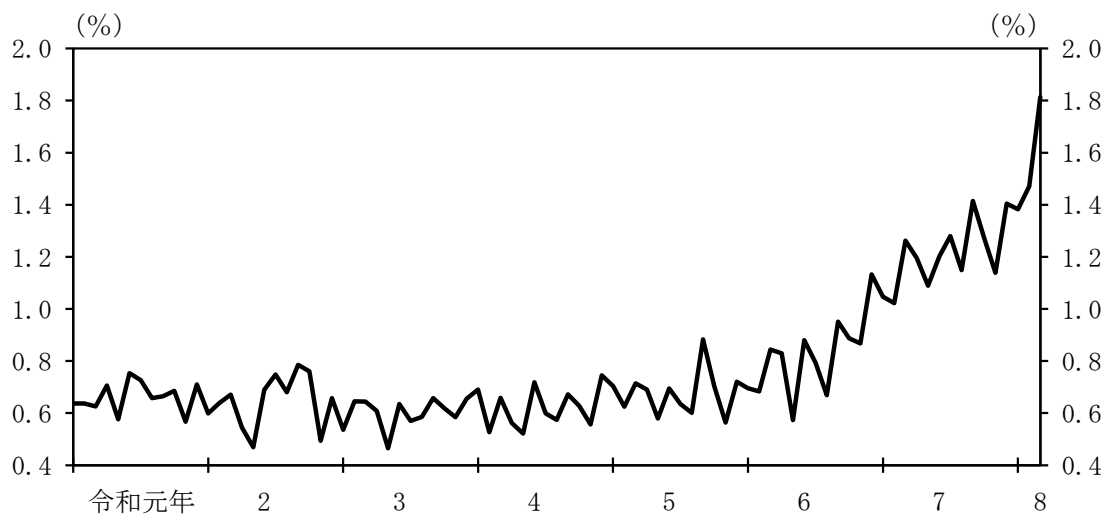


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

(6) 企業金融

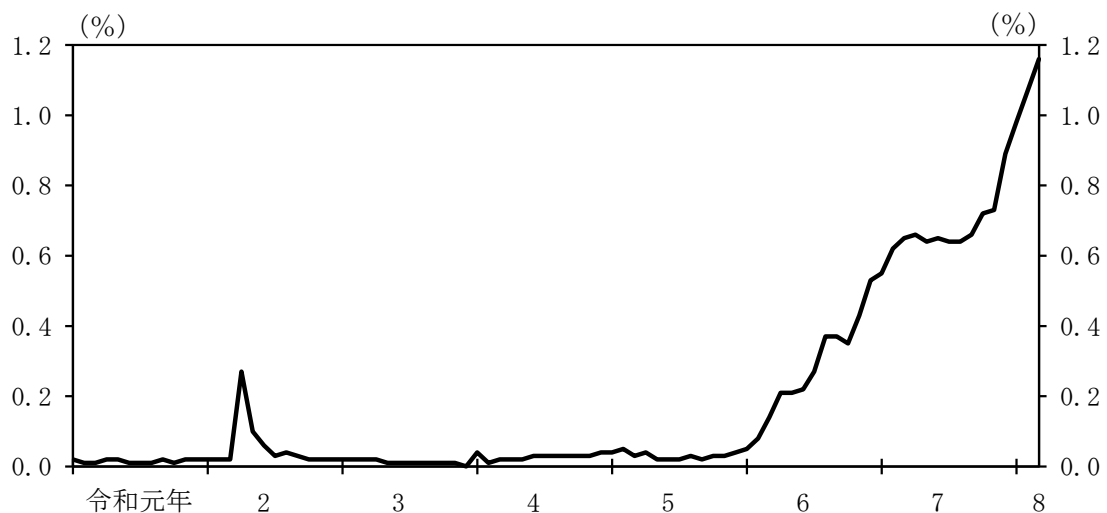
7年度下期において、企業の資金調達コストは、上昇した。貸出金利をみると(図表 27)、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、上昇した。

(図表 27) 貸出約定平均金利(国内銀行、総合、新規実行分)



この間、CPの発行金利は(図表 28)、上昇した。社債の発行金利は、上昇した。

(図表 28) CP発行金利(3か月物)

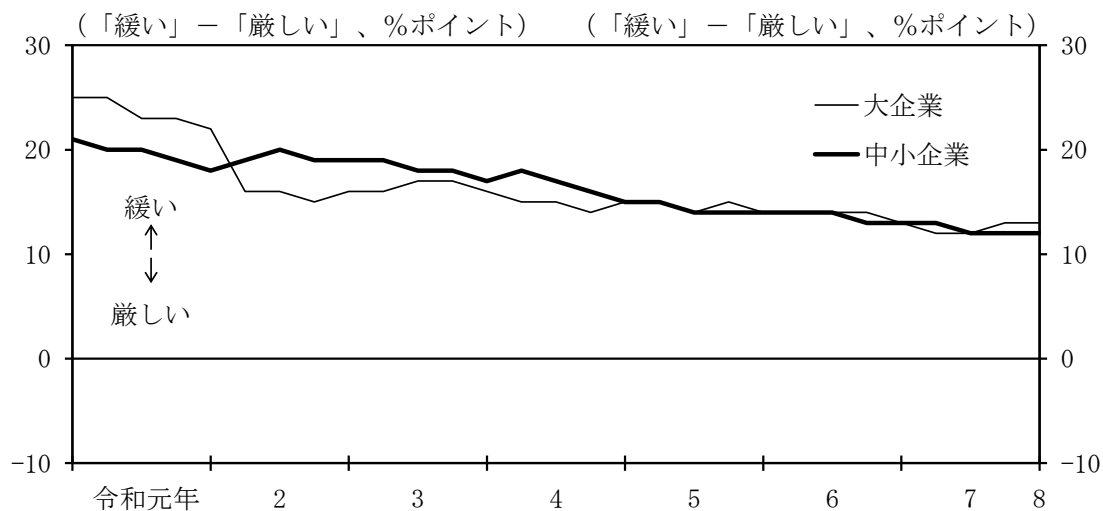


(注) 新発利回り。a-1格相当の格付け取得先についての短期社債(電子CP)の平均。

資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は（図表 29）、緩和した状態が続いた。

資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、増加した。

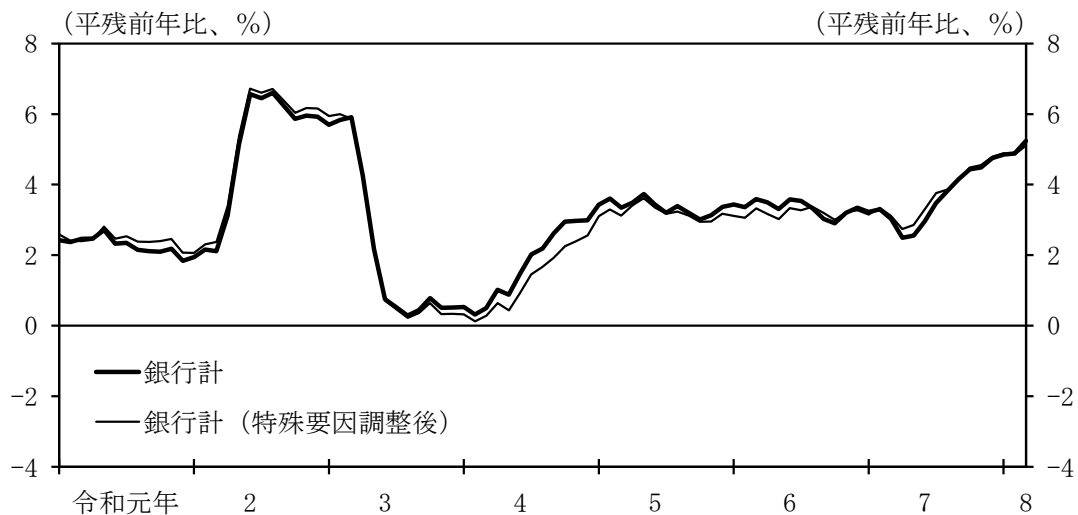
（図表 29）金融機関の貸出態度判断D I（短観）



（注）全産業ベース（図表 32 も同様）。

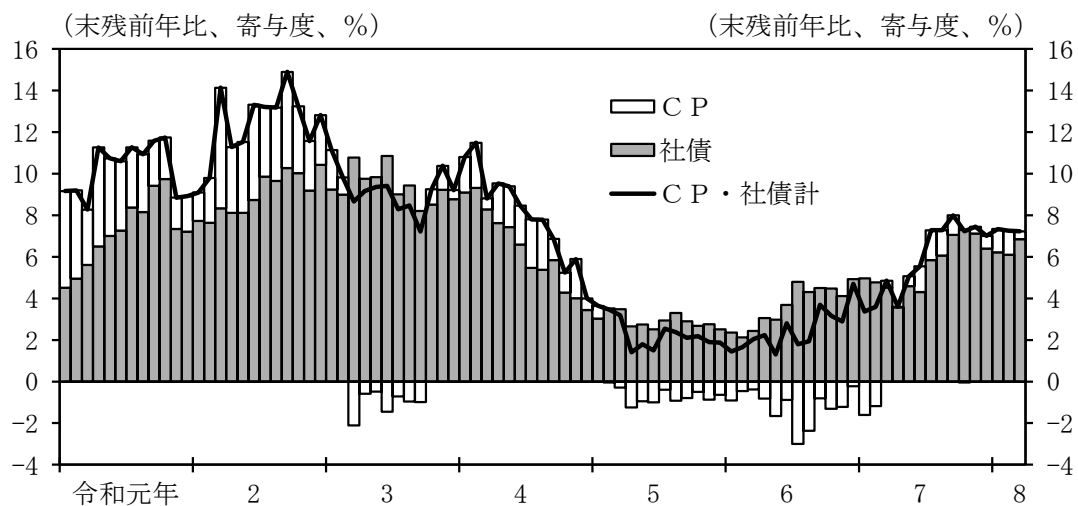
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 30）⁶、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、4%台半ばから5%台前半で推移した。CP・社債計の発行残高の前年比は（図表 31）、既往の大口の発行案件が押し上げに寄与していることもあり、7%程度から7%台半ばで推移した。

（図表 30）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

（図表 31）CP・社債発行残高

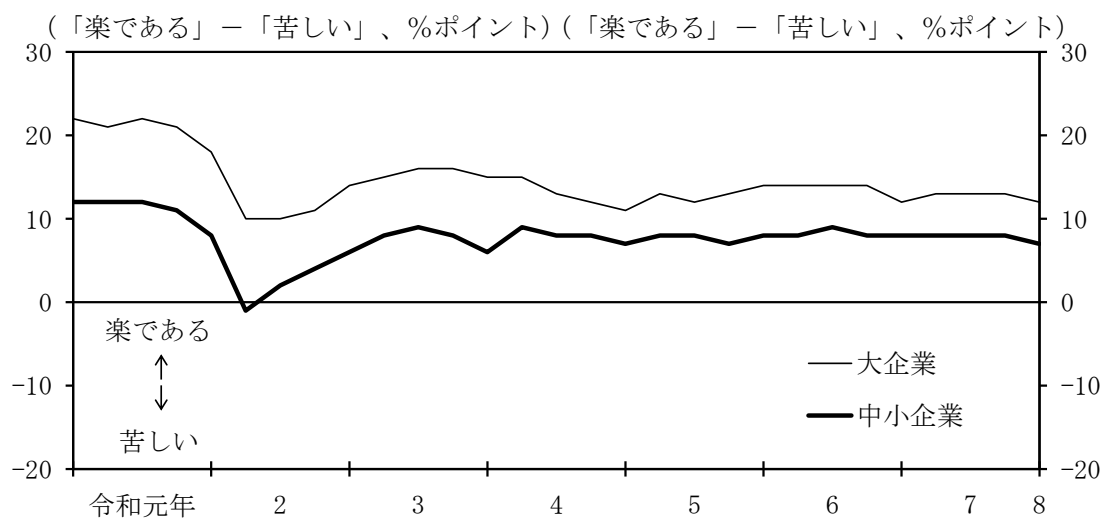


（注）CP発行残高は、短期社債（電子CP）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ABC CPは含む）。

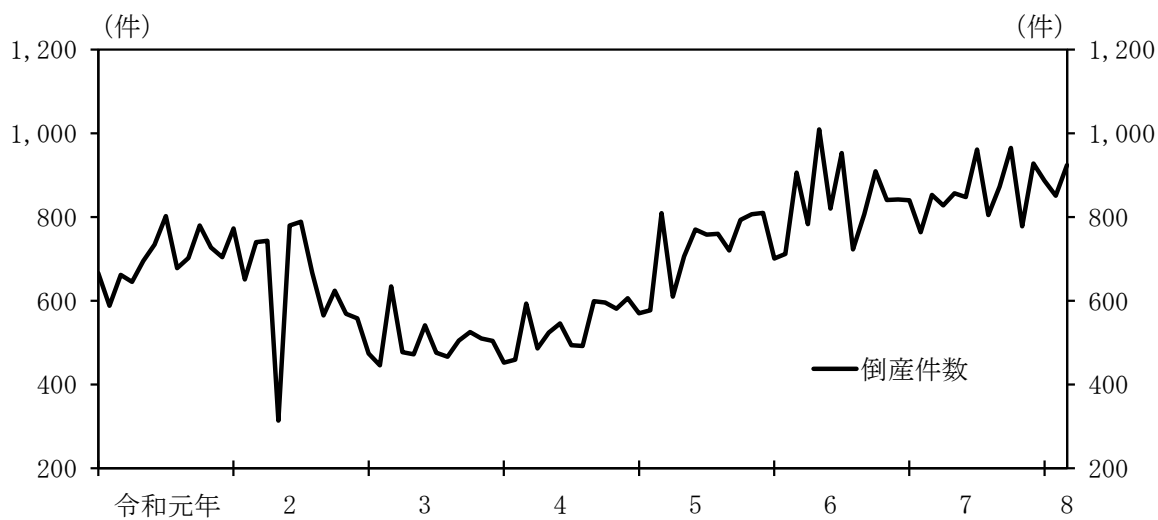
⁶ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

企業の資金繰りは（図表 32）、良好な状態が続いた。企業倒産は（図表 33）、横ばい圏内で推移した。

（図表 32）企業の資金繰り判断D I（短観）



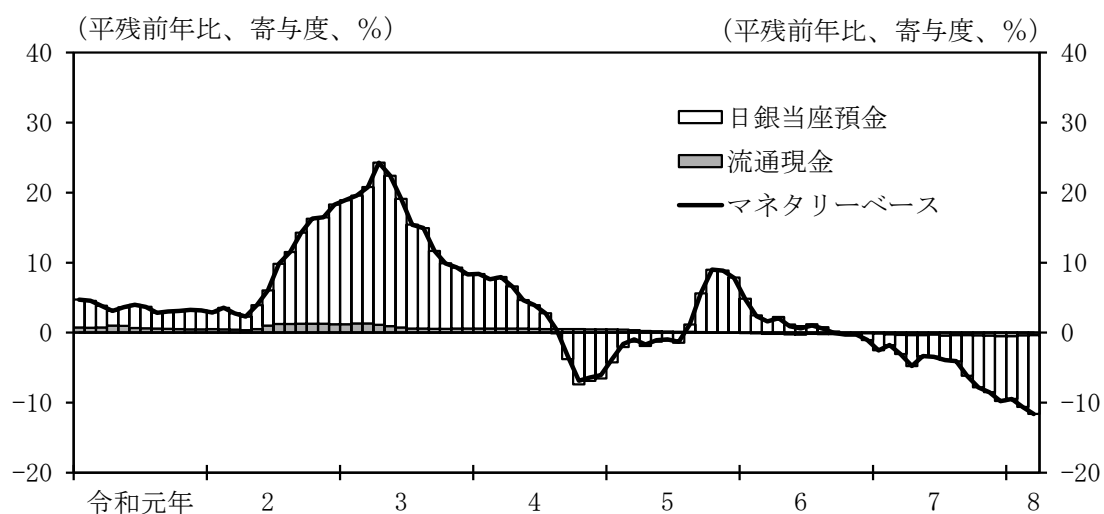
（図表 33）企業倒産



(7) 量的金融指標

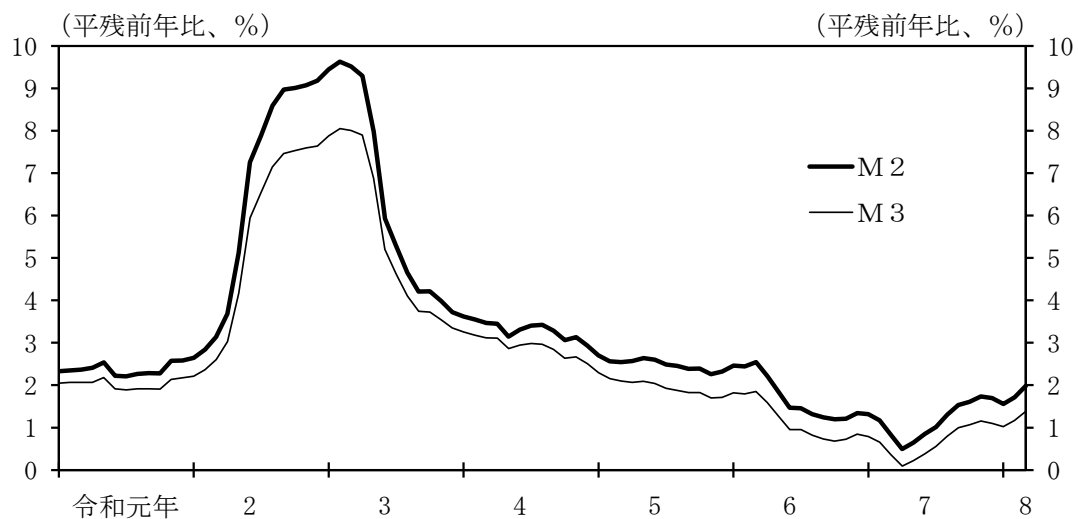
7年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 34）、長期国債買入れ額や貸出増加支援資金供給が減少するもとで、マイナス幅が拡大した。

(図表 34) マネタリーベース



マネーストック（M2）の前年比は（図表35）、1%台半ばから2%程度で推移した。

（図表35）マネーストック



（注）M2 = 現金通貨 + 預金通貨（要求払預金 - 対象金融機関保有小切手・手形） + 準通貨（定期性預金等） + 譲渡性預金（CD）。対象金融機関にゆうちょ銀行等は含まない。なお、M3はゆうちょ銀行等を含む。

II. 金融政策運営及び金融政策手段

1. 金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、令和7年10月から8年3月までの間、計4回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	植田和男	（総裁）
	氷見野良三	（副総裁）
	内田眞一	（副総裁） ^{（注）}
	野口 旭	（審議委員）
	中川順子	（審議委員）
	高田 創	（審議委員）
	田村直樹	（審議委員）
	小枝淳子	（審議委員）
	増 一行	（審議委員）

（注）12月18、19日会合は本店執務室から電話会議により、1月22、23日会合と3月18、19日会合は電話会議により出席。

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

以下では、7年度下期中の金融政策運営及び金融政策手段に関して、①会合における検討・決定、②金融市場調節の実施状況、③日本銀行のバランスシートの動き、について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

政策委員会では、令和7年度下期の金融経済情勢について、「I. 経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状については、すべての会合において、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」と判断した(図表36)。先行きについては、10月の会合では、「各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとの、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとの、成長率を高めていくと見込まれる」、12月の会合では、「各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が幾分減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとの、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後については、海外経済が成長経路に復していくもとの、成長率を高めていくと見込まれる」、1月の会合では、「各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとの、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる」、3月の会合では、「各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとの、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。ただし、中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要である」との見方をそれぞれ示した。

(図表36) 政策委員会の経済情勢についての判断

7年10月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。
12月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。
8年1月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。
3月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

物価の現状については、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比でみて、10月と12月の会合では、「賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている」、1月の会合では、「賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは2%台半ばとなっている」、3月の会合では、「賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下している」とそれぞれ判断した（図表37）。先行きについては、10月の会合では、「米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、8年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」、12月の会合では、「米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府の物価高対策の効果もあり、8年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」、1月の会合では、「米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」、3月の会合では、「米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、いったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小したあと、足もとの原油価格

上昇の影響がプラス幅を拡大する方向に作用すると考えられる。この間、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。なお、原油価格上昇が基調的な物価上昇率の見通しに及ぼす影響についても、留意が必要である」との見方をそれぞれ示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合において、「緩やかに上昇している」と判断した。

(図表37) 政策委員会の物価情勢についての判断

7年10月	賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。
12月	賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。
8年1月	賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは2%台半ばとなっている。
3月	賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下している。

(金融政策運営)

金融政策運営面では、10月の会合において、以下の金融市場調節方針を維持することとした⁷。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

12月の会合では、金融緩和の度合いを調整することが適切であると判断し、次回会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した⁸。

⁷ 賛成7反対2で決定された。

⁸ 全員一致で決定された。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するように促す⁹。

また、上記の金融市場調節方針の変更に伴い、以下のとおり、各種制度の適用利率の変更を決定した^{10,11}。

① 補完当座預金制度の適用利率

補完当座預金制度の適用利率（日本銀行当座預金＜所要準備額相当部分を除く＞への付利金利）については、0.75%とする¹²。

② 基準貸付利率¹³

補完貸付制度については、その適用金利である基準貸付利率を1.0%とする。

1月と3月の会合では、上記の金融市場調節方針を維持することとした¹⁴。

先行きの金融政策運営については、10月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」、12月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展

⁹ 新たな金融市場調節方針は、翌営業日（12月22日）から適用する。

¹⁰ 補完当座預金制度の適用利率および基準貸付利率は、翌営業日（12月22日）から適用する。

¹¹ 全員一致で決定された。

¹² 被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペの貸付利率は、引き続き、補完当座預金制度の適用利率となる。

¹³ 日本銀行法第15条第1項第2号に規定する「基準となるべき貸付利率」。なお、同第1号の「基準となるべき割引率」も1.0%とする（手形割引の取り扱いは今現在停止中）。

¹⁴ いずれの会合においても、賛成8反対1でそれぞれ決定された。

望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」、1月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」、3月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」との考え方をそれぞれ示した¹⁵。

このほか、12月の会合では、金融市場調節方針の変更に伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正を決定した。

¹⁵ 10月と1月の会合における経済・物価の見通しについては、Ⅱ．2．（2）参照。

（２）「経済・物価情勢の展望」

（「経済・物価情勢の展望（７年 10 月）」）

10月の会合では、7年度から9年度を対象とする「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という）に関する議論を行った。

まず、9年度までの経済・物価情勢の見通し¹⁶については、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。
- ② 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。すなわち、輸出や生産は、グローバルなAI関連需要が上押しに作用するものの、海外経済の減速を背景に弱めの動きになると見込まれる。こうした動きを受けて、企業収益も、高水準ながらも減少するとみられる。

¹⁶ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また、先行きの政策運営については、市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

こうしたもと、設備投資は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。雇用・所得環境をみると、経済の成長ペースが伸び悩むなかにあっても、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとで、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたもと、名目賃金は、企業収益減少の影響を受けて伸び率を幾分鈍化させつつも、最低賃金の引き上げもあって、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、物価上昇の影響が残るもとで、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や7年度から実施される税制改正なども、個人消費を下支えすると考えられる。住宅投資は、当面、減少基調をたどったあと、その後の回復ペースも緩やかなものにとどまるとみられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれる。輸出や生産は、増加基調に復していくと考えられる。企業収益は内外需要の増加から改善していくとみられ、設備投資は、需要増に対応した能増投資もあって、増加傾向を続けると考えられる。雇用・所得環境をみると、人手不足感が強まるもとで名目賃金は伸び率を高め、個人消費は緩やかに増加していくと考えられる。こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる¹⁷。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、8年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、

¹⁷ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、デジタル化の進展などに伴い生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかといった点を巡る不確実性も高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。もっとも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による施策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて、概ね横ばいで推移していく前提としている。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペースの影響などから、いったん2%を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで、2%程度で推移すると考えている。物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、現状程度で推移したあと、見通し期間終盤にかけて、再び改善していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見込まれるものの、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

- ④ 上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）としては、主に各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、輸入物価の動向、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期

的な成長期待や潜在成長率に与える影響に注意が必要である。以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及に注意が必要である。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した¹⁸。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、8年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。
- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては様々なものがあるが、とくに各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、8年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。金融面のリスクについてみると、不動産価格や株価といった資産価格の動向には留意が必要であるものの、全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。また、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を

¹⁸ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

有している。そのうえで、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある¹⁹。

- ③ 金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、10月30日に公表した（背景説明を含む全文は10月31日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（8年1月）」）

1月の会合では、7年度から9年度を対象とする「展望レポート」に関する議論を行った。

まず、9年度までの経済・物価情勢の見通し²⁰については、以下のような見方を示した。

- ① わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。

¹⁹ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（7年10月）を参照。

²⁰ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また、先行きの政策運営については、市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは2%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

- ② 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。すなわち、企業部門をみると、輸出や生産は、当面、関税引き上げの影響が下押し圧力として残るものの、グローバルなAI関連需要にも支えられて海外経済が成長経路に復していくもとで、緩やかに回復していくと見込まれる。企業収益は、当面、製造業において関税による下押しの影響が残るものの、全体としては高水準が続き、その後は、内外需要の増加から増益基調が明確になっていくとみられる。そうしたもとで、設備投資は、政府の経済対策や緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応の省力化・デジタル関連投資や研究開発投資を含め、増加傾向を続けると考えられる。家計部門をみると、雇用面では、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなるもとで、景気の改善につれて、労働需給は一段と引き締まっていくと考えられる。こうしたもとで、本年の春季労使交渉では、昨年につき、幅広い企業でしっかりと賃上げが実施されるとみられ、名目賃金は、高めの伸びが続くと考えられる。個人消費は、物価上昇の影響が残るもとで、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や8年度から実施される税制改正などは、個人消費を下支えすると考えられる。住宅投資は、当面は回復の動きが続くものの、その後は、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、緩やかな減少傾向をたどるとみられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加や防衛関連

支出の増加などを反映し、緩やかに増加していくと想定している。こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、7年度は海外経済の上振れやGDP統計改定の影響から、8年度は政府の経済対策の効果などから、それぞれ幾分上振れている。9年度は経済対策の効果の反動により、幾分下振れている。この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる²¹。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もともと、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による施策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて、概ね横ばいで推移していく前提としている。政府による施策については、ガソリン税の「旧暫定税率」の廃止や電気・ガス代の負担緩和策、高校授業料や小学校給食の無償化などが打ち出されており、7年度と8年度を中心に、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用する。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響の減衰などから、2%程度までプラス幅を縮小すると見込まれる。その後は、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、同程度の水準で推移するとみられる。物価の基調を規定する主たる要因について点検する

²¹ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、デジタル化の進展などに伴い生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかといった点を巡る不確実性も高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

と、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、景気の改善が続き、労働需給が一段と引き締まっていくもとで、企業の積極的な賃金・価格設定行動は更に広がっていくことから、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想され、見通し期間後半には2%程度で推移すると考えられる。

- ④ 上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）としては、主に海外の経済・物価動向、輸入物価の動向、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響に注意が必要である。以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及に注意が必要である。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した²²。

- ① 第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続

²² 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平成25年1月22日）参照。

くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

- ② 第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている。金融面のリスクについてみると、不動産価格や株価といった資産価格の動向には引き続き留意が必要であるものの、貸出などの金融仲介活動は円滑に行われており、現在の金融活動に大きな不均衡はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。そのうえで、各国の通商政策や地政学的リスク、海外ノンバンク部門の動向等が、様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある。
- ③ 金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を賛成多数で決定し、1月23日に公表した（背景説明を含む全文は1月26日に公表）。

(3) 金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した7年10月および8年1月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ. 7年12月の会合

(国際金融資本市場は、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、市場センチメントは改善した状態が続いている)

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、市場センチメントは改善した状態が続いているとの見方を共有した。多くの委員は、各国の通商政策等を巡る不透明感が薄れてきていることや、AI関連需要の拡大が続く中、ハイテク関連企業の業績に対する期待感などから、米国を中心に世界的に株価は高値圏で推移していると指摘した。このうちの一人の委員は、AI関連については、投資に見合ったかたちで収益の拡大が実現しない場合には、財務基盤の弱い先を中心に株価の調整が生じる可能性に留意する必要があると指摘した。

(海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している)

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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。先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて幾分減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、成長経路に復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、通商政策の影響を巡る不確実性の低下やAI関連需要の拡大等を踏まえると、8年以降、海外経済が顕著に減速する可能性は小さくなってきていると指摘した。ある委員は、今次局面は、コロナ禍で世界規模での危機意識から、世界同時に金融財政両面から景気押し上げ政策がとられた局面と類似し、当時と同様、グローバルな政策サイクルの一致から、世界的に経済・物価の上振れを展望していると述べた。

(わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している)

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、米国の関税政策の影響について、製造業を中心に企業収益に下押し圧力がかかっているものの、設備投資や雇用・賃金動向を含め、経済全体に波及している様子は窺われないとの認識を示した。複数の委員は、7～9月期の実質GDPは6四半期ぶりのマイナス成長となったが、これは春先にみられた関税引き上げに伴う駆け込み輸出の反動の影響が大きく、マイナス成長は一時的なものともみられると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、①各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が幾分減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとの、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは緩やかなものにとどまると考えられる、②その後は、海外経済が成長経路に復していくもとの、成長率を高めていくと見込まれるとの認識を共有した。何人かの委員は、米国経済や関税政策の影響を巡る不確実性が低下するもとの、7年度の企業収益についても、製造業を含め、12月短観において前回対比小幅の上方修正となるなど、先行きの不透明感は次第に薄れてきていると指摘した。そのうえで、多くの委員は、政府の経済対策の効果が今後出てくること等も踏まえると、わが国経済は、従来想定していた「伸び悩み」局面を迎える可能性は低いとの見方を示した。このうちの一人の委員は、先行き1、2年程度は、政府の経済対策が経済の押し上げに働き、成長ペースの一時的な伸び悩みもある程度解消されるかもしれないと述べた。これに関連して、別の一人の委員は、財政政策の効果を考える際には、今般の経済対策だけでなく、予算全体の規模や内容を含めて分析することが重要であり、この点は、1月の展望レポートに向けてしっかりと議論していく必要があると指摘した。

(消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとの、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている)

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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとの、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっているとの認識で一致した。また、予想物価上昇率に

ついて、委員は、緩やかに上昇しているとの評価で一致した。多くの委員は、前回会合以降の物価動向は、新米価格の高止まりなどから、10月の「展望レポート」の見通しより、幾分強めで推移しているとの認識を示した。ある委員は、最近の食料品価格の上昇には、一時的な供給要因だけでなく、人件費や物流費の上昇も相応に反映されていると指摘した。一人の委員は、企業の積極的な価格設定行動などを背景に、米関連以外の食料品でも前年比5%を超える価格上昇が続いていることから、今後の物価動向を見極めるうえで、企業の値上げ姿勢と消費者の購買状況等を注視すべきであるとの認識を示した。この間、複数の委員が、最近の家賃の動向について言及した。一人の委員は、住宅・土地統計調査によれば、平成30年から令和5年にかけての家賃の伸び率が年率2%程度となっており、消費者物価指数の民営家賃の伸び率(0%)と乖離が生じていると指摘したうえで、同指数に占める家賃のウエイトを考慮すれば、消費者物価の前年比は、実態として相応に高いのではないか、との見解を示した。

物価の先行きについて、大方の委員は、①消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとの、政府の物価高対策の効果もあり、8年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくものの、②その後は、成長率が高まるもとの人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価(除く生鮮食品)の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの認識を共有した。一人の委員は、生鮮食品を除いた消費者物価の上昇率は、食料品インフレの収束や政府の物価高対策の効果などから、いったんは2%を切る見通しだが、金融政策運営にとってより重要な基調的な物価上昇率については、賃上げのモメンタムが維持される以上、人件費由来の部分を中心に緩やかな上昇が続くとの見方を示した。ある委員は、7年に生じた食料品の値上げの多くは、既往のコスト上昇分のキャッチアップを目的とした「埋め合わせ型」の値上げであり、足もとでは、こうした動きはほぼ完了しつつあるとしたうえで、今後の価格上昇は、人件費に由来する、より粘着的なものになるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、賃金の上昇モメンタムが維持され、実質賃金が8年前半にはプラス圏に浮上すると見込まれることから、実際の消費者物価の前年比プラス幅が縮小する中でも、物価の基調は2%に向けて着実に上昇し続けるとの見解を示した。別の一人の委員は、わが国経済の成長ペースの伸び悩みがメインシナリオではなくなった

ことから、物価の基調に今後伸び悩みが生じる可能性も小さくなってきているとの認識を示した。別のある委員は、政府の物価高対策や経済政策は、その実際の効果の規模や発現するスピードにもよるものの、消費や投資意欲を高め、経済や中長期的な物価の上昇の力を高めると指摘した。この間、一人の委員は、政府の物価高対策によって、人々のインフレ予想に影響を与え得る特定の財の価格が低下すれば、家計のインフレ実感が緩和する可能性があるとしつつ、先行きの物価見通しについては、為替の物価へのパススルーやエネルギー価格の動向についてもみていく必要があると述べた。このほか、別の一人の委員は、賃上げが3年連続して「物価安定の目標」と整合的な水準になることを見通せる8年春には、物価の基調は2%に達したと判断できる可能性が高いとの認識を示した。また、ある委員は、賃上げの定着や予想物価上昇率の上昇などを踏まえると、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとの認識を示した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、これまでのところ、0.5%への金利引き上げにより企業の設備投資スタンスが大幅に減退したという話はあまり聞かれず、短観における資金繰り判断や金融機関の貸出態度判断も、大幅な金融緩和の継続により、良好な水準を維持していると指摘した。一人の委員は、実質金利がマイナスで推移するもとの、不動産を中心に銀行貸出の増加が続いているほか、社債発行の前倒しなど信用面で拡張的な動きが生じ出しているとの認識を示した。別のある委員は、政府の経済対策への期待なども相まって、企業の成長意欲が高まっていることも、最近の銀行貸出の高い伸びにつながっているとの見方を示した。

ロ. 8年3月の会合

（国際金融資本市場は、3月入り後、中東情勢の緊迫化を受けて、市場センチメントが大きく悪化している）

国際金融資本市場について、委員は、3月入り後、中東情勢の緊迫化を受けて、市場センチメントが大きく悪化しているとの見方を共有した。何人かの委員は、

原油価格が大きく上昇するもとで、主要国の株価が下落するなど、金融市場のボラティリティが高まっているとの認識を示した。このうちのある委員は、リスクセンチメントが慎重化するもとでも、いわゆる「質への逃避」の動きが抑制されているように見えるのは、世界的なインフレ懸念の高まりなどが国債金利の形成に影響している面もあると指摘した。

（海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している）

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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。先行きについて、中東情勢が徐々に落ち着いていくとの想定のもと、各国の通商政策等の影響が下押し圧力として残る中でも、グローバルなAI関連需要にも支えられて成長経路に復していくとの見方で一致した。複数の委員は、海外経済の今後の展開は、中東情勢から生じ得る負のショックを、IT需要や各国の財政政策等がどの程度相殺するか依存すると指摘したうえで、最近の世界的なIT需要の強さや各国の拡張的なマクロ経済政策を考慮すると、少なくとも現時点における中心的な見通しとしては、世界経済の大幅な減速とそれに伴う物価の下振れは生じないと考えられるとの見解を示した。

（わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している）

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、中東情勢緊迫化の影響を含まないここ数か月のデータについては、企業部門・家計部門ともに、所得から支出の前向きな循環メカニズムが維持されていることを示すものであり、1月展望レポートの見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。このうちのある委員は、昨年10～12月の実質GDP統計の個人消費や設備投資、法人企業統計の企業収益や設備投資などは、足もとの国内経済の堅調さを示すものであったと付け加えた。一方、別の一人の委員は、わが国経済は、底堅さを維持しているものの、ガソリン価格の上昇など、中東情勢の緊迫化による経済的悪影響が既に表れ始めており、予断を許さない局面にあると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要であるとの認識についても、併せて共有した。多くの委員は、中東情勢がわが国経済に及ぼす影響は、現在のような状況がどの程度、どのような形で続くかに大きく依存するが、今後の展開は不透明であり、現時点で先行きの中心的な見通しを修正するだけの情報は十分に揃っていないとの認識を示した。この点に関し、ある委員は、中東情勢とそれに端を発した原油価格の上昇は、リスクシナリオとして意識すべきであり、市場や経済に及ぼす影響を丹念に点検していく必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、現時点では、政府の政策に対する期待等から国内の過剰な反応は抑えられているほか、今後の展開次第の面もあることから、今回、経済・物価のメインシナリオを変更する必要はないとの見解を示した。この間、一人の委員は、近年のわが国の潜在成長率は、TFPの底堅さに支えられていると指摘したうえで、先行きについては、労働時間の上昇余地がどの程度あるか、また、情勢が変化する中で投資が適切に行われるかも論点になるとの認識を示した。

（消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下している）

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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下しているとの認識で一致した。また、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの評価で一致した。複数の委員は、このところ、米を含む食料品価格は落ち着きつつあり、コストプッシュ要因の剥落により、消費者物価の伸び率はいったん低下していくとのこれまでの見通しが現実のものとなってきたとの認識を示した。ある委員は、米価格は、流通段階での需給を反映して低下し始めているものの、水準は依然として高めであると

指摘し、値段の目安や相場が一度形成されると、なかなか元に戻りにくい事例のひとつであるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、こうした食料品価格における消費者の目線の切り上がりは、基調的な物価に影響している可能性があり、今後は、食料品以外の物価への波及についても注視する必要があると述べた。一人の委員は、米を使わない加工食品の価格上昇率は依然5%台に高止まっていると述べたうえで、最近の食料品価格上昇の理由として、国際商品市況や米などの原材料高ではなく、人件費や物流費の上昇を指摘する声が増えているが、両者の上昇率と比較しても食料品価格の上昇は目立つと指摘した。別のある委員は、2月の東京の消費者物価は、ガソリン暫定税率の廃止等の政策効果や、食料品価格を中心とする前年の大幅上昇の反動によって、想定通り前年比が低下したものの、個別にみると、外食・宿泊料や学習塾代など、人件費の上昇分をサービス価格に上乘せする動きが続いているとの見解を示した。

物価の先行きについて、大方の委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、いったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小したあと、足もとの原油価格上昇の影響がプラス幅を拡大する方向に作用するとの認識を共有した。また、委員は、この間、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくとの見方を共有した。そのうえで、大方の委員は、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの認識を共有した。なお、委員は、原油価格上昇が基調的な物価上昇率の見通しに及ぼす影響についても、留意が必要であるとの認識で一致した。ある委員は、基調的な物価上昇率が緩やかに上昇していくかどうかを確認するうえでは、期初の値上げの動きがひとつの試金石になると指摘し、賃金との関係を踏まえると、特にサービス価格の動向に着目していると述べた。一人の委員は、食料とエネルギーを除く財やサービスの価格は1%台半ばの上昇率となっており、いずれも2%よりも低位で安定していると指摘した。そのうえで、食料品価格の上昇が落ち着くことが前提であるが、基調的な物価上昇率はまだ2%の手前にあるものと思われ、急激な上昇を心配するほどの状況ではないとの認識を示した。別のある委員は、基調的なインフレ率の2%への定着度は、まだ十分とはいえないと指摘したうえで、これまでは主に下振れリスクを意識してきたが、今後の中東情

勢次第では、逆に2%を超える可能性もあるとの見解を示した。このほか、一人の委員は、春闘における賃上げが3年連続して「物価安定の目標」と整合的な水準になることが確認できれば、本年4月にも物価の基調は2%に達したと判断できるとの認識を示し、次回の短観や生活意識アンケート調査、企業へのヒアリング情報等によって、企業や家計のインフレ予想や企業の価格設定行動などを点検していきたいと述べた。この間、ある委員は、賃上げの定着や予想物価上昇率の上昇などを踏まえると、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとの認識を示した。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。複数の委員は、経済活動に影響を及ぼす度合いが大きい短中期ゾーンの実質金利は、前回の会合以降、名目金利が概ね横ばいとなる中、引き続きはっきりとしたマイナスで推移していると指摘した。ある委員は、経済活動の回復や企業買収の積極化などから、銀行貸出は堅調に推移しているが、そうした動きの背景として、実質金利の低さも挙げられるとの見解を示した。そのうえで、この委員は、企業の総資産利益率（ROA）は貸出金利を大きく上回っているほか、不動産を中心とした資産市場における収益期待も高く、家計向けの住宅ローン分野も含め、金融環境は緩和的な状況が続いているとの認識を示した。

(4) 金融政策運営を巡る議論

イ. 金融市場調節方針と先行きの金融政策運営

10月の会合において、まず、当面の金融政策運営の考え方について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえ、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくということが基本となるとの認識で一致した。そのうえで、こうした見通しを実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。

こうした考えのもと、次回会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解を共有した。

多くの委員は、経済・物価の中心的な見通しを実現する確度は少しずつ高まってきたものの、海外経済を巡る不確実性がなお高い状況にある中で、わが国企業の積極的な貸金設定行動が途切れることがないかどうか、もう少し確認する必要があるとして、現状の金融政策運営を維持することが適当との見方を示した。このうちの一人の委員は、利上げを行うべきタイミングが近づいているものの、足もと、米国の関税政策を巡る不確実性が依然として高いことや、わが国新政権の経済政策の方向性がまだ十分に明らかでないことなどを勘案し、状況をもう少しだけ見極めることが適当との見解を示した。ある委員は、米国で所得税還付などにより景気が過熱し、円安などを通じてわが国の物価が大きく上押しされるリスクを考えれば、早めの利上げが望ましいともいえるが、米国の労働市場の「奇妙なバランス」が崩れ始め、資本市場も調整局面を迎え、わが国の物価や景気に想定以上に下押し圧力がかかるリスクもまだ否定しきれないことから、今しばらく見極めて判断する方が適当であると指摘した。別の一人の委員は、金利の正常化をもう少し進めるうえでは、条件が整いつつあるとみているものの、基調的な物価上昇率の定着度合いも確認する必要があるとの認識を示した。

一方、複数の委員は、今回の会合で、政策金利を0.75%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。このうちの一人の委員は、関税政策の影響による米国経済の減速は考え難いと指摘したうえで、国内では既に「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたと考えられるほか、足もとでは円安進行に伴う物価の上振れリスクにも留意が必要であることを踏まえると、再び利上げスタンスに回帰し、海外対比で低水準の実質金利の調整を行い得る状況であるとの認識を示した。別の一人の委員は、上下双方向のリスクがある現時点で、政策金利を一気に引き締める領域まで引き上げるべきではないが、物価の上振れリスクがある中、将来の急激な利上げによるショックを避けるため、金融緩和度合いを調整して、中立金利にもう少し近づけておくべきであるとの見解を示した。

先行きの金融政策運営に関連して、多くの委員は、随時蓄積されていくヒアリング情報も用いたうえで、企業の賃上げスタンスや具体的な賃金の動向を分析し、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムが維持されていることを見極めることが重要であるとの見解を示した。このうちのある委員は、15%の関税率を前提とした各社の収益計画が早晚固まってくることから、これに基づいた企業の賃金設定行動、とくに、8年の春季労使交渉に向けた初動のモメンタムが重要であると指摘した。別の一人の委員は、先行きの政策運営にあたっては、引き続き、①各国通商政策の世界経済への影響、②米国の金融政策と為替相場の方向性、③国内の物価と賃金の見通しの3点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、わが国企業が、関税の影響や米国をはじめとする世界経済の動向についての不確実性を踏まえたうえで、積極的な賃金設定行動を維持するかがとくに重要であるとの認識を示した。ある委員は、関税政策の影響が表れるのが遅れている中であって、次回利上げはなお緩和の範囲内での調整であることを踏まえると、世界経済や金融市場で悪いニュースがないことを前提に、春季労使交渉に向けた初期段階の労使双方の動きなどから、企業の積極的な賃金設定行動が維持される見通しを確認できれば、政策変更につながるとの見解を示した。この間、一人の委員は、8年の賃上げ期待はあるものの、物価上昇によって消費行動の変容がみられるほか、資材価格の高騰や人件費の増加などによる建設コストや住宅価格の上昇などから、生活者への負担が増していることを指摘したほか、足もとの銀行貸出の伸びにも注意を払っていると述べた。そのうえで、この委員は、先行きの不透明感が残るが、経済・物価の見通しとその達成確度次第で金利を調整すべき環境になるとの認識を示した。

何人かの委員は、中立金利が現在の政策金利より高い位置にあることを踏まえると、経済・物価情勢の改善に応じて金融緩和の度合いを調整していくことは、長い目でみて安定した経済・物価の実現につながると指摘した。このうちの一人の委員は、現段階での利上げは、将来のためにも経済のゆがみを抑制し、政策金利を緩やかに均衡状態に戻していくという、金利正常化のプロセスと考えられると指摘した。ある委員は、米欧と異なってわが国の政策金利が中立金利を下回っていることや、株式市場などの金融資本市場が不安定化する可能性もあることを指摘したうえで、足もとは急ぐ状況ではないかもしれないが、適切な情報発信を続けながらタイミングを逃さずに利上げを行うべきであるとの見解を示した。別の委員は、インフレ率が目標に到達するまで金利の調整を一切行わないとした場合、目標達成時点で一挙に金利を中立金利まで引き上げる必要があるが、その時々の中立金利を具体的に特定することはできないため、これを成功裏に行うのはほぼ不可能と考えられると付け加えた。この間、一人の委員は、世界経済や金融市場の動向と、そのもとでのわが国の経済・物価見通しに沿って、適切なタイミングで徐々に政策金利を引き上げていくという基本方針は不変であると述べたうえで、市場の安定を確保しつつ、金融政策の効果を円滑に波及させるためには、こうした政策反応関数が変化すると疑われることがないよう、市場との丁寧なコミュニケーションを続けていく必要があるとの見解を示した。

以上のような議論を受けて、議長は、執行部に対し、「展望レポート」で、先行きの金融政策運営についてどのように記述することが考えられるか、案を示すよう指示した。執行部からは、①金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、本日議論したような経済・物価の見通しを実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている、②そのうえで、こうした見通しを実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている、③日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく、と記述することが考えられると報告した。

執行部の説明に対し、委員は、執行部の示した案は適当であるとの見解を共有した。

12月の会合において、まず、委員は、次回会合までの金融市場調節方針について、議論した。

委員は、金融経済情勢に関する討議を踏まえると、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムは維持される可能性が高いと考えられ、先行き、経済・物価の中心的な見通しが実現する確度は高まっている、との認識を共有した。すなわち、委員は、①米国経済や関税政策の影響を巡る不確実性は引き続き残っているものの、低下している、②春闘に向けた労使の対応方針や本支店を通じたヒアリング情報等を踏まえると、8年は、7年に続き、しっかりとした賃上げが実施される可能性が高く、企業の積極的な賃金設定行動が途切れるリスクは低い、③物価面では、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとの、基調的な物価上昇率は緩やかな上昇が続いている、との見方で一致した。こうした認識を共有したうえで、一人の委員は、企業業績は賃上げを支え得る程度に堅調であり、為替の物価に与える影響などを踏まえると、このままの金融環境では物価上昇圧力が持続するため、次回会合を待つリスクは大きいとの見解を示した。ある委員は、実質金利がその均衡値から乖離した状態が続くと、マクロの資源配分に影響が出て将来的に偏りが生じ、持続的な経済成長にも影響を与え得ると指摘した。別の一人の委員は、現状の金融環境が経済実態からみて過度に緩和的になりつつあるため、政策金利を0.25%引き上げることが望ましいとの見解を示した。別のある委員は、日本の実質政策金利は群を抜いて世界最低水準であり、為替市場を通じた物価への影響も踏まえ、緩和度合いの調整を行うことが妥当との認識を示した。そのうえで、この委員は、海外環境が7年の利下げ一辺倒の反動から、8年に向け利上げバイアスに一転する可能性もあるだけに、ビハインドザカーブになることを回避すべく、着実な利上げが望ましいと付け加えた。

以上の議論を踏まえ、委員は、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、今回の会合で政策金利を0.25%引き上げ、0.75%程度とすることが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、①この方針を実現するため、補完当座預金制度の適用利率を0.75%とする、②基準貸付利率についても、0.25%引き上げ1.0%とすることが適切である、との認識を共有した。一人の委員

は、過去10年余りの日本銀行による大規模緩和は、政府の施策と相まって、大幅な雇用増を生み出したと指摘したうえで、現在は、「2%の物価上昇とそれを上回る賃金上昇」を定着させるため、経済・物価や金融市場の状況をみながら、金利水準を徐々に調整していくフェーズにあり、その際の立ち位置として、足もとの状況は、政策金利0.75%の水準が適切と考えられるとの見解を示した。

そのうえで、委員は、今回の会合で政策金利を引き上げても、緩和的な金融環境は維持されるとの認識を共有した。何人かの委員は、0.75%に金利を引き上げた後も実質金利は大幅なマイナスであり、緩和の範囲内の調整であると述べたうえで、引き続き、わが国経済を強力にサポートする金利水準、金融緩和の度合いにあるとの見解を示した。そのうえで、一人の委員は、政策金利の変更後は、実質金利でみるときわめて低い水準にあるとはいえ、名目金利では久方ぶりの水準となるので、経済や金融市場への影響のモニタリングが肝要となると指摘した。ある委員は、政策金利の引き上げによって住宅ローン金利が上昇するとの指摘がある一方、若年層や低所得層の資産の多くを占める預金利回りの上昇につながると述べたうえで、金利の引き上げが家計や消費全体にもたらす影響については、プラスとマイナスの両面を丁寧にみていく必要があるとの認識を示した。

先行きの金融政策運営について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくということが適当との認識で一致した。何人かの委員は、経済・物価情勢に応じて緩和の度合いを適切に調整していくことは、金融資本市場の安定を確保しつつ、「物価安定の目標」をスムーズに実現するとともに、わが国経済の息の長い成長につながり、国民経済全体にメリットがあると指摘した。

今後の金融緩和度合いを調整していくペースについて、大方の委員は、特定のペースを念頭に置かずに、経済・物価・金融情勢を丁寧に点検しながら、毎回の会合において、適切に判断していくことが望ましいとの認識を示した。このうちの一人の委員は、政策調整のタイミングの判断にあたっては、物価の基調を示す各種指標を参考としつつ、賃金と物価がともに緩やかに上昇するメカニズムがどの程度定着したかといった点を、ヒアリング情報などを含めて多角的に評価していくことになるかと付け加えた。ある委員は、これまでの利上げに伴う経済・物価への

影響はほとんどなく、中立的な金利水準まで、まだかなりの距離があると言える
と指摘し、当面は数か月に一回のペースを念頭に、経済・物価の反応を確認しながら、
金融緩和度合いの調整を進めるべきであると述べた。そのうえで、この委員
は、適時に政策金利の調整を進めることが、将来の急激な金融引締めを回避し、経
済の持続的・安定的な成長につながるとの認識を示した。

この間、一人の委員は、日本経済は現在、食料品などのコストプッシュインフレ
で多くの家計が困難に直面する一方、2%の「物価安定の目標」の持続的達成が現
実味を帯びるといふ、重層的な局面にあると指摘したうえで、金融緩和とコスト
プッシュ圧力の緩和を企図した財政政策が補完し合うことで、物価安定目標の持
続的達成をより確かなものにするとの見解を示した。

1月の会合において、次回会合までの金融市場調節方針について、大方の委員
は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよ
う促す」という方針を維持することが適当であるとの見解を共有した。

何人かの委員は、前回12月の会合で政策金利を引き上げたことを踏まえると、
現在は、政策変更の影響を含め、経済・物価・金融情勢を丁寧にみていく段階であ
るとの認識を示した。このうちのある委員は、家計への利上げの影響について、金
利上昇によって住宅ローンの名目の利払い額は増加するものの、5年ルールや
125%ルールといった措置もある中、足もと、ローン延滞率は低水準で推移してい
るほか、主な借り手である現役世代については、ローンの実質的な負担は賃金上
昇率にも依存することを勘案すべきであると指摘した。そのうえで、この委員は、
金利上昇に伴う消費の下押し圧力には留意が必要であるものの、金融システムレ
ポートの分析などを踏まえれば、金融システム全体への影響は限定的と考えてい
るとの見解を示した。また、企業に対する影響について、何人かの委員は、これま
でのところ、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りは総じて良好な水準を維持し
ているほか、各種の調査等によれば、足もとの倒産や廃業の増加は、金利の上昇を
主因とするものではないとの認識を示した。別の一人の委員は、超長期の投資案
件を抱える企業や中小企業の中には、利払い負担が厳しい先もあるとみられるが、
産業界全体としては、現在の堅調な経営環境が金利負担増を吸収する面も大きい
と付け加えた。そのうえで、この委員は、利上げペースが急激でなければ、企業業
績に与えるインパクトを過度に心配する必要はないと述べた。この間、ある委員

は、米国における関税の消費者物価への転嫁の状況を見極める意味でも、今回は政策金利を維持することが望ましく、こうした判断によってビハインドザカーブの懸念が高まるとは考え難いと述べた。別の一人の委員は、物価の上振れリスクは高まっているとはいえ、毎回の会合で利上げを必要とするほどではなく、次回会合までの政策金利は現状維持とすることが適当との認識を示した。

一方、ある委員は、今次会合で、政策金利を1.0%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。この委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、今年、海外金利環境に変化が生じた場合には、意図せざるビハインドザカーブが生じるリスクがあると指摘したうえで、わが国の実質政策金利は世界最低水準であり、為替市場も実質金利差に着目するだけに、フォワードルッキングな点からも早めに大幅なマイナスの実質政策金利の調整を行う必要があると述べた。

先行きの金融政策運営について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことが適当との認識で一致した。そのうえで、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していくとの考え方を共有した。今後の金融緩和度合いを調整していくペースについて、大方の委員は、特定のペースを念頭に置かずに、経済・物価・金融情勢を丁寧に点検しながら、毎回の会合において、適切に判断していくことが望ましいとの認識を示した。このうちの一人の委員は、自然利子率の水準は、短期金利の変化に対する経済・物価・金融面の反応を探りながら確認していくしかないが、そのことは利上げのペースがゆっくりになることを意味しているわけではなく、そのペースは、今後もこうした作業を続けていく結果として決まってくるとの見解を述べた。ある委員は、現状の金融環境は、足もとの円安の進行を踏まえると、まだ相当に緩和的であると指摘しつつ、物価の基調は着実に2%に近づいており、今後も金融緩和度合いの調整を適切なタイミングで行う必要があると述べた。一人の委員は、実体経済が過熱し、極端なインフレに陥ることは考え難いことなどを踏まえると、足もと、ビハインドザカーブのリスクが顕著になっているとまでは言えないが、注意深く適時の政策運営を図っていかなければならない度合いは高まっていると述べた。別のある委員は、わが国にとって物価対策が焦眉の急である中、利上げの影響の検証にあまり長い時間を掛け過

ぎずに、次の利上げのステップにタイミングを逃さず進むことが必要であると述べた。一人の委員は、利上げの企業・家計行動への影響をヒアリング情報で確認し、中立金利と比べた政策金利の現在地を探りつつ、数か月に一度のペースで利上げを進めることが適切であるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、最近の円安進行や長期金利の上昇については、インフレ期待等、ファンダメンタルズが反映されている面も大きいとの見方を示したうえで、これに対する金融政策面の処方箋は、適時適切な利上げに尽きると指摘した。

3月の会合において、次回会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解を共有した。何人かの委員は、足もとの国内経済は堅調であるが、中東情勢の緊迫化の影響から、原油高の進展に伴うインフレの再燃が懸念されており、まずは今後の帰趨を含めた状況の見極めが必要であるとの認識を示した。複数の委員は、足もと中東情勢の不確実性が高まり、市場のセンチメントが大幅に悪化している状況の中、今回は政策金利を維持することが適当との見解を示した。ある委員は、仮に紛争が短期間で収束したとしても、ホルムズ海峡の通行再開にはある程度時間を要すると考えられ、景気減速懸念も少なくないことから、現時点での利上げは見送った方がよいと述べた。一方、一人の委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして、今次会合で、政策金利を1.0%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。そのうえで、この委員は、海外中銀の利上げ観測が高まる一方、わが国の実質政策金利は世界最低水準であると指摘したうえで、為替市場も内外の実質金利差に着目するだけに、早めに大幅なマイナスの実質政策金利の調整を行う必要があると述べた。

委員は、日本銀行によるこれまでの利上げの影響についても、議論した。何人かの委員は、これまでの利上げに伴い短期プライムレートなどは段階的に引き上げられているものの、企業の資金需要は緩やかな増加を続けており、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りも総じて良好な水準を維持しているなど、緩和的な金融環境は維持されているとの認識を示した。このうちのある委員は、国内投資への影響という点でも、金利上昇を理由に投資を取りやめるという例は殆どみられず、その多くは人手不足や資材価格上昇が原因であるとの見解を示した。複数の委員は、最近の企業倒産について、その多くは従来からの業況不芳や人手不足を理由

とするものであり、金利上昇を直接の理由とするケースはごく僅かであるとの認識を示した。一人の委員は、企業からのヒアリング情報によれば、0.75%までの利上げの影響で、金融緩和度合いが大きく縮小し、景気刺激効果が弱まった気配はみられないと指摘した。別の一人の委員は、家計についても、住宅ローンの需要動向に大きな変化はみられないほか、生活意識アンケート調査をみても、暮らし向きDIの悪化の要因は、主に物価上昇であり、金利上昇の影響はあまりみられないとの認識を示した。

先行きの金融政策運営について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことが適当との認識で一致した。そのうえで、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していくとの考え方を共有した。今後の利上げのタイミングについて、多くの委員は、これまでと同様、経済・物価情勢や基調的な物価上昇率に関する見通しの確度やリスクを確認しながら、毎回の会合において、適切に判断していくことが望ましいとの認識を示した。このうちのある委員は、中東情勢の影響のほか、賃金、物価、金融環境などを確認しながら利上げのタイミングを判断していくことになるとしたうえで、具体的には、次回会合以降、賃上げや期初の値上げの広がりなどを見極めつつ、前回の利上げ以降もなお金融環境が緩和的であることを仔細に確認していくことが適当であるとの見解を示した。一人の委員は、中東情勢は物価上昇と経済の下押しにつながり得るものの、現在の金融環境のもとでは、物価の上昇基調は維持されると見込まれるほか、人手不足を受けた賃上げの継続や企業の投資意欲の高さ等を踏まえると、今後も間を長く空けずに金融緩和の度合いの調整を検討することになるとの認識を示した。別のある委員は、基調的な物価上昇率が2%を超えて上昇し続けることは避けなければならない、経済環境や中小企業の賃上げスタンスが大きく崩れる兆しがみられなければ、躊躇なく利上げに進むことが必要であるとの見方を示した。別の一人の委員は、中立金利までまだまだ距離がある状況でビハインドザカーブに陥ると、急激かつ大幅な金融引き締めを余儀なくされ、わが国経済に大きなショックを与えてしまうことになると指摘したうえで、中東情勢の進展や短観、支店長会議での報告、企業ヒアリング等を踏まえ、利上げ幅を含め、利上げについて検討したいと述べた。

委員は、中東情勢を踏まえた金融政策運営の考え方についても議論を行った。多くの委員は、中東情勢の緊迫化に伴う供給ショックが一時的なものであれば、その影響はルックスルーすることが基本的な対応となる一方、そうしたショックが長期化し、物価全般への二次的波及が懸念される場合には、予想物価上昇率や基調的な物価上昇率への影響を見極めたうえで対応していく必要があるとの認識を示した。このうちのある委員は、原油高によるコストプッシュは、物価上昇を伴う経済低迷、すなわち1970年代的なスタグフレーションをもたらし得るが、一過性のインフレに対しては、むやみに動かずにコストプッシュ要因の剥落を待つことが基本であるとの見解を示した。この点に関連し、ロシアによるウクライナ侵攻時の対応について、多くの委員は、欧米では、当時の物価上昇を一過性のものと判断してルックスルーしたことがその後の物価高騰を招いたとされており、そうした教訓が、足もと、欧州等で利上げ観測が高まっていることの背景にあるとの認識を示した。このうちのある委員は、当時、欧米の政策金利は中立金利を大幅に下回っていたため、いったん物価が大きく上昇し始めると、急速な利上げを余儀なくされたが、現状では概ね中立領域にあるため、前回のような大幅な利上げが必要となる可能性は低いと指摘した。そのうえで、この委員は、現在、わが国の政策金利は中立領域より下に位置しているため、欧米の教訓を踏まえると、物価の上振れリスクに特に注意が必要であるとの見解を示した。別のある委員は、過度な円安進行によりコストプッシュがさらに深刻化する場合、あるいは、二次的波及の本格化により賃金が上振れする場合には、金融引き締めが必要になる可能性もあるが、わが国の場合、基調的な物価上昇率はなお2%を下回っていることや、交易条件の悪化に伴う企業収益の悪化が来年の賃金を下押しする可能性もあることなどを踏まえると、基調的な物価上昇率が2%を超えて加速するリスクは低いと指摘した。こうした議論を経て、一人の委員は、仮に中東情勢の緊迫が長期化する場合には、従来の想定に沿って利上げ・緩和度合いの調整を緩やかに進めていくことを中心的な選択肢としつつ、二次的波及に伴う物価上振れリスクに対応するため、従来の想定よりも利上げを加速させ、金融環境を中立ないし引き締めに持っていく必要性がないかにも注意を払っていくことが適当であるとの見解を示した。別の一人の委員は、円安のパススルーの強まりに加え、過去と比べて企業の賃金・価格設定行動は積極化しており、物価が上がらないノルムが残っていた4年頃と比べても、海外要因による二次的波及、基調的な物価上昇が生じやすく、意図せざるビハインドザカーブが生じるリスクがあると指摘した。そのうえで、この

委員は、時間軸上、原油価格上昇による不確実性から将来的には景気下押しはあるとしても、当面は二次的波及やインフレ期待の上昇に伴う物価上振れを重視した対応が必要であるとの見解を示した。ある委員は、金融政策によってまずは物価を安定させ、それによって、景気の下振れリスクを最小限に抑えることが、「物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資する」という理念に沿った行動であるとの認識を示した。

このほか、委員は、金融政策運営に関する情報発信の拡充についても議論した。何人かの委員は、政府の物価高対策や原油価格上昇の影響などにより、このところ、消費者物価が短期的に振れやすくなっていることから、金融政策を運営するうえで重要な基調的な物価上昇率を捕捉するためのさらなる工夫が必要であるとの認識を示した。そのうえで、これらの委員は、消費者物価指数のコア指標を拡充し、一時的な制度要因の影響を除いた消費者物価を試算して公表するなど、対外的にもより丁寧な説明を行っていくことが望ましいとの見解を示した。

ロ. 金融政策運営上の留意点

(中立金利の考え方)

12月の会合において、委員は、今後の政策運営に関し、中立金利の考え方についても議論した。多くの委員は、中立金利の水準を事前に特定することは難しく、かなりの幅をもってみる必要があるとしたうえで、今後とも、短期金利の変化に対する経済・物価の反応を点検し、中立金利の水準を探りながら、金融緩和の度合いを調整していくことが適当であるとの認識を示した。このうちのある委員は、中立金利の特定が困難な中、中立金利の水準を志向していくのではなく、毎回の会合で、金融緩和の度合いを経済・金融環境から丁寧に確認する姿勢が望ましいと述べ、今後は海外金利環境の転換も見込まれるだけに、自由度をもった対応が必要であるとの見解を示した。一人の委員は、利上げの影響は、金融市場の変化、金融機関の金利設定や融資行動の変化、企業の設備投資行動や家計の貯蓄・投資行動の変化などの経路を経て、景気や物価の変化となって現れてくると指摘した。そのうえで、この委員は、各段階での働きをヒアリングや様々な指標を通じて把握し、利上げの働きを注意深く観察することによって中立金利を見定めていく、というアプローチを、計量的なモデルを用いた中立金利の推計と併用することで、

地に足の着いた政策判断が可能になるとの認識を示した。この間、複数の委員は、中立金利の推計結果に大きな幅が生じざるを得ないことを踏まえると、推計値のレンジを絞っていくというよりも、それぞれの推計値が持つ意味や特性をより意識して、議論していくことが重要であると指摘した。一人の委員は、自然利子率（実質ベースの中立金利）は潜在成長率や人々の貯蓄行動の構造的な変化などによって変化し得ると述べたうえで、今後、政府の経済政策が功を奏し、潜在成長率の引き上げにつながる場合には、自然利子率も上昇する可能性があるとの見方を示した。

1月の会合において、委員は、今後の政策運営に関し、中立金利の考え方についても議論した。多くの委員は、展望レポートの見通し期間後半には、基調的な物価上昇率が「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移することが見込まれており、その頃には政策金利も中立金利に大体近づいていることが望ましいとの見解を示した。そのうえで、多くの委員は、中立金利の水準を事前に特定することは難しく、今後とも、利上げの都度、経済・物価面の影響を丁寧に確認しながら、その水準を探っていく必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、中立金利の水準を探っていく際には、統計データだけではなく、企業からのヒアリング情報を通じて、利上げによる企業や家計の支出行動の変化を確認していくことが重要であると付け加えた。ある委員は、中立金利は理論的には重要な概念であるものの、わが国の場合、長く続いたデフレ期のデータから分析された推計値の有効性には議論の余地があるほか、日本で中立金利を推計する際には、米国のような大国の前提が成立しにくく、米国を中心とした海外の金利環境の影響を受けやすい点にも留意が必要との認識を示した。この間、別のある委員は、中立金利の推計値だけで政策を判断するものではないことは当然としつつも、物価安定目標の実現が近づく中、これが議論の対象になることも増えてくると考えられるため、必要な工夫を加えつつ、中立金利に関する対外的な情報発信を続けることが望ましいと述べた。

（金融市場の動向）

12月の会合において、委員は、長期金利や為替市場の動向についても議論した。ある委員は、前回会合以降の長期金利の動きはやや急ではあったが、ブレイク・オープン・インフレ率の動向からは、市場が2%の「物価安定の目標」の持続的・安

定的な実現を漸く織り込み始めたと解釈することもできるとの見方を示した。一人の委員は、長期金利の水準と変動はリスクプレミアム要因も相応にあるとの見方を示した。そのうえで、この委員を含む複数の委員は、グローバルにも財政政策の展開やインフレの動きが意識される中、長期金利の動向についても丁寧にみていく必要があると述べた。別のある委員は、円安や長期金利上昇の背景には、インフレ率に対し政策金利が低すぎることも影響している面が相応にあると指摘したうえで、適時の利上げを進めることは、先々のインフレ圧力を抑制し、長期金利の抑制につながり得るとの見解を示した。何人かの委員は、為替動向そのものに対応することは金融政策の目的ではないが、利上げの判断にあたっては、円安が今後の物価上昇率、場合によっては基調的な物価上昇率に与える影響に配慮する必要があるとの認識を示した。

1月の会合において、委員は、最近の長期金利の動向とそれを踏まえた日本銀行の対応についても議論した。多くの委員は、最近の長期金利の上昇は、基調的な物価上昇率の高まりに伴う予想短期金利の上昇と、タームプレミアムの拡大の双方が影響しているとの認識を示した。このうちの何人かの委員は、財政政策に対する市場の見方がタームプレミアムの拡大につながっている可能性を指摘した。ある委員は、過去数年の長期金利の上昇は、国債市場が正常化し、物価安定目標の実現を織り込んでいく過程と捉えられるが、ここ2週間程度の動きは一方向的なステープ化であり、注意が必要であると述べた。何人かの委員は、市場の流動性が低い超長期債市場では、年度末が近いこともあって金利が大幅に上昇するなど、より大きな影響が出ていると指摘しつつ、こうした動きが国債市場全体に波及することがないかどうか、引き続き注視する必要があるとの認識を示した。この間、ある委員は、本行の国債保有に伴う長期金利の押し下げ効果（ストック効果）が、財政やインフレ等によるリスクプレミアムの押し上げを一部相殺しているとの見方を示した。これに関連し、複数の委員は、国債買入れの減額プロセスにおけるストック効果と、増額プロセスにおけるストック効果では、同じ残高を保有していても、期待を通じた効果の現れ方が異なりうることから、その大きさが同一とは限らず、非対称となる可能性もあると指摘した。長期金利の動向を踏まえた国債買入れのオペレーションの考え方について、複数の委員は、安定的な金利形成を促す観点からは、①長期金利は金融市場において形成されることが基本であるとしつつ、②通常の市場の動きとは異なるような形で、長期金利が急激に上昇するといった例外的な状況においては、機動的にオペ等を実施する、というこれまで

の考え方に沿って対応することが適切との見解を示した。一人の委員は、超長期を中心に国債市場のボラティリティが高まっており、今後も需給の不安があるだけに、例外的な状況においては、国債買入れ額の増額を含めた柔軟な対応の検討も必要であると付け加えた。こうした点に関連して、この委員を含む何人かの委員は、中長期的な財政健全化について市場の信認が維持されることが重要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、最近もあったように、本邦債券市場におけるボラティリティの上昇は、その時期や規模の特定はできないとしても、可能性自体は想定できるものであると指摘した。そのうえで、ボラティリティの上昇時に中央銀行にとって重要なことは、市場機能が働いているかの見極めであり、日本銀行に課された役割と政策の目的に沿って、その範囲で用いるべき手段を理解してもらう努力が、引き続き重要であるとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、国債市場の動向については、政府と緊密に連携しつつ、それぞれの役割を踏まえ、しっかりとみていくことが重要との認識を共有した。

(5) 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

7年度下期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更は、補完当座預金制度の適用利率の変更である。

12月の会合において、金融市場調節方針の変更に伴い、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正を決定した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和7年度下期中、金融政策決定会合において決定した金融市場調節方針等（Ⅱ. 2. (1) 参照）のもとで、金融市場調節および資産買入れを行った。

その結果、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）は、12月の会合までの間は「0.5%程度」、12月の会合後は「0.75%程度」とした金融市場調節方針の誘導目標に沿って推移した。また、金融市場調節手段等の残高をみると（図表38）、長期国債の保有残高は減少し、3月末時点では、530.9兆円となった。「貸出増加支援資金供給」の残高は減少し、3月末時点では、48.5兆円となった。「成長基盤強化支援資金供給」の3月末時点の残高は、本則分については0.3兆円、米ドル特則分については20億米ドルとなった。「気候変動対応オペ」の3月末時点の残高は、21.1兆円となった。「被災地金融機関支援オペ」の3月末時点の残高は、130億円となった。「共通担保オペ」の3月末時点の残高は、7.8兆円となった。

(図表 38) 金融市場調節手段等の残高

(兆円)

	7年3月末	7年9月末	8年3月末
(1) 資金供給			
長期国債	574.2	555.1	530.9
CP等	1.0	0.4	0.0
社債等	4.9	3.5	2.2
ETF	37.2	37.2	37.1
J-REIT	0.7	0.7	0.7
国庫短期証券買入オペ	0.0	0.0	0.0
共通担保オペ	7.8	7.8	7.8
国債買現先オペ	0.0	0.0	0.0
CP買現先オペ	0.0	0.0	0.0
被災地金融機関支援オペ	0.1	0.0	0.0
気候変動対応オペ	14.2	17.1	21.1
成長基盤強化支援資金供給 (円貨)	1.7	1.3	0.3
成長基盤強化支援資金供給 (米ドル特則)	0.9	0.4	0.2
貸出増加支援資金供給	73.0	57.6	48.5
米ドル資金供給オペ	0.0	0.0	0.0
補完貸付	0.0	0.0	0.0
(2) 資金吸収・その他			
資金吸収			
国庫短期証券売却オペ	0.0	0.0	0.0
国債売現先オペ	0.0	0.0	0.0
手形売出オペ	0.0	0.0	0.0
その他			
国債補完供給	0.9	0.2	0.4
米ドルオペ用担保国債供給	0.0	0.0	0.0
(参考) マネタリーベース	653.8	623.3	580.7

(注) 「成長基盤強化支援資金供給 (米ドル特則)」および「米ドル資金供給オペ」の単位は100億米ドル。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

令和8年3月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、663.0兆円（前年比-9.1%）となった（図表39）。

資産をみると、長期国債は、530.9兆円（前年比-7.6%）となった。貸付金は、貸出支援基金による貸付け等を通じた資金供給の減少により、77.7兆円（前年比-19.7%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、459.7兆円（前年比-13.3%）となった。また、発行銀行券、政府預金は、それぞれ116.3兆円（前年比-2.0%）、2.2兆円（前年比-45.3%）となった。

（図表39）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

—— 兆円、カッコ内は前年比%

	7年3月末	7年9月末	8年3月末
(資産)			
国債	575.9 (-2.3)	556.8 (-4.9)	530.9 (-7.8)
[うち長期国債]	574.2 (-1.9)	555.1 (-4.8)	530.9 (-7.6)
[うち短期国債]	1.7 (-57.9)	1.7 (-30.7)	0.0 (皆減)
コマーシャル・ペーパー等	1.0 (-52.9)	0.4 (-79.2)	0.0 (皆減)
社債	4.9 (-20.1)	3.5 (-36.5)	2.2 (-54.8)
金銭の信託（信託財産株式）	0.0 (-78.4)	0.0 (皆減)	0.0 (皆減)
同（信託財産指数連動型上場投資信託）	37.2 (-0.0)	37.2 (0.0)	37.1 (-0.2)
同（信託財産不動産投資信託）	0.7 (-0.0)	0.7 (1.3)	0.7 (-0.1)
貸付金 ^(注1)	96.8 (-10.3)	83.8 (-23.8)	77.7 (-19.7)
外国為替 ^(注2)	11.2 (4.2)	11.4 (7.6)	12.3 (10.3)
資産計	729.8 (-3.5)	695.8 (-7.6)	663.0 (-9.1)
(負債・純資産)			
発行銀行券	118.7 (-1.8)	116.6 (-2.3)	116.3 (-2.0)
当座預金	530.4 (-5.5)	502.1 (-8.6)	459.7 (-13.3)
政府預金	3.9 (-74.9)	2.4 (-33.4)	2.2 (-45.3)
売現先勘定	12.8 (3.0倍)	10.9 (-49.0)	18.0 (40.2)
負債・純資産計	729.8 (-3.5)	695.8 (-7.6)	663.0 (-9.1)

(注1) 共通担保オペ、成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則分を除く）、貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペおよび気候変動対応オペによる貸付金等の残高。

(注2) 成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則分）を含む。

この間、資金供給において適切に担保を徴求するなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。

Ⅲ. 金融政策決定会合における決定の内容

1. 金融政策運営に関する決定事項等

(令和7年10月30日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

(7年10月30日決定)

「当面の金融政策運営について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2025年10月30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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成7反対2)^(注)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%程度で推移
するよう促す。

以 上

^(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員。反対：高田委員、田村委員。高田委員は、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたとして、田村委員は、物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるためとして、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.75%程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

(7年10月30日決定)

「経済・物価情勢の展望（2025年10月）」の基本的見解を決定する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

経済・物価情勢の展望（2025年10月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるも、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくも、成長率を高めていくと見込まれる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくも、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるも人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比ともに、概ね不変である。
- リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2026年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。

¹ 本基本的見解は、10月29、30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心적인見通し²

(1) 経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。

すなわち、輸出や生産は、グローバルなAI関連需要が上押しに作用するものの、海外経済の減速を背景に弱めの動きになると見込まれる。こうした動きを受けて、企業収益も、高水準ながらも減少するとみられる。こうしたもと、設備投資は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。雇用・所得環境をみると、経済

² 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また、先行きの政策運営については、市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

の成長ペースが伸び悩むなかにあっても、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなっていくもとで、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたもと、名目賃金は、企業収益減少の影響を受けて伸び率を幾分鈍化させつつも、最低賃金の引き上げもあって、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、物価上昇の影響が残るもとで、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や2025年度から実施される税制改正なども、個人消費を下支えすると考えられる。住宅投資は、当面、減少基調をたどったあと、その後の回復ペースも緩やかなものにとどまるとみられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。

その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれる。輸出や生産は、増加基調に復していくと考えられる。企業収益は内外需要の増加から改善していくとみられ、設備投資は、需要増に対応した増投資もあって、増加傾向を続けると考えられる。雇用・所得環境をみると、人手不足感が強まるもとで名目賃金は伸び率を高め、個人消費は緩やかに増加していくと考えられる。

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる³。

(2) 物価の中心的な見通し

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。もともと、賃金と物価が

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、デジタル化の進展などに伴い生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかといった点を巡る不確実性も高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による施策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて、概ね横ばいで推移していく前提としている。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペースの影響などから、いったん2%を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで、2%程度で推移すると考えている。

物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、現状程度で推移したあと、見通し期間終盤にかけて、再び改善していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見込まれるものの、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性(リスク要因)としては、主に以下の点に注意が必要である。

第1に、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向である。通商政策等に関しては、夏場以降、日本を含む多くの国・地域で米国との交渉が合意に至っている。もっとも、通商政策等が内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性は、なお高い状況が続いている。これまで打ち出された各国の通商政策は、グローバルな貿易活動への影響、各国の企業や家計のコンフィデンスおよび国際金融資本市場への影響など、様々な経路を介して内外経済を下押しする方向に作用すると考えられる。この点、米国経済については、関税による下押しの影響が顕在化する経路やタイミングを巡る不確実性は高く、企業収益の悪化を通じた雇用・所得形成への影響や、関税コストの消費者物価への転嫁を通じた個人消費への影響等に注意が必要である。この間、ウクライナや中東情勢等の帰趨次第では、海外経済への下押し圧力が高まる可能性がある。中国経済についても、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性は引き続き高いほか、通商政策の影響も相俟って、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。このほか、最近の米国や欧州等における財政拡張的な動きなどが、世界経済を押し上げる可能性にも留意する必要がある。AI 関連については、グローバルな需要動向次第で、資産価格の変動なども伴って、世界経済の押し上げ・押し下げ双方の要因となりうる。

第2に、輸入物価の動向である。上記の各国の通商政策等の影響を受けて、グローバルに物流の混乱が生じたり、サプライチェーンの再構築などが進み、そのコストが高んだりするようなことがあれば、輸入物価が上昇し、国内需要を下押しする可能性がある。また、資源・穀物価格については、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。また、輸入物価が大幅に上昇することがあれば、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一

方、輸入物価が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第3に、やや長い目で見たリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。感染症の経験や人手不足の強まり、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。人口動態の変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化などによる省力化投資の動きを加速させる可能性がある。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、一部の業種における供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。さらに、これまで打ち出された各国の通商政策はグローバル化の潮流に変化を及ぼしていく可能性があり、今後の各国の政策の展開次第では、そうした変化が急速に進むことも考えられる。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、成長ペースの伸び悩みが物価動向に影響を与えつつも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持されると想定している。もっとも、各国の通商政策等の影響で企業収益が大きく下振れる場合には、コスト削減に注力する傾向が強まる可能性がある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まるもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性もある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価ともに上振れていくことも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、供給サイドの一時的な要因の影響が大きく、消費者物価の押し上げ寄与は次第に縮小していくと想定している。もっとも、今後、一時的な要因が新たに生じた場合や、人件費や物流費の上昇を販売価格に転嫁する動きが強まった場合には、食料品価格の上昇が想定以上に長引く可能性が

ある点には留意が必要である。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化すると、予想物価上昇率の変化を通じて、消費者物価を押し上げる方向に作用する可能性がある。一方、家計のコンフィデンスの悪化を通じて個人消費が減少し、消費者物価を押し下げる方向に作用する可能性もある。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。各国の通商政策等の影響をはじめ世界経済の先行きを巡る不確実性はなお高く、これが供給サイドから輸入物価を上昇させたり、為替相場や国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。この点、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁴。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては様々なものがあるが、とくに各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しにつ

⁴ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

いては、2026年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。

金融面のリスクについてみると、不動産価格や株価といった資産価格の動向には留意が必要であるものの、全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。また、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。そのうえで、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある⁵。

金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以 上

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2025年10月）を参照。

(参考)

2025～2027 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025 年度	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+2.7 ~ +2.9 <+2.7>	+2.8 ~ +3.0 <+2.8>
7月時点の見通し	+0.5 ~ +0.7 <+0.6>	+2.7 ~ +2.8 <+2.7>	+2.8 ~ +3.0 <+2.8>
2026 年度	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+1.6 ~ +2.0 <+1.8>	+1.8 ~ +2.2 <+2.0>
7月時点の見通し	+0.7 ~ +0.9 <+0.7>	+1.6 ~ +2.0 <+1.8>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>
2027 年度	+0.7 ~ +1.1 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.0 ~ +2.2 <+2.0>
7月時点の見通し	+0.9 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.0 ~ +2.1 <+2.0>

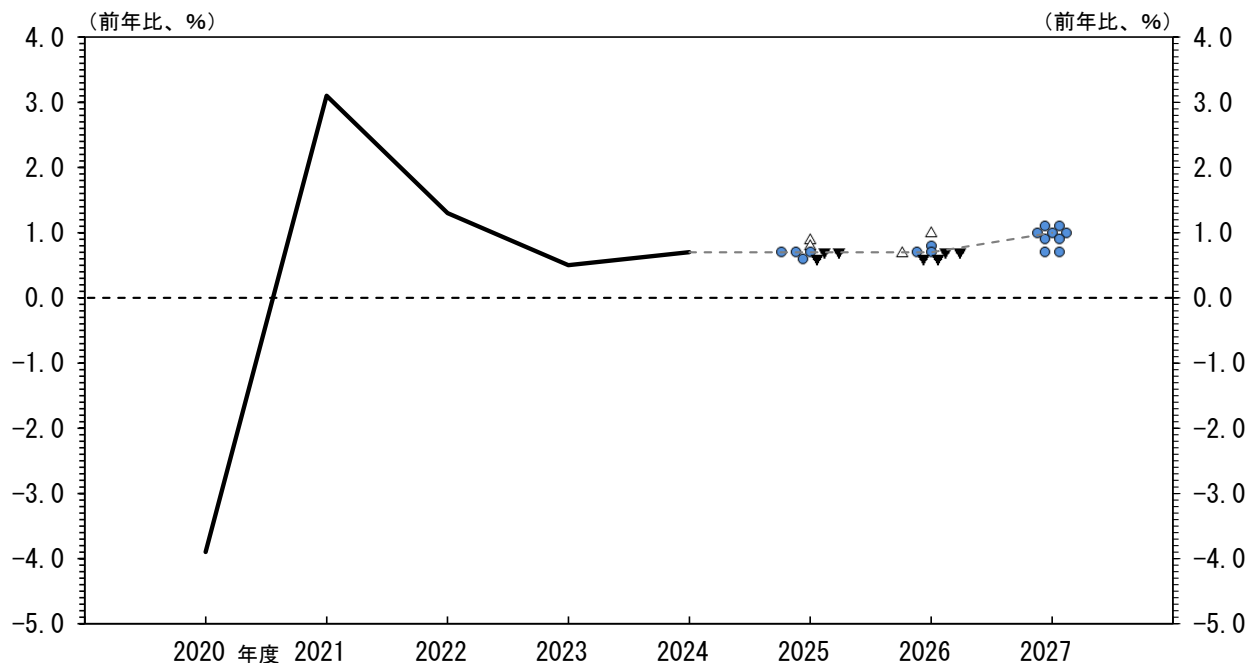
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

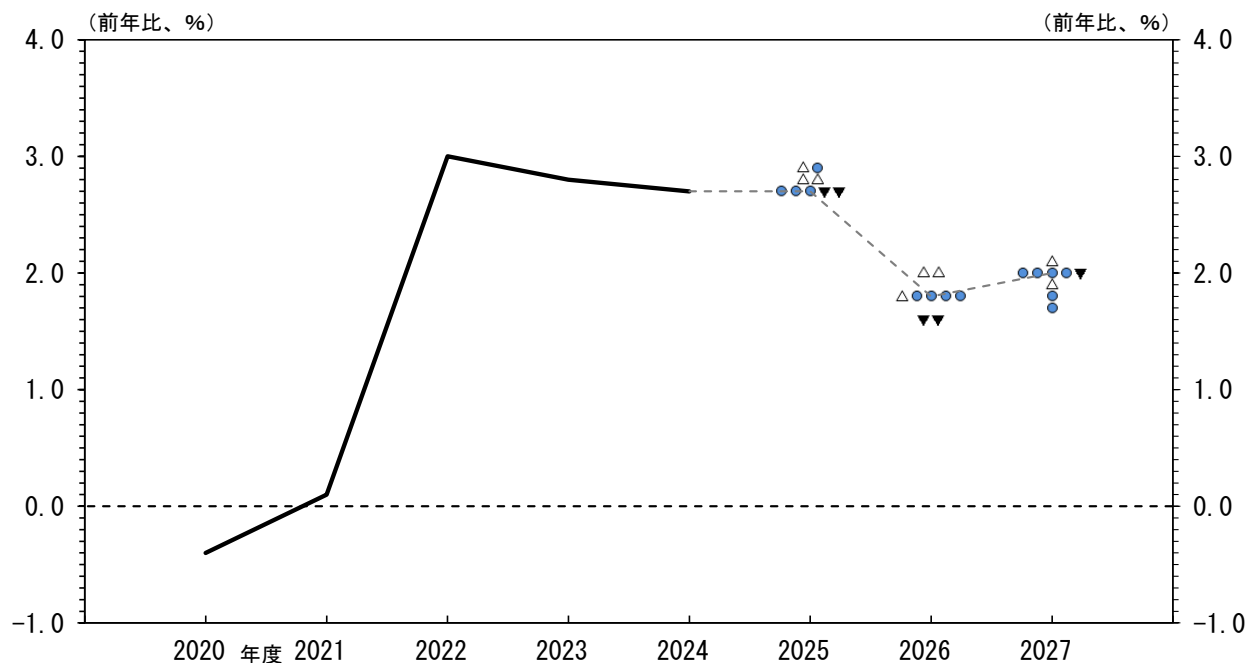
(注3) 現在、検討されているガソリン税の「旧暫定税率」の廃止については、今回の物価見通しには織り込んでいない。同税率が廃止された場合の影響を試算すると、1年間、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を-0.2%ポイント程度押し下げるとみられる。なお、年度ごとの影響は、同税率廃止のタイミングによって変わりうる。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

(7年12月19日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

(7年12月19日決定)

補完当座預金制度の適用利率の変更等に関する件

(案 件)

補完当座預金制度の適用利率を下記のとおりとし、「補完当座預金制度基本要領」(平成28年1月29日付政委第9号別紙1.)を別紙. のとおり一部改正すること。

記

補完当座預金制度の適用利率 年0.75%

別紙.

「補完当座預金制度基本要領」中一部改正

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 適用利率

年~~0.5~~0.75%とする。

(附則)

この一部改正は、令和7年12月22日から実施する。

(7年12月19日決定)

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件

(案 件)

日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を、下記のとおりとすること。

記

基準割引率および基準貸付利率 年1.0%

(7年12月19日決定)

「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2025年12月19日
日本銀行

金融市場調節方針の変更について

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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す¹。

2. 上記の金融市場調節方針の変更に伴い、以下のとおり、各種制度の適用利率の変更を決定した²（全員一致）。

- （1）補完当座預金制度の適用利率

補完当座預金制度の適用利率（日本銀行当座預金＜所要準備額相当部分を除く＞への付利金利）については、0.75%とする³。

- （2）基準貸付利率⁴

補完貸付制度については、その適用金利である基準貸付利率を1.0%とする。

3. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している（別紙）。賃金を巡る環境を整理すると、労働需給は引き締まった状況が続いているほか、企業収益は、関税政策の影響を加味しても、全体として高い水準を維持することが見込まれる。こうしたもとで、春季労使交渉に向けた労使の対応方針や日本銀行の本支店を通じたヒアリング情報等を踏まえると、来年は、今年に続き、しっかりと賃上げが実施される可能性が高く、企業の積極的な賃金設定行動が途切れるリスクは低いと考えられる。この間、米国経済や各国の通商政策の影響を巡る不確実性は引き続き残っているものの、低下している。物価面をみると、賃金上昇の販売価

¹ 新たな金融市場調節方針は、翌営業日（12月22日）から適用する。

² 補完当座預金制度の適用利率および基準貸付利率は、翌営業日（12月22日）から適用する。

³ 被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペの貸付利率は、引き続き、補完当座預金制度の適用利率となる。

⁴ 日本銀行法第15条第1項第2号に規定する「基準となるべき貸付利率」。なお、同第1号の「基準となるべき割引率」も1.0%とする（手形割引の取り扱いは今現在停止中）。

格への転嫁の動きが続くもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続いている。

このように、最近のデータやヒアリング情報からは、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムが維持される可能性が高いと考えられ、先行き、「展望レポート」の見通し期間後半には、基調的な物価上昇率が2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するという、中心的な見通しが実現する確度は高まっている。

こうした経済・物価情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、金融緩和の度合いを調整することが適切であると判断した。政策金利の変更後も、実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていくと考えている。

4. 今後の金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以 上

経済・物価の現状と見通し

1. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。
2. 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が幾分減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後については、海外経済が成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府の物価高対策の効果もあり、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる^(注)。
3. リスク要因としては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

以 上

^(注) 高田委員は、物価の見通しについて、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして、田村委員は、基調的な物価上昇率の見通しについて、見通し期間の半ば以降、「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとして、反対した。

(8年1月23日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

(8年1月23日決定)

「当面の金融政策運営について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2026年1月23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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成8反対1)^(注)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.75%程度で推移するよう促す。

以 上

^(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、田村委員、小枝委員、増委員。
反対：高田委員。高田委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外経済が回復局面にあるもと、国内物価の上振れリスクが高いとして、無担保コールレート(オーバーナイト物)を1.0%程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

(8年1月23日決定)

「経済・物価情勢の展望(2026年1月)」の基本的見解を決定する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

経済・物価情勢の展望（2026 年 1 月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとの、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとの、政府による物価高対策の効果もあり、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとの人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については、政府の経済対策の効果などから、2025 年度と 2026 年度が幾分上振れている一方、2027 年度は幾分下振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、概ね不変である。
- リスク要因としては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、経済・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている。

¹ 本基本的見解は、1月22、23日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準で推移している。こうしたもとの、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとの、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは2%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心적인見通し²

(1) 経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとの、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。

すなわち、企業部門をみると、輸出や生産は、当面、関税引き上げの影響が下押し圧力として残るものの、グローバルなAI関連需要にも支えられて海外経済が成長経路に復していくもとの、緩やかに回復していくと見込まれる。企業収益は、当面、製造業において関税による下押しの影響が残るものの、全体としては高水準が続き、その後は、内外需要の増加から増益基調が明確になっていくとみられる。そうしたもとの、設備投資は、政府の経済対策や緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応の省力化・デジタル関連投資や研究開

² 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また、先行きの政策運営については、市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

発投資を含め、増加傾向を続けると考えられる。

家計部門をみると、雇用面では、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとの、景気の改善につれて、労働需給は一段と引き締まっていくと考えられる。こうしたもとの、本年の春季労使交渉では、昨年につき、幅広い企業でしっかりとした賃上げが実施されるとみられ、名目賃金は、高めの伸びが続くと考えられる。個人消費は、物価上昇の影響が残るもとの、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとの、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や 2026 年度から実施される税制改正などは、個人消費を下支えすると考えられる。住宅投資は、当面は回復の動きが続くものの、その後は、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、緩やかな減少傾向をたどるとみられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加や防衛関連支出の増加などを反映し、緩やかに増加していくと想定している。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2025 年度は海外経済の上振れや GDP 統計改定の影響から、2026 年度は政府の経済対策の効果などから、それぞれ幾分上振れている。2027 年度は経済対策の効果の反動により、幾分下振れている。

この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる³。

(2) 物価の中心的な見通し

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとの、政府による物価高対策の効果もあり、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持さ

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとの「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、デジタル化の進展などに伴い生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかといった点を巡る不確実性も高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

れ、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による施策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて、概ね横ばいで推移していく前提としている。政府による施策については、ガソリン税の「旧暫定税率」の廃止や電気・ガス代の負担緩和策、高校授業料や小学校給食の無償化などが打ち出されており、2025年度と2026年度を中心に、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用する。

エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響の減衰などから、2%程度までプラス幅を縮小すると見込まれる。その後は、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、同程度の水準で推移するとみられる。

物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、景気の改善が続く、労働需給が一段と引き締まっていくもとで、企業の積極的な賃金・価格設定行動は更に広がっていくことから、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想され、見通し期間後半には2%程度で推移すると考えられる。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性(リスク要因)としては、主に以下の点に注意が必要である。

第1に、海外の経済・物価動向である。通商政策を巡る不確実性は低下しているものの、これまで打ち出された各国の通商政策が、グローバルな貿易活動や国際金融資本市場への影響などを通じて世界経済を押し下げる可能性には、引き続き注意が必要である。この点、米国経済については、関税による企業収益の悪化を通じた雇用・所得形成への影響や、関税コストの消費者物価への転嫁を通じた個人消費への影響等に注意が必要である。A I 関連については、グローバルに需要拡大が続いており、旺盛な設備投資が世界経済を押し上げる可能性がある一方、投資に見合った形で収益の拡大が実現しない場合には、資産価格の変動なども伴って、調整圧力が生じる可能性もある。この間、最近の米国や欧州等における財政拡張的な動きなどが、世界経済を押し上げる可能性にも留意する必要がある。中国経済については、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性は引き続き高いほか、通商政策の影響も相俟って、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。このほか、地政学的リスクの動向についても、引き続き留意が必要である。

第2に、輸入物価の動向である。各国の通商政策等の影響を受けて、物流などの供給面の混乱が生じたり、サプライチェーンの再構築などが進んだ場合には、そのコストが嵩む可能性がある。また、資源・穀物価格については、地政学的な要因や天候要因等により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。輸入物価が大幅に上昇することがあれば、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一方、輸入物価が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。

第3に、やや長い目で見たリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。人口動態の構造的な変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化やA I の利活用

などによる省力化投資の動きを加速させる可能性があり、政府の取り組みと相俟って、成長期待や潜在成長率を押し上げることも考えられる。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。また、これまで打ち出された各国の通商政策はグローバル化の潮流に変化を及ぼしていく可能性があり、今後の各国の政策の展開次第では、そうした変化が急速に進むことも考えられる。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持される可能性が高いと考えられる。そのうえで、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が一段と引き締まっていくとの見方が強まり、賃金の上昇圧力が高まっていく可能性もある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価ともに上振れていくことも考えられる。一方、関税による企業収益への影響等が長引いた場合には、企業がコスト削減に注力する傾向が強まる可能性もある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、供給サイドの一時的な要因の影響が大きく、消費者物価の押し上げ寄与は次第に縮小していくと想定している。もっとも、今後、天候不順等の一時的な要因が新たに生じた場合や、人件費や物流費の上昇を販売価格に転嫁する動きが強まった場合には、価格上昇が想定以上に長引く可能性がある。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化すると、予想物価上昇率の変化を通じて、消費者物価を押し上げる方向に作用する可能性がある。一方、家計のコンフィデンスの悪化を通じて個人消費が減少し、消費者物価を押し下げる方向に作用する可能性もある。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。通商政策の影

響など、世界経済の先行きを巡る不確実性は引き続き残っており、これが供給サイドから輸入物価を上昇させたり、為替相場や国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。この点、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとの、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面があることや、そうした動きが、予想物価上昇率の変化を通じて、基調的な物価上昇率に影響する可能性があることにも留意が必要である。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁴。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとの人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている。

金融面のリスクについてみると、不動産価格や株価といった資産価格の動向には引き続き留意が必要であるものの、貸出などの金融仲介活動は円滑に行われており、現在の金融活動に大きな不均衡はみられていない。わが国の金融シ

⁴ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

システムは、全体として安定性を維持している。内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。そのうえで、各国の通商政策や地政学的リスク、海外ノンバンク部門の動向等が、様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある。

金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以 上

(参考)

2025～2027 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

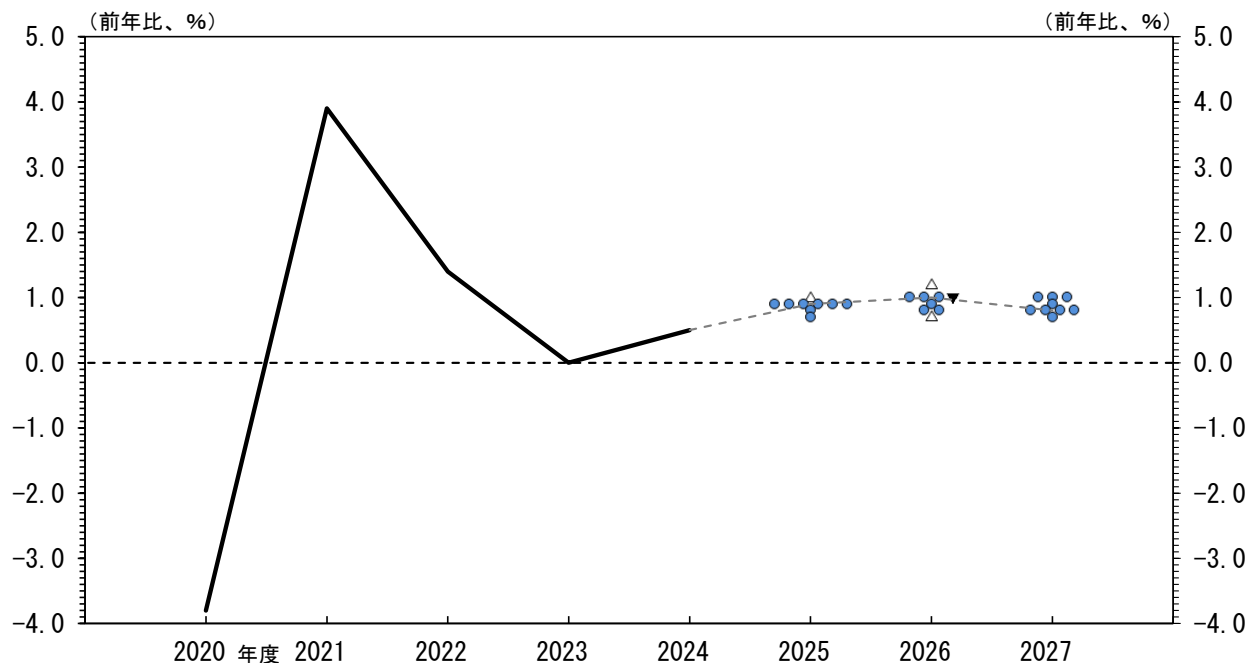
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025 年度	+0.8 ~ +0.9 <+0.9>	+2.7 ~ +2.8 <+2.7>	+2.9 ~ +3.1 <+3.0>
10月時点の見通し	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+2.7 ~ +2.9 <+2.7>	+2.8 ~ +3.0 <+2.8>
2026 年度	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.9 ~ +2.0 <+1.9>	+2.0 ~ +2.3 <+2.2>
10月時点の見通し	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+1.6 ~ +2.0 <+1.8>	+1.8 ~ +2.2 <+2.0>
2027 年度	+0.8 ~ +1.0 <+0.8>	+1.9 ~ +2.2 <+2.0>	+2.0 ~ +2.3 <+2.1>
10月時点の見通し	+0.7 ~ +1.1 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.0 ~ +2.2 <+2.0>

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

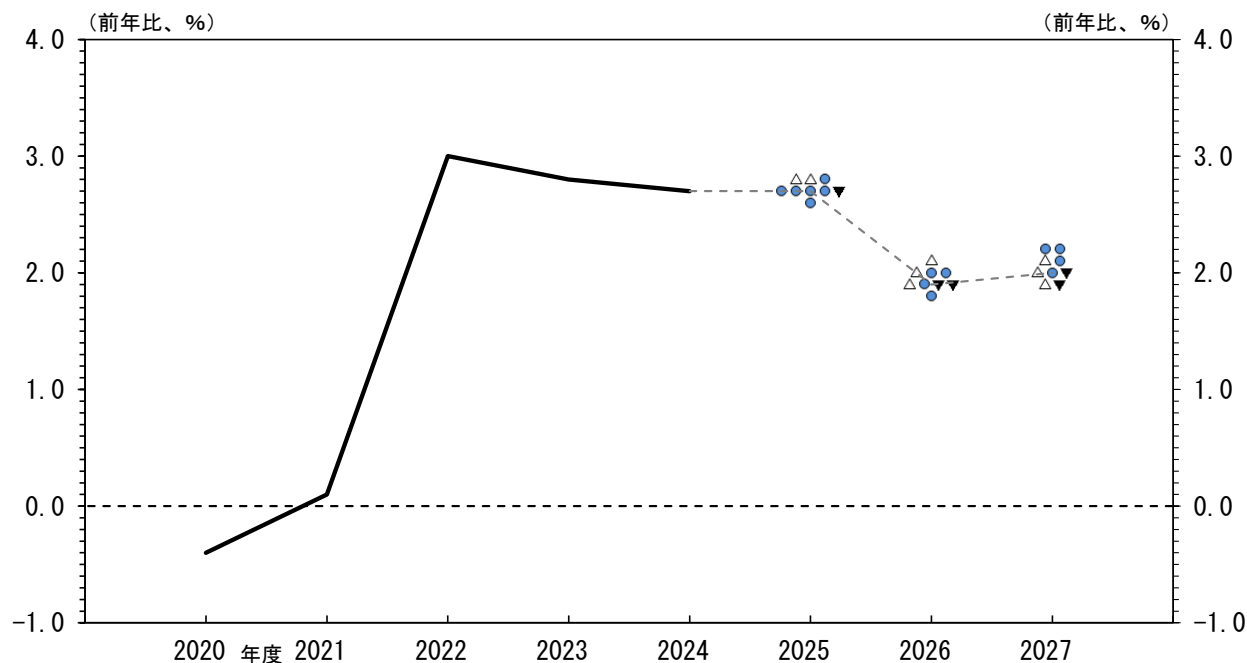
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すと同時に、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

(8年3月19日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

(8年3月19日決定)

「当面の金融政策運営について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2026年3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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^{（注1）}。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

2. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少傾向にある。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下している。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。ただし、中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、いったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小したあと、足もとの原油価格上昇の影響がプラス幅を拡大する方向に作用すると考えられる。この間、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっ

ていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる^(注2)。なお、原油価格上昇が基調的な物価上昇率の見通しに及ぼす影響についても、留意が必要である。

リスク要因としては、今後の中東情勢の展開や原油価格の動向、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

3. 金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえ、^(注1)「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以 上

(注1) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、田村委員、小枝委員、増委員。反対：高田委員。高田委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして、無担保コールレート（オーバーナイト物）を1.0%程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

(注2) 高田委員は、物価の見通しについて、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして、田村委員は、基調的な物価上昇率の見通しについて、2026年度入り後以降、「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとして、反対した。

2. 金融政策決定会合議事要旨 (令和7年10月29、30日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2025年10月29日(14:00～15:46)
10月30日(9:00～12:08)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	野口 旭	(審議委員)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)
	小枝淳子	(〃)
	増 一行	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	前田 努	大臣官房総括審議官 (29日)
	中谷真一	財務副大臣 (30日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官 (29日)
	城内 実	経済財政政策担当大臣 (30日)

(執行部からの報告者)

理事	清水誠一
理事	諏訪園健司
理事	中村康治 (30日)
企画局長	奥野聡雄
企画局政策企画課長	井出穰治
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	峯岸 誠
調査統計局長	川本卓司
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田 健

(事務局)

政策委員会室長	福田英司
政策委員会室企画役	三浦幸大
企画局企画役	八木智之
企画局企画役	北原 潤
企画局企画役	福島駿介

I. 金融経済情勢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

金融市場調節については、前回会合（9月18、19日）で決定された金融市場調節方針^(注)に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.476～0.478%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2025年9月は月間3.7兆円程度の買入れを行った。2025年10月は、6月の会合で決定された減額計画に沿って、月間の買入れ額を4,000億円程度減額し、月間3.3兆円程度の買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.5%程度で推移した。GCレポレートは、無担保コールレート並みの水準で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばいとなった。

わが国の株価（TOPIX）は、新政権に対する政策期待や米国の株価上昇の影響などから、上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、概ね横ばいとなった。国債市場の流動性指標をみると、総じて改善方向の動きが継続している。為替相場をみると、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場は、期間を通じてみれば円安方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いている。中国経済は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速している。中国以外の新興国・資源国経済は、総じてみれば緩やかに改善している。

先行きの海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかな成長経路に復していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国の通商政策の影響の

^(注) 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。」

ほか、A I 関連のグローバルな需要動向、中国経済の動向などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、市場センチメントは改善した状態が続いている。米国・欧州の長期金利は、米中貿易協議への懸念などから小幅に低下した。米国の株価は、米中貿易協議への懸念などをを受けて下落する場面もみられたが、F R Bの利下げやA I 関連需要への期待が下支えとなる中、期間を通じてみれば小幅に上昇した。欧州の株価は、米国の株価上昇に連れて上昇した。この間、新興国通貨は、総じてみれば横ばい圏内で推移した。原油価格は、O P E C プラスによる増産の動きや米中貿易協議を巡る不透明感などを背景に下落した後、米国による新たな対ロシア制裁の発表を受けて下落幅を縮小した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。

輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きが続いている。先行きは、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動が顕在化してくるもとで、関税の価格転嫁の進捗に伴う海外経済減速の影響も加わり、自動車や資本財を中心に弱めの動きになると見込まれる。

企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、積み上がった受注残高解消の動きや旺盛な省力化投資需要に支えられて、増加傾向を維持するものの、企業収益の減少や通商政策を巡る不確実性を背景に、増勢は徐々に鈍化する可能性が高い。

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。消費活動指数(実質・旅行収支調整済)をみると、4～6月に小幅に増加したあと、7～8月の4～6月対比は、非耐久財を中心に減少しており、全体としてはこのところ横ばい圏内の動きとなっている。企業からの聞き取り調査や業界統計、高頻

度データに基づく、9月以降の個人消費は、米などの食料品高による消費者の節約志向の根強さは引き続きみられるものの、8月からは増加しているとみられる。消費者マインドは、足もとでは夏季賞与の増加や株価の上昇等を背景に持ち直しているが、依然として水準は低めとなっている。先行きの個人消費は、ベースアップや最低賃金の引き上げを受けた賃金上昇が一定の下支えとなるものの、食料品価格の高止まりに加え、企業収益の減少に伴う冬季賞与の伸び鈍化も下押し要因となるため、横ばい圏内で推移すると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は、正規雇用を中心に着実な増加を続けている。一人当たり名目賃金は、着実な上昇を続けている。先行きの雇用者所得は、当面、着実な増加を続けるとみられるが、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力が顕在化するのに伴い、増加ペースは鈍化すると見込まれる。

物価面について、商品市況をみると、足もとでは、原油価格が振れを伴いつつも下落傾向にある一方、銅価格は上昇している。この間、食料の市況価格は緩やかな上昇を続けている。国内企業物価の前年比は、既往の原油価格下落や円高等の影響から上昇率が低下傾向にあり、足もとでは2%台後半となっている。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続けているが、前年にみられた値上げの一巡などから上昇率が低下しており、足もとでは2%台後半となっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価についてみると、米などの食料品価格の上昇が一巡するもとで、既往の円高の影響も耐久消費財等を中心に下押しに作用することから、本年度末にかけてプラス幅を縮小していくと予想される。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、4%台前半となっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、7%程度となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、

横ばい圏内で推移している。

この間、マネーストックの前年比は、1%台半ばとなっている。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、貸出金利息を中心とする資金利益の増加などを背景に、増加している。この間、信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

地域銀行の収益は、資金利益の増加などを背景に、増加している。この間、信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全14指標のうち13指標が、過熱でも停滞でもない状態となっている。金融ギャップは、ひと頃と比べてプラス幅が縮小した状態が続いており、全体として金融活動に過熱感はみられない。ただし、不動産価格や株価といった資産価格の動向には留意が必要であり、今後も、金融活動が実体経済活動から大きく乖離することがないか、注視する必要がある。また、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧に見ていく必要がある。

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・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、市場センチメントは改善した状態が続いているとの見方を共有した。多くの委員は、米国の株価が最高値を更新していることを指摘したうえで、その背景として、米国経済に対する関税政策の影響を巡る不確実性が低下してきたことや、AI関連のグローバルな需要拡大やAIの活用に伴う生産性向上に対する期待が高まっていることを挙げた。そのうえで、何人かの委員は、AI関連について市場が期待しているほどの収益拡大が実現しないといった場合には、株価の変動につながる可能性もあると指摘した。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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。何人かの委員は、米国をはじめとする海外経済の不確実性は依然として高いが、関税政策の影響は、ゆっくりとしたペースで出てくるとの見方が増えているほか、その影響度合いについても、これまでの想定よりも小さめになるとの見方が多くなっていると指摘した。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持しているとの認識で一致した。多くの委員は、米国における関税政策のマイナスの影響は、これまでのところ限定的なものにとどまっている一方、AI関連を中心に設備投資が増加しているほか、資産価格の上昇にも支えられて個人消費は底堅く推移しているとの認識を示した。このうちのある委員は、小売売上高は引き続き堅調に推移していると述べたうえで、食料や飲料など身近な品目の消費は減少している一方、資産価格の上昇が富裕層の消費を支えており、所得階層による差異の広がりがみられると指摘した。関税賦課に伴うコスト負担について、何人かの委員は、これまでは米国企業や米国向け輸出企業が関税コストを相応に吸収していたが、今後は緩やかながらも、消費者への価格転嫁が進むのではないかと、この見方を示した。このうちの一人の委員は、米国企業が値上げによって目立つことを避け、取りあえず自社で負担しているのだとすれば、時間差はあるにしてもいずれ販売価格への影響は出てくるだろうと付け加えた。このほか、何人かの委員は、雇用者数の増加ペースが鈍化している労働市場の動向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、雇用の伸び鈍化の背景として、関税政策による企業収益の下押しが影響している面もあるが、AIによる労働代替の程度が見極め難いため、企業が人への投資を抑制している可能性や、移民政策に伴う供給要因が影響している可能性も考えられるとの見解を示した。この間、ある委員は、米国では、減税や規制緩和等の経済底上げ政策に移行する中、関税によるこれからのマイナスの動きは生じ難いとの認識を示した。

欧州経済について、委員は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いているとの見方を共有した。

中国経済について、委員は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速しているとの見方を共有した。ある委員は、海外経済の先行きを展望するうえで、中国経済の減速リスクを以前よりも意識していると述べた。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、不動産やM&Aを中心に銀行貸出など信用面で拡張的な動きが生じ出したことは、実質金利が大幅なマイナスであることの効果を示しているとの認識を示した。この間、複数の委員は、都市部のマンションを中心とする不動産価格の動向についても留意する必要があると述べた。そのうえで、これらの委員は、最近の不動産価格の上昇については、建築コストの上昇や人手不足などの供給制約に加え、実質金利が大幅なマイナスとなっていることや、円安等を背景とする海外マネー流入が相応に影響していると指摘した。

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・物価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、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの認識を共有した。多くの委員は、米国の関税政策はわが国企業の収益面にマイナスの影響を及ぼしているものの、これまでのところ、設備投資や雇用・賃金動向も含め、経済全体に波及している様子は窺われないとの認識を示した。このうちのある委員は、わが国経済は、米国の関税政策の影響がこれまでのところ限定的なこともあり、緩やかな成長軌道を維持していると述べた。この間、一人の委員は、マクロ的な需給ギャップは足もとゼロ%程度と推計されているが、そもそも幅を持つべきものであるほか、労働投入ギャップがプラスであることを踏まえると、労働供給制約により設備を使いたくても使えないという可能性もあり、単純に需要が弱いという状況ではないとの見解を示した。

輸出や鉱工業生産について、委員は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識で一致した。ある委員は、実質輸出は、米国で分野別関税が導入されている産業では弱めの動きとなっているものの、全体としてトレンドから乖離するような落ち込みはみられていないと指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が関税政策の影響を受けつつも全体としては高水準を維持し、業況感も良好な水準を維持しているもとの、緩やかな増加傾向にあるとの認識を共有した。一人の委員は、設備投資は計画策定と実行の間にタイムラグがあるため、実績値だけをみて企業の設備投資スタンスを判断すべきでないと考えていたが、9月短観でも、引き続き、全体として積極的な計画が報告されていることを踏まえると、米国の関税政策が企業の業況感や設備投資スタンスに深刻な影響を及ぼしていないことが窺えるとの認識を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移しているとの認識で一致した。ある委員は、個人消費は全体としてみれば底堅く推移しているものの、食料品や衣料品などの非耐久財については、節約志向の強まりやいわゆる「値上げ疲れ」の動きが窺われると述べたうえで、賃上げの恩恵は年齢階層間で差異があり、それが消費行動の差に表れていることがデータからも確認できると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。ある委員は、物価上昇に伴い、実質可処分所得は横ばいとなっているものの、最低賃金の引き上げを含め、今年はしっかりと賃上げが行われているとの認識を示した。別のある委員は、完全失業率の動向について、このところ幾分上昇する場面があったものの、より高い賃金を求めた自発的離職の増加が影響しているとの見解を示した。

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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっているとの認識で一致した。また、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの見方で一致した。ある委員は、物価動向をみると、食料品価格の上昇の影響が顕著である一方、他の分野における企業の価格設定行動の変化は緩やかであると述べた。この点について、この委員は、食料品への支出増が消費者の節約志向につながっているとしたうえで、今後の賃金と家計所得の動向を注視することが重要であるとの見解を示した。別のある委員は、食料品価格の大幅な上昇の背景には人件費や物流費、輸入物価の上昇もあるが、一部の企業の積極的な値上げ姿勢も影響しているとの見方を示した。この点に関連し、一人の委員は、米や食料品価格の上昇は、コストプッシュ要因だけで説明することはできないと指摘したうえで、物価が上昇しないゼロノルムのもとで値上げができなかった企業が、この機会に一斉に値上げに動いている面があるのではないかと、この認識を示した。これに関連して、別の一人の委員は、食料品が牽引するコストプッシュ色が強いインフレがどの程度持続的か、また、インフレのうちどの程度が需要ショックによるのか、こうした動きがインフレ予想にどの程度影響し得るのか、といった点を引き続きよくみていく必要があると指摘した。

2. 経済・物価情勢の展望

2025年10月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。大方の委員は、わが国経済について、①各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩む、②その後は、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれるとの認識を共有した。

米国の関税政策のわが国経済に対する影響について、多くの委員は、当初想定していたよりも小さくなるとみられ、先行きの不透明感は後退しているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、関税政策の影響が今後本格化するとしても、想定される影響の規模は以前よりは小さくなってきており、わが国の成長ペースの伸び悩みもそれほど大きくないと見込まれると指摘した。別のある委員は、わが国の企業収益が高水準であることを踏まえると、輸出関連企業に対する関税の直接的な収益下押しの影響は、保守的に見積もったとしても、全体として十分吸収可能であるとの認識を示した。別の一人の委員は、輸出関連の製造業の業績への影響は相応に大きいと見込まれるが、大手・中堅企業は関税を織り込んだ経済活動・戦略に移行しているとしたうえで、今後も関税政策の影響のほか、関税政策が変更される可能性もあるが、先行きを見通すうえで7月時点よりも霧が薄くなったとの認識を示した。こうした議論を踏まえ、何人かの委員は、わが国の経済は、関税政策の影響を受けつつも、本年度、来年度ともに、潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を示した。

わが国の輸出や鉱工業生産について、大方の委員は、海外経済の減速を背景に弱めの動きになると見込まれ、その後は、グローバルなAI関連需要を含め、海外経済が緩やかな成長経路を辿るもとで、増加基調に復していくとの認識を共有した。

設備投資について、大方の委員は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用する中、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれるとの認識を共有した。また、その後は、企業収益が内外需要の増加から改善していくとみられる中、需要増に対応した増投資もあって、増加傾向を続けるとの見方を共有した。ある委員は、9月短観では、関税の影響を受けやすい製造業でしっかりと

した投資計画が確認されたほか、支店長会議でも、自動車企業の投資計画は総じて堅調との報告がなされており、設備投資の下振れリスクは低いとの認識を示した。別のある委員は、過去のトレンドや実績などから、年度下期にかけて設備投資計画は下方修正されると想定しているが、それでも、現在の水準やヒアリング情報などを踏まえると、この先堅調さは維持されるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響が残るもとの、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとの、次第に緩やかな増加基調に復していくとの見方で一致した。また、その後についても、雇用者所得の増加が続くもとの、個人消費は緩やかに増加していくとの認識を共有した。ある委員は、今後、食料品やエネルギー価格上昇の影響が減衰し、消費者物価の伸び率が低下していけば、実質賃金の前年比はプラスに転化することが見込まれるとしたうえで、そうした動きは先行きの消費拡大を支える大きな力になると指摘した。

雇用者所得について、委員は、当面、着実な増加を続けるとみられるが、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力などから、増加ペースはいったん鈍化する可能性があるとの認識を共有した。その後は、企業収益の回復に伴い、名目賃金の上昇率が再び高まるもとの、雇用者所得の増勢も強まっていくとの見方を共有した。来年の春季労使交渉について、何人かの委員は、今年の物価動向や高水準の企業収益に加え、人手不足に伴う労働需給の逼迫や最低賃金の引き上げなどを踏まえると、今年と同程度の賃上げが期待できるのではないかと、このうちのある委員は、自動車メーカーを含めた輸出関連企業の間では一部に原価低減の動きがみられているが、わが国企業全体として、積極的な賃金設定行動が途切れることはないだろうと付け加えた。複数の委員は、3年連続で高い賃上げが実現する中、物価上昇を踏まえて賃金を毎年見直す動きが習慣化しつつあり、そうした考え方が各企業の中期経営計画の中にも反映されているとの認識を示した。別のある委員は、日本企業は、他社と横並びで賃金を設定する傾向が強いため、足もとまでの経済状況を前提にすれば、来年の春季労使交渉では相応の賃上げが実現すると考えられるが、再来年以降も同様となるかどうかについては、改めてみていく必要があると指摘した。

こうした議論を経て、大方の委員は、中心的な成長率の見通しは、前回の展望レポート時点と比べると、概ね不変であり、先行きの景気展開に対する基本的な見方に変化はないとの認識を共有した。何人か

の委員は、関税政策の影響を受けつつも、わが国企業の収益計画が良好な水準を維持していることや、米国経済を巡る不確実性が低下していることなどを踏まえると、わが国経済の中心的な見通しが実現する確度は、少しずつ高まってきているとの認識を示した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。大方の委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとの、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくとの見方を共有した。また、大方の委員は、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれるものの、その後は、成長率が高まるもとの人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていき、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの見方を共有した。これに対して、ある委員は、賃上げが3年連続して「物価安定の目標」と整合的な水準になることを見通せる来年春には、目標達成と判断できる公算が大きいとの認識を示した。また、別の一人の委員は、最近の金融資本市場の動きや企業の積極的な賃金・価格設定行動を踏まえると、「物価安定の目標」が概ね達成されたとの判断の確度はより高まったとの認識を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の見通しについて、ある委員は、米価格でみられたように、これまで値上げできなかった分を埋め合わせるような価格設定行動が続く可能性はあるが、それでも、消費者物価の上昇率は今後暫く低下していき、来年度には一時的に2%を下回るとの見方を示した。一人の委員は、今後の物価動向を見極めるうえでは、食品メーカーの積極的な値上げ姿勢が続くかどうかや、それに対する消費者の購買状況等を注視していく必要があると指摘した。この間、別の一人の委員は、来年度前半にかけて物価上昇率が低下する要因としては、食料品価格上昇の影響の減衰に加えて、エネルギー価格下落の影響も大きいとの認識を示した。

基調的な物価上昇率について、何人かの委員は、足もとまでの各種指標の動きを踏まえると、基調的な物価上昇率は2%に向けて緩やかに上昇しているものの、なお2%には至っていないとの見方を示した。このうちのある委員は、米国の関税政策による下押しの影響がこれから顕在化するにしても、わが国の景況は、物価上昇率低下による実質賃金の改善などによって相応に維持され、物価の基調も2%に向けて緩やかに上昇し続けていくとの見解を示した。一人の委員は、各種指

標の推計の幅や計測誤差などを踏まえると、基調的な物価上昇率は2%程度になっていると考えられるが、「物価安定の目標」との関係では、その定着度合いを点検していくことがより重要であると指摘した。別のある委員は、中長期的な予想物価上昇率が上昇する中、企業が積極的な経営姿勢を維持し、賃金と物価が相互に参照しながら上昇していくメカニズムが作用していくことを踏まえれば、基調的な物価上昇率は、そのペースは緩やかになるにしても、引き続き高まっていくとの見方を示した。この間、ある委員は、縮小均衡マインドが残存するもとでは、ヘッドライン物価と基調的物価を区別した議論が必要であったが、価格の粘着性が相対的に高い家賃やオフィス賃料の上昇も生じ始めているなど人々のノルムが転換する中、ヘッドラインを重視したシンプルなコミュニケーションが望ましいとの見解を示した。また、別の一人の委員は、金融政策にあたっては、ヘッドラインの消費者物価指数が2.0%より上か下かではなく、その背後にある特殊要因やメカニズム（需給状況、賃金、予想インフレ率等）も踏まえて判断することを丁寧に説明すべきであると指摘した。

こうした議論を経て、大方の委員は、物価の中心的な見通しは、前回の展望レポート時点と比べると、概ね不変であるとの認識を共有した。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。委員は、リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、②輸入物価の動向、③わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響、の3点を挙げた。何人かの委員は、AI関連については、グローバルな需要動向次第で、資産価格の変動なども伴って、世界経済の上振れ・下振れ双方向のリスク要因となり得るとの認識を示した。複数の委員は、米国経済について、労働供給と労働需要がともに減少している現在の「奇妙なバランス」が崩れた場合には、同国の経済に対する下押し圧力が強まるリスクがあると指摘した。一人の委員は、関税の影響に対する世界的な危機意識から、感染症拡大期と同様、欧米・中国・新興国が揃って財政金融両面で緩和策に傾く中、経済押し上げ・インフレ圧力が生じ、世界経済が予想以上に上

振れる可能性がある」と指摘した。この間、ある委員は、先週新内閣が発足したが、現時点では政府の政策の方向性や中身についての情報は十分とは言い難く、見通しに組み込めていないと述べたうえで、財政要因は、経済や物価の見通しを立てるうえで、重要なファクターであるとの認識を示した。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響、②今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及には注意が必要であるとの見方で一致した。ある委員は、企業や家計の予想物価上昇率は既に概ね2%に達し、インフレ・ノルムが定着しており、物価の上振れリスクが懸念されるとしたうえで、実際、家計のインフレ実感は足もと低下したにもかかわらず、5年後の予想インフレ率は上昇していると述べた。別の一人の委員は、コロナ禍後の価格上昇時には、物価が上がらないノルムの存在から、二次的な物価上昇は生じ難かったが、今次局面では物価が上がらないノルムが既に解け、賃金上昇圧力も伴うだけに、リスクバランス上も物価の上振れをより意識する必要があると指摘した。これらに対し、ある委員は、食料品価格の上昇がより広範な品目の物価に波及するリスクには留意が必要であるが、所得環境の改善が十分でなければ、食料品価格の上昇は他の分野における節約志向を強めてしまうため、全般的な物価上昇にはつながりにくいのではないかと、との認識を示した。この間、何人かの委員は、企業の賃金・価格設定行動が積極化している中、為替円安の進行が、輸入物価の上昇などを通じて、物価の上振れにつながりやすい状況にあるとの認識を示した。

リスクバランスについて、委員は、各委員が示したリスク評価を全体として評価すると、①経済の見通しについては、2026年度は下振れリスクの方が大きい、②物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている、との認識を共有した。

Ⅲ. 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、金融政策運営に関する議論を行った。

まず、当面の金融政策運営の考え方について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続

き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくということが基本となるとの認識で一致した。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。

こうした考えのもと、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、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解を共有した。

多くの委員は、経済・物価の中心的な見通しが実現する確度は少しずつ高まってきているものの、海外経済を巡る不確実性がなお高い状況にある中で、わが国企業の積極的な賃金設定行動が途切れることがないかどうか、もう少し確認する必要があるとして、現状の金融政策運営を維持することが適当との見方を示した。このうちの一人の委員は、利上げを行うべきタイミングが近づいているものの、足もと、米国の関税政策を巡る不確実性が依然として高いことや、わが国新政権の経済政策の方向性がまだ十分に明らかでないことなどを勘案し、状況をもう少しだけ見極めることが適当との見解を示した。ある委員は、米国で所得税還付などにより景気が過熱し、円安などを通じてわが国の物価が大きく上押しされるリスクを考えれば、早めの利上げが望ましいともいえるが、米国の労働市場の「奇妙なバランス」が崩れ始め、資本市場も調整局面を迎え、わが国の物価や景気に想定以上に下押し圧力がかかるリスクもまだ否定しきれないことから、今しばらく見極めて判断する方が適当であると指摘した。別の一人の委員は、金利の正常化をもう少し進めるうえでは、条件が整いつつあるとみているものの、基調的な物価上昇率の定着度合いも確認する必要があるとの認識を示した。

一方、複数の委員は、今回の決定会合で、政策金利を0.75%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。このうちの一人の委員は、関税政策の影響による米国経済の減速は考え難いと指摘したうえで、国内では既に「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたと考えられるほか、足もとでは円安進行に伴う物価の上振れリスクにも留意が必要であることを踏まえると、再び利上げスタンスに回帰し、海外対比で低水準の実質金利の調整を行い得る状況であるとの認識を示した。別の一人の委員は、上下双方向のリスクがある現時点で、政策金利を一気に引き締める領域まで引き上げるべきではないが、物価の

上振れリスクがある中、将来の急激な利上げによるショックを避けるため、金融緩和度合いを調整して、中立金利にもう少し近づけておくべきであるとの見解を示した。

先行きの金融政策運営に関連して、多くの委員は、随時蓄積されていくヒアリング情報も用いたうえで、企業の賃上げスタンスや具体的な賃金の動向を分析し、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムが維持されていることを見極めることが重要であるとの見解を示した。このうちのある委員は、15%の関税率を前提とした各社の収益計画が早晩固まってくることから、これに基づいた企業の賃金設定行動、とくに、来年の春季労使交渉に向けた初動のモメンタムが重要であると指摘した。別の一人の委員は、先行きの政策運営にあたっては、引き続き、①各国通商政策の世界経済への影響、②米国の金融政策と為替相場の方向性、③国内の物価と賃金の見通しの3点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、わが国企業が、関税の影響や米国をはじめとする世界経済の動向についての不確実性を踏まえたうえで、積極的な賃金設定行動を維持するかがとくに重要であるとの認識を示した。ある委員は、関税政策の影響が表れるのが遅れている中であって、次回利上げはなお緩和の範囲内の調整であることを踏まえると、世界経済や金融市場で悪いニュースがないことを前提に、春季労使交渉に向けた初期段階の労使双方の動きなどから、企業の積極的な賃金設定行動が維持される見通しを確認できれば、政策変更につながるとの見解を示した。この間、一人の委員は、来年の賃上げ期待はあるものの、物価上昇によって消費行動の変容がみられるほか、資材価格の高騰や人件費の増加などによる建設コストや住宅価格の上昇などから、生活者への負担が増していることを指摘したほか、足もとの銀行貸出の伸びにも注意を払っていると述べた。そのうえで、この委員は、先行きの不透明感が残るが、経済・物価の見通しとその達成確度次第で金利を調整すべき環境になるとの認識を示した。

何人かの委員は、中立金利が現在の政策金利より高い位置にあることを踏まえると、経済・物価情勢の改善に応じて金融緩和の度合いを調整していくことは、長い目でみて安定した経済・物価の実現につながると指摘した。このうちのある委員は、現段階での利上げは、将来のためにも経済のゆがみを抑制し、政策金利を緩やかに均衡状態に戻していくという、金利正常化のプロセスと考えられると指摘した。ある委員は、米欧と異なってわが国の政策金利が中立金利を下回っていることや、株式市場などの金融資本市場が不安定化する可能性もあ

ることを指摘したうえで、足もとは急ぐ状況ではないかもしれないが、適切な情報発信を続けながらタイミングを逃さずに利上げを行うべきであるとの見解を示した。別のある委員は、インフレ率が目標に到達するまで金利の調整を一切行わないとした場合、目標達成時点で一挙に金利を中立金利まで引き上げる必要があるが、その時々の中立金利を具体的に特定することはできないため、これを成功裏に行うのはほぼ不可能と考えられると付け加えた。この間、一人の委員は、世界経済や金融市場の動向と、そのもとでのわが国の経済・物価見通しに沿って、適切なタイミングで徐々に政策金利を引き上げていくという基本方針は不変であると述べたうえで、市場の安定を確保しつつ、金融政策の効果を円滑に波及させるためには、こうした政策反応関数が変化したと疑われることがないよう、市場との丁寧なコミュニケーションを続けていく必要があるとの見解を示した。

以上のような議論を受けて、議長は、執行部に対し、「展望レポート」で、先行きの金融政策運営についてどのように記述することが考えられるか、案を示すよう指示した。執行部からは、①金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、本日議論したような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている、②そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている、③日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく、と記述することが考えられると報告した。

執行部の説明に対し、委員は、執行部の示した案は適当であるとの見解を共有した。

IV. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、米国の通商政策等による影響が自動車産業を中心にみられるものの、緩やかに回復している。
- 政府は、「経済あつての財政」、「責任ある積極財政」の考え方の下、物価高対策、危機管理投資・成長投資、防衛力・外交力強化を

柱とする「総合経済対策」を策定する。

- 日本銀行には、日本銀行法、政府・日本銀行の共同声明の趣旨に沿って政府と緊密に連携し、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けて、適切な金融政策運営を期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 物価高対策を早急に講じるとともに日本経済の強さを取り戻すための経済政策を作り上げていく方針であり、10月21日の総理からの指示に基づき、総合的な経済対策を策定し、補正予算の編成を進めていく。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、内外の経済情勢等を十分に注視し、市場とのコミュニケーションを図りつつ、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

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、金融市場調節方針について、以下の議案が提出された。

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

これに対して、高田委員からは、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたとして、田村委員からは、物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるためとして、それぞれ、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（高田委員・田村委員案）

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

金融市場調節方針に関する議案（高田委員・田村委員案）は、採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：高田委員、田村委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員

金融市場調節方針に関する議案（議長案）は、採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員

反対：高田委員、田村委員

2. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

議長から、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、高田委員からは、①経済の見通しについて、「各国の通商政策等の影響が一巡するなか、緩和的な金融環境などが下支え要因となり、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる」とすること、②物価の見通しについて、「消費者物価の基調的な上昇率は、引き続

き堅調な状況が続くと見込まれる」、「基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあると考えられる」とすること、など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：高田委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
田村委員、小枝委員、増委員

田村委員からは、①消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比の見通しについて、「米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペースの影響などから、2%程度まで低下し、その後も、成長率が高まるもとの、2%程度で推移すると考えている」とすること、②消費者物価の基調的な上昇率の見通しについて、「成長ペースの影響などを受けつつも、これまで上昇してきた中長期的な予想物価上昇率のもとで徐々に高まっていくと予想され、見通し期間半ば以降「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」とすること、など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：田村委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
高田委員、小枝委員、増委員

議長から、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、10月31日に公表することとされた。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
小枝委員、増委員

反対：高田委員、田村委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2025年9月18、19日開催分）が全員一致で承認され、11月5日に公表することとされた。

以 上

2025年10月30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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成7反対2)^(注)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%程度で推移
するよう促す。

以 上

^(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員。反対：高田委員、田村委員。高田委員は、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたとして、田村委員は、物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるためとして、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.75%程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

(7年12月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2025年12月18日(14:00～15:55)
12月19日(9:00～12:12)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃) (注)
	野口 旭	(審議委員)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)
	小枝淳子	(〃)
	増 一行	(〃)

(注) 内田委員は、本店執務室から電話会議により出席。

4. 政府からの出席者：

財務省	前田 努	大臣官房総括審議官 (18日)
	中谷真一	財務副大臣 (19日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官 (18日)
	水田 豊	大臣官房審議官(経済財政運営担当) (19日 9:00 ～10:57)
	城内 実	経済財政政策担当大臣 (19日 10:58～12:12)

(執行部からの報告者)

理事	清水誠一
理事	神山一成
理事	諏訪園健司
理事	中村康治
企画局長	奥野聡雄
企画局政策企画課長	井出穰治
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	峯岸 誠
調査統計局長	川本卓司
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田 健

(事務局)

政策委員会室長	福田英司
政策委員会室企画役	三浦幸大
政策委員会室企画役補佐	梶谷 勉
企画局企画役	北原 潤
企画局企画役	西野孝佑

I. 金融経済情勢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

金融市場調節については、前回会合（10月29、30日）で決定された金融市場調節方針^(注)に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.476～0.482%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2025年6月の会合で決定された減額計画に沿って、月間3.3兆円程度の買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.5%程度で推移した。GCレポレートは、無担保コールレート並みの水準で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、上昇した。

わが国の株価（TOPIX）は、米国の株価の調整に連れて下落する場面もみられたが、堅調な企業決算を背景に、期間を通じてみれば上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、先行きの経済・物価情勢に対する市場の見方などを反映して、大幅に上昇した。国債市場の流動性指標をみると、総じて改善方向の動きが継続している。為替相場をみると、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場は、期間を通じてみれば円安方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いている。中国経済は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速している。中国以外の新興国・資源国経済は、総じてみれば緩やかに改善している。

先行きの海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて幾分減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、成長経路に復していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国の通商政策の影響のほか、

^(注) 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。」

A I 関連のグローバルな需要動向、中国経済の動向などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、市場センチメントは改善した状態が続いている。米国の長期金利は、F R B の利下げ織り込みが進展するもといったん低下したが、その後は先行きの国債発行増額などが意識され上昇し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。欧州の長期金利は、E C B の利下げ期待の後退などから、上昇した。米国の株価は、A I 関連を中心としたバリュエーションの調整などからいったん下落したあと、利下げ織り込みの進展などから上昇し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。欧州の株価は、米国の株価に連れつつ、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。この間、新興国通貨は、総じてみれば横ばい圏内で推移した。原油価格は、O P E C プラスによる増産などを背景に需給の緩和が意識されるもとの、下落した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が幾分減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとの、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

輸出は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、世界的なA I 関連需要の堅調さは一定の下支えとなるものの、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動や関税の価格転嫁の進捗に伴う最終需要の減退が下押し要因となることから、当面は幾分減速した状態が続く可能性が高い。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動や海外経済減速の影響が下押し圧力となるものの、国内需要は経済対策の効果もあって底堅く推移するとみられることから、基調としては横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。

企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準で推移している。こうしたもとの、設備投資は緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資に支

えられて増加傾向を維持するものの、企業収益の減速や建設コストの上昇を背景に、増勢の鈍化した状態がしばらく続く可能性が高い。

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。消費活動指数(実質・旅行収支調整済)をみると、7～9月に前期比で小幅に増加したあと、10月の7～9月対比も、自動車や家電等の耐久財の増加を主因に増加している。企業からの聞き取り調査や業界統計、高頻度データに基づくと、11月以降の個人消費は、前月からは若干減少しているとみられる。消費者マインドは、食料品価格の上昇率低下や株価の上昇等を背景に、このところははっきりと改善している。先行きの個人消費は、賃金上昇や政府によるエネルギー負担緩和策が一定の下支えとなるものの、食料品価格の高止まりが下押し要因となるため、しばらくは横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は、正規雇用を中心に着実な増加を続けている。一人当たり名目賃金は、着実な上昇を続けている。先行きの雇用者所得は、冬季賞与の支給や最低賃金の改定時期が前年対比後ずれすることによる振れを伴いつつも、当面、着実な増加を続けると見込まれる。

物価面について、商品市況をみると、原油価格は振れを伴いつつも緩やかな低下基調にある一方、銅価格ははっきりと上昇している。この間、食料の市況価格は足もとで幾分低下している。国内企業物価の前年比は、原油価格下落を主因に上昇率が低下傾向をたどってきたが、足もとでは2%台後半で推移している。企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続けているが、前年にみられた値上げの一巡などから上昇率が低下傾向にあり、足もとでは2%台後半となっている。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価についてみると、米などの食料品価格上昇の影響が減衰するもとで、政府によるエネルギー負担緩和策も下押しに作用することから、本年度末にかけてプラス幅を縮小していくと予想される。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動

きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、4%台半ばとなっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、7%台半ばとなっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、横ばい圏内で推移している。

この間、マネーストックの前年比は、1%台後半となっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、市場センチメントは改善した状態が続いているとの見方を共有した。多くの委員は、各国の通商政策等を巡る不透明感が薄れてきていることや、AI関連需要の拡大が続く中、ハイテク関連企業の業績に対する期待感などから、米国を中心に世界的に株価は高値圏で推移していると指摘した。このうちの一人の委員は、AI関連については、投資に見合ったかたちで収益の拡大が実現しない場合には、財務基盤の弱い先を中心に株価の調整が生じる可能性に留意する必要があると指摘した。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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。先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて幾分減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、成長経路に復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、通商政策の影響を巡る不確実性の低下やAI関連需要の拡大等を踏まえると、来年以降、海外経済が顕著に減速する可能性は小さくなってきていると指摘した。ある委員は、今次局面は、コロナ禍で世界規模での危機意識から、世界同時に金融財政両面から景気押し上げ政策がとられた局面と類似し、当時と同様、グローバルな政策サイクルの一致から、世界的に経済・物価の上振れを展望していると述べた。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持しているとの認識で一致した。多くの委員は、関税コストの販売価格への転嫁が緩やかなものにとどまる中、株高による資産効果もあって、個人消費が堅調に推移しているほか、AI関連需要の拡大を背景に、設備投資も増加していると指摘した。そのうえで、これらの委員は、労働市場の動向など、なお留意すべき点

は少なくないが、米国経済を巡る不確実性は、ひと頃より低下しているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、A I 関連について、市場の楽観論には留意する必要があるものの、設備投資自体はビッグテック企業を中心に中期的な計画に基づいて進められており、来年も堅調に推移する可能性が高いとの見方を示した。ある委員は、関税コスト上昇の影響が消費者段階に表れてくるのはこれからであると指摘したうえで、米国内企業の負担や先行きの個人消費の不透明感などが雇用に影響する可能性には、引き続き留意が必要との認識を示した。この点に関連して、別の一人の委員は、今後、物価上昇の影響が拡大する場合には、既に一部の食料品で実行されているように、来年の中間選挙に向けて関税の免除・引き下げなどの対応が講じられる可能性もあると述べた。別のある委員は、減税や規制緩和による経済の押し上げ効果から、関税の負の影響が顕現化しない可能性もあると指摘した。この間、複数の委員は、最近の米国経済をみると、個人消費については、所得階層による格差が広がっているほか、設備投資についても、I T 関連企業とそれ以外の業種で大きな差がみられると指摘したうえで、こうした動きが今後の景気展開に及ぼす影響をよくみていく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いているとの認識を共有した。

中国経済について、委員は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速しているとの見方を共有した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

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、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、米国の関税政策の影響について、製造業を中心に企業収益に下押し圧力がかかっているものの、設備投資や雇用・賃金動向を含め、経済全体に波及している様子は窺われないとの認識を示した。複数の委員は、7～9月期の実質GDPは6四半期ぶりのマイナス成長となったが、これは春先にみられた関税引き上げに伴う駆け込み輸出の反動の影響が大きく、マイナス成長は一時的なものとみられると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、①各国の通商政策等の影響を受け

て、海外経済が幾分減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは緩やかなものにとどまると考えられる、②その後は、海外経済が成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれるとの認識を共有した。何人かの委員は、米国経済や関税政策の影響を巡る不確実性が低下するもとで、今年度の企業収益についても、製造業を含め、12月短観において前回対比小幅の上方修正となるなど、先行きの不透明感は次第に薄れてきていると指摘した。そのうえで、多くの委員は、政府の経済対策の効果が今後出てくること等も踏まえると、わが国経済は、従来想定していた「伸び悩み」局面を迎える可能性は低いとの見方を示した。このうちの一人の委員は、先行き1、2年程度は、政府の経済対策が経済の押し上げに働き、成長ペースの一時的な伸び悩みもある程度解消されるかもしれないと述べた。これに関連して、別の一人の委員は、財政政策の効果を考える際には、一般の経済対策だけでなく、予算全体の規模や内容を含めて分析することが重要であり、この点は、1月の展望レポートに向けてしっかりと議論していく必要があると指摘した。

輸出・鉱工業生産について、委員は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識を共有した。一人の委員は、グローバルなAI関連需要が好調であることに加えて、PC・スマホ関連のITサイクルも拡張局面にあることから、情報関連輸出は増加傾向にあり、関税政策の導入当初に懸念されていた輸出の下振れは生じていないとの認識を示した。この間、複数の委員は、サービス輸出について、中国からの訪日客数が減少し、インバウンド需要が下押しされる可能性には留意する必要があると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が関税政策の影響を受けつつも全体としては高水準を維持し、業況感も良好な水準で推移しているもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、12月短観では、関税政策の不透明感が一定程度残る中でも、設備投資の増勢が維持されていることが確認されたと述べたうえで、その背景には、人手不足を補うための省人化投資ニーズの堅調さがあると指摘した。このうちの一人の委員は、地域企業からは、人手不足に対応した省人化投資が設備投資を押し上げているとの声が多く聞かれており、こうした投資は課題解決に向けた前進であり、経済成長にも寄与しているとの認識を示した。この間、別の一人の委員は、法人企業統計をみると、中小企業の設備投資は相対的にやや弱めとなってい

るが、これには、資材高や人手不足が相応に影響しているとの見方を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移しているとの認識で一致した。一人の委員は、品目別にみると、高額品消費は堅調である一方、食料品や衣料品などの非耐久財消費には慎重さがみられると指摘した。この点に関し、複数の委員は、食料品価格の上昇率低下もあって、消費者マインドはこのところ改善しており、今後、こうした傾向が続けば、個人消費の下押し要因は全体として緩和されていく可能性が高いとの見解を示した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。多くの委員は、労働需給は引き締まった状況が続いているほか、企業収益は、関税政策の影響を加味しても全体として高い水準を維持すると見込まれると指摘したうえで、春季労使交渉（春闘）に向けた労使の対応方針や、本支店を通じたヒアリング情報等を踏まえると、来年もしっかりとした賃上げが実施される可能性が高いとの認識を示した。このうちの一人の委員は、来年の賃上げは、高めの物価上昇や堅調な企業業績、人手不足の継続などから、組合のある大企業では、少なくとも今年並みの水準になるとの見方を示した。複数の委員は、関税政策の影響が相対的に大きい自動車メーカーにおいても、想定レート対比で円安が進行していることや、関税コストの現地販売価格への転嫁が徐々に進んでいることなどから、自動車業界が春闘のモメンタムにマイナスの影響を及ぼすという懸念はかなり後退していると指摘した。別の一人の委員は、企業収益が全体として高水準を維持する中、民間の調査では、今年の冬のボーナスも一人当たり100万円を超える結果となっているとしたうえで、来年の春闘を含め、今後もしっかりとした賃上げが継続される可能性が高いとの認識を示した。こうした賃金動向を踏まえ、何人かの委員は、今後、食料品価格上昇の影響が減衰していけば、実質賃金のプラス転化が展望できると指摘した。このうちのある委員は、消費者物価の上昇率はベース効果を通じて次第に低下していくことが見込まれる一方、名目賃金はこれまでの上昇モメンタムが来年度の春闘に向けても維持されるため、実質賃金の上昇率は来年前半にはプラス圏に浮上し、それが定着していくとの見方を示した。

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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっているとの認識で一

致した。また、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの評価で一致した。多くの委員は、前回会合以降の物価動向は、新米価格の高止まりなどから、10月の「展望レポート」の見通しより、幾分強めで推移しているとの認識を示した。ある委員は、最近の食料品価格の上昇には、一時的な供給要因だけでなく、人件費や物流費の上昇も相応に反映されていると指摘した。一人の委員は、企業の積極的な価格設定行動などを背景に、米関連以外の食料品でも前年比5%を超える価格上昇が続いていることから、今後の物価動向を見極めるうえで、企業の値上げ姿勢と消費者の購買状況等を注視すべきであるとの認識を示した。この間、複数の委員が、最近の家賃の動向について言及した。一人の委員は、住宅・土地統計調査によれば、2018年から2023年にかけての家賃の伸び率が年率2%程度となっており、消費者物価指数の民営家賃の伸び率(0%)と乖離が生じていると指摘したうえで、同指数に占める家賃のウエイトを考慮すれば、消費者物価の前年比は、実態として相応に高いのではないかと、この見解を示した。

物価の先行きについて、大方の委員は、①消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府の物価高対策の効果もあり、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくものの、②その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価(除く生鮮食品)の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの認識を共有した。一人の委員は、生鮮食品を除いた消費者物価の上昇率は、食料品インフレの収束や政府の物価高対策の効果などから、いったんは2%を切る見通しだが、金融政策運営にとってより重要な基調的な物価上昇率については、賃上げのモメンタムが維持される以上、人件費由来の部分を中心に緩やかな上昇が続くとの見方を示した。ある委員は、本年生じた食料品の値上げの多くは、既往のコスト上昇分のキャッチアップを目的とした「埋め合わせ型」の値上げであり、足もとでは、こうした動きはほぼ完了しつつあるとしたうえで、今後の価格上昇は、人件費に由来する、より粘着的なものになるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、賃金の上昇モメンタムが維持され、実質賃金が来年前半にはプラス圏に浮上すると見込まれることから、実際の消費者物価の前年比プラス幅が縮小する中でも、物価の基調は2%に向けて着実に上昇し続けるとの見解を示した。別の一人の委員は、わが国経済の成長ペースの伸び悩みがメインシナリ

オではなくなったことから、物価の基調に今後伸び悩みが生じる可能性も小さくなってきているとの認識を示した。別のある委員は、政府の物価高対策や経済政策は、その実際の効果の規模や発現するスピードにもよるものの、消費や投資意欲を高め、経済や中長期的な物価の上昇の力を高めると指摘した。この間、一人の委員は、政府の物価高対策によって、人々のインフレ予想に影響を与え得る特定の財の価格が低下すれば、家計のインフレ実感が緩和する可能性があるとしつつ、先行きの物価見通しについては、為替の物価へのパススルーやエネルギー価格の動向についてもみていく必要があると述べた。このほか、別の一人の委員は、賃上げが3年連続して「物価安定の目標」と整合的な水準になることを見通せる来年春には、物価の基調は2%に達したと判断できる可能性が高いとの認識を示した。また、ある委員は、賃上げの定着や予想物価上昇率の上昇などを踏まえると、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとの認識を示した。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの認識で一致した。一人の委員は、世界経済のダウンサイドリスクは引き続き大きいものの、米国の関税政策の影響は、これまで警戒していたほど異例に高いリスクとまでは言えなくなったとの見解を示した。別の一人の委員は、12月短観をみても、企業の業況感は自動車関連の中小企業も含めて悪くないと指摘したうえで、米国の通商政策の影響を巡る先行きの下振れリスクも、ひと頃と比べると低下したとの認識を示した。こうした議論を踏まえ、委員は、各国の通商政策の影響を巡る不確実性は引き続き残っているものの、低下しているとの認識を共有した。この間、ある委員は、仮に海外経済が来年予想以上に減速するとすれば、通商政策の影響というよりは、AIブームに対する市場の楽観的な見方の後退やプライベート・クレジット市場の調整などが主な理由となるのではないかと指摘した。物価面のリスクに関して、何人かの委員は、企業の賃金・価格設定行動が積極化している中、為替円安の進行が、輸入物価の上昇などを通じて、物価の上振れにつながりやすい状況にあるとの認識を示した。この点に関し、何人かの委員は、賃金と物価が上昇しにくいというノルムが既に解消していることなどを踏まえると、輸入物価の上昇が、予想物価上昇率の変化を通じて、基調的な物価上昇率に影響する可能性もあると付け加えた。この間、ある委員は、食料品価格の上昇は、コストプッシュ要因が剥落する中で次第に落ち着

いていくと考えられるが、食料品価格の上昇が長期化した場合には、インフレ期待の高まりを通じて、食料品以外の品目の価格上昇に波及していく可能性がある点には留意が必要との見解を示した。このほか、一人の委員は、米関連以外の食料品価格が依然高めの上昇を続けている原因のひとつには、世界的な人口動態・気候変動を背景に、輸入物価の上昇ショックが断続的に発生している可能性もあると指摘したうえで、こうした動きは、基調的物価やインフレ予想にも影響を及ぼし得るため、引き続きよくみていく必要があるとの見解を示した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、これまでのところ、0.5%への金利引き上げにより企業の設備投資スタンスが大幅に減退したという話はあまり聞かれず、短観における資金繰り判断や金融機関の貸出態度判断も、大幅な金融緩和の継続により、良好な水準を維持していると指摘した。一人の委員は、実質金利がマイナスで推移するもとの、不動産を中心に銀行貸出の増加が続いているほか、社債発行の前倒しなど信用面で拡張的な動きが生じ出しているとの認識を示した。別のある委員は、政府の経済対策への期待なども相まって、企業の成長意欲が高まっていることも、最近の銀行貸出の高い伸びにつながっているとの見方を示した。

III. 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、金融政策運営に関する議論を行った。

まず、委員は、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、議論した。

委員は、金融経済情勢に関する討議を踏まえると、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムは維持される可能性が高いと考えられ、先行き、経済・物価の中心적인見通しが実現する確度は高まっている、との認識を共有した。すなわち、委員は、①米国経済や関税政策の影響を巡る不確実性は引き続き残っているものの、低下している、②春闘に向けた労使の対応方針や本支店を通じたヒアリング情報等を踏まえると、来年は、今年に続き、しっかりとした賃上げが実施される可能性が高く、企業の積極的な賃金設定行動が途切れるリスクは低い、③物価面では、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとの、基調的な物価上昇率は緩やかな上昇が続いている、との見

方で一致した。こうした認識を共有したうえで、一人の委員は、企業業績は賃上げを支え得る程度に堅調であり、為替の物価に与える影響などを踏まえ、このままの金融環境では物価上昇圧力が持続するため、次回会合を待つリスクは大きいとの見解を示した。ある委員は、実質金利がその均衡値から乖離した状態が続くと、マクロの資源配分に影響が出て将来的に偏りが生じ、持続的な経済成長にも影響を与え得ると指摘した。別の一人の委員は、現状の金融環境が経済実態からみて過度に緩和的になりつつあるため、政策金利を0.25%引き上げることが望ましいとの見解を示した。別のある委員は、日本の実質政策金利は群を抜いて世界最低水準であり、為替市場を通じた物価への影響も踏まえ、緩和度合いの調整を行うことが妥当との認識を示した。そのうえで、この委員は、海外環境が今年の下げ一辺倒の反動から、来年に向け利上げバイアスに一転する可能性もあるだけに、ビハインドザカーブになることを回避すべく、着実な利上げが望ましいと付け加えた。

以上の議論を踏まえ、委員は、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、今回の会合で政策金利を0.25%引き上げ、0.75%程度とすることが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、①この方針を実現するため、補完当座預金制度の適用利率を0.75%とする、②基準貸付利率についても、0.25%引き上げ1.0%とすることが適切である、との認識を共有した。一人の委員は、過去10年余りの日本銀行による大規模緩和は、政府の施策と相まって、大幅な雇用増を生み出したと指摘したうえで、現在は、「2%の物価上昇とそれを上回る賃金上昇」を定着させるため、経済・物価や金融市場の状況をみながら、金利水準を徐々に調整していくフェーズにあり、その際の立ち位置として、足もとの状況は、政策金利0.75%の水準が適切と考えられるとの見解を示した。

そのうえで、委員は、今回の会合で政策金利を引き上げても、緩和的な金融環境は維持されるとの認識を共有した。何人かの委員は、0.75%に金利を引き上げた後も実質金利は大幅なマイナスであり、緩和の範囲内の調整であると述べたうえで、引き続き、わが国経済を強力にサポートする金利水準、金融緩和の度合いにあるとの見解を示した。そのうえで、一人の委員は、政策金利の変更後は、実質金利でみるときわめて低い水準にあるとはいえ、名目金利では久方ぶりの水準となるので、経済や金融市場への影響のモニタリングが肝要となると指摘した。ある委員は、政策金利の引き上げによって住宅ローン金利が上昇するとの指摘がある一方、若年層や低所得層の資産の多くを占

める預金利回りの上昇につながると述べたうえで、金利の引き上げが家計や消費全体にもたらす影響については、プラスとマイナスの両面を丁寧に見ていく必要があるとの認識を示した。

先行きの金融政策運営について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくということが適当との認識で一致した。何人かの委員は、経済・物価情勢に応じて緩和の度合いを適切に調整していくことは、金融資本市場の安定を確保しつつ、「物価安定の目標」をスムーズに実現するとともに、わが国経済の息の長い成長につながり、国民経済全体にメリットがあると指摘した。

今後の金融緩和度合いを調整していくペースについて、大方の委員は、特定のペースを念頭に置かずに、経済・物価・金融情勢を丁寧に点検しながら、毎回の決定会合において、適切に判断していくことが望ましいとの認識を示した。このうちの一人の委員は、政策調整のタイミングの判断にあたっては、物価の基調を示す各種指標を参考としつつ、賃金と物価がともに緩やかに上昇するメカニズムがどの程度定着したかといった点を、ヒアリング情報などを含めて多角的に評価していくことになると付け加えた。ある委員は、これまでの利上げに伴う経済・物価への影響はほとんどなく、中立的な金利水準まで、まだかなりの距離があると言えると指摘し、当面は数か月に一回のペースを念頭に、経済・物価の反応を確認しながら、金融緩和度合いの調整を進めるべきであると述べた。そのうえで、この委員は、適時に政策金利の調整を進めることが、将来の急激な金融引締めを回避し、経済の持続的・安定的な成長につながるとの認識を示した。

この間、一人の委員は、日本経済は現在、食料品などのコストプッシュインフレで多くの家計が困難に直面する一方、2%の「物価安定の目標」の持続的達成が現実味を帯びるといふ、重層的な局面にあると指摘したうえで、金融緩和とコストプッシュ圧力の緩和を企図した財政政策が補完し合うことで、物価安定目標の持続的達成をより確かなものにするとの見解を示した。

委員は、今後の政策運営に関し、中立金利の考え方についても議論した。多くの委員は、中立金利の水準を事前に特定することは難しく、かなりの幅をもってみる必要があるとしたうえで、今後とも、短期金利の変化に対する経済・物価の反応を点検し、中立金利の水準を探りながら、金融緩和の度合いを調整していくことが適当であるとの認識を示した。このうちのある委員は、中立金利の特定が困難な中、中立

金利の水準を志向していくのではなく、毎回の決定会合で、金融緩和の度合いを経済・金融環境から丁寧に確認する姿勢が望ましいと述べ、今後は海外金利環境の転換も見込まれるだけに、自由度をもった対応が必要であるとの見解を示した。一人の委員は、利上げの影響は、金融市場の変化、金融機関の金利設定や融資行動の変化、企業の設備投資行動や家計の貯蓄・投資行動の変化などの経路を経て、景気や物価の変化となって現れてくると指摘した。そのうえで、この委員は、各段階での働きをヒアリングや様々な指標を通じて把握し、利上げの働きを注意深く観察することによって中立金利を見定めていく、というアプローチを、計量的なモデルを用いた中立金利の推計と併用することで、地に足の着いた政策判断が可能になるとの認識を示した。この間、複数の委員は、中立金利の推計結果に大きな幅が生じざるを得ないことを踏まえると、推計値のレンジを絞っていくというよりも、それぞれの推計値が持つ意味や特性をより意識して、議論していくことが重要であると指摘した。一人の委員は、自然利子率（実質ベースの中立金利）は潜在成長率や人々の貯蓄行動の構造的な変化などによって変化し得ると述べたうえで、今後、政府の経済政策が功を奏し、潜在成長率の引き上げにつながる場合には、自然利子率も上昇する可能性があるとの見方を示した。

このほか、委員は、長期金利や為替市場の動向についても議論した。ある委員は、前回決定会合以降の長期金利の動きはやや急ではあったが、ブレイク・イーブン・インフレ率の動向からは、市場が2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を漸く織り込み始めたと解釈することもできるとの見方を示した。一人の委員は、長期金利の水準と変動はリスクプレミアム要因も相応にあるとの見方を示した。そのうえで、この委員を含む複数の委員は、グローバルにも財政政策の展開やインフレの動きが意識される中、長期金利の動向についても丁寧にみていく必要があると述べた。別のある委員は、円安や長期金利上昇の背景には、インフレ率に対し政策金利が低すぎることも影響している面が相応にあると指摘したうえで、適時の利上げを進めることは、先々のインフレ圧力を抑制し、長期金利の抑制につながり得るとの見解を示した。何人かの委員は、為替動向そのものに対応することは金融政策の目的ではないが、利上げの判断にあたっては、円安が今後の物価上昇率、場合によっては基調的な物価上昇率に与える影響に配慮する必要があるとの認識を示した。

IV. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から、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28分中断、11時42分再開）。

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、米国の通商政策等による影響が自動車産業を中心にみられるものの、緩やかに回復している。
- 高市内閣は、「責任ある積極財政」の下、総合経済対策に関連する施策の実行など「強い経済」の実現に最大限注力する。
- 今回の提案は、物価安定目標を持続的・安定的に実現するために必要と判断されたものと受け止めている。他方で、設備投資や企業収益等の今後の動向を十分注視する必要がある。
- 日本銀行には、日本銀行法、政府・日本銀行の共同声明の趣旨に沿って政府と緊密に連携し、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向け、適切な金融政策運営を期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。
- そのうえで、政策金利変更のご提案については、本会合において適切にご判断いただきたいが、市場等には丁寧に政策趣旨を説明していただきたい。
- また、今後の金融政策運営に向けては、今回の変更が経済・物価に与える影響等を丁寧に点検するとともに、政府とも引き続き緊密な意思疎通をはかっていただきたい。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員、小枝委員、増委員

反対：なし

2. 補完当座預金制度の適用利率の変更等

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、補完当座預金制度の適用利率の変更等について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定され、「補完当座預金制度基本要領」の一部改正については、会合終了後、速やかに公表することとされた。

補完当座預金制度の適用利率の変更等に関する議案（議長案）

補完当座預金制度の適用利率を下記のとおりとし、「補完当座預金制度基本要領」を一部改正すること。

記

補完当座預金制度の適用利率 年0.75%

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員、小枝委員、増委員

反対：なし

3. 基準割引率および基準貸付利率の変更

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、基準割引率および基準貸付利率の変更について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議案（議長案）

日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を、下記のとおりとすること。

記

基準割引率および基準貸付利率 年1.0%

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員、小枝委員、増委員

反対：なし

4. 対外公表文（「金融市場調節方針の変更について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。高田委員からは、物価の見通しについて、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして、田村委員からは、基調的な物価上昇率の見通しについて、見通し期間の半ば以降、「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとして、反対す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、高田委員と田村委員が一部記述について反対する旨を脚注に記載した対外公表文（「金融市場調節方針の変更について」＜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. 議事要旨の承認

議事要旨（2025年10月29日、30日開催分）が全員一致で承認され、12月24日に公表することとされた。

以 上

2025年12月19日
日 本 銀 行

金融市場調節方針の変更について

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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す¹。

2. 上記の金融市場調節方針の変更に伴い、以下のとおり、各種制度の適用利率の変更を決定した²（全員一致）。

- （1）補完当座預金制度の適用利率

補完当座預金制度の適用利率（日本銀行当座預金＜所要準備額相当部分を除く＞への付利金利）については、0.75%とする³。

- （2）基準貸付利率⁴

補完貸付制度については、その適用金利である基準貸付利率を1.0%とする。

3. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している（別紙）。賃金を巡る環境を整理すると、労働需給は引き締まった状況が続いているほか、企業収益は、関税政策の影響を加味しても、全体として高い水準を維持することが見込まれる。こうしたもとで、春季労使交渉に向けた労使の対応方針や日本銀行の本支店を通じたヒアリング情報等を踏まえると、来年は、今年に続き、しっかりとした賃上げが実施される可能性が高く、企業の積極的な賃金設定行動が途切れるリスクは低いと考えられる。この間、米国経済や各国の通商政策の影響を巡る不確実性は引き続き残っているものの、低下している。物価面をみると、賃金上昇の販売価

¹ 新たな金融市場調節方針は、翌営業日（12月22日）から適用する。

² 補完当座預金制度の適用利率および基準貸付利率は、翌営業日（12月22日）から適用する。

³ 被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペの貸付利率は、引き続き、補完当座預金制度の適用利率となる。

⁴ 日本銀行法第15条第1項第2号に規定する「基準となるべき貸付利率」。なお、同第1号の「基準となるべき割引率」も1.0%とする（手形割引の取り扱いは今現在停止中）。

格への転嫁の動きが続くもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続いている。

このように、最近のデータやヒアリング情報からは、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムが維持される可能性が高いと考えられ、先行き、「展望レポート」の見通し期間後半には、基調的な物価上昇率が2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するという、中心的な見通しが実現する確度は高まっている。

こうした経済・物価情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、金融緩和の度合いを調整することが適切であると判断した。政策金利の変更後も、実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていくと考えている。

4. 今後の金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以 上

経済・物価の現状と見通し

1. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。
2. 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が幾分減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後については、海外経済が成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府の物価高対策の効果もあり、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる^(注)。
3. リスク要因としては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

以 上

^(注) 高田委員は、物価の見通しについて、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして、田村委員は、基調的な物価上昇率の見通しについて、見通し期間の半ば以降、「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとして、反対した。

(8年1月22、23日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2026年1月22日(14:00～15:50)
1月23日(9:00～12:00)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃) (注)
	野口 旭	(審議委員)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)
	小枝淳子	(〃)
	増 一行	(〃)

(注) 内田委員は、電話会議により出席。

4. 政府からの出席者：

財務省	前田 努	大臣官房総括審議官 (22日)
	中谷真一	財務副大臣 (23日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官 (22日)
	岩田和親	内閣府副大臣 (23日)

(執行部からの報告者)

理事	清水誠一
理事	神山一成
理事	諏訪園健司
理事	中村康治(22日14:00～15:40、23日)
企画局長	奥野聡雄
企画局政策企画課長	井出穰治
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	峯岸 誠
調査統計局長	川本卓司
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田 健

(事務局)

政策委員会室長	福田英司
政策委員会室企画役	三浦幸大
政策委員会室企画役補佐	梶谷 勉
企画局企画役	八木智之
企画局企画役	北原 潤
企画局企画役	伊藤雄一郎

I. 金融経済情勢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

金融市場調節については、前回会合（12月18、19日）で決定された金融市場調節方針^{（注）}に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.727～0.729%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2025年12月は月間3.3兆円程度の買入れを行った。2026年1月は、2025年6月の会合で決定された減額計画に沿って、月間の買入れ額を4,000億円程度減額し、月間2.9兆円程度の買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.75%程度で推移した。GCレポレートは、無担保コールレート並みの水準で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、小幅な上昇となった。

わが国の株価（TOPIX）は、半導体を中心に米国の株価の動きに連れつつ、先行きの政権運営への期待もあり、大幅に上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、先行きの経済・物価情勢や金融政策・財政政策に対する市場の見方などを反映して、大幅に上昇した。国債市場の流動性指標をみると、総じて改善方向の動きが継続している。為替相場をみると、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場は、期間を通じてみれば円安方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いている。中国経済は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速している。中国以外の新興国・資源国経済は、総じてみれば緩やかに改善している。

先行きの海外経済は、当面、各国の通商政策等の影響が下押し圧力

^{（注）}「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。」

として残るものの、グローバルなA I 関連需要にも支えられて成長経路に復していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国の通商政策の影響のほか、A I 関連のグローバルな需要動向、中国経済の動向などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、世界経済の先行きを巡る不確実性の低下を受けて、市場センチメントは改善した状態が続いている。米国や欧州の長期金利は、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。米国の株価は、A I 関連を中心としたバリュエーションの調整懸念がいったん和らぐもと、資源価格上昇の影響もあって、上昇した。欧州の株価は、米国の株価の動きに連れつつ、上昇した。この間、新興国通貨は、市場予想比堅調な経済指標や銅価格の上昇を背景に、一部通貨が増価する中、全体でも上昇した。原油価格は、ロシア産原油やベネズエラ産原油の供給を巡る思惑による変動がみられたあと、イラン情勢の不安定化を背景に、足もとにかけて上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、当面は、各国の通商政策等の影響を受けて輸出面を中心に景気回復の足取りは緩やかなものにとどまるものの、その後は、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、改善基調が明確になっていくとみられる。

輸出は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、世界的なA I 関連需要の堅調さは一定の下支えとなるものの、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動や関税の価格転嫁の進捗に伴う最終需要へのマイナスの影響が下押し要因となることから、当面は幾分減速した状態が続く可能性が高い。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動や関税の価格転嫁の進捗に伴う最終需要の減退が下押し圧力となるものの、国内需要は経済対策の効果もあって底堅く推移するとみられることから、基調としては横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。

企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。先行き

の設備投資は、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資に支えられて増加傾向を維持するものの、当面は製造業における企業収益の減速や建設コストの上昇が下押し圧力として働くと見込まれる。

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。消費活動指数(実質・旅行収支調整済)をみると、7～9月に小幅に増加したあと、10～11月の7～9月対比も、自動車や家電等の耐久財を中心に引き続き増加している。企業からの聞き取り調査や業界統計、高頻度データに基づくと、12月以降の個人消費は、前月からは若干減少しているとみられる。消費者マインドは、食料品価格の上昇率低下や株価の上昇等を背景に、このところははっきりと改善しているが、足もとでは、中国の渡航自粛要請に伴うインバウンド需要減少への懸念の影響もみられる。先行きの個人消費は、食料品価格の高止まりによる下押し圧力を受けつつも、雇用者所得の増加に加え、政府によるエネルギー負担緩和策も下支えとなり、底堅い動きを続けると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は、正規雇用を中心に着実な増加を続けている。一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、着実な上昇を続けている。先行きの雇用者所得は、振れを伴いつつも、当面、現状程度のペースで着実な増加を続けると見込まれる。

物価面について、商品市況をみると、原油価格は振れを伴いつつも低下基調にある一方、銅価格ははっきりと上昇している。この間、食料の市況価格は緩やかに低下している。国内企業物価の前年比は、原油価格下落を主因に低下傾向にあり、足もとでは2%台半ばとなっている。企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続けているが、2024年にみられた値上げの一巡などから上昇率が低下傾向にあり、足もとでは2%台後半となっている。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは2%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府によるエネルギー負担緩和策を受けたエネルギー価格の下落が下押し要因となることから、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小するとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、4%台後半となっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、6%台後半となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、横ばい圏内で推移している。

この間、マネーストックの前年比は、1%台後半となっている。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、国内貸出金利息を中心とする資金利益の増加などを背景に、増加している。この間、信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

地域銀行の収益は、資金利益の増加などを背景に、増加している。この間、信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全14指標のうち13指標がトレンドから大きな乖離のない状態となっている。金融ギャップは、ひと頃と比べてプラス幅が縮小した状態が続いており、現在の金融活動に大きな不均衡はみられていない。ただし、不動産価格や株価といった資産価格の動向には引き続き留意が必要であり、今後も、金融活動が実体経済活動から大きく乖離することがないか、注視する必要がある。また、各国の通商政策や地政学的リスク、海外ノンバンク部門の動向等が、様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧に見ていく必要がある。

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・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性の低下を受けて、市場センチメントは改善した状態が続いているとの見方を共有した。ある委員は、多くの国の株価が本年入り後に史上最高値を更新していることの背景として、各国における金融・財政両面のサポートと世界的なITブームに伴う投資拡大により、景気回復期待が急速に高まっていることを挙げた。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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、通商政策の影響を巡る不確実性の低下やA I 関連需要の拡大等を踏まえると、世界経済は堅調な動きを続ける可能性が高いと指摘した。このうちの一人の委員は、世界中が金融・財政両面で緩和策を採用していることも合わせて考えると、本年の世界経済は、回復に向けたモメンタムが始動する転換局面にあるとの認識を示した。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持しているとの認識で一致した。何人かの委員は、関税政策の影響が総じて限定的なものにとどまる中、A I 関連投資の増加や株高を背景とした富裕層の消費拡大を背景に、堅調に推移しているとの見方を示した。このうちのある委員は、直近2か月の自動車販売台数が市場予想を上回り、電気自動車購入に対する補助金の支給終了後の落ち込みから回復していることは、消費の堅調さを示す証左であると指摘した。また、複数の委員は、今後も、所得税減税などの財政措置や各種の規制緩和により経済活動が底上げされることが期待されると述べた。この間、一人の委員は、A I を中心とするI T 関連の設備投資が米国経済の堅調さにつながっているものの、雇用を巡るリスクとそれに伴う金融政策の方向性などには、引き続き不確実性が存在しているとの見方を示した。別のある委員は、今後、米国の消費者物価に関税の価格転嫁の影響が本格的に出始める可能性もあり、物価関連のデータを丁寧にみていく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いているとの見方を共有した。ある委員は、域内全体としては、E C B の利下げに支えられ、緩やかな持ち直しが続いているものの、個別にみれば、停滞気味のドイツ経済、堅調な南欧経済といった格差が生じているとの認識を示した。

中国経済について、委員は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速しているとの見方を共有した。そのうえで、一人の委員は、不動産不況によるデフレ圧力は続いているものの、政府の政策対応が下支えとなっており、経済の急激な悪化が生じる可能性は低いとの認識を示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識

で一致した。何人かの委員は、金融政策の影響が大きい短中期ゾーンの実質金利は依然としてきわめて低く、緩和的な金融環境が続いていると述べた。また、何人かの委員は、昨年12月の利上げからさほど日数は経過していないが、企業等の資金需要、金融機関の貸出態度、CP・社債の発行環境などを踏まえると、政策金利引き上げ後も、わが国の金融環境は緩和した状態が続いているとの認識を示した。銀行貸出について、一人の委員は、市場金利連動型の貸出金利が上昇しているほか、多くの金融機関は、2月以降、短期プライムレートや普通預金金利を引き上げることが表明しているが、そうしたもとでも、今のところ金融機関の貸出態度は積極的であり、企業の資金繰りは良好な状況が続いているとの見解を示した。ある委員は、企業がより高い成長を求め、投資意欲を高めていることが、最近の銀行貸出の高い伸びにつながっていると指摘した。この点に関し、別の一人の委員は、最近の貸出動向をみる限り、短中期の設備資金や運転資金の借入に伴う利払いは、良好な企業収益や生産や売上の伸長で回収可能な範囲ではないか、との見方を示した。

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・物価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、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの認識を共有した。多くの委員は、輸出面では関税引き上げの影響が引き続きみられるものの、設備投資や個人消費等の国内需要は底堅く推移しているとの認識を示した。ある委員は、関税政策のわが国経済への影響については、昨年秋頃から足もとにかけて、当初の想定よりも軽微なものにとどまることが徐々にはっきりしてきたと述べた。また、この委員は、わが国のAI関連需要について、先般の支店長会議の報告を踏まえると、データセンターの空調設備や半導体製造装置など多様であり、地域的な広がりを含め、その裾野は予想以上に広いと指摘し、需要拡大の恩恵は、直接の輸出企業だけでなく、その協力企業にも及んでいるとの見解を示した。

輸出や鉱工業生産について、委員は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識で一致した。ある委員は、サービス輸出の4分の1程度を占めるインバウンド需要について、中国からの訪日客数は渡航自粛要請の影響から減少しているものの、他のアジア諸国・地域からの訪日客数が増加していることから、現時点では、インバウンド需要全体への影響は限定的との認識を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が関税政策の影響を受けつつ

も全体としては高水準を維持し、業況感も良好な水準で推移しているもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識を共有した。複数の委員は、世界的なAIブームにも支えられ、設備投資は堅調に推移しており、企業の資金需要も拡大していると述べた。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移しているとの認識で一致した。何人かの委員は、食料品価格の上昇を背景に、非耐久財消費は引き続き弱めの動きとなっているものの、消費全体としてみれば底堅いと評価できるとの認識を示した。ある委員は、非耐久財消費の弱さには、人口動態や消費嗜好の変化といった要因もあり、家計支出の一部が財消費からサービス消費に振り替えられている面もあると付け加えた。別の一人の委員は、これまで消費の下押し要因となってきた食料品価格の伸び率が徐々に落ち着いてきていることが、個人消費の緩やかな持ち直しにつながっていると指摘した。この間、ある委員は、近年の不動産価格の上昇は、持ち家を持たない消費者層の将来不安を高め、個人消費を下押ししている可能性があるとして述べた。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。ある委員は、本年の春季労使交渉（春闘）の見通しに加え、大手企業における堅調な冬季賞与や、賃金が上昇する転職者の割合の増加などを踏まえると、賃上げが着実に進んでいることが多面的に確認できると述べた。一人の委員は、円安は、大企業の収益や賃金を押し上げる一方、中小企業の収益や賃金を下押しするため、物価の上押し効果と相まって、格差の拡大に働く可能性があることに留意する必要があるとの認識を示した。

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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは2%台半ばとなっているとの認識で一致した。ある委員は、コストプッシュ型のインフレは落ち着く兆しがみられると指摘し、その背景として、特に食料品にみられていた既往の輸入物価上昇分のキャッチアップを目的とした「埋め合わせ型」の値上げがほぼ一巡しつつあることなどを挙げた。一人の委員は、米価格の値上がりは、供給不足が発端ではあったが、昨秋の新米買付け時の需要要因も加わり、複合的な現象であった可能性があるとして指摘した。そのうえで、この委員は、単純にコストプッシュと割り切れない物価上昇が他の財でも生じていないか、今後も注視していく必要があるとして述べた。別のある委員は、食料品やエネルギーなど中間段階での吸収余地が小さく、輸入物価の上昇も大きかった分野では、ここ数年

のコスト増が消費者物価に転嫁されたものの、家計の余裕が乏しい中
にあっては、こうした動きは他の品目の節約につながってしまうため、
外食・宿泊を除くサービス価格などについては、これまでのところ、
人件費を価格転嫁する動きは緩やかであると指摘した。別の一人の委員は、
公共サービスと家賃を除けば、サービス価格も2%台後半の伸びが
続いていると指摘したうえで、最近では、サービスの質を落とす形
での実質値上げの動きがみられているが、今後は、そうした品質調整
の余地も小さくなり、価格引き上げの動きが広がるのではないかとの
見方を示した。こうした動きを念頭に、この委員は、物価上昇の主因
が原材料価格の上昇から人件費の上昇にシフトし、インフレがより粘
着的なものに変化してきているとの認識を示した。このほか、ある委
員は、都市部を中心に家賃が上昇していることを指摘し、こうした動
きについては、海外のインフレや円安による資材価格の上昇と人件費
の上昇が住宅価格を押し上げ、それによって購入を見送る層の動きが
賃貸需要の増加につながっていることも影響しているとの見方を示
した。この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇して
いるとの見方で一致した。複数の委員は、デフレノルムの転換が進む
中、市場参加者のインフレ期待を示すブレイク・イーブン・インフレ
率を含め、予想物価上昇率に関する多くの指標は2%に向けて上昇し
てきていると指摘した。このうちの一人の委員は、最近の円安進行や
財政政策の影響も、予想物価上昇率を押し上げる方向に作用している
と付け加えた。別のある委員は、予想物価上昇率を評価する際には、
経済主体である企業や家計の見方を重視すべきであるとしたうえで、
これらの予想物価上昇率は、概ね2%に達しているとの見解を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

2026年1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議論を
行った。委員は、わが国経済について、各国の通商政策等の影響を受
けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策
や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな
循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考
えられるとの認識を共有した。

多くの委員は、米国経済や関税政策の影響を巡る不確実性の低下に
加えて、先行き、政府の経済対策が景気の上押し要因として作用する
との認識を示した。これに関連し、ある委員は、財政支出の効果を検
討する際には、当該支出の輸入誘発度合いや家計・企業の支出性向等
を考慮する必要があるほか、景気拡大期と景気後退期では、理論的に

その効果の大きさに違いがあるとの見解を示した。一人の委員は、先行きのわが国経済を見通すうえでは、人手不足感が高止まりする中でA I 関連投資の裾野がどの程度広がっていくのか、事業承継やM&A等の企業行動を通じて、マクロの生産性がどの程度押し上げられるのか、といった視点も重要と指摘した。

わが国の輸出や鉱工業生産について、委員は、当面、関税引き上げの影響が下押し圧力として残るものの、グローバルなA I 関連需要にも支えられて海外経済が成長経路に復していくもとの、緩やかに回復していくと見込まれるとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、政府の経済対策や緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応の省力化・デジタル関連投資や研究開発投資を含め、増加傾向を続けると考えられるとの認識を共有した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響が残るもとの、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとの、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられるとの見方で一致した。ある委員は、既往の食料品価格の上昇に加え、最近では都市部を中心に家賃が上昇していると指摘したうえで、これらについては、政府や自治体による施策はあるが、家計の生活実感や消費行動に与える影響が大きい項目であるだけに、その動向を丁寧に見ていく必要があると述べた。

雇用者所得について、委員は、振れを伴いつつも、当面、現状程度のペースで着実な増加を続けるとみられるとの認識を共有した。その後は、企業収益の回復に伴い、名目賃金の上昇率が再び高まるもとの、雇用者所得の増勢も幾分強まっていくとの見方を共有した。多くの委員は、労働需給が引き締まった状況が続くもとの、わが国でも賃金と価格が相互に参照しながら緩やかに上昇するメカニズムが定着しつつあり、本年の春闘では、昨年に続き、幅広い企業でしっかりと賃上げが実施されるとの見方を示した。このうちのある委員は、名目賃金の上昇モメンタムが維持される可能性が高い中、今後は、エネルギーや食料品の価格上昇率が徐々に低下し、消費者物価の伸び率も低下するため、実質賃金の上昇率もようやくプラス圏に浮上して、それが定着していくとの認識を示した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、昨年10月の展望レポート時点と比べると、2025年度は海外経済の上振れやGDP統計改定の影響から、2026年度は政府の経済対策の効果などから、それぞれ幾分上振れている一方、2027年度は経済対策の効果の反

動により、幾分下振れているとの認識を共有した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。大方の委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとの、政府による物価高対策の効果もあり、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくとの認識で一致した。もっとも、委員は、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くとの見方を共有した。その後について、大方の委員は、景気の改善が続くもとの人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの認識を共有した。これに対して、一人の委員は、ここ数年賃上げが定着し、国内要因によるインフレ圧力が生じていることを踏まえると、「物価安定の目標」の実現に概ね至っているとの認識を示した。また、別のある委員は、①春闘、②物価の推移、③予想物価上昇率が見通し通りであれば、今春にも、物価の基調は2%に達したと判断できるとの見方を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の見通しについて、複数の委員は、消費者物価の前年比の伸び率がいったん2%を下回る中で、昨年並みの賃上げが行われ、可処分所得の増加につながれば、サービス分野を含め、人件費転嫁の動きが広がる可能性があるとの見解を示した。そのうえで、このうちのある委員は、政府の経済対策による家計への所得移転の効果を含めて、物価・家計所得・個人消費のバランスがどうなるか、注視していく必要があると指摘した。この間、多くの委員は、企業の価格設定行動が大きく変わりつつある中、ここ数年は、円安による輸入物価上昇のパススルーがより強まっていることから、為替から物価への影響を従来以上に重視する必要があるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、円安に伴い、低価格の輸入品も物価を押し下げにくくなっていると述べたうえで、国内需要の輸入依存度も上昇しており、為替要因が先行きの物価を押し上げる蓋然性は、以前より高まっているとの認識を示した。

基調的な物価上昇率について、多くの委員は、足もとまでの各種指標の動きを踏まえると、全体として緩やかな上昇傾向をたどっており、2%に近づいてきているとの認識を示した。ある委員は、短観における企業の物価見通しなど、中長期的なインフレ予想に関する一部の指

標は、最近の消費者物価の伸び率の縮小にもかかわらず、安定的に推移していると指摘した。そのうえで、この委員は、基調的な物価上昇率は2%程度にあるものの、過去、大きな負のショックが生じた際にみられたわが国経済の脆弱性などを踏まえると、その定着度は十分に確認されていないと述べ、今後は、前年比でみた食料品価格の減衰ペースに加え、政府の物価高対策が物価の基調に及ぼす影響等を注視する必要があるとの見解を示した。このほか、一人の委員は、消費者物価の伸び率が一時的な要因で低下する中にある場合は、実際の物価指数の動きそのものよりも、賃金上昇率、予想物価上昇率、サービス価格の上昇率など、物価の基調を捉える指標により注目すべきであると述べた。別のある委員は、今後、現実の物価上昇率が基調的な物価上昇率を下回る可能性が高いことを踏まえると、補助金等の一時的な制度要因を除いたベースで消費者物価の動きを説明するといったコミュニケーション上の工夫を検討する必要があるのではないか、と指摘した。

こうした議論を経て、大方の委員は、物価の中心的な見通しは、前回の展望レポート時点と比べると、概ね不変であるとの認識を共有した。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。委員は、リスク要因としては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①海外の経済・物価動向、②輸入物価の動向、③わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響、の3点を挙げた。ある委員は、通商政策を巡る不確実性の低下や堅調なIT関連需要に加えて、米国や欧州等における財政拡張的な動きも踏まえると、前回展望レポート時点と比べ、海外経済の下振れリスクは低下していると指摘した。一人の委員は、AI関連投資については、当面は大手ハイテク企業を中心に設備投資が実施され、大きく不安定化することはないとみられるが、投資に見合った形で収益の拡大が実現しない場合には、資産価格の調整なども伴って、調整圧力が生じるリスクには留意が必要と指摘した。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因

として、①企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響、②今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及には注意が必要であるとの見方で一致した。何人かの委員は、企業の賃金・価格設定行動が積極化することで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面があることや、そうした動きが、予想物価上昇率の変化を通じて、基調的な物価上昇率に影響する可能性があることにも留意が必要と指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、今後より一層の円安が進んだ場合には、消費者物価指数の上昇率の低下ペースが遅くなり、反転上昇する可能性もあると付け加えた。食料品価格の動向について、ある委員は、米価格の高止まりが他の食料品の値上げを容易にしている面があると指摘し、今後、米価格が大きく下落していかない場合には、食料品価格全体の上昇も簡単には収まらない可能性があるとの見解を示した。一人の委員は、賃金ノルムの転換に加え、海外経済の回復期待が強まっているだけに、リスクバランス上も、物価の上振れリスクをより意識する必要があると述べた。別のある委員は、わが国経済が労働の供給制約に直面する中、円安のパススルー、財政政策による需要拡大、中国の対日輸出規制等、物価の上振れリスクが膨らんでいると指摘した。これらに対し、複数の委員は、今後、政府の物価高対策の効果もあり、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比がプラス幅を縮小することが見込まれる中、予想物価上昇率の下振れにつながることはないかどうか、丁寧に確認する必要があるとの認識を示した。ある委員は、このところ、一部の企業でコスト削減の動きが再びみられ始めていると述べたうえで、これにより生産性が向上すれば、中長期的には賃上げにプラスに働くと考えられるものの、2027年度の賃上げなど、賃金や物価に対するより短期的な影響には、引き続き留意が必要であると指摘した。

リスクバランスについて、委員は、各委員が示したリスク評価を全体として評価すると、経済・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている、との認識を共有した。

Ⅲ. 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、金融政策運営に関する議論を行った。

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、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見

解を共有した。

何人かの委員は、前回 12 月の会合で政策金利を引き上げたことを踏まえると、現在は、政策変更の影響を含め、経済・物価・金融情勢を丁寧に見ていく段階であるとの認識を示した。このうちのある委員は、家計への利上げの影響について、金利上昇によって住宅ローンの名目の利払い額は増加するものの、5年ルールや125%ルールといった措置もある中、足もと、ローン延滞率は低水準で推移しているほか、主な借り手である現役世代については、ローンの実質的な負担は賃金上昇率にも依存することを勘案すべきであると指摘した。そのうえで、この委員は、金利上昇に伴う消費の下押し圧力には留意が必要であるものの、金融システムレポートの分析などを踏まえれば、金融システム全体への影響は限定的と考えているとの見解を示した。また、企業に対する影響について、何人かの委員は、これまでのところ、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りは総じて良好な水準を維持しているほか、各種の調査等によれば、足もとの倒産や廃業の増加は、金利の上昇を主因とするものではないとの認識を示した。別の一人の委員は、超長期の投資案件を抱える企業や中小企業の中には、利払い負担が厳しい先もあるとみられるが、産業界全体としては、現在の堅調な経営環境が金利負担増を吸収する面も大きいと付け加えた。そのうえで、この委員は、利上げペースが急激でなければ、企業業績に与えるインパクトを過度に心配する必要はないと述べた。この間、ある委員は、米国における関税の消費者物価への転嫁の状況を見極める意味でも、今回は政策金利を維持することが望ましく、こうした判断によってビハインドザカーブの懸念が高まるとは考え難いと述べた。別の一人の委員は、物価の上振れリスクは高まっているとはいえ、毎回の会合で利上げを必要とするほどではなく、次回会合までの政策金利は現状維持とすることが適当との認識を示した。

一方、ある委員は、今次会合で、政策金利を1.0%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。この委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、今年、海外金利環境に変化が生じた場合には、意図せざるビハインドザカーブが生じるリスクがあると指摘したうえで、わが国の実質政策金利は世界最低水準であり、為替市場も実質金利差に着目するだけに、フォワードルッキングな点からも早めに大幅なマイナスの実質政策金利の調整を行う必要があると述べた。

先行きの金融政策運営について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を

引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことが適当との認識で一致した。そのうえで、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していくとの考え方を共有した。今後の金融緩和度合いを調整していくペースについて、大方の委員は、特定のペースを念頭に置かずに、経済・物価・金融情勢を丁寧に点検しながら、毎回の決定会合において、適切に判断していくことが望ましいとの認識を示した。このうちの一人の委員は、自然利子率の水準は、短期金利の変化に対する経済・物価・金融面の反応を探りながら確認していくしかないが、そのことは利上げのペースがゆっくりになることを意味しているわけではなく、そのペースは、今後もこうした作業を続けていく結果として決まってくるとの見解を述べた。ある委員は、現状の金融環境は、足もとの円安の進行を踏まえると、まだ相当に緩和的であると指摘しつつ、物価の基調は着実に2%に近づいており、今後も金融緩和度合いの調整を適切なタイミングで行う必要があると述べた。一人の委員は、実体経済が過熱し、極端なインフレに陥ることは考え難いことなどを踏まえると、足もと、ビハインドザカーブのリスクが顕著になっているとまでは言えないが、注意深く適時の政策運営を図っていかなければならない度合いは高まっていると述べた。別のある委員は、わが国にとって物価対策が焦眉の急である中、利上げの影響の検証にあまり長い時間を掛け過ぎずに、次の利上げのステップにタイミングを逃さず進むことが必要であると述べた。一人の委員は、利上げの企業・家計行動への影響をヒアリング情報で確認し、中立金利と比べた政策金利の現在地を探りつつ、数か月に一度のペースで利上げを進めることが適切であるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、最近の円安進行や長期金利の上昇については、インフレ期待等、ファンダメンタルズが反映されている面も大きいとの見方を示したうえで、これに対する金融政策面の処方箋は、適時適切な利上げに尽きると指摘した。

委員は、今後の政策運営に関し、中立金利の考え方についても議論した。多くの委員は、展望レポートの見通し期間後半には、基調的な物価上昇率が「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移することが見込まれており、その頃には政策金利も中立金利に大体近づいていることが望ましいとの見解を示した。そのうえで、多くの委員は、中立金利の水準を事前に特定することは難しく、今後とも、利上げの都度、経済・物価面の影響を丁寧に確認しながら、その水準を探っていく必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、中立金利の水準を探っていく際には、統計データだけではなく、企業からのヒアリン

グ情報を通じて、利上げによる企業や家計の支出行動の変化を確認していくことが重要であると付け加えた。ある委員は、中立金利は理論的には重要な概念であるものの、わが国の場合、長く続いたデフレ期のデータから分析された推計値の有効性には議論の余地があるほか、日本で中立金利を推計する際には、米国のような大国の前提が成立しにくく、米国を中心とした海外の金利環境の影響を受けやすい点にも留意が必要との認識を示した。この間、別のある委員は、中立金利の推計値だけで政策を判断するものではないことは当然としつつも、物価安定目標の実現が近づく中、これが議論の対象になることも増えてくると考えられるため、必要な工夫を加えつつ、中立金利に関する対外的な情報発信を続けることが望ましいと述べた。

委員は、最近の長期金利の動向とそれを踏まえた日本銀行の対応についても議論した。多くの委員は、最近の長期金利の上昇は、基調的な物価上昇率の高まりに伴う予想短期金利の上昇と、タームプレミアムの拡大の双方が影響しているとの認識を示した。このうちの何人かの委員は、財政政策に対する市場の見方がタームプレミアムの拡大につながっている可能性を指摘した。ある委員は、過去数年の長期金利の上昇は、国債市場が正常化し、物価安定目標の実現を織り込んでいく過程と捉えられるが、ここ2週間程度の動きは一方的なステイプ化であり、注意が必要であると述べた。何人かの委員は、市場の流動性が低い超長期債市場では、年度末が近いこともあって金利が大幅に上昇するなど、より大きな影響が出ていると指摘しつつ、こうした動きが国債市場全体に波及することがないかどうか、引き続き注視する必要があるとの認識を示した。この間、ある委員は、本行の国債保有に伴う長期金利の押し下げ効果（ストック効果）が、財政やインフレ等によるリスクプレミアムの押し上げを一部相殺しているとの見方を示した。これに関連し、複数の委員は、国債買入れの減額プロセスにおけるストック効果と、増額プロセスにおけるストック効果では、同じ残高を保有していても、期待を通じた効果の現れ方が異なりうることから、その大きさが同一とは限らず、非対称となる可能性もあると指摘した。長期金利の動向を踏まえた国債買入れのオペレーションの考え方について、複数の委員は、安定的な金利形成を促す観点からは、①長期金利は金融市場において形成されることが基本であるとしつつ、②通常の市場の動きとは異なるような形で、長期金利が急激に上昇するといった例外的な状況においては、機動的にオペ等を実施する、というこれまでの考え方に沿って対応することが適切との見解を示した。一人の委員は、超長期を中心に国債市場のボラティリティが高まっており、今後も需給の不安があるだけに、例外的な状況におい

ては、国債買入れ額の増額を含めた柔軟な対応の検討も必要であると付け加えた。こうした点に関連して、この委員を含む何人かの委員は、中長期的な財政健全化について市場の信認が維持されることが重要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、最近もあったように、本邦債券市場におけるボラティリティの上昇は、その時期や規模の特定はできないとしても、可能性自体は想定できるものであると指摘した。そのうえで、ボラティリティの上昇時に中央銀行にとって重要なことは、市場機能が働いているかの見極めであり、日本銀行に課された役割と政策の目的に沿って、その範囲で用いるべき手段を理解してもらう努力が、引き続き重要であるとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、国債市場の動向については、政府と緊密に連携しつつ、それぞれの役割を踏まえ、しっかりとみていくことが重要との認識を共有した。

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。

- 足もとの世界・日本の市場変動について、高い緊張感をもって注視している。
- 令和8年度予算案では、予算全体の公債への依存度を金融危機収束以降、最も低い水準に抑えた。今後、可能な限り早期の予算成立に向けて取り組んでいく。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、内外の経済情勢等を十分に注視し、市場とのコミュニケーションを図りつつ、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、米国の通商政策による影響が自動車産業を中心にみられるものの、緩やかに回復している。
- 高市内閣は、「責任ある積極財政」の下、総合経済対策に関連する施策の実行など「強い経済」の実現に最大限注力する。
- 今後の「強い経済成長」と「安定的な物価上昇」の両立の実現に向け、適切な金融政策運営が行われることが非常に重要である。
- 日本銀行には、経済・物価動向の丁寧な点検とともに、日本銀行法、政府・日本銀行の共同声明の趣旨に沿って政府と緊密に連携し、

2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向け、適切な金融政策運営を期待する。

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、金融市場調節方針について、以下の議案が提出された。

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

これに対して、高田委員からは、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外経済が回復局面にあるもと、国内物価の上振れリスクが高いとして、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（高田委員案）

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、1.0%程度で推移するよう促す。

金融市場調節方針に関する議案（高田委員案）は、採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：高田委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
田村委員、小枝委員、増委員

金融市場調節方針に関する議案（議長案）は、採決の結果、賛成多

数で決定された。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
田村委員、小枝委員、増委員

反対：高田委員

2. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

議長から、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、高田委員からは、①物価の見通しについて、「基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあると考えられる」とすること、②リスク要因について、「各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあるが、今年は、海外環境が回復に向けた転換局面と位置付けられることから、国内物価への波及に関し上振れリスクを展望する」とすること、など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：高田委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
田村委員、小枝委員、増委員

田村委員からは、①消費者物価の基調的な上昇率の見通しについて、「2026年度入り後以降、「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」とすること、②中長期的な予想物価上昇率について、「緩やかに上昇してきており、2%程度で推移している」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：田村委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
高田委員、小枝委員、増委員

議長から、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、1月26日に公表することとされた。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
小枝委員、増委員

反対：高田委員、田村委員

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2025年12月18、19日開催分）が全員一致で承認され、1月28日に公表することとされた。

以 上

2026年1月23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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成8反対1)^(注)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.75%程度で推移するよう促す。

以 上

^(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、田村委員、小枝委員、増委員。
反対：高田委員。高田委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外経済が回復局面にあるもと、国内物価の上振れリスクが高いとして、無担保コールレート(オーバーナイト物)を1.0%程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

(8年3月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2026年3月18日(14:00～15:53)
3月19日(9:00～11:39)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃) (注)
	野口 旭	(審議委員)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)
	小枝淳子	(〃)
	増 一行	(〃)

(注) 内田委員は、電話会議により出席。

4. 政府からの出席者：

財務省	前田 努	大臣官房総括審議官
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官(18日)
	水田 豊	大臣官房審議官(経済財政運営担当)(19日9:00 ～9:44)
	城内 実	経済財政政策担当大臣(19日9:45～11:39)

(執行部からの報告者)

理事	清水誠一
理事	神山一成
理事	諏訪園健司
理事	中村康治
企画局長	奥野聡雄
企画局政策企画課長	井出穰治
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	峯岸 誠
調査統計局長	川本卓司
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田 健

(事務局)

政策委員会室長	福田英司
政策委員会室企画役	三浦幸大
企画局企画役	西野孝佑
企画局企画役	福島駿介

I. 金融経済情勢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

金融市場調節については、前回会合（1月22、23日）で決定された金融市場調節方針^(注)に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.727～0.736%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2025年6月の会合で決定された減額計画に沿って、月間2.9兆円程度の買入れを行った。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.75%程度で推移した。GCレポレートは、無担保コールレート並みの水準で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、概ね横ばいとなった。

わが国の株価（TOPIX）は、衆議院選挙後に上昇したあと、中東情勢の影響を受けて下落し、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。長期金利（10年物国債金利）は、中東情勢によるインフレ圧力・景気悪化懸念の双方が意識されるも、概ね横ばいとなった。国債市場の流動性指標をみると、総じてみれば、改善方向の動きが継続している。為替相場をみると、円の対ドル相場、円の対ユーロ相場は、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、一部に弱さを残しつつも、内需を中心に底堅さがみられている。中国経済は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速している。中国以外の新興国・資源国経済は、総じてみれば緩やかに改善している。

先行きの海外経済は、中東情勢が徐々に落ち着いていくとの想定のもと、各国の通商政策等の影響が下押し圧力として残る中でも、グローバルなAI関連需要にも支えられて成長経路に復していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、当面、中東情勢の今後の展開

^(注)「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。」

と、それが国際金融市場や世界経済に与える影響について注意が必要なほか、引き続き各国の通商政策の影響やA I関連のグローバルな需要動向などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、3月入り後、中東情勢の緊迫化を受けて、市場センチメントが大きく悪化している。米国の株価は、A I関連を巡る懸念や中東情勢を受けたリスクオフの動きもあり、下落した。欧州の株価は、中東情勢の影響を受けて下落した。米国の長期金利は、軟調な経済指標を受けて低下した後、中東情勢を受けたインフレ圧力が意識されて上昇した。欧州の長期金利は、米国の長期金利に連れた動きとなった。この間、新興国通貨は、中東情勢の緊迫化に伴うドル高の中、下落した。原油価格は、事実上のホルムズ海峡封鎖等を背景に、大きく上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとの、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。ただし、中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要である。

輸出は、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、グローバルなA I関連需要の堅調さは情報関連や資本財を中心に押し上げ要因となるものの、中東情勢の緊迫化は中東向けの自動車輸出の減少につながるほか、供給面でのボトルネックの発生や不確実性の高まりを通じて製造業の生産・貿易活動にマイナスに作用することから、暫くの間、横ばい圏内の動きを続けると考えられる。

鉱工業生産は、やや長い目でみれば、横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、グローバルなA I関連需要の堅調さや経済対策にも支えられた国内需要の底堅さが押し上げ要因となるものの、中東情勢の緊迫化に伴う素材産業の生産調整や不確実性の高まりが下押し要因として作用することから、全体としては横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。

企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、

全体としては高水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資に支えられて増加傾向を維持するものの、原油価格上昇による企業収益の減速や建設コストの上昇が徐々に下押し圧力として働いてくると考えられる。

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。消費活動指数(実質・旅行収支調整済)をみると、10~12月は横ばいとなったが、1月の10~12月対比は、飲食料品等の非耐久財を中心に増加している。企業からの聞き取り調査や業界統計、高頻度データに基づくと、2月以降の個人消費は、前月からは若干減少しているとみられる。消費者マインドは、食料品価格の上昇率低下や政府によるエネルギー負担緩和策を背景に、実質賃金がプラス転化し、物価見通しも明確に低下する中で、このところははっきりと改善している。先行きの個人消費は、当面は、雇用者所得の増加に加え、政府による物価高対策にも支えられて底堅い動きを続けるが、今春以降、エネルギー価格上昇による下押し圧力が強まってくると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は、自営業者の減少が下押しとなり、前年比ゼロ%となっている。一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、着実な上昇を続けている。先行きの雇用者所得は、振れを伴いつつも、当面、現状程度のペースで着実な増加を続けると見込まれる。

物価面について、商品市況をみると、原油価格は、中東情勢の緊迫化を背景に、足もとで大幅に上昇している。銅価格もはっきりと上昇している。この間、食料の市況価格は緩やかな低下傾向にある。国内企業物価の前年比は、既往の原油価格下落や米などの食料品価格上昇ペースの鈍化を主因に低下傾向にあり、足もとでは2%程度となっている。企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続けているが、前年度にみられた値上げの一巡などから上昇率が低下傾向にあり、足もとでは2%台半ばとなっている。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下している。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府によるエネルギー負担緩和策を受けたエネルギー価格の下落が下押し要

因となることから、目先はいったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小するが、その後は、原油価格高騰の影響から再びプラス幅を拡大していくとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、5%程度となっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、7%台前半となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、横ばい圏内で推移している。

この間、マネーストックの前年比は、1%台後半となっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢

国際金融資本市場について、委員は、3月入り後、中東情勢の緊迫化を受けて、市場センチメントが大きく悪化しているとの見方を共有した。何人かの委員は、原油価格が大きく上昇するもとで、主要国の株価が下落するなど、金融市場のボラティリティが高まっているとの認識を示した。このうちのある委員は、リスクセンチメントが慎重化するもとでも、いわゆる「質への逃避」の動きが抑制されているように見えるのは、世界的なインフレ懸念の高まりなどが国債金利の形成に影響している面もあると指摘した。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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。先行きについて、中東情勢が徐々に落ち着いていくとの想定のもと、各国の通商政策等の影響が下押し圧力として残る中でも、グローバルなAI関連需要にも支えられて成長経路に復していくとの見方で一致した。複数の委員は、海外経済の今後の展開は、中東情勢から生じ得る負のショックを、IT需要や各国の財政政策等がどの程度相殺するかによって依存すると指摘したうえで、最近の世界的なIT需要の強さや各国の拡張的なマクロ経済政策を考慮すると、少なくとも現時点における中心的な見通しとしては、世界経済の大幅な減速

とそれに伴う物価の下振れは生じないと考えられるとの見解を示した。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持しているとの認識で一致した。複数の委員は、企業活動や物価に関する大きな懸念材料であった関税の影響は、引き続き限定的であるとの認識を示した。何人かの委員は、AIブームの拡大は、国内の雇用環境や競合するソフトウェア関連企業の事業環境に不確実性をもたらす面があるものの、最近のAI関連投資の大幅な増加は米国経済の牽引役となっているとの見方を示した。ある委員は、足もと、米国の物価や労働市場について大きな状況変化を示す指標は出ていないと指摘したうえで、こうした一進一退の状況が続いた場合には、ごく緩やかな利下げプロセスが続くと予想されると述べた。この間、一人の委員は、米国におけるAI関連投資の特徴に関し、プライベート・クレジット市場が積極的に利用されているほか、証券化商品の組成等を通じて幅広い投資家にリスクが移転されており、リスクの所在がみえにくくなっているため、金融面の動きは丁寧にみていく必要があると指摘した。

欧州経済について、委員は、一部に弱さを残しつつも、内需を中心に底堅さがみられているとの認識を共有した。

中国経済について、委員は、不動産市場などで調整圧力が続く中、関税引き上げの影響や政策効果の逡減などを受けて、減速しているとの見方を共有した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

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、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、中東情勢緊迫化の影響を含まないここ数か月のデータについては、企業部門・家計部門ともに、所得から支出の前向きな循環メカニズムが維持されていることを示すものであり、1月展望レポートの見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。このうちのある委員は、昨年10～12月の実質GDP統計の個人消費や設備投資、法人企業統計の企業収益や設備投資などは、足もとの国内経済の堅調さを示すものであったと付け加えた。一方、別の一人の委員は、わが国経済は、底堅さを維持しているものの、ガソリン価格の上昇など、中東情勢の緊迫化による

経済的悪影響が既に表れ始めており、予断を許さない局面にあると指摘した。

景気の先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要であるとの認識についても、併せて共有した。多くの委員は、中東情勢がわが国経済に及ぼす影響は、現在のような状況がどの程度、どのような形で続くかに大きく依存するが、今後の展開は不透明であり、現時点で先行きの中心的な見通しを修正するだけの情報は十分に揃っていないとの認識を示した。この点に関し、ある委員は、中東情勢とそれに端を発した原油価格の上昇は、リスクシナリオとして意識すべきであり、市場や経済に及ぼす影響を丹念に点検していく必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、現時点では、政府の政策に対する期待等から国内の過剰な反応は抑えられているほか、今後の展開次第の面もあることから、今回、経済・物価のメインシナリオを変更する必要はないとの見解を示した。この間、一人の委員は、近年のわが国の潜在成長率は、TFPの底堅さに支えられていると指摘したうえで、先行きについては、労働時間の上昇余地がどの程度あるか、また、情勢が変化する中で投資が適切に行われるかも論点になるとの認識を示した。

輸出や鉱工業生産について、委員は、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識を共有した。ある委員は、サービス輸出に関連し、インバウンド需要は、円安を背景に全体として依然好調であり、懸念されていた中国人観光客減少の影響は限定的なものにとどまっているとの見方を示した。中東情勢緊迫化の輸出面への影響について、一人の委員は、中東向け輸出のウエイトは、財・サービスともにそれほど大きくないが、アジア・欧州等を介した間接的な影響も生じ得ると指摘した。そのうえで、この委員は、NIEsやASEAN向けが多いIT関連輸出については、最近のメモリ価格の上昇が、わが国の交易条件を改善する方向に作用してきたが、今後、こうした状況に変化がみられないかを注視していく必要があると述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が関税政策の影響を受けつつも全体としては高水準を維持しているもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識を共有した。ある委員は、わが国企業は、地政学的リスク

への対応や成長分野の開拓を企図して前向きな投資スタンスを維持しているほか、先行きについても、労働需給がタイト化する中、省力化対応やDX関連の投資も継続されるとの見方を示した。一人の委員は、AI関連需要の広がりや高水準の企業収益、17の戦略分野への重点投資に対する政府の後押しなどを踏まえると、今後とも、堅調な設備投資が期待されるとの認識を示した。この間、企業業績に関して、複数の委員は、米国の関税政策は一部自動車メーカーの収益を下押ししたが、同時に生じていたAIブームの拡大が半導体関連企業の収益を大きく押し上げたことなどから、2025年度の上場企業の通期決算は過去最高水準となることが期待されると述べた。別のある委員は、短観のデータをみる限り、中小企業についても、多くの業種において、5年前と比べて税引後利益ははっきりと増加しており、近年の好業績は、規模を問わず企業全体に広がっていることが窺われるとの認識を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移しているとの認識で一致した。ある委員は、米類をはじめとする食料品の値上げの動きが一巡するも、物価高で下押しされてきた個人消費が漸く上向き始めたことは、最近の大きな変化であるとの認識を示した。一人の委員は、ガソリン代や電気・ガス料金に関する政府の補助にも支えられ、個人消費は、賃上げ前の端境期としては堅調な動きをみせていると指摘した。そのうえで、この委員は、高校授業料無償化の拡大や小学校給食無償化の開始など、新年度入り後も政府による所得移転策が続き、これが、家計の可処分所得の増加を通じて消費にプラスに作用することが期待されると述べた。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。複数の委員は、政府の物価高対策などもあって消費者物価の上昇率ははっきりと低下しており、長らくマイナス圏に沈んでいた実質賃金は、足もとプラス圏に浮上していると指摘した。この間、春季労使交渉（春闘）について、大方の委員は、多くの大企業は組合側の要求に対して満額またはそれに近い水準で回答しており、本年も幅広い企業でしっかりと賃上げが実施される可能性が高いとの見解を示した。複数の委員は、大企業の賃上げの状況はしっかりしているものの、中東情勢を踏まえ、中小・零細企業を含めた全体的な着地に向けて、今後もみていきたいと述べた。このうちのある委員は、わが国の経営者は、同業他社の動向を眺めつつ、横並びで賃上げスタンスを決める傾向が強いことから、中東情勢の不透明感が、中小企業

の賃上げの流れに影響を与えないかどうか注視していると付け加えた。この点に関し、別のある委員は、中小・零細企業は防衛的な賃上げを迫られて苦慮しているという声が昨年から聞かれているが、これらの企業の賃上げ率をみる際には、こうした構造的な要因が影響しているのか、それとも中東情勢の不透明感が影響しているのかを冷静に分析する必要があるとの見解を示した。

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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下しているとの認識で一致した。また、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの評価で一致した。複数の委員は、このところ、米を含む食料品価格は落ち着きつつあり、コストプッシュ要因の剥落により、消費者物価の伸び率はいったん低下していくとのこれまでの見通しが現実のものとなってきているとの認識を示した。ある委員は、米価格は、流通段階での需給を反映して低下し始めているものの、水準は依然として高めであると指摘し、値段の目安や相場が一度形成されると、なかなか元に戻りにくい事例のひとつであるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、こうした食料品価格における消費者の目線の切り上がりは、基調的な物価に影響している可能性があり、今後は、食料品以外の物価への波及についても注視する必要があると述べた。一人の委員は、米を使わない加工食品の価格上昇率は依然5%台に高止まっていると述べたうえで、最近の食料品価格上昇の理由として、国際商品市況や米などの原材料高ではなく、人件費や物流費の上昇を指摘する声が増えているが、両者の上昇率と比較しても食料品価格の上昇は目立つと指摘した。別のある委員は、2月の東京の消費者物価は、ガソリン暫定税率の廃止等の政策効果や、食料品価格を中心とする前年の大幅上昇の反動によって、想定通り前年比が低下したものの、個別にみると、外食・宿泊料や学習塾代など、人件費の上昇分をサービス価格に上乗せする動きが続いているとの見解を示した。

物価の先行きについて、大方の委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、いったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小したあと、足もとの原油価格上昇の影響がプラス幅を拡大する方向に作用するとの認識を共有した。また、委員は、この間、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズム

は維持され、その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくとの見方を共有した。そのうえで、大方の委員は、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの認識を共有した。なお、委員は、原油価格上昇が基調的な物価上昇率の見通しに及ぼす影響についても、留意が必要であるとの認識で一致した。ある委員は、基調的な物価上昇率が緩やかに上昇していくかどうかを確認するうえでは、期初の値上げの動きがひとつの試金石になると指摘し、賃金との関係を踏まえると、特にサービス価格の動向に着目していると述べた。一人の委員は、食料とエネルギーを除く財やサービスの価格は1%台半ばの上昇率となっており、いずれも2%よりも低位で安定していると指摘した。そのうえで、食料品価格の上昇が落ち着くことが前提であるが、基調的な物価上昇率はまだ2%の手前にあるものと思われ、急激な上昇を心配するほどの状況ではないとの認識を示した。別の委員は、基調的なインフレ率の2%への定着度は、まだ十分とはいえないと指摘したうえで、これまでは主に下振れリスクを意識してきたが、今後の中東情勢次第では、逆に2%を超える可能性もあるとの見解を示した。このほか、一人の委員は、春闘における賃上げが3年連続して「物価安定の目標」と整合的な水準になることが確認できれば、本年4月にも物価の基調は2%に達したと判断できるとの認識を示し、次回の短観や生活意識アンケート調査、企業へのヒアリング情報等によって、企業や家計のインフレ予想や企業の価格設定行動などを点検していきたいと述べた。この間、ある委員は、賃上げの定着や予想物価上昇率の上昇などを踏まえると、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとの認識を示した。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、今後の中東情勢の展開や原油価格の動向、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの認識で一致した。

そのうえで、委員は、中東情勢がわが国の経済・物価に及ぼし得る影響について議論した。経済に対する影響について、委員は、原油価格の上昇、とりわけドバイ原油の高騰は、中東産原油への依存度が高いわが国の景気の下押し要因として作用するとの認識を共有した。このうちの複数の委員は、中東情勢の緊迫化が、交易条件の悪化やそれ

に伴う企業収益の下押し、マインドの慎重化などを通じて国内の景気に与える影響に留意する必要があると付け加えた。一人の委員は、ロシアによるウクライナ侵攻により、今回と同様、資源価格が大きく上昇した 2022 年頃と比較すると、当時はコロナ禍からの回復局面にあり、各種の給付金やペントアップ需要も残っていた一方、足もとでは実質賃金の低下が継続し、家計の消費性向がかなり高まっている点などが異なると指摘した。そのうえで、この委員は、今回のショックが景気の腰折れ的な状況を招くリスクが大きいとは思っていないが、前回よりも注意する必要があるとの見解を示した。複数の委員は、原油価格の高騰や物価上昇による景気下押しの程度は、原油価格上昇の程度と持続性に大きく依存すると指摘した。この点に関し、ある委員は、中東での戦闘が早期に収束したとしても、ホルムズ海峡の安全が十分に確保され、原油価格が元の水準に戻るまでにはある程度時間がかかる可能性も念頭に置く必要があると述べた。複数の委員は、仮にホルムズ海峡の事実上の封鎖が長期化した場合には、サプライチェーンへの影響を通じて、企業の生産活動に下押し圧力がかかるリスクもあると指摘した。

中東情勢がわが国の物価に及ぼす影響について、委員は、短期的にはエネルギー価格等を押し上げる一方、基調的な物価上昇率については、上下両方向に作用する可能性があるとの見方で一致した。短期的な影響について、ある委員は、最近落ち着きをみせていたエネルギー価格が上昇し、消費者物価のヘッドラインが再び上昇に転じる展開が懸念されると述べた。一人の委員は、日本の輸入 LNG の多くは、中東原油価格と連動する契約となっていることから、中東原油価格の高騰は、ガソリン・プラスチックのみならず、電気・ガスなど広範囲での物価上昇につながると指摘した。基調的な物価上昇率に対する影響について、多くの委員は、景気に下押し圧力がかかり、需給ギャップが悪化すれば、基調的な物価上昇率を下押しする要因となり得る一方、原油価格の上昇が、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の上昇につながれば、基調的な物価上昇率の押し上げに作用するとの認識を示した。多くの委員は、ここ数年、企業の賃金・価格設定行動は積極化してきているため、今次局面の原油価格の上昇は、他の様々な財・サービスの価格に波及しやすく、また、そうした動きが予想物価上昇率を通じて、基調的な物価上昇率の押し上げにつながりやすくなっている可能性があるとの認識を示した。このうちのある委員は、2%程度まで上昇してきたインフレ予想や企業の積極的な価格設定行動、供給力不足の状況等を踏まえると、原油価格高騰や円安が、継続的かつ大きくインフレを押し上げる懸念があると指摘した。一人の委員は、基調

物価が上振れる可能性がある理由として、2022年に比べて需給ギャップも労働需給もタイト化していること、今回のショックがウクライナ、米に続く3度目のショックであるため、国民が「一時的な物価上昇に過ぎない」と受け止めない可能性があることなどを付け加えた。別のある委員は、今日のような原油価格上昇に伴う物価上昇局面でも、政府の価格転嫁・賃金上昇に向けた施策による慣性が働きやすく、物価上昇期待を強め、二次的な物価上昇を生じさせやすいとの見解を示した。この間、別の一人の委員は、中東情勢の緊迫が長期化する場合、わが国の経済・物価に対する直接的なインパクトは、米価格高騰時よりはるかに大きいと述べて、2022年の輸入物価上昇時との大小は現時点では判断しがたいと述べた。そのうえで、この委員は、ショックの波及や二次的な影響については、物価についても成長についても、当時よりは注意すべき度合いが高いとの見方を示した。このほか、ある委員は、欧州など多くの国では、2022年に物価上昇をルックスルーして批判を受けた教訓から、今日、利上げ観測が浮上しており、これが円安圧力が生じやすい状況につながっているとの認識を示した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。複数の委員は、経済活動に影響を及ぼす度合いが大きい短中期ゾーンの実質金利は、前回の決定会合以降、名目金利が概ね横ばいとなる中、引き続きはっきりとしたマイナスで推移していると指摘した。ある委員は、経済活動の回復や企業買収の積極化などから、銀行貸出は堅調に推移しているが、そうした動きの背景として、実質金利の低さも挙げられるとの見解を示した。そのうえで、この委員は、企業の総資産利益率（ROA）は貸出金利を大きく上回っているほか、不動産を中心とした資産市場における収益期待も高く、家計向けの住宅ローン分野も含め、金融環境は緩和的な状況が続いているとの認識を示した。

Ⅲ. 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、金融政策運営に関する議論を行った。

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、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解を共有した。何人かの委員は、足もとの国内経済は堅調であるが、中東

情勢の緊迫化の影響から、原油高の進展に伴うインフレの再燃が懸念されており、まずは今後の帰趨を含めた状況の見極めが必要であるとの認識を示した。複数の委員は、足もと中東情勢の不確実性が高まり、市場のセンチメントが大幅に悪化している状況の中、今回は政策金利を維持することが適当との見解を示した。ある委員は、仮に紛争が短期間で収束したとしても、ホルムズ海峡の通行再開にはある程度時間を要すると考えられ、景気減速懸念も少なくないことから、現時点での利上げは見送った方がよいと述べた。一方、一人の委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして、今次会合で、政策金利を1.0%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。そのうえで、この委員は、海外中銀の利上げ観測が高まる一方、わが国の実質政策金利は世界最低水準であると指摘したうえで、為替市場も内外の実質金利差に着目するだけに、早めに大幅なマイナスの実質政策金利の調整を行う必要があると述べた。

委員は、日本銀行によるこれまでの利上げの影響についても、議論した。何人かの委員は、これまでの利上げに伴い短期プライムレートなどは段階的に引き上げられているものの、企業の資金需要は緩やかな増加を続けており、金融機関の貸出態度や企業の資金繰りも総じて良好な水準を維持しているなど、緩和的な金融環境は維持されているとの認識を示した。このうちのある委員は、国内投資への影響という点でも、金利上昇を理由に投資を取りやめるという例は殆どみられず、その多くは人手不足や資材価格上昇が原因であるとの見解を示した。複数の委員は、最近の企業倒産について、その多くは従来からの業況不芳や人手不足を理由とするものであり、金利上昇を直接の理由とするケースはごく僅かであるとの認識を示した。一人の委員は、企業からのヒアリング情報によれば、0.75%までの利上げの影響で、金融緩和度合いが大きく縮小し、景気刺激効果が弱まった気配はみられないと指摘した。別の一人の委員は、家計についても、住宅ローンの需要動向に大きな変化はみられないほか、生活意識アンケート調査をみても、暮らし向きDIの悪化の要因は、主に物価上昇であり、金利上昇の影響はあまりみられないとの認識を示した。

先行きの金融政策運営について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことが適当との認識で一致した。そのうえで、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続

的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していくとの考え方を共有した。今後の利上げのタイミングについて、多くの委員は、これまでと同様、経済・物価情勢や基調的な物価上昇率に関する見通しの確度やリスクを確認しながら、毎回の決定会合において、適切に判断していくことが望ましいとの認識を示した。このうちのある委員は、中東情勢の影響のほか、賃金、物価、金融環境などを確認しながら利上げのタイミングを判断していくことになるとしたうえで、具体的には、次回会合以降、賃上げや期初の値上げの広がりなどを見極めつつ、前回の利上げ以降もなお金融環境が緩和的であることを仔細に確認していくことが適当であるとの見解を示した。一人の委員は、中東情勢は物価上昇と経済の下押しにつながり得るものの、現在の金融環境のもとでは、物価の上昇基調は維持されると見込まれるほか、人手不足を受けた賃上げの継続や企業の投資意欲の高さ等を踏まえると、今後も間を長く空けずに金融緩和の度合いの調整を検討することになるとの認識を示した。別のある委員は、基調的な物価上昇率が2%を超えて上昇し続けることは避けなければならない、経済環境や中小企業の賃上げスタンスが大きく崩れる兆しがみられなければ、躊躇なく利上げに進むことが必要であるとの見方を示した。別の一人の委員は、中立金利までまだまだ距離がある状況でビハインドザカーブに陥ると、急激かつ大幅な金融引き締めを余儀なくされ、わが国経済に大きなショックを与えてしまうことになると指摘したうえで、中東情勢の進展や短観、支店長会議での報告、企業ヒアリング等を踏まえ、利上げ幅を含め、利上げについて検討したいと述べた。

委員は、中東情勢を踏まえた金融政策運営の考え方についても議論を行った。多くの委員は、中東情勢の緊迫化に伴う供給ショックが一時的なものであれば、その影響はルックスルーすることが基本的な対応となる一方、そうしたショックが長期化し、物価全般への二次的波及が懸念される場合には、予想物価上昇率や基調的な物価上昇率への影響を見極めたうえで対応していく必要があるとの認識を示した。このうちのある委員は、原油高によるコストプッシュは、物価上昇を伴う経済低迷、すなわち1970年代的なスタグフレーションをもたらし得るが、一過性のインフレに対しては、むやみに動かずにコストプッシュ要因の剥落を待つことが基本であるとの見解を示した。この点に関連し、ロシアによるウクライナ侵攻時の対応について、多くの委員は、欧米では、当時の物価上昇を一過性のものと判断してルックスルーしたことがその後の物価高騰を招いたとされており、そうした教訓が、足もと、欧州等で利上げ観測が高まっていることの背景にある

との認識を示した。このうちのある委員は、当時、欧米の政策金利は中立金利を大幅に下回っていたため、いったん物価が大きく上昇し始めると、急速な利上げを余儀なくされたが、現状では概ね中立領域にあるため、前回のような大幅な利上げが必要となる可能性は低いと指摘した。そのうえで、この委員は、現在、わが国の政策金利は中立領域より下に位置しているため、欧米の教訓を踏まえると、物価の上振れリスクに特に注意が必要であるとの見解を示した。別のある委員は、過度な円安進行によりコストプッシュがさらに深刻化する場合、あるいは、二次的波及の本格化により賃金が上振れする場合には、金融引き締めが必要になる可能性もあるが、わが国の場合、基調的な物価上昇率はなお2%を下回っていることや、交易条件の悪化に伴う企業収益の悪化が来年の賃金を下押しする可能性もあることなどを踏まえると、基調的な物価上昇率が2%を超えて加速するリスクは低いと指摘した。こうした議論を経て、一人の委員は、仮に中東情勢の緊迫が長期化する場合には、従来の想定に沿って利上げ・緩和度合いの調整を緩やかに進めていくことを中心的な選択肢としつつ、二次的波及に伴う物価上振れリスクに対応するため、従来の想定よりも利上げを加速させ、金融環境を中立ないし引き締めにかけていく必要性がないかにも注意を払っていくことが適当であるとの見解を示した。別の一人の委員は、円安のパススルーの強まりに加え、過去と比べて企業の賃金・価格設定行動は積極化しており、物価が上がらないノルムが残っていた2022年頃と比べても、海外要因による二次的波及、基調的物価上昇が生じやすく、意図せざるビハインドザカーブが生じるリスクがあると指摘した。そのうえで、この委員は、時間軸上、原油価格上昇による不確実性から将来的には景気下押しはあるとしても、当面は二次的波及やインフレ期待の上昇に伴う物価上振れを重視した対応が必要であるとの見解を示した。ある委員は、金融政策によってまずは物価を安定させ、それによって、景気の下振れリスクを最小限に抑えることが、「物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資する」という理念に沿った行動であるとの認識を示した。

このほか、委員は、金融政策運営に関する情報発信の拡充についても議論した。何人かの委員は、政府の物価高対策や原油価格上昇の影響などにより、このところ、消費者物価が短期的に振れやすくなっていることから、金融政策を運営するうえで重要な基調的な物価上昇率を捕捉するためのさらなる工夫が必要であるとの認識を示した。そのうえで、これらの委員は、消費者物価指数のコア指標を拡充し、一時的な制度要因の影響を除いた消費者物価を試算して公表するなど、対外的にもより丁寧な説明を行っていくことが望ましいとの見解を示

した。

IV. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、米国の通商政策の影響が残るものの、緩やかに回復している。
- 中東情勢が経済に与える影響や金融市場の動向を高い緊張感を持って注視する必要がある。
- 政府は足元の中東情勢を受けて、緊急的激変緩和措置や備蓄石油の放出を行っており、引き続き、経済・物価動向に応じ、経済財政運営に万全を期す。
- 日本銀行には、内外の経済情勢等を十分に注視しつつ、日本銀行法、政府・日本銀行の共同声明の趣旨に沿って政府と緊密に連携し、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向け、適切な金融政策運営を期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の先行きについては、中東情勢を受けたエネルギー価格の高騰等が経済の下押しリスクとなり得る点を懸念している。また、金融市場の動向も高い緊張感を持って注視する必要がある。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、中東情勢がわが国経済に与える影響を含め、内外の経済情勢等を十分に注視し、市場とのコミュニケーションを図りつつ、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

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、金融市場調節方針について、以下の議案が提出された。

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

これに対して、高田委員からは、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（高田委員案）

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、1.0%程度で推移するよう促す。

金融市場調節方針に関する議案（高田委員案）は、採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：高田委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、田村委員、小枝委員、増委員

金融市場調節方針に関する議案（議長案）は、採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、
田村委員、小枝委員、増委員

反対：高田委員

2. 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。高田委員からは、物価の見通しについて、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして、田村委員からは、基調的な物価上昇率の見通しについて、2026年度入り後以降、「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとして、反対す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、高田委員と田村委員が一部記述について反対する旨を脚注に記述した対外公表文（「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. 議事要旨の承認

議事要旨（2026年1月22日、23日開催分）が全員一致で承認され、3月25日に公表することとされた。

以 上

2026年3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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^{（注1）}。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

2. わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少傾向にある。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、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）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下している。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。ただし、中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、いったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小したあと、足もとの原油価格上昇の影響がプラス幅を拡大する方向に作用すると考えられる。この間、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっ

ていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる^(注2)。なお、原油価格上昇が基調的な物価上昇率の見通しに及ぼす影響についても、留意が必要である。

リスク要因としては、今後の中東情勢の展開や原油価格の動向、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

3. 金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえ、^(注1)「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以 上

(注1) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、田村委員、小枝委員、増委員。反対：高田委員。高田委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして、無担保コールレート（オーバーナイト物）を1.0%程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

(注2) 高田委員は、物価の見通しについて、基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして、田村委員は、基調的な物価上昇率の見通しについて、2026年度入り後以降、「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとして、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」
- (図表 3) 経済産業省「鉱工業指数」
- (図表 4) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 5) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 7) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」
- (図表 10) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」
- (図表 12) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 13) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「消費者物価のコア指標」
- (図表 15) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、QUICK「QUICK 月次調査<債券>」、日本経済研究センター「ESP フォーキャスト」
- (図表 16) 国土交通省「地価公示」
- (図表 17) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 18) ブルームバーグ社
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) 日本銀行、日本相互証券、ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) 日本相互証券
- (図表 23) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 24) ブルームバーグ社
- (図表 25) 日本銀行、国際決済銀行
- (図表 26) 国際決済銀行
- (図表 27) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 28) 日本銀行・証券保管振替機構「短期社債等平均発行レート」
- (図表 29) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 30) 日本銀行「貸出・預金動向」
- (図表 31) 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 32) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 33) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 34) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 35) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 38) 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」